



Andreas Conrad Schempp

Unternehmensbewertung im Handwerk

Betriebswirtschaftliche Analyse des AWH-Standards zur Unternehmensbewertung

Unter Mitarbeit von Mark Leber und Oliver Martens

Andreas Conrad Schempp

Unternehmensbewertung im Handwerk

Betriebswirtschaftliche Analyse des AWH-Standards zur Unternehmensbewertung

Unter Mitarbeit von Mark Leber und Oliver Martens

2012

Ludwig-Fröhler-Institut

Forschungsinstitut im Deutschen Handwerksinstitut (DHI)

Gefördert durch:



sowie den
Wirtschaftsministerien
der Bundesländer

aufgrund eines Beschlusses
des Deutschen Bundestages

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

ISBN: 978-3-925397-68-4

© **Ludwig-Fröhler-Institut 2012**

Max-Joseph-Str. 4

80333 München

T: 089 - 51 55 60 80

F: 089 - 51 55 60 88

Email: sekretariat@lfi-muenchen.de

Internet: www.lfi-muenchen.de

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	V
Tabellenverzeichnis.....	VI
Abkürzungsverzeichnis.....	VII
1 Einleitung	1
2 Notwendigkeit einer Beschäftigung mit der Unternehmensbewertung von Handwerksbetrieben	5
2.1 Wertbegriffe und Zweckadäquanz einer Unternehmensbewertung	5
2.2 Typische Anlässe einer Unternehmensbewertung im Handwerk.....	10
2.3 Spezifische Herausforderungen bei der Unternehmensbewertung im Handwerk	12
2.4 Zehn Kriterien zur Beurteilung von Unternehmensbewertungsverfahren im Handwerk	16
3 Analyse von Unternehmensbewertungsmethoden mit Blick auf ihre Eignung für Handwerksunternehmen	21
3.1 Discounted-Cash-Flow-Verfahren.....	21
3.2 Vereinfachtes Ertragswertverfahren.....	28
3.3 Der Standard IDW S 1	32
3.4 Marktorientierte Verfahren	41
3.5 Der AWH-Standard.....	45
4 Empirische Evidenz.....	56
4.1 Illustration der Ergebnisse an Beispielen	56
4.2 Empirische Erkenntnisse über den AWH-Standard.....	62
5 Eignung des AWH-Standards für die Unternehmensbewertung von Handwerksbetrieben	68
Anhang	70
Literaturverzeichnis.....	84

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Systematisierung der Verfahren der Unternehmensbewertung (veränderte Darstellung in Anlehnung an Ballwieser (2011): S. 8).....	9
--	---

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Zehn wesentliche Kriterien zur Beurteilung von Unternehmensbewertungsverfahren im Handwerksbereich	20
Tabelle 2:	Beurteilung des FCF-Verfahrens aus Handwerkssicht	26
Tabelle 3:	Beurteilung des vereinfachten Ertragswertverfahrens aus Handwerkssicht.....	31
Tabelle 4:	Beurteilung des Standards IDW S 1 in der Ertragswert-Variante aus Handwerkssicht	39
Tabelle 5:	Beurteilung von Multiplikatoren aus Handwerkssicht.....	44
Tabelle 6:	Einzelne Risikozuschläge im AWH-Standard sowie Kriterien zur Erfassung der Inhaberabhängigkeit.....	51
Tabelle 7:	Beurteilung des AWH-Standards aus Handwerkssicht	53
Tabelle 8:	Unternehmenswerte für Fall 1	57
Tabelle 9:	Unternehmenswerte für Fall 2	59
Tabelle 10:	Unternehmenswerte für Fall 3 ohne Inhaberabhängigkeit	60
Tabelle 11:	Unternehmenswerte für Fall 3 mit sehr großer Inhaberabhängigkeit	61
Tabelle 12:	Unternehmenswerte für Fall 4	62
Tabelle 13:	Deskriptive Statistik des Datensatzes	64

Abkürzungsverzeichnis

AWH	Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk
BE	Betriebsergebnis
BewG	Bewertungsgesetz
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
DAX	Deutscher Aktienindex
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EK	Eigenkapital
ErbStG	Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuergesetz
ErbStRG	Gesetz zur Reform des Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuerrechts
FCF	Free Cash Flow
FK	Fremdkapital
GK	Gesamtkapital
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GoB	Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HwO	Handwerksordnung
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
KMU	Kleine und mittelgroße Unternehmen
UW	Unternehmenswert
WACC	Weighted Average Cost of Capital

1 Einleitung

Viele Handwerksunternehmen dürften in den kommenden Jahren vor einer Betriebsübergabe stehen.¹ In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage nach dem Wert des Unternehmens. Einerseits betrifft dies die Festlegung eines adäquaten Kaufpreises. Andererseits ist der Unternehmenswert bei der Bemessung einer möglicherweise zu zahlenden Erbschaft- oder Schenkungsteuer von großer Bedeutung. Letzteres gilt insbesondere vor dem Hintergrund der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 7. November 2006, dass Teile des Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuergesetzes (ErbStG) hinsichtlich unterschiedlicher Bewertungsgrundsätze verfassungswidrig waren.² Die damit fällige Neuregelung durch das Gesetz zur Reform des Erbschaftsteuer- und Schenkungsteuerrechts (ErbStRG) führte zu einer Abschaffung des bis dato vorherrschenden Stuttgarter Verfahrens zur Unternehmensbewertung für erbschaftsteuerliche Zwecke. In § 11 Abs. 2 S. 2 Bewertungsgesetz (BewG) heißt es seitdem:

„Lässt sich der gemeine Wert nicht aus Verkäufen unter fremden Dritten ableiten, die weniger als ein Jahr zurückliegen, so ist er unter Berücksichtigung der Ertragsaussichten der Kapitalgesellschaft oder einer anderen anerkannten, auch im gewöhnlichen Geschäftsverkehr für nichtsteuerliche Zwecke üblichen Methode zu ermitteln; dabei ist die Methode anzuwenden, die ein Erwerber der Bemessung des Kaufpreises zu Grunde legen würde.“

Dies bedeutet, dass grundsätzlich alle üblichen Verfahren der Unternehmensbewertung herangezogen werden können, um den Verkehrswert des Unternehmens (bzw. seines Betriebsvermögens) und damit die Steuerbemessungsgrundlage zu ermitteln. Als Grundsatz jedoch gilt ein nach einem **Ertragswertverfahren** ermittelter Wert. Nach § 109 BewG sowie § 95 Abs. 1 BewG ist dies ferner auch für Personenunternehmen gültig.

Das **Handwerk** ist ein *wichtiger und sehr heterogener Wirtschaftssektor* in Deutschland. Die Handwerksordnung (HwO) benennt insgesamt 151 Gewerke.³ Darunter finden sich so verschiedene Branchen wie der Hochbaubereich, der Metallbau, das Bä-

¹ Im Zeitraum von 2010 bis 2014 sind nach Hochrechnungen des IfM Bonn rund 110.000 Unternehmen im mittelständischen Bereich von einer Übergabe betroffen, vgl. Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (2012).

² BVerfG, 1 BvL 10/02 vom 07.11.2006.

³ In den drei Kategorien der zulassungspflichtigen Handwerke, der zulassungsfreien Handwerke sowie der handwerksähnlichen Gewerbe, vgl. HwO, die Anlagen A, B1 und B2.

cker- oder das Friseurgewerbe.⁴ 2010 gab es in Deutschland insgesamt 987.818 Handwerksunternehmen – rund ein Viertel aller deutschen Betriebe.⁵ Sie haben dabei mit durchschnittlich fünf Mitarbeitern und 500.000 € Jahresumsatz pro Betrieb nur eine geringe Größe. Dies ist v.a. bei einer Unternehmensbewertung von besonderer Bedeutung. In der folgenden Untersuchung werden die Begriffe „Handwerksbetrieb“ und „Handwerksunternehmen“ synonym verwendet.

Die wissenschaftliche Fundierung der **Unternehmensbewertung** konzentriert sich derzeit nicht auf eher kleine Unternehmen (etwa solche des Handwerkssektors), sondern auf die Bewertung von Großunternehmen.⁶ Entsprechende Probleme tauchen bei der Bewertung kleiner und mittelgroßer Unternehmen (KMU) auf. Im Handwerksbereich hat deswegen die *Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk* (AWH) einen eigenen Standard für die Wertermittlung von Unternehmen entwickelt: den AWH-Standard zur Unternehmensbewertung.

Dieser **AWH-Standard** soll eine auf die Spezifika dieses Bereiches zugeschnittene Unternehmensbewertung erlauben, die dennoch wichtigen *Grundsätzen einer ordnungsmäßigen Unternehmensbewertung* bestmöglich gerecht wird. Zu diesen Grundsätzen ist v.a. das *Prinzip der Zweckadäquanz* zu zählen.⁷ Weiterhin nennt die AWH selbst als Anspruch einer Bewertung nach dem AWH-Standard, dass die Bewertung umfassend, überprüfungssicher, schlüssig sowie nachvollziehbar sein muss.⁸

Verfolgt wurden mit der Entwicklung des AWH-Standards insbesondere **drei konkrete Ziele**.⁹ Erstens sollte eine *Unterstützung der Betriebsberater* des Handwerks geleistet werden. Hierzu werden einerseits Weiterbildungsveranstaltungen und Schulungen von Beratern mit Blick auf die Anwendung des AWH-Standards genannt. Andererseits soll die Arbeitsgemeinschaft „Kontakte zu anerkannten Sachverständigenorganisationen“¹⁰ sowie zu Datenerhebungsorganisationen halten. Zweitens ging es bei der Schaffung

⁴ In der Literatur existieren neben der gesetzlichen noch weitere Abgrenzungen des Handwerks von anderen Wirtschaftsbereichen. So wird das Handwerk von der Industrie bspw. nach seinen Funktionen oder nach dem Grad der industriellen Fertigung abgegrenzt, vgl. hierzu ausführlich Glasl/Maiwald/Wolf (2008).

⁵ Diese Zahl umfasst alle Betriebe nach den Anlagen A, B1 und B2, also auch die handwerksähnlichen Gewerbe, vgl. Zentralverband des Deutschen Handwerks (2011). Vgl. ebenda für die folgenden Zahlen, die aber nur für Handwerksbetriebe im engeren Sinne gelten; d.h. jene der Anlagen A und B1. In diesem Zusammenhang ist auch die gesellschaftliche Bedeutung des Mittelstandes und seiner besonderen Merkmale nicht zu unterschätzen, vgl. bspw. Mugler (2006): S. 4027.

⁶ Vgl. Hackspiel (2010): S. 131.

⁷ Vgl. Kap. 2.1 sowie zum Prinzip der Zweckadäquanz auch Moxter (1983): S. 5 ff.

⁸ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 7.

⁹ Vgl. für die Wiedergabe und Beschreibung dieser Ziele Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 8.

¹⁰ Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 8.

des AWH-Standards um die Entwicklung und Aktualisierung eines *einheitlichen Bewertungsstandards*, der eine gewisse Vergleichbarkeit der Bewertungsergebnisse zulässt. In diesem Zusammenhang ist das „Handbuch – Unternehmensbewertung im Handwerk“ zu nennen, ebenso wie die ständige Weiterentwicklung und Pflege einer unterstützenden Bewertungs-Software.¹¹ Drittens schließlich war die *Sammlung von Marktdaten* ein erklärtes Ziel der Arbeitsgemeinschaft. Dies bedeutet v.a., dass typische – bzw. häufig vorkommende – Beratungsfälle gesammelt werden sollen, um einerseits standardisierte Bewertungsbeispiele geben zu können, sowie andererseits branchen- und größenbezogene Daten über Betriebe des Handwerks zu erhalten. Dabei wurde das Verfahren von Praktikern für die Praxis entwickelt und war bis dato noch nicht Gegenstand einer wissenschaftlichen Untersuchung.

Die **Forschungsfrage** dieser Arbeit lautet entsprechend: Stellt der AWH-Standard aus wissenschaftlicher Sicht ein gutes und praxistaugliches Instrument zur Unternehmensbewertung dar? Damit in Zusammenhang sind die Besonderheiten von Handwerksunternehmen zu untersuchen, die für eine Unternehmensbewertung wichtige Rahmenbedingungen darstellen. Schließlich ist auch ein vergleichender Blick auf andere gängige Verfahren der Unternehmensbewertung zu werfen, die aus verschiedenen Gründen grundsätzlich für Handwerksbetriebe in Frage kommen könnten. Mit dieser Fragestellung werden in der vorliegenden Untersuchung somit drei **Ziele** verfolgt:

1. Der AWH-Standard soll einer betriebswirtschaftlichen Analyse unterzogen werden, um ihn hinsichtlich seiner Tauglichkeit aus praktischer und wissenschaftlicher Sicht beurteilen zu können.
2. Mittels empirischer Erkenntnisse sowie Beispielrechnungen soll die Praxistauglichkeit der Ergebnisse einer Bewertung nach dem AWH-Standard untersucht werden.
3. Mithilfe der Untersuchung soll zudem zumindest indirekt aufgezeigt werden, inwieweit der AWH-Standard sich zur Bewertung von Unternehmen außerhalb des Handwerksbereiches eignet.

Um diese Ziele möglichst gut zu erreichen erscheint der folgende **Gang der Untersuchung** als zweckmäßig. Zunächst wird in *Kapitel 2* eine kurze Klärung des Wertbegriffes im Sinne der Unternehmensbewertung vorgenommen sowie die Abhängigkeit einer Bewertung von ihrem Zweck gekennzeichnet (*Kap. 2.1*). Nach einer Darstellung der im Handwerksbereich typischen Anlässe für eine Unternehmensbewertung (*Kap. 2.2*)

¹¹ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011).

werden spezifische Herausforderungen einer Bewertung von Handwerksbetrieben skizziert (*Kap. 2.3*) sowie Kriterien für eine Beurteilung von Verfahren der Unternehmensbewertung im Handwerk hergeleitet und aufgestellt (*Kap. 2.4*). In *Kapitel 3* werden fünf Verfahren im Hinblick auf ihre Anwendbarkeit im Handwerk beleuchtet: Die Verfahren des Discounted-Cash-Flow (*Kap. 3.1*), das vereinfachte Ertragswertverfahren (*Kap. 3.2*), der Standard IDW S 1 (*Kap. 3.3*), die sogenannten marktorientierten Verfahren (*Kap. 3.4*) sowie schließlich der AWH-Standard zur Unternehmensbewertung (*Kap. 3.5*). Darauf folgt eine zusammenfassende Beurteilung der einzelnen Verfahren im Hinblick auf die herausgearbeiteten Kriterien aus Handwerkssicht (*Kap. 3.6*). In *Kapitel 4* folgen eine Illustration dieser konzeptionellen Ergebnisse anhand von Rechenbeispielen (*Kap. 4.1*) sowie eine kurze Diskussion im Lichte weiterer empirischer Erkenntnisse (*Kap. 4.2*). In *Kapitel 5* wird abschließend die Eignung des AWH-Standards zur Unternehmensbewertung diskutiert. Die Arbeit schließt mit einer thesenförmigen Zusammenfassung (*Kap. 6*).

2 Notwendigkeit einer Beschäftigung mit der Unternehmensbewertung von Handwerksbetrieben

2.1 Wertbegriffe und Zweckadäquanz einer Unternehmensbewertung

Vor einer weiteren Diskussion der Unternehmensbewertung in Handwerksbetrieben ist es wichtig, kurz das Wertverständnis an sich zu klären, verschiedene Wertbegriffe zu skizzieren sowie auf das zentrale Prinzip der Zweckadäquanz bei der Unternehmenswertermittlung einzugehen. Abschließend soll eine kurze Systematisierung der Verfahren der Unternehmensbewertung gegeben werden.

Der **Unternehmenswert** kann **unterschiedlich** verstanden werden. Grundsätzlich zu unterscheiden sind der subjektive und der objektive Wert.¹² Beim *subjektiven Wert* ist von einer Wertung auszugehen, die bspw. ein Bewerter vornimmt. So dürfte etwa in der Wahrnehmung eines manchen Handwerksunternehmers sein Unternehmen vergleichsweise viel wert sein, verschiedene Kaufinteressenten den Wert jedoch als weit aus geringer einschätzen.¹³ Der subjektive Wert hilft darum bei der Bewertung eher weniger weiter. Der *objektive Wert* hingegen sollte einen für jedermann gültigen Unternehmenswert darstellen; im Sinne eines rein sachlichen und unabhängigen Wertes – frei von jeglichen subjektiven Einflüssen.¹⁴ Doch wird seine Ermittlung nahezu unmöglich, da ein Bewerter immer in verschiedenen Bereichen einen Ermessensspielraum haben wird. Somit kommen, wenn auch im besten Fall nur minimal, subjektive Einflüsse zum Tragen, die den objektiven Wert verfälschen.

Es wird deshalb prinzipiell versucht, einen **objektivierten Wert** zu ermitteln. *Objektiviert* heißt hierbei in Abgrenzung zu *objektiv*, dass die subjektiven Vorstellungen der beteiligten Parteien zwar ausdrücklich ausgeklammert werden, aber gleichzeitig darauf hingewiesen wird, dass der Wert eines Unternehmens nie unabhängig vom Standpunkt des Bewerter sein kann.¹⁵ In anderen Worten ausgedrückt muss eine intersubjektive Nachprüfbarkeit des Wertes gegeben sein.

¹² Vgl. Joachim/Wagner (1981): S. 15 ff.

¹³ Vgl. zum subjektiven Unternehmenswert auch Wöhe (2008): S. 568 ff.

¹⁴ Vgl. Joachim/Wagner (1981): S. 20.

¹⁵ Vgl. Künnemann (1985): S. 30 ff.

Mit einer **Objektivierung des Bewertungsverfahrens** ist somit gemeint, den Ermessensspielraum des Bewerter möglichst gering zu halten und, wo immer möglich, ganz auszuschalten.¹⁶ So soll einem Missbrauch dieses Ermessensspielraumes vorgebeugt werden.¹⁷ Moxter schreibt hierzu allerdings: „Doch ist zu berücksichtigen, daß die Mißbrauchsbeschränkung grundsätzlich auf Kosten des wirklichen (von einem redlichen, sachverständigen Bewerter ermittelten) Unternehmenswertes geht.“¹⁸ Die Einschränkung der subjektiven Einflüsse des Bewerter ist folglich durchaus kritisch zu sehen. Es gilt somit, dass bei Spielräumen im Bewertungsverfahren zumindest eine „Bewerterbezogenheit“¹⁹ des Vorgehens zu vermeiden ist. Synergieeffekte²⁰ etwa werden im Kontext objektivierter Werte deshalb nicht berücksichtigt, da sie aus der subjektiven Nutzenmöglichkeit eines Einzelnen resultieren.

Für den Handwerksbereich ist der Wunsch nach einem eindeutigen objektivierten Wert anzunehmen, der einem *angemessenen Transaktionspreis* für das Unternehmen entspricht. Dies kann darauf zurückgeführt werden, dass bei Handwerksunternehmen der Preis oft mit dem Wert gleichgesetzt wird.²¹ In der Praxis sind sowohl Käufer als auch Verkäufer in der Regel dazu bereit, einen einmal ermittelten Unternehmenswert als Preis zu akzeptieren. Hierfür von zentraler Bedeutung ist jedoch ein intersubjektiv nachprüfbares Vorgehen, aufgrund dessen der Unternehmenswert (und mithin ein etwaiger Kaufpreis) zustande gekommen ist.

Generell sind verschiedene Wertbegriffe zu unterscheiden. Unternehmenswerte könnten zunächst nach handels- und steuerrechtlichen Vorschriften aufgrund des **Buchwertes** des Vermögens ermittelt werden. Diese dürften jedoch grundsätzlich als zu niedrig anzusehen sein.²² Hierfür spricht u.a. die Bedeutung des Vorsichtsprinzips sowie der hiervon abgeleiteten Grundsätze ordnungsmäßiger Buchführung (GoB) der handelsrechtlichen sowie (aufgrund des Maßgeblichkeitsprinzips) der steuerrechtlichen Rechnungslegung: Konkrete Bewertungsprinzipien wie bspw. das Anschaffungs- und Herstellungskostenprinzip verhindern eine realistische Bewertung des Vermögens. So werden auch bei rechtlich veranlassten Unternehmensbewertungen objektiverte Werte

¹⁶ Vgl. Moxter (1983): S. 33 f.

¹⁷ Vgl. Meyer (2006): S. 12.

¹⁸ Moxter (1983): S. 33.

¹⁹ Moxter (1983): S. 33.

²⁰ Marr/Picot (1991) definieren Synergieeffekte wie folgt: „Das Ganze ist mehr als die Summe seiner Teile.“, Marr/Picot (1991): S. 663. Für einen Überblick zu Synergien im Zusammenhang von Unternehmenstransaktionen vgl. Beck (1996): S. 32-56.

²¹ Dies ist strenggenommen falsch, da Preise lediglich tatsächlich gezahlte Beträge repräsentieren, vgl. Timmreck (2003): S. 12.

²² Sie sind aus diesem Grund bspw. auch nicht für die Bestimmung eines Zugewinnausgleichs maßgeblich, vgl. Braunhofer (1995): S. 129.

(bzw. der **Verkehrswert**) anstelle von Buchwerten verlangt, um eine Allgemeingültigkeit sicherstellen zu können.²³

Eine möglicherweise in Betracht zu ziehende Untergrenze bei jeder Bewertung stellt der **Liquidationswert** eines Unternehmens dar. Dies ist jener Wert, den das Unternehmen hat, wenn man es kaufen und anschließend liquidieren bzw. auflösen würde. Somit ergibt sich der Liquidationswert aus der Veräußerung der einzelnen Vermögensgegenstände nach Tilgung der Schulden (und gegebenenfalls zzgl. bestehender Forderungen). Für diesen Wert muss aber die sogenannte „Going-Concern-Annahme“, also die Prämisse der Fortführung des Unternehmens, aufgegeben werden. Der Liquidationswert kann folglich nur eine absolute Wertuntergrenze darstellen (in der es ökonomisch gesehen sinnvoller ist, das Unternehmen zu liquidieren als es weiter zu führen).²⁴

Im Unterschied hierzu steht der **Substanzwert**, der von der Unternehmensfortführung ausgeht. Dabei soll der Zeitwert der Summe der Vermögenswerte des Unternehmens aufgezeigt werden. Die Ausgangsfrage hierbei lautet, was es kosten würde, ein Unternehmen derselben Art gleichermaßen „auf der grünen Wiese“ zu errichten und hierfür alle Vermögensgegenstände im jetzigen Zustand zu beschaffen. Nötig ist dafür etwa das Wissen um die Anschaffungswerte, den Zustand bzw. die erwartbare Lebensdauer der Anlagen oder die Nachfrage nach eventuell zu veräußernden Gütern. Der Substanzwert errechnet sich folglich aus der Summe der (einzeln bewertbaren) Vermögensgegenstände des betriebsnotwendigen Vermögens, die um die Schulden zu kürzen sind.

Eine Ermittlung des Substanzwertes gehört wie die Ermittlung des Liquidationswertes zu den *Einzelbewertungsverfahren*. Wegen der bloßen Addition der Vermögenswerte verstößt der Substanzwert damit gegen das Prinzip der Bewertungseinheit.²⁵ Zudem wird das Prinzip der Zukunftsbezogenheit von Unternehmenswerten nicht beachtet, da der Substanzwert auf Vergangenheitsdaten fußt.²⁶ Für eine Berücksichtigung des Substanzwertes kann dennoch die Vermeidung von Prognoseproblemen sprechen, da hierbei keine zukunftsbezogenen Erträge geschätzt bzw. ermittelt werden müssen. Eine Bestimmung des Unternehmenswertes mithilfe des Substanzwertverfahrens kann so durchaus auch für einige Unternehmen sinnvoll sein. Dies ist etwa der Fall, wenn

²³ Vgl. bspw. Engeleiter (1970): S. 11 f.

²⁴ Vgl. hierzu bspw. Behringer (2009): S. 106.

²⁵ Vgl. Moxter (1983): S. 41 ff.

²⁶ Vgl. Behringer (2009): S. 103.

deren Vermögen überwiegend aus Immobilien, Maschinen, Warenlagern oder Fuhrparks besteht, d.h. wenn diese Vermögensgegenstände einen wesentlichen Teil des Unternehmenswertes ausmachen. Auch wenn der Substanzwert hierbei zu unplausiblen Werten führen kann (etwa im Falle beinahe insolventer Unternehmen mit sehr wertvollen Grundstücken),²⁷ dürfte für Handwerksbetriebe seine Berücksichtigung hinsichtlich der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens eine Rolle spielen. Auch als Mindestwert findet er im Handwerksbereich Verwendung, wenn nämlich der Ertragswert des Unternehmens kleiner ist als der Substanzwert.²⁸

Heute gelten *Gesamtbewertungsverfahren* und damit eine Bestimmung mithilfe des **Ertragswertes** als in der Unternehmensbewertung weithin akzeptiert, wie dies auch in § 11 Abs. 2 S. 2 BewG zum Ausdruck kommt. Bei diesen wird im Unterschied zu den Einzelbewertungsverfahren das Unternehmen als Gesamtheit betrachtet. Diese Verfahrensweise hat sich dabei grundsätzlich sowohl in der Rechtsprechung als auch in der Bewertungspraxis durchgesetzt.²⁹ *Erträge* stellen für den Betriebsinhaber erwartete Zahlungsmittelzuflüsse dar, die um etwaige Einzahlungen des Unternehmers sowie persönliche Steuern gemindert werden.³⁰ Für eine Bewertung sind die Erträge in den zukünftigen Perioden zu bestimmen, die dann auf den heutigen Tag abgezinst werden. Dieser Zinsfuß setzt sich aus einem Basiszinssatz, der eine quasi sichere Alternativanlage widerspiegelt,³¹ sowie einem Risikoaufschlag, der individuell für das Unternehmen zu bestimmen ist, zusammen. Auf der Ermittlung eines Ertragswertes basieren die in dieser Arbeit vorgestellten Methoden des Discounted Cash Flow,³² des vereinfachten Ertragswertverfahrens nach dem BewG³³ sowie der Standard IDW S 1³⁴ und der AWH-Standard.³⁵ Lediglich bei den marktorientierten Verfahren – etwa mithilfe von Multiplikatoren – wird anders vorgegangen.³⁶ Sie gehören weder zu den Gesamtbewertungs- noch den Einzelbewertungsverfahren, sondern stellen sogenannte *Überschlagsrechnungen* dar.

Nach der **Mittelwertmethode**, einem sogenannten *Mischverfahren*, wird ein Mittelwert aus *Ertrags-* und *Substanzwert* gebildet. Ein solches arithmetisches Mittel war in der

²⁷ Vgl. Behringer (2009): S. 103 f.

²⁸ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 13.

²⁹ Vgl. bspw. Peemöller (2005): S. 3 f. oder Wüstemann (2010): S. 1720.

³⁰ Vgl. Ballwieser (2011): S. 13.

³¹ Vgl. Moxter (1983): S. 146.

³² Vgl. Kap. 3.1.

³³ Vgl. Kap. 3.2.

³⁴ Vgl. Kap. 3.3.

³⁵ Vgl. Kap. 3.5.

³⁶ Vgl. Kap. 3.4.

Unternehmensbewertung lange üblich und wurde als „Schmalenbach'sche Regel“³⁷ bezeichnet. Doch auch andere Gewichtungen von Ertrags- zu Substanzwert sind möglich und werden praktiziert. Das sogenannte *Stuttgarter Verfahren* stellte als ein solches Mischverfahren bis zu seiner faktischen Abschaffung durch die Reform der Erbschaftsteuer das Standardverfahren zur Unternehmenswertermittlung für erbschaftsteuerliche Zwecke dar.³⁸

Abhängig vom Bewertungszweck bieten sich unterschiedliche Methoden der Unternehmensbewertung an. Ohne auf die einzelnen Verfahren an dieser Stelle eingehen zu wollen, bietet die folgende Abbildung 1 einen abschließenden Überblick bzw. eine Systematisierung gängiger Verfahren. Wie dort nochmals ersichtlich ist, gehört der AWH-Standard als Ertragswertverfahren zu den Gesamtbewertungsverfahren.³⁹ Diese heißen

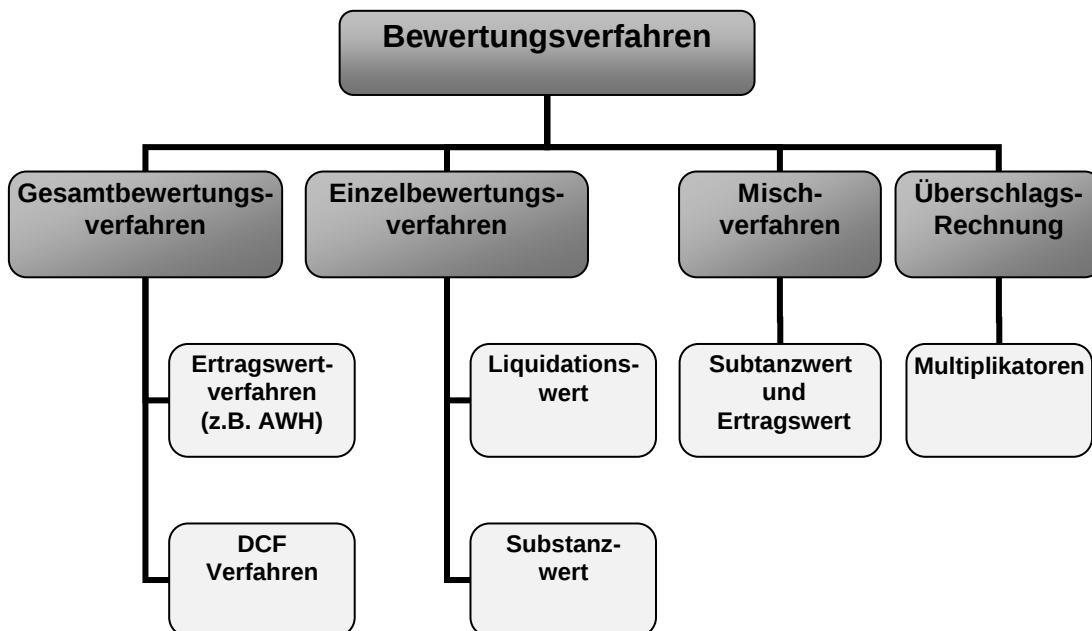


Abbildung 1: Systematisierung der Verfahren der Unternehmensbewertung (veränderte Darstellung in Anlehnung an Ballwieser (2011): S. 8)

³⁷ Joachim/Wagner (1981): S. 23.

³⁸ Es wurde mit dem ErbStRG abgeschafft und ist erbschaftsteuerlich für Übertragungen nach dem 31.12.2008 nicht mehr relevant: Es kann aber weiterhin in Abfindungsvereinbarungen darauf verwiesen werden.

³⁹ Die Gesamtbewertungsverfahren heißen dabei so, weil sie den Unternehmenswert als Vorteile aus der Nutzung aller zum Unternehmen gehörenden Aktiva und Passiva definieren – im Gegensatz zur bloßen Aufsummierung derselben, vgl. Ballwieser (2011): S. 9. Dies ist auch die Vorgehensweise beim AWH-Standard.

Heute hat sich die Ansicht einer zweckgerechten Bewertung durchgesetzt (die sowohl objektivierte als auch subjektive Werte – je nach Anlass der Bewertung – als Ziel hat).⁴⁰ Für eine andere Bewertungssituation und mithin einen anderen Bewertungszweck ist daher u.U. eine andere Methodik zielführend.⁴¹ Das **Zweckadäquanzprinzip**⁴² bedeutet in diesem Zusammenhang, dass ein Unternehmenswert immer vom Zweck der Bewertung abhängt und somit für den gleichen Betrieb unterschiedlich hoch ausfallen kann. Für Unternehmen kann also kein „Wert an sich“⁴³ herausgefunden werden, sondern nur (verschiedene) zweckabhängige Werte. Dabei können verschiedene Zwecke einer Bewertung unterschieden werden.

Der Zweck der *Entscheidungsvorbereitung* bedeutet, dass die Unternehmensbewertung im Hinblick auf einen Eigentümerwechsel, einen Strategiewechsel oder eine Prüfung der Kreditwürdigkeit erfolgt. Gerade ersteres dürfte im Handwerksbereich eine große Rolle spielen.⁴⁴ Es soll mit einer Bewertung also eine Entscheidungsgrundlage für den Betriebsinhaber geschaffen werden, an der er bspw. seine Preisvorstellungen bei einem etwaigen Verkauf orientieren kann. Damit in Zusammenhang steht der Zweck der *Unterstützung von Argumentationen*. Hierbei ist gefordert, dass das Zustandekommen des Unternehmenswertes transparent nachverfolgt werden kann, denn nur dann können überzeugungskräftige Argumente für einen bestimmten Wert ins Feld geführt werden. Weiterhin ist der Zweck der *Vermittlung zwischen streitenden Parteien* zu nennen, bei der ein Schiedswert gefunden werden soll. Dies könnte bspw. beim Ausscheiden einzelner Gesellschafter aus dem Betrieb wichtig sein. Ferner gibt es den Zweck der *Steuerbemessung* – auch sie spielt im Handwerk bei der Betriebsübergabe eine wichtige Rolle. Schließlich ist noch der Zweck der *Ermittlung von Bilanzwerten* – etwa von Beteiligungen – zu nennen. Dieser Zweck dürfte im Handwerksbereich jedoch nur von nachrangiger Bedeutung sein.

2.2 Typische Anlässe einer Unternehmensbewertung im Handwerk

Der wohl wichtigste bzw. am meisten verbreitete Anlass einer Unternehmensbewertung im Handwerksbereich ist der **Verkauf** (bzw. der Kauf) eines Handwerksbetriebes unter Lebenden. Dies zeigt auch eine Umfrage aus dem Jahr 2008 unter 115 Betriebs-

⁴⁰ Vgl. Sieben (1977): S. 28-30.

⁴¹ Vgl. Moxter (1983): S. 6 und Löhr (1993), S. 439.

⁴² Vgl. zur Bedeutung des Zweckadäquanzprinzips sowie zu den folgenden Ausführungen im Einzelnen Ballwieser (2011): S. 4 ff.

⁴³ Ballwieser (2011): S. 1.

⁴⁴ Vgl. das nachfolgende Kap. 2.2.

beratern des Handwerks, die Unternehmensbewertungen durchführen:⁴⁵ 72% nannten „Betriebsübergaben und Unternehmensverkäufe“ als explizit häufigsten Bewertungsanlass. Diese Zahlen sind vor dem Hintergrund zu sehen, dass viele Unternehmen im Handwerkssektor vor einer Übergabe stehen, jedoch oftmals kein geeigneter bzw. interessierter Nachfolger innerhalb der Familie vorhanden ist. Deshalb müssen viele Betriebe verkauft werden. Zudem stellt der Aspekt der Alterssicherung, die mit einem Verkauf des Unternehmens erreicht oder zumindest verbessert werden soll, ein nicht zu unterschätzendes Motiv vieler Handwerksunternehmer dar. Ein weiterer Aspekt dieses Anlasses ist dabei die Schenkung unter Lebenden, etwa im Rahmen der vorweggenommenen Erbfolge.

In diesem Zusammenhang ist der Anlass einer **Steuerbemessung** von Bedeutung. Auch wenn hierbei weitreichende Befreiungsregelungen von der Erbschaftsteuer- (bzw. Schenkungsteuer-) pflicht existieren,⁴⁶ so spielt doch für viele Handwerksbetriebe eine zweckgerechte Bewertung ihres Betriebes für die Steuerbemessung eine große Rolle. Dies wurde ausgelöst vom bereits erwähnten Urteil des Bundesverfassungsgerichts, nach dem grundsätzlich eine Bewertung nach einem Ertragswertverfahren für die Ermittlung des Unternehmenswertes im Rahmen des ErbStG heranzuziehen ist.⁴⁷

Ebenfalls noch im Kontext einer Unternehmensübertragung zu sehen sind **Erbstreitigkeiten** als Anlass für Unternehmensbewertungen.⁴⁸ Dies spielt insbesondere bei Einzelunternehmungen eine wichtige Rolle, da hierbei mehrere Erben gesamtschuldnerisch haften und somit jede Entscheidung im Unternehmen einstimmig getroffen werden muss. Dies kann zur völligen Lähmung des Betriebes führen, weshalb in diesem Fall eine schnelle Klärung der Situation geboten ist.⁴⁹

Weiterhin – wenn auch mit deutlichem Abstand – wurde in der angesprochenen Umfrage unter Betriebsberatern das **Ausscheiden von Gesellschaftern** genannt. 13% bezeichneten dies als häufigsten Anlass einer Unternehmensbewertung. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die meisten Unternehmen des Handwerks als Einzelunternehmung firmieren, bei denen ein solcher Anlass nicht in Frage kommt.⁵⁰ Die Antworten

⁴⁵ 92% der antwortenden Betriebsberater führen dabei regelmäßig Unternehmensbewertungen durch. Vgl. für diese Zahl sowie die im Folgenden zur Häufigkeit einzelner Anlässe genannten Zentralverband des Deutschen Handwerks (2008).

⁴⁶ Vgl. für einen groben Überblick speziell für das Handwerk Schempp (2010).

⁴⁷ BVerfG, 1 BvL 10/02 vom 07.11.2006.

⁴⁸ Vgl. bspw. Matschke/Brösel (2005): S. 63.

⁴⁹ Vgl. Schempp (2010).

⁵⁰ Vgl. das nachfolgende Kap. 2.3.

dürften sich deshalb vorrangig auf Kapitalgesellschaftsanteile (speziell: der GmbH) beziehen.

Eine mit 12% ähnlich hohe Zahl der antwortenden Betriebsberater sieht den häufigsten Anlass einer Bewertung in **Scheidungsfällen**. Dies spielt im Handwerkssektor generell eine bedeutende Rolle, weil von einer Beteiligung von Familienmitgliedern am Unternehmen grundsätzlich auszugehen ist. Wiederum mit Blick auf die vielen Einzelunternehmungen erschließt sich dieser Anlass für eine Bewertung in besonderem Maße. Dabei kommt hinzu, dass gerade bei Einzelkaufleuten das Motiv einer Vermögensübertragung an den Ehepartner vorkommen dürfte, was die Problematik im Falle einer Scheidung verschärft. Zudem herrscht bei vielen Handwerksunternehmen mit mehreren Eigenkapitalgebern ein Verwandtschaftsverhältnis zwischen den Eigentümern – mutmaßlich eben auch Ehepartnern – vor.⁵¹

Zu diesen empirisch für den Handwerksbereich belegten Anlässen kommen weitere hinzu, die für Handwerksbetriebe eine Unternehmensbewertung auslösen können. So kann etwa die Bemessung von *Schadenersatz* Anlass für eine Unternehmensbewertung bieten.⁵² All diese *Anlässe* haben *unterschiedliche Auswirkungen* auf den subjektiven (oder besser: gewünschten) Unternehmenswert. Es erscheint bspw. ersichtlich, dass im Hinblick auf den Verkaufspreis einerseits sowie die Steuerbemessung andererseits Konflikte aus Sicht des Unternehmens auftreten. Während der Wert im einen Fall eher hoch sein sollte (und subjektiv sicherlich auch als hoch wahrgenommen wird), so sollte er im anderen Fall eher niedrig ausfallen, um die Steuerzahlungen zu begrenzen. Ein Unternehmensbewertungsverfahren, das den Anspruch erhebt, einen objektivierten Wert zu ermitteln, muss etwaige Einflüsse folglich bestmöglich ausschalten. Da dies nicht zu hundert Prozent möglich ist,⁵³ muss der Anlass der Bewertung berücksichtigt und v.a. klar offengelegt werden.

2.3 Spezifische Herausforderungen bei der Unternehmensbewertung im Handwerk

Handwerksbetriebe besitzen eine Reihe spezifischer Herausforderungen für die Unternehmensbewertung, die im Rahmen der Wertermittlung zu berücksichtigen sind. Sie können dabei grundsätzlich anhand drei verschiedener Merkmale charakterisiert wer-

⁵¹ Dies gilt insb. für Unternehmen mit geringem Umsatz. Je nach Definition dieses Sachverhaltes ist damit von einem sehr großen Anteil an Familienunternehmen im Handwerk auszugehen.

⁵² Vgl. Matschke/Brösel (2005): S. 63.

⁵³ Vgl. das vorstehende Kap. 2.2.

den, auf die sich weitere spezifische Merkmale zurückführen lassen: Eine zentrale Stellung der Persönlichkeit des Betriebsinhabers im Unternehmen, eine vergleichsweise geringe Betriebsgröße sowie die vorherrschende Rechtsform der Einzelunternehmung.⁵⁴

Die teilweise hohe **Abhängigkeit von der Unternehmerpersönlichkeit**⁵⁵ stellt für Handwerksbetriebe eine zentrale Determinante ihres Unternehmenserfolges dar. Der Inhaber prägt das Unternehmen in besonderem Maße und ist dadurch mit seiner Persönlichkeit sowie seinen Charakteristika für einen Teil des Erfolges verantwortlich. Abhängig von der Ausgestaltung der Organisation und der Größe des Unternehmens übernimmt er große Teile der Leistungserstellung und verhandelt sowohl mit Lieferanten als auch Kunden.⁵⁶ Zu den Mitarbeitern wird überdies ein persönlicher Umgang gepflegt. Das alles kann gerade bei einer Unternehmensübergabe zu einem schwerwiegenden Problem werden. Denn mit dem Wegfall des bisherigen Eigentümers geht gleichfalls ein Stück der Erfolgsgrundlage des Handwerksbetriebes verloren.⁵⁷ Auch sind viele Unternehmer im Handwerk gleichzeitig Inhaber und Unternehmensleiter, womit eher zentrale Entscheidungsinstanzen verbunden sind.⁵⁸ Dies gilt nicht nur für Einzelkaufleute, sondern für mehr oder weniger alle Rechtsformen. Die Berücksichtigung der Unternehmerpersönlichkeit ist deshalb bei einer Bewertung von besonderer Bedeutung.⁵⁹

In ähnlicher Form ist dies für die Herausforderung einer **begrenzten Betriebsgröße** von Handwerksunternehmen gültig. Auch sie kann als wichtiger Erfolgsfaktor gesehen werden. So wird in der Literatur in diesem Zusammenhang v.a. die Überschaubarkeit des Betriebes, die hohe Flexibilität sowie eine rasche Anpassungsfähigkeit an Marktänderungen und insbesondere technische Neuerungen genannt.⁶⁰ Für eine Unternehmensbewertung von Handwerksunternehmen spielt die begrenzte Betriebsgröße somit eine ebenfalls entscheidende Rolle. Gleichzeitig schränkt sie die personelle und finanzielle Kapazität im Hinblick auf eine ausführliche Ermittlung des Unternehmenswertes ein.

⁵⁴ Vgl. Schempp (2009): S. 22 ff. Diese Merkmale werden hier mit besonderer Bezugnahme auf das externe Rechnungswesen von Handwerksbetrieben geschildert, jedoch können sie auch für die Unternehmenswertermittlung als wesentlich betrachtet werden.

⁵⁵ Vgl. hierzu ausführlich Daschmann (1994): S. 56 ff.

⁵⁶ Vgl. bspw. Schoberth/Ihlau (2008): S. 2116.

⁵⁷ Vgl. auch Helbling (1998): S. 190.

⁵⁸ Vgl. Matschke/Brösel (2007): S. 8.

⁵⁹ Diese Herausforderung wird auch im Handbuch – Unternehmensbewertung im Handwerk als erste Besonderheit von Handwerksunternehmen bei der Bewertung genannt, vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 5.

⁶⁰ Vgl. auch zu dieser Charakterisierung als Erfolgsfaktor Daschmann (1994): S. 63 ff.

Weiterhin hat die **Einzelunternehmung als vorherrschende Rechtsform** im Handwerk Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung: Bei der letzten Handwerkszählung im Jahre 2008 hatten mit 66,4% knapp zwei Drittel der Handwerksbetriebe die Rechtsform der Einzelunternehmung. Weitere 8,6% waren Personengesellschaften, 23,4% waren GmbHs und nur 1,6% hatten eine andere Rechtsform.⁶¹ Diese Einzelunternehmen können noch stärker als andere Betriebe vom Unternehmer abhängig sein, da er meist Unternehmensleiter und Kapitalgeber in einer Person ist. Dadurch werden auch private Ziele mit dem Unternehmen verfolgt. Dies betrifft nicht nur Ziele finanzieller Natur, sondern auch Ziele, die etwa durch Prestigedenken oder Sozialgefühl motiviert sind. Diese Zielsetzungen wirken sich in Einzelunternehmungen entsprechend stark auf die Beziehungen zu Kunden, Mitarbeitern und Lieferanten aus. Des Weiteren stellen bei der hier bestehenden Haftungsverflechtung die Trennung von Betriebs- und Privatvermögen⁶² (zu erfassen über kalkulatorische Kosten), privat veranlasste Aufwendungen des Eigentümers⁶³ oder die Mitarbeit von Familienmitgliedern⁶⁴ für die Bewertung bedeutende Herausforderungen dar.

Eng mit der Herausforderung der starken Unternehmerpersönlichkeit ist überdies eine relativ **geringe formelle Festlegung von Weisungs- und Entscheidungsrechten** verbunden. Sie ist häufig nur in Ansätzen im Leistungssystem vorhanden, da die Führung uneingeschränkt dem Unternehmer obliegt. Folglich kann es schwer einschätzbar sein, wie das Machtgeflecht im Unternehmen tatsächlich aussieht. Dies ist mit vielerlei Risiken bei einer Bewertung verbunden. Gleichzeitig wird den Unternehmen dadurch aber eine schlanke und flexible Organisationsstruktur⁶⁵ ermöglicht. Sie können sich leichter und innerhalb kürzerer Zeit als Großunternehmen an Veränderungen anpassen. Daraus folgt jedoch ebenfalls, dass sich Goodwill (der immaterielle Mehrwert) rascher wieder verflüchtigen kann, was Auswirkungen auf die Prognose der künftigen Erträge haben kann.⁶⁶

⁶¹ Diese Zahlen sind eigene Berechnungen auf Grundlage der Handwerkszählung 2008 (vgl. Statistisches Bundesamt (2011): S. 87). Sie gelten für alle Handwerksbetriebe der Anlagen A und B1, welche im Berichtsjahr 2008 steuerbaren Umsatz aus Lieferungen und Leistungen und/oder sozialversicherungspflichtig Beschäftigte aufwiesen.

⁶² Vgl. Schoberth/Ihlau (2008): S. 2114.

⁶³ Vgl. Schoberth/Ihlau (2008): S. 2115.

⁶⁴ Vgl. Helbling (2005): S. 191.

⁶⁵ Familienunternehmen können so bspw. große Flexibilitäts- und Kostenvorteile aufweisen, vgl. Voigt et al. (2005): S. 186. Zudem ist in diesem Zusammenhang die vergleichsweise geringe gewerkschaftliche Organisation im Handwerk zu berücksichtigen.

⁶⁶ Vgl. Helbling (1998): S. 189.

Handwerksbetriebe haben eher **wenig entwickelte Informationssysteme**. Dies gilt für das interne Rechnungswesen wie Controllinginstrumente gleichermaßen.⁶⁷ Zudem ist das externe Rechnungswesen mit Schwächen behaftet, die Jahresabschlüsse sind aufgrund einer dominanten Stellung des Steuerberaters häufig steuerlich ausgerichtet, was den Aussagegehalt gegenüber Handelsbilanzen und -GuV einschränkt. Außerdem werden oft nur die gesetzlichen Mindeststandards eingehalten.⁶⁸ Testierte Jahresabschlüsse, wie sie bei Großunternehmen verpflichtend sind, werden von KMU im Allgemeinen – und mithin Handwerksbetrieben – ohnehin selten erstellt, noch werden sie von in Frage kommenden Bilanzadressaten erwartet. Dies erschwert im Rahmen der Unternehmensbewertung eine Vergangenheitsanalyse zusätzlich.⁶⁹ Somit kann bei Handwerksunternehmen von eher unterentwickelten internen und externen Informationssystemen gesprochen werden.⁷⁰

In diesem Zusammenhang ist eine häufig **fehlende Unternehmensplanung** in Handwerksunternehmen zu nennen. Belastbare Instrumente im Sinne etwa von integrierten Kapitalflussrechnungen oder Planbilanzen (bzw. Plan-GuV) liegen in der Regel nicht vor.⁷¹ Selbst ein Lagebericht im Rahmen der externen Berichterstattung kommt extrem selten vor.⁷² Planungsrechnungen sind jedoch für eine substantielle Bewertung strenggenommen unerlässlich, da es auf die Zukunft des Betriebes ankommt. Mittelbar wirkt sich das Fehlen von Planungsrechnungen auch auf die Finanzierungsstruktur bzw. die Belastung mit Fremdkapitalzinsen aus, weil eine schlechtere (dokumentierte) Planung des Unternehmens regelmäßig schlechtere Konditionen bei der Kreditvergabe bedeutet.⁷³

Zumeist handelt es sich bei Handwerksunternehmen schließlich um eine individualisierte **Leistungserstellung**, die durch Einzelfertigung gekennzeichnet ist. Dies bedeutet, dass Größenvorteile („Economies of Scale“) nicht existieren, bzw. nicht genutzt werden können. Die Produktion in Handwerksunternehmen kann demnach als arbeitsintensiv beschrieben werden, was mit der geringen Arbeitsteilung in den Betrieben kor-

⁶⁷ Einen empirischen Nachweis hierzu führte Glasl (2000).

⁶⁸ Vgl. Behringer (2009): S. 44.

⁶⁹ Vgl. Peemöller (2005): S. 23.

⁷⁰ Vgl. Wiedmann (2002): S. 33.

⁷¹ Vgl. Keller/Hohmann (2004): S. 197 und Peemöller (2005): S. 23.

⁷² Der Lagebericht bietet explizit auf die Zukunft des Unternehmens bezogene Informationen. Er muss von allen mittelgroßen und großen Kapitalgesellschaften aufgestellt werden (Vgl. § 264 Abs. 1 S. 1 u. 4 HGB), was ihn im Handwerk sehr selten macht, da hier auch die meisten GmbHs zu den kleinen Kapitalgesellschaften gehören.

⁷³ Handwerksunternehmen haben ohnehin eine vielfach problematische Kapitalstruktur: Der Fremdkapitalanteil ist im Vergleich mit anderen Unternehmen sehr hoch. Vgl. für einen umfassenden Überblick Schempp (2006).

respondiert.⁷⁴ Außerdem arbeiten gerade kleine Unternehmen nicht selten mit einem hochspezifischen und möglicherweise veralteten Maschinenpark, da Neuanschaffungen aufgrund ihrer zu niedrigen Auslastung unrentabel sind.

2.4 Zehn Kriterien zur Beurteilung von Unternehmensbewertungsverfahren im Handwerk

Aufgrund der vorangegangenen Überlegungen können verschiedene Kriterien formuliert werden, die eine Beurteilung von Unternehmensbewertungsverfahren hinsichtlich ihrer Eignung für Unternehmen des Handwerkssektors ermöglichen. Sie sollen abschließend zu einem Katalog wesentlicher Kriterien zusammengefasst werden, der auf die in Kap. 3 zu diskutierenden Verfahren angewandt wird.⁷⁵ Da in der Theorie der Unternehmensbewertung finanzielle Nutzenzuflüsse im Vordergrund stehen, bleiben *metaökonomische Motive* auch im Folgenden unberücksichtigt.⁷⁶ Zu diesen zählen bspw. die persönliche Unabhängigkeit, das Streben nach Selbständigkeit, berufliche Entfaltungsmöglichkeiten oder Heimatverbundenheit.⁷⁷ Diese nicht-finanziellen Nutzenzuflüsse können für eine objektivierte Unternehmensbewertung schwer abgebildet werden, weshalb eine Beschränkung auf den finanziellen Nutzen erfolgt.⁷⁸

Angesichts des zentralen Bewertungsanlasses einer Unternehmensübergabe im Handwerk stellt die **Ermittlung eines adäquaten Unternehmenspreises** ein zentrales Kriterium für die Beurteilung eines Unternehmensbewertungsverfahrens aus Handwerkssicht dar. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass eine Wertermittlung bereits mit dem Ziel der (Verkaufs-) Preisbestimmung stattfinden dürfte und somit bereits die Ausgangslage für etwaige Preisverhandlungen bilden kann. Deshalb kann dieses Kriterium v.a. daran gemessen werden, wie die nach einem bestimmten Bewertungsverfahren ermittelten (Verkaufs-) Preise von potentiellen Käufern dieser Unternehmen akzeptiert werden, bzw. wie große die Nähe zu einem realisierten Preis ist.

In diesem Zusammenhang spielt die Transparenz bzw. die **Nachvollziehbarkeit der Bewertung** eine bedeutende Rolle. Die Forderung danach findet sich auch in Anlei-

⁷⁴ Vgl. bspw. Hackspiel (2010): S. 132.

⁷⁵ Diese Prüfsteine erheben dabei keinen Anspruch auf Vollständigkeit, sie sind vielmehr dem gewählten Gang der Untersuchung geschuldet. Weitere sinnvolle Kriterien können sich durch andere Blickwinkel bei der Untersuchung von Handwerksbetrieben ergeben.

⁷⁶ Sie können dennoch als rein subjektive Wertkomponenten etwa den Preis eines Unternehmens deutlich beeinflussen. Gerade beim Kauf von Handwerksunternehmen dürften sie eine nicht unwesentliche Rolle spielen.

⁷⁷ Vgl. z.B. Braunhofer (1995): S. 76.

⁷⁸ Vgl. hierzu Ballwieser (2007).

tungen zur Unternehmensbewertung für Praktiker wieder, so bspw. im „Handbuch – Unternehmensbewertung im Handwerk“⁷⁹ für die Betriebsberater im Handwerk oder im Standard „IDW S 1“⁸⁰ für Wirtschaftsprüfer. Ein zentrales Kriterium lautet somit, dass die Ermittlung des Unternehmenswertes hinreichend transparent ist, um Anlass der Bewertung und Berücksichtigung einzelner Sachverhalte nachvollziehen und einschätzen zu können. Dabei sollte das Verfahren auch eine gewisse Standardisierung von Annahmen aufweisen, um von verschiedenen Parteien leichter Anerkennung zu erhalten.

Die **Berücksichtigung einer eingeschränkten Datenbasis** bei Handwerksbetrieben ist für den Bewertungsprozess unmittelbar wichtig. Die Aussagefähigkeit eines Unternehmenswertes ist dabei sowohl vom Anteil vorhandener als auch geschätzter Daten abhängig. Letzterer kann stark variieren und bisweilen sehr hoch sein. Dabei stellt sich nicht nur die Frage nach der Verlässlichkeit der Schätzungen, sondern es ist auch zu klären, inwieweit die individuellen Chancen und Risiken des Unternehmens bei der Ergebnisschätzung berücksichtigt werden können. Zudem sind in Handwerksbetrieben nicht bilanzierte Verpflichtungen und Risiken (z.B. hinsichtlich Garantien, Bürgschaften oder Prozessrisiken) zu beachten.⁸¹

Ebenso ist die **Berücksichtigung einer eingeschränkten Unternehmensplanung** in Handwerksbetrieben bei den verschiedenen Verfahren der Unternehmensbewertung von Bedeutung. Dies heißt im Einzelfall, dass viele Planungsdaten, die nicht vorhanden sind, geschätzt werden müssen. Zugleich bedeutet dies u.U. einen erhöhten Aufwand, da sich über die Zukunft des Unternehmens keine Gedanken gemacht wurden und diese erst möglichst realistisch eingeschätzt werden muss.

Die **Berücksichtigung der Abhängigkeit vom Betriebsinhaber** ist weiterhin ein sehr wichtiges Kriterium bei der Bewertung von Handwerksunternehmen. Eine theoretisch fundierte (und v.a. standardisierte) Quantifizierung einer solchen Inhaberabhängigkeit ist allerdings schwer möglich. Insofern stellt dieses Kriterium gleichzeitig einen hochproblematischen Punkt dar. Ein Unternehmensbewertungsverfahren muss den nur aus der Inhaberpersönlichkeit resultierenden Anteil der Nutzenzuflüsse separieren und vom Wert des Handwerksbetriebes abziehen.⁸² Verfügt das Unternehmen darüber hinaus

⁷⁹ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011), insb. S. 6.

⁸⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, insb. Tz. 175 ff.

⁸¹ Vgl. Keller/Hohmann (2004): S. 199.

⁸² Damit eine Betriebsübergabe ohne solche Bruchstellen erfolgt, kann der Verkäufer durch einen längerfristigen Beratungs- und Organvertrag an den Betrieb gebunden werden, vgl. Voigt et al. (2005): S. 178.

über keine selbsttragende Organisation, sind strenggenommen die Kosten für den Aufbau einer betriebsgerechten Organisation zu veranschlagen.⁸³

Ebenfalls im Zusammenhang mit dem Betriebsinhaber steht die Berücksichtigung des Unternehmerlohnes. Bei den vielen Einzelunternehmungen im Handwerkssektor ist dieser längst nicht immer in den Zahlen des Unternehmens enthalten. Somit muss in der Bewertung vieler Betriebe die **Berücksichtigung kalkulatorischer Unternehmerlöhne** abgebildet werden. Die Höhe sollte sich nach dem markttypischen Gehalt für einen Fremdgeschäftsführer zuzüglich der Sozialleistungen bemessen.⁸⁴ Durch die beschriebene starke Abhängigkeit der Ertragslage von der Person des Unternehmers ist der Unternehmerlohn allerdings ein ebenfalls kritischer Punkt in der Bewertung, der bei der Prognose der zukünftigen Erträge berücksichtigt werden muss.⁸⁵

Außerdem besteht in vielen Handwerksbetrieben nicht nur eine Abhängigkeit vom Inhaber sondern auch von anderen Fachkräften im Betrieb. Die **Erfassung einer Personenabhängigkeit** meint dabei v.a. die Unverzichtbarkeit auf einzelne Mitarbeiter für die Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes und hat deshalb einen starken Einfluss auf die derzeitige und künftige Ertragslage. Dies ist im Rahmen der Bewertung zu prüfen und muss entsprechend zu berücksichtigen. Bspw. könnten höhere Tarifestufen herangezogen werden. Grundsätzlich muss entweder die Prognose der zukünftigen Erträge oder der Kapitalisierungszinssatz entsprechend angepasst werden können.

Eine ähnliche Problematik stellt sich hinsichtlich der **Abbildung von Fachwissen**, das in Handwerksunternehmen explizit oder implizit vorhanden ist. Dies kann zu einem Know-how-Zuschlag oder zu einem Know-how-Abschlag führen. Ersteres bspw., wenn das Fachwissen der Mitarbeiter einen deutlichen Wettbewerbsvorteil gegenüber der Konkurrenz schafft. Zweiteres, wenn z.B. Unvermögen seitens des Unternehmer oder Mitarbeiter zu grundsätzlichen Nachteilen im Wettbewerb führen. Es ist dabei bspw. zu klären, ob ein solcher Einfluss des Fachwissens in den bisherigen Erträgen adäquat abgebildet ist. Insbesondere im Kontext der starken Inhaberabhängigkeit können im Handwerk solche Stärken oder Schwächen über längere Zeit verborgen bleiben (und erst bei einer Betriebsübergabe zutage treten).

⁸³ Dabei müssten dann jedoch die zusätzlich zu erwartenden Nutzenzuflüsse aufgrund der verbesserten Organisation wieder in die Bewertung eingebracht werden.

⁸⁴ Vgl. Braunhofer (1995): S. 55.

⁸⁵ Vgl. Neumann (2000): S. 348.

Schließlich ist auch die **theoretische Fundierung** eines Unternehmensbewertungsverfahrens zu berücksichtigen. Dies stellt auch in der Praxis einen Akzeptanzgrund dar. Jedoch sind hierbei Einschränkungen in Kauf zu nehmen. Denn: „Das Dilemma der Unternehmensbewertungslehre besteht in der Dissonanz von theoretischen Erfordernissen und praktischen Ansprüchen an die entwickelten Bewertungsmethoden.“⁸⁶ Um realistische und für die beteiligten Parteien (wie bspw. Eigentümer, Unternehmenskäufer, Banken oder Gerichte) akzeptable Ergebnisse zu erhalten, ist dennoch eine theoretisch möglichst einwandfreie Vorgehensweise anzustreben.

Gerade letzterem sind im Handwerk in der Praxis jedoch enge Grenzen gesetzt: Aufgrund der geringen Größe und Finanzkraft der Betriebe wird eine Unternehmensbewertung für die verschiedensten Anlässe hier häufig von Betriebsberatern des Handwerks durchgeführt, die nur eine sehr begrenzte Kapazität für ein Unternehmen aufwenden können. Ein letztes wesentliches Kriterium ergibt sich deshalb aus dieser Bewertungspraxis heraus: Die **Praktikabilität**. Dabei ist nicht nur zu berücksichtigen, dass Handwerksbetriebe aufgrund ihres in der Regel geringen finanziellen und zeitlichen Budgets nicht im gleichen Maße im Detail analysiert werden können, wie etwa große Publikumsgesellschaften, wo sich mehrere Wirtschaftsprüfer ganze Wochen oder Monate nur mit der Wertermittlung befassen. Das Bewertungsverfahren hat vielmehr auch dem eingeschränkten Informationssystem des Betriebes selbst Rechnung zu tragen.⁸⁷ Somit ist eine Bewertung von Unternehmen des Handwerks unter der Bedingung begrenzter Ressourcen zu erstellen.⁸⁸ Dabei ist insbesondere ein angemessenes Verhältnis zwischen Wert des Unternehmens und Aufwand der Bewertung zu halten

⁸⁶ Alvano (1988): S. 4.

⁸⁷ Ansonsten wird eine Anwendung eines Bewertungsstandards unmöglich, vgl. Ruhnke (1991): S. 1893.

⁸⁸ Vgl. für KMU allgemein auch Thießen (2003): S. 123.

Die wesentlichen Kriterien zeigt die folgende Tabelle 1 in einem abschließenden Überblick.

Ermittlung eines adäquaten Unternehmenspreises
Nachvollziehbarkeit der Bewertung
Berücksichtigung einer eingeschränkten Datenbasis
Berücksichtigung einer eingeschränkten Unternehmensplanung
Berücksichtigung der Abhängigkeit von der Unternehmerpersönlichkeit
Berücksichtigung kalkulatorischer Unternehmerlöhne
Erfassung einer Personenabhängigkeit
Abbildung von Fachwissen
Theoretische Fundierung
Praktikabilität

Tabelle 1: Zehn wesentliche Kriterien zur Beurteilung von Unternehmensbewertungsverfahren im Handwerksbereich

3 Analyse von Unternehmensbewertungsmethoden mit Blick auf ihre Eignung für Handwerksunternehmen

3.1 Discounted-Cash-Flow-Verfahren

Die aus dem angelsächsischen Raum stammenden Verfahren des Discounted Cash Flow (DCF) bestehen eigentlich aus vier verschiedenen Verfahren, die jedoch rechnerisch ineinander überführbar sind und – die gleichen Prämissen vorausgesetzt – zum jeweils gleichen Ergebnis führen.⁸⁹ Dies sind zum ersten das Free Cash Flow-Verfahren, welches die Zahlungsüberschüsse unter Berücksichtigung fiktiver Steuern mit den gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten diskontiert. Weiterhin gibt es das Total Cash Flow-Verfahren, bei dem statt fiktiven die tatsächlichen Steuern erfasst werden. Das Adjusted Present Value-Verfahren ermittelt den Wert des Kapitals in einzelnen Komponenten. Und das Flow to equity-Verfahren schließlich entspricht mehr oder weniger dem (deutschen) Ertragswertverfahren.⁹⁰ Dabei ist wegen der rechnerischen Überführbarkeit keines der einzelnen Discounted Cash Flow-Verfahren als dominant zu betrachten,⁹¹ jedoch kann das Free-Cash-Flow-Verfahren in Deutschland als die geläufigste Form gelten, weshalb es im Folgenden kurz diskutiert werden soll.

Beim **Free Cash Flow-Verfahren** wird zunächst anhand der Abzinsung der Free Cash Flows (FCF) im unendlichen Rentenmodell der Marktwert des Gesamtkapitals ermittelt. Danach wird dieser um das Fremdkapital reduziert und so der Marktwert des Eigenkapitals – der Shareholder Value bzw. Unternehmenswert – bestimmt. Der geplante FCF steht dabei für zukünftig potenziell verfügbare Kapitalflüsse, die sowohl den Eigenkapital- als auch Fremdkapitalgebern zufließen. Diese werden mit gewogenen Kapitalkosten – weighted average cost of capital (WACC) – diskontiert. Da der FCF unter Annahme eines rein eigenfinanzierten Unternehmens berechnet wird,⁹² werden die Steuervorteile aus der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen von der steuerlichen Bemessungsgrundlage vernachlässigt. Der daraus entstehende Fehler wird durch eine Berücksichtigung der Fremdkapitalzinsen nach Steuern im WACC korrigiert.⁹³

⁸⁹ Vgl. zu dieser Aussage bspw. auch IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 124. Die Anwendung muss jedoch reflektiert erfolgen, da sonst voneinander abweichende Ergebnisse möglich sind, vgl. Ballwieser (2011): S. 9.

⁹⁰ Vgl. hierzu auch das vereinfachte Ertragswertverfahren nach BewG (das folgende Kap. 3.2).

⁹¹ Vgl. Ballwieser (2007) für einen kurzen Überblick über die Verfahren des Discounted Cash Flow.

⁹² Vgl. Kuhner/Maltry (2006): S. 199 f.

⁹³ Vgl. Ballwieser (2011): S. 133.

Der Unternehmenswert im unendlichen Rentenmodell ist folglich:

$$UW = \frac{FCF}{WACC} - FK$$

mit:

UW = Unternehmenswert

FCF = Free Cash Flow

WACC = gewogene durchschnittliche Kapitalkosten

FK = Marktwert des Fremdkapitals

Der FCF ist der bei vollständiger Eigenfinanzierung des Unternehmens prognostizierte Zahlungsüberschuss.⁹⁴ In der Praxis wird er nicht direkt aus einem Saldo von Einzahlungen und Auszahlungen berechnet, sondern indirekt ermittelt.⁹⁵ Das Vorgehen kann in vier Schritten beschrieben werden.⁹⁶ Zuerst werden die Daten aus dem Jahresabschluss, die in den FCF eingehen, entnommen. Im zweiten Schritt erfolgt eine Vergangenheitsanalyse der Leistungsfähigkeit des Unternehmens. Danach werden die Entwicklung der einzelnen Komponenten des FCF geschätzt und verschiedene Szenarien geprüft. Abschließend wird aus den Plandaten der FCF kalkuliert. Das Kalkulationschema des Instituts für Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) verdeutlicht das Zustandekommen des FCF:⁹⁷

Jahresergebnis
+ Fremdkapitalzinsen
– Unternehmensteuer-Ersparnis infolge der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen
+ Abschreibungen und andere zahlungsunwirksame Aufwendungen
– zahlungsunwirksame Erträge
– Investitionsauszahlungen abzüglich Einzahlungen aus Desinvestitionen
+/- Verminderung/Erhöhung des Nettoumlaufvermögens
= Free Cash Flow

⁹⁴ Mit dem Cash Flow wird „...der Selbstfinanzierungsspielraum des Unternehmens erfaßt und angegeben [...], wieviel Finanzmittel zur Erfüllung so wichtiger Ziele wie Substanzerhaltung, Wachstum, Schuldentilgung oder Gewinnausschüttung aus eigener Kraft erwirtschaftet werden konnten.“ Lachnit (1979): S. 266.

⁹⁵ Vgl. Ballwieser (2011), S. 136 f.

⁹⁶ Vgl. Hölscher (1998): S. 93.

⁹⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 127. Für das (ursprüngliche) amerikanische Schema vgl. Copeland et al. (2000): S. 135.

Die Grundlage für eine Bewertung nach dem FCF-Verfahren bilden Plandaten, die über eine kurz- bis mittelfristige Unternehmensplanung hinaus gehen. Vergangenheitswerte können diesbezüglich lediglich eine Plausibilitätsreferenz sein. Da für die nähere Zukunft (d.h. einen Planungshorizont von bis zu fünf Jahren) insbesondere bei großen Unternehmen detaillierte Plandaten zur Verfügung stehen, wird üblicherweise ein **Zweiphasenmodell** angewendet: Zunächst steht eine Detailplanungsphase an, die eine sehr genaue Entwicklung der Ergebnis-, Zahlungs- und Bilanzpositionen abbildet, gefolgt von einer Fortführungsphase, die auf langfristigen Annahmen über die durchschnittliche Entwicklung beruht und deren Wertbeitrag zum Gesamtkapitalwert als ewige Rente gemessen und als Residualwert⁹⁸ bezeichnet wird.⁹⁹ Dabei sind „für den übersehbaren Zeitraum [...] die Zahlungen je Periode einzeln abzuzinsen; für die spätere Zeit wird mangels weiterer ökonomischer Voraussicht mit gleichen durchschnittlichen Erneuerungsausgaben je Zeitabschnitt oder mit unbegrenzter Wiederholung in gleichen Abständen der für die nächste Erneuerung und Erweiterung der Anlagen nötigen Zahlungen gerechnet.“¹⁰⁰

Für die **Cash-Flow-Planung** bedarf es einer Betriebsergebnisplanung, eines Investitionsplanes sowie eines Finanzplanes.¹⁰¹ Das IDW schlägt dabei als Praxislösung für KMU vor, die (hier häufig fehlenden) Plandaten durch den Bewerter erstellen zu lassen und dabei entweder Aussagen des Unternehmers als Informationsquelle zu nutzen oder sich an entsprechenden Vergangenheitsdaten zu orientieren.¹⁰² Eine Analyse der strategischen Erfolgsfaktoren erscheint in jedem Fall unabdingbar, um die Nachhaltigkeit der historisch erzielten Ergebnisse zu begründen.¹⁰³

⁹⁸ Vgl. Mandl/Rabel (2005): S. 68. Der Residualwert wird auch als Terminal Value bezeichnet (vgl. Rabussier (2007): S. 369).

⁹⁹ Vgl. Hackspiel (2010): S. 134.

¹⁰⁰ Busse von Colbe (1957): S. 178.

¹⁰¹ Vgl. Löhr (1993): S. 264.

¹⁰² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 162 und 163. Dieses Vorgehen im Falle fehlender Planungsrechnungen findet sich ebenfalls in der Literatur, vgl. bspw. Alvano (1988): S. 142.

¹⁰³ Für eine Analyse strategischer Erfolgsfaktoren vgl. bspw. Daschmann (1994) oder Schmidt (1997): S. 103 ff.

Die für die Abzinsung der Free Cash Flows notwendigen gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten (WACC) werden wie folgt ermittelt:

$$k = r_{EK} \frac{EK}{GK} + r_{FK}(1 - s) \frac{FK}{GK}$$

mit:

k = WACC

r_{EK} = Renditeforderung der Eigentümer

EK = Marktwert des Eigenkapitals

GK = Marktwert des Gesamtkapitals

r_{FK} = Zinsen auf Fremdkapital

$(1 - s)$ = Steuervorteil

FK = Marktwert des Fremdkapitals

Aus der Formel wird ersichtlich, dass sowohl für die Ermittlung der gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten der Marktwert des Eigenkapitals als Gewichtungsgroße benötigt wird, als auch bei der Ermittlung der Eigenkapitalkosten selbst (die nämlich mit zunehmender Verschuldung steigen). Gerade der Marktwert des Eigenkapitals ist aber die Größe, die ermittelt werden soll. Somit liegt ein **Zirkularitätsproblem** vor.¹⁰⁴ Eine in der deutschen Literatur häufig anzutreffende Lösung ist ein von den zirkularitätsfrei ermittelbaren Werten der Fortführungsphase ausgehendes rekursives Vorgehen. Dabei wird das Problem der Eigenkapitalkosten in der Fortführungsphase nicht betrachtet, sie werden für die unendliche Rente stattdessen per Annahme festgelegt.¹⁰⁵ Diese Vorgehensweise erscheint als realitätsnah, weil sie eine autonome Finanzierungsstrategie für die Detailplanungsphase sowie eine wertorientierte Finanzierung für die Fortführungsphase annimmt. Dies bedeutet zunächst eine periodenabhängige Verschuldung und danach die Annahme eines durchschnittlichen Verschuldungsgrades.¹⁰⁶ In der Praxis werden zumeist auch Zielkapitalstrukturen verwendet, um das Zirkularitätsproblem zu bewältigen. Der Verschuldungsgrad wird regelmäßig in Buchwerten gemessen und auf diese Weise dem Verschuldungsgrad in Marktwerten angenähert. Zielkapitalstrukturen werden vor allem auch in der amerikanischen Literatur propagiert.¹⁰⁷ Bei der Bewer-

¹⁰⁴ Vgl. Schwetzler/Darijtschuk (1998): S. 5 und Baetge et al. (2005): S. 315.

¹⁰⁵ Vgl. Schwetzler/Darijtschuk (1998).

¹⁰⁶ Vgl. Kruschwitz/Löffler (2005): S. 731.

¹⁰⁷ Vgl. Husmann et al. (2001), S. 277.

tung von Handwerksbetrieben wäre ein solches Vorgehen zweckmäßig, da ohnehin typisierende Annahmen über die zukünftige Finanzierung getroffen werden müssen.

Mit dem Capital Asset Pricing Model (**CAPM**)¹⁰⁸ wird versucht, im Rahmen der WACC-Ermittlung möglichst marktgerechte und objektive Eigenkapitalkosten zu bestimmen. Dies sind insbesondere marktgerechte Risikozuschläge, die das operative Geschäftsrisiko und das Kapitalstrukturrisiko abdecken.¹⁰⁹ Dem CAPM sind dabei viele Schwächen zu eigen, die in der Literatur diskutiert werden. Andererseits stellt es „den bisher gelungensten Kompromiss zwischen Realitätsnähe und Handhabbarkeit“¹¹⁰ dar. Das Oberlandesgericht Düsseldorf bestätigte das CAPM am 27.05.2009 als das „derzeit wichtigste Modell zur Feststellung risikogerechter Kapitalkosten.“¹¹¹

Die **Eigenkapitalkosten** lassen sich nach dem CAPM folgendermaßen bestimmen:

$$r_{EK} = r_f + (r_M - r_f)\beta$$

mit:

r_{EK} = Erwartungswert der Eigenkapitalrendite

r_f = quasi-sicherer Basiszinssatz

r_M = Erwartungswert der Marktrendite

β = Betafaktor des verschuldeten Unternehmens

Als *Basiszinssatz* werden dabei Renditen von quasi-sicheren Staatsanleihen verwendet. Ihre Nutzung kann jedoch problematisch sein, da ihre Laufzeit begrenzt ist. Um eine periodengerechte und laufzeitäquivalente (d.h. mit unbegrenzter Laufzeit) Rendite zu erhalten, empfiehlt das IDW, einen Basiszinssatz aus aktuellen Zinsstrukturkurven abzuleiten.¹¹² Der *Erwartungswert der Marktrendite* beruht auf historischen Markttrenditen, für die Zeiträume von 30 Jahren und mehr als repräsentativ betrachtet werden. In Literatur und Praxis werden DAX oder CDAX als Referenzmärkte genutzt, jedoch wird bei Bewertungen fast ausschließlich auf die Empfehlung des IDW, eine Marktrisikoprämie zwischen 4 % und 5 % zu wählen, Bezug genommen. Die Marktrisikoprämie

¹⁰⁸ Das CAPM wurde in den 60er Jahren von Sharpe (1964), Lintner (1965) und Mossin (1966) entwickelt.

¹⁰⁹ Vgl. Drukarczyk (2003): S. 363 ff.

¹¹⁰ Wiese (2006): S. 191.

¹¹¹ Vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss v. 27.05.2009, zit. nach Wüstemann (2010): S. 1718. Vgl. auch Serfling/Pape (1996): S. 61.

¹¹² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 117.

ergibt sich als Differenz aus der Marktrendite r_M und dem sicheren Basiszinssatz r_f . Der unternehmensindividuelle *Betafaktor* ist der Quotient aus der Kovarianz der Aktienrenditen mit den Marktrenditen und der Varianz der Marktrenditen. Er beschreibt das Risiko des Unternehmens im Vergleich zum Gesamtmarkt und führt so zu einer Erhöhung oder Reduzierung der Marktrisikoprämie – des Risikozuschlags auf den Basiszinssatz. Der *Fremdkapitalzins* schließlich erscheint eher unproblematisch, da er als Durchschnittswert der zinstragenden Verbindlichkeiten berechnet werden kann.

Die folgende Tabelle 2 zeigt eine **Beurteilung** des FCF-Verfahrens anhand der in Kap. 2.4 aufgestellten Kriterien.

Kriterien	Umsetzung im FCF-Verfahren
Ermittlung eines adäquaten Unternehmenspreises	mäßig
Nachvollziehbarkeit der Bewertung	mäßig
Berücksichtigung einer eingeschränkten Datenbasis	gering
Berücksichtigung einer eingeschränkten Unternehmensplanung	gering
Berücksichtigung der Abhängigkeit von der Unternehmerpersönlichkeit	mäßig
Berücksichtigung kalkulatorischer Unternehmerlöhne	hoch
Erfassung einer Personenabhängigkeit	mäßig
Abbildung von Fachwissen	mäßig
Theoretische Fundierung	hoch
Praktikabilität	gering

Tabelle 2: Beurteilung des FCF-Verfahrens aus Handwerkssicht

Für Handwerksbetriebe, bei denen die *Preisfindung* zentral ist, erscheint das Verfahren als eher weniger zielführend. Die Wertermittlung beruht im FCF-Verfahren (wie in den anderen DCF-Verfahren auch) auf Vergleichen mit einem organisierten Kapitalmarkt. An einem solchen nehmen Handwerksbetriebe üblicherweise nicht teil. Insofern erscheint ein Vergleich bedenklich. Auch die Nachvollziehbarkeit der Bewertung erscheint insbesondere aufgrund der Verwendung des CAPM für die beteiligten Parteien bei der Betriebsübergabe eines Handwerksunternehmens als fraglich. Eine Berücksichtigung der *eingeschränkten Datenbasis* sowie der eher *geringen vorhandenen Unternehmensplanung* erfolgt bei diesem Verfahren nicht. V.a. die Detailplanungsphase

dürfte im Handwerkssektor nach den Vorgaben der DCF-Verfahren eher schwierig zu bewältigen sein. Die Berücksichtigung des *Einflusses des Betriebsinhabers* erscheint in diesem Modell als zwar grundsätzlich möglich. Hierfür spricht der Ansatz, die Ertrags-schätzungen getrennt in Komponenten vorzunehmen sowie verschiedene Szenarien zu analysieren. Doch der Aufwand erscheint bezogen auf ein Handwerksunternehmen als unverhältnismäßig hoch.

Leicht möglich ist hingegen eine zusätzliche Berücksichtigung *kalkulatorischer Unternehmerlöhne* (in der Ertragsschätzung). Die Abbildung einer *Abhängigkeit von einzelnen Personen* sowie der *Einfluss des Fachwissens* sind gleichfalls möglich, jedoch eher im Rahmen der verfolgten Methodik zur Ertragsschätzung als eher aufwendig zu beurteilen. Während die *theoretische Fundierung* nicht zuletzt aufgrund der Verwendung des CAPM als hoch zu beurteilen ist, scheitert der Einsatz des Verfahrens für die Bewertung von Handwerksbetrieben letztendlich mehr oder weniger an der *mangelnden Praktikabilität*. Hierbei sind die fehlende Unternehmensplanung sowie der enorm hohe Aufwand einer Bewertung, v.a. im Zusammenhang mit der eher langen Detailplanungsphase sowie der Ermittlung des WACC, zu nennen.

Ein großes Problem stellt dabei ohnehin die für Handwerksbetriebe *nur schwer mögliche Bestimmung von Beta-Faktoren* dar. Für KMU sind Aktienrenditen nicht verfügbar, weshalb eine direkte Beta-Faktor-Bestimmung nicht möglich ist. Daher werden zumeist Betafaktoren branchen- und risikogleicher Aktienwerte genutzt.¹¹³ Doch auch diese Möglichkeit scheidet aus, wenn – wie bei vielen Handwerkern – keine vergleichbaren Unternehmen am Aktienmarkt gelistet sind. In Bewertungsgutachten sind darum häufig sogenannte Peer Group-Betas anzutreffen, die aus dem arithmetischen Mittel fünf ähnlicher Unternehmen konstruiert werden können. Darüber hinaus können Branchen-Betas die Branchenentwicklung annähernd abbilden und so eine grobe Einschätzung des Risikoaufschlags ermöglichen.¹¹⁴ Dennoch wird in der Literatur die Anwendung von DCF-Verfahren bei mittelständischen Unternehmen aufgrund der unplausiblen Ermittlung von Betafaktoren bisweilen generell abgelehnt.¹¹⁵

¹¹³ Vgl. Drukarczyk (2003): S. 369 f.

¹¹⁴ Voigt et al. (2005) stellen bspw. ein Modell vor, welches eine direkte Berechnung aus Unternehmensüberschüssen erlaubt und vorwiegend zur Ermittlung der Eigenkapitalkosten von Konzernabteilungen genutzt wird. Diese „Accounting-Betas“ werden aus dem Vergleich der buchhalterischen Gewinnveränderungen und der Marktrenditen der letzten drei bis fünf Jahre gewonnen, vgl. Voigt et al. (2005), S. 62-63.

¹¹⁵ Vgl. bspw. Olbrich (2010): S. 1.

Ein generelles **Hauptproblem** des FCF-Verfahrens schließlich besteht unabhängig von der Betrachtung von Handwerksunternehmen in der periodenunabhängigen Definition des WACC und der damit nötigen „...Konstanz der Kapitalstruktur in Marktwerten“.¹¹⁶ Dieses Problem besteht zwar nicht im unendlichen Rentenmodell, jedoch im üblichen Zweiphasenmodell. Bei letzterem gilt zudem, dass der Residualwert den Gesamtwert außerordentlich stark beeinflusst.¹¹⁷ Dies spricht für eine möglichst große Ausdehnung der Detailplanungsphase, um die Folgen einer zu optimistischen Einschätzung des langfristig erzielbaren Cash-Flows zu reduzieren, was im Handwerk wiederum besonders kritisch zu sehen ist. Außerdem sind „Kernprobleme des Verfahrens [...] die Unternehmensplanung sowie die Ermittlung eines adäquaten Kapitalisierungszinssatzes.“¹¹⁸ Für die Bewertung von Handwerksbetrieben sind die DCF-Verfahren abschließend als eher weniger zielführend zu qualifizieren.

3.2 Vereinfachtes Ertragswertverfahren

Mit der Erbschaftsteuerreform wurde ein neues steuerrechtliches Bewertungsverfahren für eine vereinfachte Berechnung der Steuerbemessungsgrundlage für die Erbschaft- und Schenkungsteuer geschaffen.¹¹⁹ Für steuerliche Bewertungsanlässe sind solche vereinfachte Bewertungsverfahren statthaft,¹²⁰ u.a. um leicht überprüfbare Bewertungen sowie einen möglichst hohen Grad an Objektivität¹²¹ zu erreichen. Es stellt sich die Frage, ob ein solches Verfahren für die Bewertung von Handwerksbetrieben sinnvoll sein und hier aussagefähige Ergebnisse generieren kann. Ein Grund dafür könnte etwa in den mutmaßlich geringeren Kosten zu sehen sein.¹²²

Das vereinfachte Ertragswertverfahren ist in den §§ 199-203 BewG geregelt und rechtsformneutral – d.h. unabhängig von der Rechtsform – anzuwenden.¹²³ Dabei schreibt das BewG jedoch keine bestimmte Methode vor. Das gesetzliche Verfahren bildet den einfachen Durchschnitt aus den Betriebsergebnissen der letzten drei Jahre und multipliziert diesen mit einem Kapitalisierungsfaktor, der als Kehrwert aus einem Basiszins zuzüglich eines Risikozuschlags gewonnen wird.

¹¹⁶ Ballwieser (2011): S. 167.

¹¹⁷ Vgl. Rabussier (2007): S. 369 und IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 79.

¹¹⁸ Hackspiel (2010): S. 138.

¹¹⁹ Vgl. ErbStRG.

¹²⁰ Vgl. Engeleiter (1970): S. 12.

¹²¹ Vgl. Ballwieser/Leuthier (1986): S. 548.

¹²² Vgl. Henselmann et al. (2010): S. 3.

¹²³ Vgl. § 200 BewG.

Der Unternehmenswert stellt sich somit grundsätzlich wie folgt dar:

$$UW = \frac{\sum_{t=0}^{-2} BE_t}{3} \cdot \frac{1}{r_f + (r_M - r_f)} + N + J$$

mit:

UW = Unternehmenswert

BE = korrigiertes Betriebsergebnis

r_f = quasi-sicherer Basiszinssatz

$(r_M - r_f)$ = Risikozuschlag (nach § 203 Abs. 1 BewG auf 4,5% normiert)

N = nichtbetriebsnotwendiges Vermögen

J = junges Vermögen (der letzten zwei Jahre)

Die letzten drei Betriebsergebnisse im Sinne des § 4 Abs. 3 EStG werden dabei um verschiedene Werte korrigiert. Hierzu gehören als Hinzurechnungen v.a. Sonderabschreibungen, außerordentliche Aufwendungen, Aufwendungen, die in Zusammenhang mit nicht betriebsnotwendigem Vermögen stehen oder der Ertragsteueraufwand. Abgezogen werden etwa außerordentliche Erträge, Erträge, die in Zusammenhang mit nicht betriebsnotwendigem Vermögen stehen, Erträge aus der Erstattung von Ertragsteuern sowie ein angemessener Unternehmerlohn.

Diese Korrektur stellt gewissermaßen eine klassische Bereinigung der Jahresabschlüsse dar, die als Vorarbeit für eine eigentliche Bewertung nach einem Ertragswertverfahren notwendig ist. Darüber hinaus werden hier aber auch Aufwendungen und Erträge korrigiert, die durch sogenanntes „junges Vermögen“ entstanden sind.¹²⁴ Da es sich um ein gesetzlich normiertes Verfahren handelt, können nur die in § 202 BewG angeführten Ergebnisposten berücksichtigt werden.

Der *quasi-sichere Basiszinssatz* wird vom Bundesministerium der Finanzen veröffentlicht und stellt einen variablen Basiszinssatz für risikolose Anleihen dar. Im Gesetz heißt es hierzu, dass der Zinssatz durch „die Deutsche Bundesbank anhand der Zinsstrukturdaten jeweils auf den ersten Börsentag des Jahres errechnet [wird].“¹²⁵ Der auf 4,5 % festgeschriebene *Risikozuschlag*, welcher einer Empfehlung des IDW entspricht, ist der einzige Risikozuschlag, der bei einer Bewertung nach vereinfachtem Ertragswertverfahren anfällt. Eine Anwendung bei risikoreichen Unternehmen führt daher zu

¹²⁴ Vgl. § 202 Abs. 1 S. 2 Nr. 1-3 BewG.

¹²⁵ § 203 Abs. 2 S. 2 BewG.

problematischen Werten. Bezüglich mittelständischer Unternehmen kann der Zuschlag von 4,5 % als „weltfremd“¹²⁶ bezeichnet werden, da er zwangsläufig zu Überbewertungen führt.

Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen ist abzüglich der damit verbundenen Schulden zum gemeinen Wert zu veranschlagen. Der gemeine Wert wird dabei ebenfalls vom Gesetzgeber definiert. Es ist der „Preis [...], der im gewöhnlichen Geschäftsverkehr [...] bei einer Veräußerung zu erzielen wäre.“¹²⁷ Damit entspricht er einem Liquidationswert.¹²⁸

Wirtschaftsgüter, die in den letzten zwei Jahren in den Betrieb eingebracht wurden (sogenanntes „junges Vermögen“), sind abzüglich der damit verbundenen Schulden ebenfalls zum gemeinen Wert separat anzusetzen. Damit soll missbräuchliches Verhalten unterbunden werden¹²⁹ – etwa, dass ein Unternehmer in Antizipation einer Betriebsübergabe große Investitionen mit hohen Abschreibungen tätigt, um so den (steuerlichen) Wert des Betriebes zu senken.¹³⁰

¹²⁶ Neufang (2009): S. 2010.

¹²⁷ § 9 Abs. 2 S. 1 BewG.

¹²⁸ Vgl. Kap. 2.1.

¹²⁹ Vgl. Neufang (2009): S. 2012.

¹³⁰ Dies kann durchaus als Benachteiligung solider Unternehmen gesehen werden, weil diese ihre Anlagen mit eigenen Mitteln finanziert haben, statt sich zu verschulden.

Tabelle 3 zeigt wiederum eine **Beurteilung** des vereinfachten Ertragswertverfahrens aus Handwerkssicht anhand der in Kap. 2.4 aufgestellten Kriterien.

Kriterien	Umsetzung im vereinfachten Ertragswertverfahren
Ermittlung eines adäquaten Unternehmenspreises	gering
Nachvollziehbarkeit der Bewertung	hoch
Berücksichtigung einer eingeschränkten Datenbasis	hoch
Berücksichtigung einer eingeschränkten Unternehmensplanung	hoch
Berücksichtigung der Abhängigkeit von der Unternehmerpersönlichkeit	gering
Berücksichtigung kalkulatorischer Unternehmerlöhne	hoch
Erfassung einer Personenabhängigkeit	gering
Abbildung von Fachwissen	gering
Theoretische Fundierung	mäßig
Praktikabilität	hoch

Tabelle 3: Beurteilung des vereinfachten Ertragswertverfahrens aus Handwerkssicht

Für Handwerksbetriebe, bei denen die *Preisfindung* im Mittelpunkt steht, ist auch dieses Verfahren wenig zielführend. Ein adäquater Kaufpreis kann allein schon aufgrund des starren (und für alle Unternehmen gleichen) Kapitalisierungszinssatzes nicht erfolgen. Insbesondere ein unternehmensindividuelles Risiko kann mit dem Verfahren nicht abgebildet werden. Gleichzeitig wird allerdings eine Vergleichbarkeit der Bewertungen verschiedener Unternehmen erleichtert. Die *Nachvollziehbarkeit* ist entsprechend hoch, auch mit einer *eingeschränkten Datenbasis* lässt sich das Verfahren gut bewältigen und eine *beschränkte Unternehmensplanung* stellt ebenfalls kein großes Problem dar.

Was hingegen völlig fehlt, ist eine *Berücksichtigung der Inhaberabhängigkeit*. Dieser gerade bei Handwerksbetrieben sowie anderen kleineren KMU so zentrale Punkt wird beim gesetzlichen Verfahren vollkommen außer Acht gelassen. Es besteht auch keine Möglichkeit, etwaige Korrekturen in dieser Hinsicht vorzunehmen. Als Folge hiervon dürften die Werte tendenziell überhöht sein. Im Zusammenspiel mit dem vergleichsweise niedrigen Kapitalisierungszinssatz, welcher ebenfalls viele Handwerksunternehmen zu überhöhten Werten tendieren lässt, ergibt dies eine in besonderem Maße geringe Eignung.

Kalkulatorische Unternehmerlöhne werden hingegen explizit berücksichtigt, während eine Erfassung von weiteren Personenabhängigkeiten sowie spezifischem Fachwissen in der Regel nicht erfolgt. Spezielle Chancen und Risiken können aber in der Ertrags-schätzung erfasst werden. Die *theoretische Fundierung* kann als mäßig qualifiziert werden. Einerseits stellt es ein Ertragswertverfahren dar, welches grundsätzlich dem aktuellen Stand in der Unternehmensbewertung entspricht (im Gegensatz zum vorherigen Stuttgarter Verfahren, welches ein Mischverfahren aus Ertrags- und Substanzwert war). Andererseits fehlt insbesondere die theoretische Fundierung des Risikozuschlages. Einen Vorteil schließlich bietet das vereinfachte Ertragswertverfahren mit einem hohen Maß an *Praktikabilität*. Die Vorschriften sind klar und übersichtlich gefasst und lassen eher wenige Spielräume zu.

Zusammenfassend muss jedoch festgehalten werden, dass mit dem Verfahren keine echten Unternehmenswerte ermittelt werden können und (eine rechtlich an sich bedenkliche) Ungleichbehandlung der Unternehmen stattfindet. Zudem ist das Verfahren stark vergangenheitsorientiert, da es bspw. keine zukunftsorientierte Gewichtung der Betriebsergebnisse vornimmt.¹³¹ Die Praktikabilität ist vor diesem Hintergrund insbesondere hinsichtlich des geringen Aufwandes prinzipiell zu hinterfragen, da das vereinfachte Ertragswertverfahren u.U. weitere Bewertungen erforderlich macht (was wiederum zu mehr Aufwand führt). Zu kritisieren ist ferner der eher kurze Zeitraum von nur drei Jahren bei der Ertragsprognose und eine gleiche Gewichtung aller Betriebsergebnisse.

3.3 Der Standard IDW S 1

Das Institut für Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. ist eine freiwillige Vereinigung von Wirtschaftsprüfern und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften mit insgesamt über 13.000 Mitgliedern.¹³² Der IDW S1 wurde zuerst im Jahre 1983 formuliert. Zu Beginn des Standards heißt es: „Dieser IDW Standard legt vor dem Hintergrund der in Theorie und Praxis und Rechtsprechung entwickelten Standpunkte die Grundsätze dar, nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten.“¹³³ Dort heißt es auch, dass für jeden Bewertungsfall eine individuelle Bewertung gefunden werden muss, weshalb die Grund-

¹³¹ Vgl. Henselmann et al. (2010): S. 19.

¹³² Vgl. IDW (2012).

¹³³ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 1.

sätze des IDW S 1 lediglich einen Rahmen bieten können.¹³⁴ Im engeren Sinne stellt der IDW S 1 deshalb kein Unternehmensbewertungsverfahren dar, wie die in den Vorkapiteln beschriebenen Verfahren des DCF und des vereinfachten Ertragswertes. Eher ist der IDW S 1 eine Sammlung von Grundsätzen zur Verfahrensweise, nach der bei Bewertungen nach verschiedenen Verfahren vorgegangen werden sollte. Entsprechend unpräzise bieten sich viele Formulierungen dem Leser dar. Explizit besprochen werden im Standard u.a. das Ertragswertverfahren (in Punkt 7.2) sowie das DCF-Verfahren (in Punkt 7.3).

Der Wirtschaftsprüfer kann im Verständnis des IDW im Rahmen einer Bewertung in **verschiedenen Funktionen** tätig sein: Als neutraler Gutachter, als Berater und als Schiedsgutachter (bzw. als Vermittler).¹³⁵ Diese Funktionen kämen bei der Bewertung von Handwerksbetrieben entsprechend für die Betriebsberater des Handwerks in Betracht. Allerdings wird seitens der AWH darauf hingewiesen, dass die Berater der Handwerksorganisationen prinzipiell nicht als *Gutachter* sondern explizit als *Berater* auftreten.¹³⁶

Als *neutraler Gutachter* wird der Wirtschaftsprüfer als Sachverständiger (z.B. bei gesetzlichen Anlässen) tätig und hat einen von individuellen Wertvorstellungen unabhängigen objektivierten Unternehmenswert zu ermitteln.¹³⁷ Es werden dazu Annahmen über einen typisierten Eigentümer getroffen. Bspw. werden nur unechte¹³⁸ Synergien erfasst, die Fortführung des Unternehmens mit unverändertem Konzept angenommen und von der Leitung des existierenden Managements ausgegangen. Zudem wird ein typisierter Steuersatz von 35 % angenommen.¹³⁹ In der Funktion des *Beraters* wird ein subjektiver Entscheidungswert ermittelt, der bspw. für einen potentiellen Käufer die Preisobergrenze (bzw. für den Verkäufer die Preisuntergrenze) ermittelt, die höchstens bezahlt (bzw. mindestens verlangt) werden kann.¹⁴⁰ Dieser subjektive Wert baut auf dem objektivierten Wert auf, die Typisierungen werden dabei dann durch "individuelle auftragsbezogene Konzepte bzw. Annahmen"¹⁴¹ ersetzt. In einer Konfliktsituation schließlich wird der Wirtschaftsprüfer als *Schiedsgutachter* tätig, um (unter Berücksich-

¹³⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 1.

¹³⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 12.

¹³⁶ Entsprechend wird im Rahmen der Bewertung kein Gutachten, sondern ein Beratungsbericht erstellt. Vgl. auch Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 6.

¹³⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 12.

¹³⁸ Unechte Synergieeffekte sind solche, die sich unabhängig vom Bewertungsanlass ergeben.

¹³⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 30-47.

¹⁴⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 12 und vgl. Peemöller/Kunoswki (2005): S. 212.

¹⁴¹ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 48.

tigung der subjektiven Wertvorstellungen) einen Einigungspreis vorzuschlagen.¹⁴² Als Grundlage der Entscheidungswerte soll auch hierbei der objektivierte Unternehmenswert dienen. Objektivierte Werte werden dabei nach IDW S 1 überwiegend bei gesetzlichen oder vertraglichen Anlässen angewendet.¹⁴³

Der IDW S 1 kennt bei der Unternehmensbewertung verschiedene **Grundsätze**, die vom Bewerter zu beachten sind. Sie sollen im Folgenden erläutert werden.

Zunächst ist dies die *Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks*. Dies ist vergleichbar mit dem Zweckadäquanzprinzip.¹⁴⁴ Im Rahmen der Auftragserteilung muss dabei festgelegt werden, in welcher Funktion der Wirtschaftsprüfer tätig wird, da den verschiedenen Unternehmenswerten unterschiedliche Annahmen und Typisierungen zu Grunde liegen.¹⁴⁵

Die Bewertung einer *wirtschaftlichen Unternehmenseinheit* stellt einen weiteren Grundsatz dar. Die Abgrenzung des Bewertungsobjekts muss hierfür alle zusammenwirkenden Bereiche des Unternehmens erfassen. Dabei kommt es auf die wirtschaftliche und nicht auf die rechtliche Abgrenzung an.¹⁴⁶ Zudem ist prinzipiell auf die Trennung von betriebsnotwendigem und nicht betriebsnotwendigem Vermögen zu achten.¹⁴⁷ Der IDW S 1 geht ausführlich auf die Bedeutung der Trennung von betrieblicher und privater Sphäre bei KMU ein, da bei diesen oft wesentliche Bestandteile des Anlagevermögens im Privatvermögen gehalten werden.¹⁴⁸ Dies ist eine Annahme, die auch für Handwerksbetriebe gelten dürfte. Für eine solche Trennung können z.B. steuerliche Sonderbilanzen zur Ermittlung des nicht bilanzierten betriebsnotwendigen Vermögens und den daraus resultierenden künftigen finanziellen Überschüssen herangezogen werden.¹⁴⁹ Des Weiteren wird auf die Besonderheiten der geringen Eigenkapitalausstattung und des fehlenden Zugangs zum Kapitalmarkt hingewiesen, die bei der Bewertung mittelständischer Unternehmen beachtet werden müssen: „Im Falle einer bei Nichtberücksichtigung der persönlichen Haftung von Gesellschaftern zu niedrigen Eigenkapitalausstattung sind künftige Maßnahmen zur Stärkung der Unternehmenssubstanz (z.B. Gewinnthesaurierungen, Kapitalerhöhung) und deren Auswirkungen auf die künftigen finanziellen Überschüsse zu berücksichtigen. Dabei ist beschränkten Finan-

¹⁴² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 12.

¹⁴³ Siepe et al. (2000): S. 948 ff.

¹⁴⁴ Vgl. Kap. 2.2.

¹⁴⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 17.

¹⁴⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 19.

¹⁴⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 19.

¹⁴⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 157.

¹⁴⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 157.

zierungsmöglichkeiten aufgrund fehlenden Zugangs zum Kapitalmarkt Rechnung zu tragen.“¹⁵⁰ Es werden allerdings keine genauen Verfahren zur Berücksichtigung genannt.

„Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen auf den Bewertungsstichtag zu ermitteln.“¹⁵¹ Dieses *Stichtagsprinzip* verlangt, dass einzubeziehende Erträge bzw. die finanziellen Überschüsse abgegrenzt werden. Wenn der Bewertungsstichtag und der Bezugszeitpunkt auseinanderfallen, darf nur der Informationszustand berücksichtigt werden, der bei angemessener Sorgfalt zum Bewertungsstichtag hätte erlangt werden können.¹⁵²

Die Überschüsse resultieren grundsätzlich aus dem *betriebsnotwendigen Vermögen*. Auf dessen Ermittlung bzw. Bewertung wird im Folgenden noch genauer eingegangen. Drei weitere beschriebene Grundsätze betreffen zudem erstens noch die Bewertung des *nicht betriebsnotwendigen Vermögens*. Dieses muss einschließlich der Schulden getrennt und unter Berücksichtigung der besten Verwendung bewertet werden.¹⁵³ Der Liquidationswert stellt dabei dann die bessere Verwendung als die Fortführung dar, wenn der Barwert der finanziellen Überschüsse bei Fortführung im Unternehmen geringer ist.¹⁵⁴ Zweitens gilt noch der Grundsatz der *Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips*. Dieses dient dem Gläubigerschutz und stellt eine Ungleichbehandlung gegenüber den Eigentümern dar.¹⁵⁵ „Die Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips bedeutet [jedoch] nicht, dass von einer Risikoneutralität des Investors auszugehen ist.“¹⁵⁶ Schließlich ist als letzter Grundsatz die *Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze* zu nennen. Dies stellt eine wichtige Forderung dar, da grundsätzlich verschiedene Bewertungsverfahren im IDW S 1 enthalten sind bzw. angesprochen werden.¹⁵⁷ Im Bewertungsgutachten sollen deshalb die zugrundeliegenden Annahmen, Typisierungen und Prämissen der Wertermittlung offen dargestellt werden. Zusätzlich soll ersichtlich sein, ob die Annahmen vom Gutachter (bzw. Berater), von der Geschäftsführung oder von sachverständigen Dritten stammen.

¹⁵⁰ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 158.

¹⁵¹ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 22.

¹⁵² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 23.

¹⁵³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 60.

¹⁵⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 61 - 63.

¹⁵⁵ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 64.

¹⁵⁶ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 65.

¹⁵⁷ Vgl. auch die Aufstellung dieses Grundsatzes als Kriterium für eine Unternehmensbewertung aus Handwerkssicht in Kap. 2.4.

Da der IDW S 1 grundsätzlich von einem Gesamtbewertungsverfahren ausgeht, welches eine Bewertung auf den zukünftigen Erträgen des Unternehmens aufbaut, stellt die **Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse** einen wichtigen Punkt dar. Für diese Prognose ist eine grundlegende vergangenheits-, stichtags-, und zukunftsorientierte Unternehmensanalyse, aufbauend auf einer umfangreichen Informationsbeschaffung, durchzuführen.¹⁵⁸

Der Ausgangspunkt der Prognose ist dabei die *Vergangenheitsanalyse*. Zu berücksichtigen sind die Bilanzen, die GuV, die Kapitalflussrechnungen sowie interne Ergebnisrechnungen. Es sollten jedoch nur geprüfte Jahresabschlüsse verwendet werden. Wenn das wie häufig im Handwerksbereich nicht möglich ist, muss der Wirtschaftsprüfer sich von der Verlässlichkeit der Unterlagen überzeugen und das Ergebnis im Gutachten explizit festhalten.¹⁵⁹ Damit die Erfolgsursachen sichtbar werden, müssen diese Vergangenheitsdaten bereinigt werden. Dies bedeutet u.a. die Elimination der Aufwendungen und Erträge des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, eine Bereinigung zur Ermittlung eines periodengerechten Erfolgsausweises sowie eine Bereinigung um personenbezogene und andere spezifische Erfolgsfaktoren.¹⁶⁰

An dieser Stelle verweist der IDW S1 auf die oftmals steuerlich ausgerichteten Bilanzen von KMU sowie darauf, dass Investitionen oft in großen Intervallen getätigt werden und somit die GuV der zurückliegenden Perioden keine zutreffenden durchschnittlichen Ergebnisse darstellen müssen.¹⁶¹ Diese Einflüsse müssen gegebenenfalls zusätzlich korrigiert werden.

Zur *Prognose* bedarf es einer Analyse der leistungs- und finanzwirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens im Kontext der Branchen- Umweltentwicklung.¹⁶² Die Planung erfolgt in zwei Phasen. Die erste Phase sollte drei bis fünf Jahre umfassen. Die einzelnen Größen werden in dieser Phase detailliert geplant (die sogenannte Detailplanungsphase). Die zweite Phase (die Fortführungsphase) basiert auf der ersten und enthält langfristige Tendenzen. Die prognostizierten Werte aus der Detailplanungsphase werden hierbei entweder pauschal fortgeschrieben oder es wird ein Mittelwert berechnet.¹⁶³ Dabei ist zu überprüfen, ob sich die Ertragslage im Beharrungszustand be-

¹⁵⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 68.

¹⁵⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 74.

¹⁶⁰ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 73 und 103.

¹⁶¹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 161.

¹⁶² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 75.

¹⁶³ Vgl. Peemöller/Kunowski (2005): S. 230.

findet, oder ob sie sich mit einer konstanten Rate erhöht.¹⁶⁴ In der Regel wird eine unendliche Lebensdauer des Unternehmens unterstellt.

Zusätzlich muss bei der Bestimmung der Ertragskraft der Managementfaktor berücksichtigt werden. Bei KMU liegt ein besonderes Augenmerk auf dem Unternehmerlohn, da „...die Höhe der künftigen finanziellen Überschüsse maßgeblich vom persönlichen Engagement und den persönlichen Kenntnissen, Fähigkeiten und Beziehungen der Eigentümer abhängig ist.“¹⁶⁵ Bei Einzelunternehmen oder Personengesellschaften muss der kalkulatorische Unternehmerlohn bei der Gewinnermittlung abgezogen werden. Bei Kapitalgesellschaften wird ein Geschäftsführergehalt in den Aufwendungen erfasst. Wie dieser Einfluss des Unternehmers bestimmt werden soll, wird durch den IDW S 1 aber nicht beantwortet. Die Stärke der Einflüsse muss der bewertende Wirtschaftsprüfer folglich schätzen.

Der *Kapitalisierungszinssatz* besteht aus einem Basiszinssatz und einem Risikozuschlag. Bei der objektivierten Unternehmenswertermittlung wird die langfristig erzielbare Rendite einer öffentlichen Anleihe für den Basiszinssatz herangezogen.¹⁶⁶ Der Risikozuschlag bei der objektivierten Wertermittlung soll durch das kapitalmarktorientierte CAPM berechnet werden. Für die Ermittlung subjektiver Entscheidungswerte kann der Kapitalisierungszins, z.B. auf die individuelle Renditeerwartung oder auf einer subjektiven Einschätzung der Zinskomponenten (Basiszinssatz und Risikoprämie) basieren.¹⁶⁷ In der zweiten Phase, bei der Annahme von wachsenden Überschüssen, kann der Zinssatz neben den persönlichen Steuern auch um ein Wachstumsabschlag bzw. Inflationsabschlag gekürzt werden.¹⁶⁸

¹⁶⁴ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 78.

¹⁶⁵ IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 160.

¹⁶⁶ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 116.

¹⁶⁷ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 122.

¹⁶⁸ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 98 und 122.

Der Ertragswert kann gemäß IDW S 1 nach folgender Formel berechnet werden:

$$UW = \sum_{t=1}^T \frac{E_t^{bV}}{(1+k)^t} + \sum \frac{E_t^{nbV}}{(1+k)^t} + \frac{E_{T+1}^{bV}}{k(1+k)^T}$$

mit:

UW = Unternehmenswert

T = Dauer der Detailplanungsphase

t = Periodenindex

k = Kapitalisierungszinssatz

E_t^{bV} = zukünftige Erträge aus betriebsnotwendigem Vermögen (1. Phase)

E_t^{nbV} = zukünftige Erträge aus nicht betriebsnotwendigem Vermögen (1. Phase)

E_{T+1}^{bV} = zukünftige Erträge aus betriebsnotwendigem Vermögen (2. Phase)

Die Variante des Ertragswertverfahrens ist dabei ein gängiges Verfahren, das im Rahmen von Bewertungen nach IDW S 1 herangezogen wird. Hierbei ist zu beachten, dass es bei korrekter Anwendung zum selben Ergebnis wie die verschiedenen Alternativen des DCF führen muss.¹⁶⁹ Aus Sicht der Handwerksbetriebe umgeht das Ertragswertverfahren die mit dem WACC verbundenen Schwierigkeiten.¹⁷⁰ Der Ertragswert berechnet sich unter der Voraussetzung rein finanzieller Ziele als Barwert der Nettozuflüsse¹⁷¹ an die Unternehmenseigner.

¹⁶⁹ Aus diesem Grund wird auf eine Darstellung der DCF-Verfahren nach IDW S 1 hier verzichtet. Stattdessen sei auf Kap. 3.1 verwiesen.

¹⁷⁰ Vgl. Knackstedt (2009): S.229 sowie das Kap. 3.1 über die DCF-Verfahren.

¹⁷¹ Dies sind die Nettoeinnahmen aus dem Saldo von Ausschüttungen bzw. Entnahmen, Kapitalrückzahlungen und Einlagen, vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 4.

Die folgende Tabelle 4 gibt einen Überblick über eine **Beurteilung** des Standards IDW S 1 aus Handwerkssicht anhand der aufgestellten Kriterien.

Kriterien	Umsetzung im IDW S 1
Ermittlung eines adäquaten Unternehmenspreises	mäßig
Nachvollziehbarkeit der Bewertung	hoch
Berücksichtigung einer eingeschränkten Datenbasis	mäßig
Berücksichtigung einer eingeschränkten Unternehmensplanung	gering
Berücksichtigung der Abhängigkeit von der Unternehmerpersönlichkeit	mäßig
Berücksichtigung kalkulatorischer Unternehmerlöhne	hoch
Erfassung einer Personenabhängigkeit	gering
Abbildung von Fachwissen	gering
Theoretische Fundierung	hoch
Praktikabilität	gering

Tabelle 4: Beurteilung des Standards IDW S 1 in der Ertragswert-Variante aus Handwerkssicht

Das Ertragswertverfahren nach IDW S 1 kann durchaus einen *adäquaten Kaufpreis* ermitteln. Aus Handwerkssicht stellt sich dabei allerdings die Frage, ob das CAPM ein geeignetes Modell hierfür ist. Aufgrund der vergleichsweise geringen Zinssätze führt das Modell tendenziell zu einer Überschätzung des Kaufpreises. Dem Standard ist jedoch zugute zu halten, dass gerade für eine Kaufpreisermittlung andere Methoden in Betracht kommen können. Schließlich geht es hier nicht um einen objektivierten Wert, sondern um eine subjektive Bewertung – bspw. im Sinne einer Preisuntergrenze. Wie eine solche subjektive Einschätzung des Zinssatzes aussehen könnte, klärt der Standard jedoch nicht.

Die *Nachvollziehbarkeit* der Bewertung hingegen ist als hoch einzuschätzen. Schließlich beschäftigt sich der letzte Abschnitt des Standards mit der Dokumentation und Berichterstattung.¹⁷² Ebenso wird dem Bewerter die Freiheit gegeben, auf eine *eingeschränkte Datenbasis* zu reagieren und eine *fehlende Unternehmensplanung* zu ergänzen. Letzteres dürfte hierbei die schwierigere Aufgabe sein. Die Bestimmung der

¹⁷² Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 173 ff.

Werte in den beiden Prognosephasen beruft sich zum Großteil auf Plan-Bilanzen und Plan-GuV. Sind diese nicht vorhanden, soll der Unternehmenseigner bzw. der Bewerter für die Unternehmensbewertung eine Planung über die nächsten fünf Jahre erstellen. Dies erscheint im Handwerk als sehr aufwendig. Zudem geht der Standard nicht auf konkrete Möglichkeiten ein, sondern beruft sich auf die Pflicht zur Dokumentation des (dann vom Bewerter gewählten) Vorgehens. Ähnlich gestalten sich die Möglichkeiten zur Berücksichtigung der *Abhängigkeit von der Unternehmerpersönlichkeit*.

Die *kalkulatorischen Unternehmerlöhne* erfahren hingegen eine explizite Bezugnahme. Schließlich ist die Erfassung von Abhängigkeiten und Einflüssen einzelner *Personen* sowie *spezifischen Fachwissens* eher gering. Die *theoretische Fundierung* muss als hoch betrachtet werden, da das Verfahren nach IDW S 1 grundsätzlich mit einem weit hin akzeptierten Modell zur Bestimmung des Risikos arbeitet (dem CAPM). Jedoch gelten die Kritikpunkte am CAPM – sowohl bezüglich seiner schwierigen Ermittlung wie auch seiner besonderen Probleme bei Handwerksbetrieben und anderen KMU¹⁷³ – auch hier. Die *Praktikabilität* ist nicht zuletzt deswegen als eher gering einzustufen. So gilt der IDW S 1 als besonders elaboriertes und zugleich sehr aufwendiges Verfahren. Die Prognose der zukünftigen Überschüsse etwa ist ebenfalls sehr zeitintensiv und aufwendig. Zusätzlich ist die Bewertung durch einen Wirtschaftsprüfer mit einem hohen finanziellen Aufwand verbunden, der für viele Handwerksbetrieb nicht in Frage kommen dürfte.

Hinzu kommt das generelle Problem, dass einige weitere Typisierungen – u.a. die Annahme der Fortführung des Unternehmens mit unverändertem Konzept und unverändertem Management – schwer mit den Besonderheiten von Handwerksbetrieben in Einklang zu bringen sind. Durch die hohe Unternehmerabhängigkeit werden im Handwerkssektor aber nicht nur finanzielle, sondern auch private Ziele verfolgt. Dies alles lässt den Standard aus Sicht des Handwerks als sehr problematisch erscheinen.

¹⁷³ Vgl. Kap. 3.1.

3.4 Marktorientierte Verfahren

Den marktorientierten Verfahren als Überschlagsrechnungen – insbesondere den sogenannten Multiplikatorverfahren – liegt folgende Vorstellung zugrunde: „similar assets should sell at similar prices“¹⁷⁴. In anderen Worten bedeutet dies, dass vergleichbare Unternehmen einen vergleichbaren Unternehmenswert haben müssen.¹⁷⁵

Im Gegensatz zu einer Standardisierung, wie sie mit dem IDW S 1 oder dem AWH-Standard erfolgt, gibt es bei Multiplikatorverfahren keine festgeschriebenen Regelungen. Die Ergebnisse der Multiplikatorverfahren stellen eher **Marktpreise** als echte Unternehmenswerte dar, welche jedoch durch viele Transaktionen gleichermaßen objektiviert sind.¹⁷⁶ „Subjektive Zielvorstellungen, alternative Anlagemöglichkeiten oder das Vorhandensein zielobjektspezifischen Synergiepotenzials aus der Sicht von Käufer oder Verkäufer finden damit zumindest nicht unmittelbar Eingang in das Kalkül marktorientierter Vergleichsverfahren.“¹⁷⁷ Dies ist ein großer Unterschied zu den Ertragswertverfahren.¹⁷⁸ Die Vergleichbarkeit der Unternehmen ist hierbei entscheidend und wird anhand von unterschiedlichen Merkmalen gemessen, wie z.B. der Branche, der Wachstumsrate, der Wettbewerbsposition, der Kapitalstruktur, o.ä.¹⁷⁹

Die Methoden der Multiplikatorverfahren unterscheiden sich durch die nach verschiedenen Kriterien ausgewählte Gruppe von Vergleichsunternehmen (der „peer group“) zur Multiplikatorbestimmung. Unterscheiden lassen sie sich nach den Verfahren auf Basis vergleichbarer Unternehmen einerseits und nach Verfahren auf Basis von Erfahrungssätzen andererseits.¹⁸⁰

Die Verfahren auf **Basis von vergleichbaren Unternehmen** werden auch Comparative-Company-Approach genannt. Um den potentiellen Marktpreis des zu bewertenden Unternehmens zu bestimmen, wird auf konkrete und tatsächlich realisierte Marktpreise von vergleichbaren Unternehmen zurückgegriffen.¹⁸¹ Der Multiplikator wird aufgrund der tatsächlichen Marktpreise der Unternehmen der peer group, als Performance-Maß (z.B. dem Umsatz) des zu bewertenden Unternehmens errechnet. Dabei

¹⁷⁴ Esty (2000): S. 24.

¹⁷⁵ Vgl. Kuhner/Maltry (2006): S. 265.

¹⁷⁶ Vgl. Kuhner/Maltry (2006): S. 265.

¹⁷⁷ Kuhner/Maltry (2006): S. 265.

¹⁷⁸ Vgl. Löhnert/Böckmann (2005): S. 405.

¹⁷⁹ Vgl. Löhnert/Böckmann (2005): S. 406.

¹⁸⁰ Vgl. Mandl/Rabel (2005): S. 75-79.

¹⁸¹ Vgl. Mandl/Rabel (2005): S. 76 ff.

gibt es drei Methoden, um die peer group zu bestimmen: die Similar Public Company Method, die Recent Acquisitions Method und die Initial Public Offerings Method.¹⁸²

Die *Similar Public Company Method* bezieht sich auf die Börsenkapitalisierung kapitalmarktorientierter Unternehmen.¹⁸³ Diese Methode kann nicht bei Bewertungen von KMU – und mithin Handwerksbetrieben – angewandt werden, da es in der Regel keine vergleichbaren Unternehmen an der Börse gibt, welche die Besonderheiten mittelständischer Unternehmen aufweisen. Bei der *Recent Acquisitions Method*, wird der Multiplikator auf Basis von Verkaufspreisen von realisierten Transaktionen von vergleichbaren Unternehmen berechnet.¹⁸⁴ Um diese Methode bei Bewertungen anwenden zu können, müssten genügend Informationen, wie etwa der Kaufpreis, über vergangene Transaktionen vergleichbarer Unternehmen vorliegen. Die *Initial Public Offerings Method* schließlich bezieht sich auf Emissionspreise für Anteile von Vergleichsunternehmen. Informationsdatenbanken über Transaktionen und Börseneinführungen von Unternehmen gibt es in Deutschland allerdings weder für börsennotierte Unternehmen noch für KMU.¹⁸⁵ Darum kann auch diese Methode nicht für Bewertungen von kleineren Unternehmen verwendet werden.

Im Gegensatz zum Verfahren auf Basis von vergleichbaren Unternehmen müssen bei dem Verfahren auf **Basis von Erfahrungssätzen** (auch „rules of thumb“ oder „Daumenregeln“ genannt) keine Informationen über realisierte Verkaufspreise oder Börsenwerte bekannt sein. Stattdessen wird der Marktpreis durch die Multiplikation von einem branchenüblichen Multiplikator mit einem Performance-Maß berechnet.¹⁸⁶ Solche branchenbezogenen Multiplikatoren werden von verschiedenen Institutionen veröffentlicht.¹⁸⁷ Dieses Vorgehen beruht auf starken Vereinfachungen, aber da keine zusätzlichen Informationen benötigt werden, kann es bei Handwerksbetrieben grundsätzlich für Bewertungen angewendet werden. Im Folgenden wird dieses Verfahren auf Basis von Erfahrungssätzen analysiert.

Multiplikatoren können zur Bestimmung des Marktwerts des gesamten Unternehmenswerts (Entity Ansatz) oder des Marktwerts des Eigenkapitals (Equity Ansatz) ein-

¹⁸² Vgl. Mandl/Rabel (2005): S. 76 ff. und Kuhner/Maltry (2006): S. 267 f.

¹⁸³ Vgl. Kuhner/Maltry (2006): S. 267.

¹⁸⁴ Vgl. Kuhner/Maltry (2006): S. 267.

¹⁸⁵ Vgl. Mandl/Rabel (2005): S. 76 ff.

¹⁸⁶ Vgl. Mandl/Rabel (2005): S. 78.

¹⁸⁷ So z.B. vom Finance Magazin. Es verwendet Börsendaten und wird bei der Bestimmung der Multiplikatoren von einem Expertenpanel, bestehend aus Mitarbeitern von 14 verschiedenen Instituten unterstützt (Angermann M&A International, Aquin & Cie, Aschenbach, Corporate Finance, C.H. Reynolds Corporate Finance, Deloitte Corporate Finance, Equinet Corporate Finance, Hübner Schlösser & Cie, IMAP M&A Consultants, Interfinanz, Kepler Capital Markets, Klein&Collegen, Lincoln International, Network Corporate Finance, SynCap Management). Vgl. Finance Magazin (2012a).

gesetzt werden.¹⁸⁸ Ein Vorteil der Entity-Multiplikatoren gegenüber den Equity-Multiplikatoren liegt darin begründet, dass die Kapitalstruktur hierbei nicht berücksichtigt werden muss.¹⁸⁹ Typische Entity-Multiplikatoren sind das operative Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern (die Earnings Before Interest and Taxes bzw. der EBIT) sowie der Jahresumsatz. Beim EBIT wird dabei die von der Finanzierungsstruktur unabhängige Ertragskraft des originären Geschäfts erfasst.¹⁹⁰

Für die Bestimmung des **Performance-Maßes** wird in der Praxis eine Mittelwertbildung aus den letzten zwei Jahren und den Plandaten der drei folgenden Jahre empfohlen.¹⁹¹ Wenn keine Plandaten vorliegen, müssen die vergangenen Jahre berücksichtigt werden. Vor der Wertermittlung sollten diese Vergangenheitsdaten jedoch um außerordentliche und einmalige Ereignisse bereinigt werden, damit das Ergebnis nicht verfälscht wird.¹⁹² Beim EBIT-Multiplikator kann ein angemessener Unternehmerlohn berücksichtigt werden, indem der Personalaufwand bei einem Einzelunternehmen um einen kalkulatorischen Wert erhöht wird bzw. bei einer GmbH das Geschäftsführergehalt angepasst wird.

Vor der eigentlichen Bestimmung des Unternehmenswertes muss der Multiplikator bestimmt werden. Die Multiplikatoren werden dabei oft in Bandbreiten angegeben. Multiplikatoren finden sich häufig separat für Small-, Mid- und Large-Cap Unternehmen. Für Handwerksbetriebe sind dabei die Small-Cap Multiples relevant.¹⁹³

Um den Marktpreis zu ermitteln, wird das Performance-Maß mit dem Multiplikator multipliziert. Der eigentliche Unternehmenswert kann dabei entweder in einer Bandbreite angegeben werden oder es wird ein bestimmter Wert festgelegt. Multiplikatoren können somit kaum der eigentlichen Wertbestimmung eines Unternehmens dienen, sondern allenfalls Anhaltspunkte für Plausibilisierungen liefern.

¹⁸⁸ Vgl. Berner/Rojahn (2003): S. 156 f.

¹⁸⁹ Vgl. Berner/Rojahn (2003): S. 157.

¹⁹⁰ Vgl. Berner/Rojahn (2003): S. 157.

¹⁹¹ Vgl. Finance Magazin (2012b).

¹⁹² Vgl. Kuhner/Maltry (2006): S. 266.

¹⁹³ Vgl. Finance Magazin (2012c) Small-Cap Multiples sind hier für Unternehmen bis 50 Mio. € Umsatz bestimmt.

Tabelle 5 zeigt wieder den Überblick über die an ein Bewertungsverfahren aus Handwerkssicht zu stellenden Kriterien sowie die **Beurteilung** des Multiplikatoren-Modells.

Kriterien	Umsetzung bei Multiplikatoren
Ermittlung eines adäquaten Unternehmenspreises	mäßig
Nachvollziehbarkeit der Bewertung	gering
Berücksichtigung einer eingeschränkten Datenbasis	hoch
Berücksichtigung einer eingeschränkten Unternehmensplanung	hoch
Berücksichtigung der Abhängigkeit von der Unternehmerpersönlichkeit	gering
Berücksichtigung kalkulatorischer Unternehmerlöhne	gering
Erfassung einer Personenabhängigkeit	gering
Abbildung von Fachwissen	gering
Theoretische Fundierung	gering
Praktikabilität	hoch

Tabelle 5: Beurteilung von Multiplikatoren aus Handwerkssicht

Die Multiplikatorverfahren sind auf *Kaufpreise* für Unternehmen ausgerichtet. Aufgrund der Vorgehensweise ist aber dennoch nicht von einem adäquaten Preis auszugehen. Dies gilt für Handwerksunternehmen in besonderem Maße, da die Vergleichbarkeit in diesen Branchen besonders schwer fällt. Die *Nachvollziehbarkeit* in der Bewertung ist folglich nur oberflächlich gegeben. Es bleibt bspw. unklar, wieso aus einer Bandbreite ein bestimmter Wert als Multiplikator gewählt wird. Dennoch kann aufgrund der geringen Komplexität von einer prinzipiell guten Kommunizierbarkeit der Werte ausgegangen werden, was auch der Eignung als Kaufpreis entgegenkommt.¹⁹⁴

Hingegen leisten Multiplikatoren in hohem Maße eine Berücksichtigung der *eingeschränkten Datenbasis* bei Handwerksbetrieben sowie einer *eingeschränkten Unternehmensplanung*. Die Abhängigkeit von der *Unternehmerpersönlichkeit* lässt sich demgegenüber nur indirekt konstruieren, bspw. indem bei der Multiplikatorauswahl ein niedrigerer Wert gewählt wird. Es fehlt die Möglichkeit, *kalkulatorische Unternehmerlöhne*, eine *Personenabhängigkeit* oder eine *Abbildung von Fachwissen* in den Unternehmenswert explizit mit einfließen zu lassen. Die *theoretische Fundierung* ist eben-

¹⁹⁴ Vgl. hierzu wie auch zu Gegenargumenten Ballwieser (2011): S. 215.

falls gering und kann hauptsächlich empirisch gesehen werden. Aufgrund der schwierigen Vergleichbarkeit des Handwerksbereiches ist aber auch eine eventuelle empirische Evidenz fraglich.

Die *Praktikabilität* ist bei Multiplikatorverfahren generell hoch, denn die unternehmensspezifischen Daten sind trotz eingeschränkter Informationsquellen für Handwerksbetriebe ohne größere Probleme zu ermitteln. Die eher aufwendige Prognose der zukünftigen finanziellen Überschüsse und die Bestimmung eines Kapitalisierungszinssatzes sind zudem nicht nötig, da das Vorgehen nicht auf einem Ertragswertverfahren beruht. Durch diese starke Vereinfachung werden ebenso das Problem der beschränkten Informationsquellen und die Besonderheit der kleinteiligen und flexiblen Struktur im Handwerkssektor umgangen. Aus diesem Grund erscheint der zeitliche wie monetäre Aufwand für eine Unternehmensbewertung als eher gering.

3.5 Der AWH-Standard

Der AWH-Standard zur Unternehmensbewertung stellt ein für die Bewertung von Handwerksbetrieben gestaltetes Ertragswertverfahren dar, welches eine objektive Berücksichtigung der Spezifika dieser Betriebe ermöglicht. Insbesondere wurde der AWH-Standard „...auf die **Besonderheiten von kleinen und mittelständischen Handwerksunternehmen** abgestimmt“¹⁹⁵. Die Notwendigkeit einer Einführung von Standardisierungen für Unternehmensbewertungen von KMU wird dabei auch in der Literatur betont.¹⁹⁶ Die Berater der Handwerksorganisationen, welche als Bewerter die Unternehmenswertermittlungen nach dem AWH-Standard durchführen sind dabei grundsätzlich als Berater und nicht als Gutachter tätig.¹⁹⁷ Die AHW selbst stellt an den Standard den Anspruch, dass die Bewertungen umfassend, überprüfungssicher, schlüssig und nachvollziehbar sind.¹⁹⁸

Zum Verfahren gehört ein detailliertes Handbuch¹⁹⁹ mit der beschriebenen Vorgehensweise sowie eine damit verbundene Bewertungsdatei (bzw. -vorlage) in Microsoft Office Excel. Beides ist für die Betriebsberater des Handwerks zugänglich und wird regelmäßig aktualisiert und neuen Erkenntnissen angepasst. Ähnlich dem IDW S 1 macht

¹⁹⁵ Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 9, im Original hervorgehoben.

¹⁹⁶ Vgl. Hackspiel (2010): S. 131; in seinem Beitrag ist konkret das DCF-Verfahren Gegenstand der Untersuchung.

¹⁹⁷ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 6.

¹⁹⁸ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 7.

¹⁹⁹ Vgl. zum Handbuch Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011).

sich der AWH-Standard mehrere **Grundsätze** zu Eigen, die im Folgenden kurz erläutert werden sollen. Insgesamt handelt es sich um sieben Bewertungsgrundsätze, in denen stellenweise auch genaue Vorgehensweisen angeführt sind.

Der erste Grundsatz betrifft das *Bewertungsverfahren*. Die Bewertung erfolgt im AWH-Standard nach einem den Besonderheiten von KMU angepassten Ertragswertverfahren.²⁰⁰ Der Ertragswert wird dabei allein auf Basis der Vergangenheitserträge – üblicherweise der letzten drei Jahre – berechnet.

Zweitens gilt eine *Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit*. Der Unternehmenswert wird durch das Zusammenwirken aller Werte als Unternehmenseinheit bestimmt und fundiert auf dem Unternehmen als Einkommensquelle, insbesondere das betriebsnotwendige Anlagevermögen und der betriebsnotwendige Waren- und Materialbestand.²⁰¹ Nicht betrachtet werden hingegen Grundstücke und Gebäude, stattdessen wird von einer (fiktiven) Unterbringung des Betriebes in gemieteten Räumen ausgegangen. Die notwendigen Korrekturen werden in den kalkulatorischen Kosten erfasst.²⁰²

Die Wertermittlung erfolgt drittens zudem zu einem bestimmten *Stichtag* und orientiert sich an den am Stichtag vorhandenen Erfolgsfaktoren sowie den dann klar ersichtlichen Entwicklungen.²⁰³ Dieses Stichtagsprinzip ist analog zu jenem des IDW S 1 zu sehen.²⁰⁴

Eine Bewertung der Ertragslage hat viertens *unabhängig von der Rechtsform* zu erfolgen.²⁰⁵ Je nach Rechtsform werden Korrekturen an dem vorläufig ermittelten Ertragswert vorgenommen. Bei Einzelunternehmen und Personengesellschaften werden häufig nur die Vermögensgegenstände übernommen, wobei die Schulden beim ehemaligen Eigentümer verbleiben. Bei einem Asset Deal²⁰⁶ im Zuge des Verkaufes einer GmbH bleibt es beim ursprünglichen Ertragswert. Liegt jedoch ein Share Deal²⁰⁷ vor, so werden sämtliche Aktiva und Passiva übergeben und es werden entsprechende Korrekturen notwendig.²⁰⁸

²⁰⁰ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 9.

²⁰¹ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 9.

²⁰² Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 9.

²⁰³ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 10.

²⁰⁴ Vgl. Kap. 3.3.

²⁰⁵ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 10.

²⁰⁶ Dies bezeichnet den Verkauf der Anlagen, nicht aber der Geschäftsanteile.

²⁰⁷ Dies meint einen Verkauf der Geschäftsanteile.

²⁰⁸ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 10.

Fünftens ist die *Nicht-Berücksichtigung des Vorsichtsprinzips* ein wesentlicher Grundsatz. Analog zum Grundsatz beim IDW S 1²⁰⁹ hat auch im AWH-Standard die Schätzung der Risiken und der zukünftigen finanziellen Überschüsse realistisch und betriebswirtschaftlich sinnvoll zu erfolgen. Deswegen wird das dem Gläubigerschutz dienende bilanzielle Vorsichtsprinzip nicht beachtet.²¹⁰

Die *Steuern* müssen sechstens rechtsformindividuell bei Erträgen und dem Kapitalisierungszinssatz erfasst werden.²¹¹ Der Ertragssteuersatz wird pauschal mit 35 % berechnet, bezieht sich nur auf die Einkommensteuer und darf nicht individuell angepasst werden, damit das Ergebnis vergleichbar mit dem Verfahren des IDW S 1 ist. Die in der GuV aufgeführten Steuern müssen dem Ergebnis gutgeschrieben werden, bevor die typisierte Ertragssteuer abgezogen wird. Die anfallende Gewerbesteuer für Einzelunternehmer oder Personengesellschaften wird individuell berechnet und es werden Anrechnungen und Freibeträge berücksichtigt. Bei einer GmbH wird der bereinigte Gewinn um 15 % Körperschaftsteuer und 5,5 % Solidaritätszuschlag vermindert und dann um 25 % Abgeltungssteuer (zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag) gekürzt, da typisierend von einer Vollausschüttung der bereinigten und versteuerten Gewinne ausgegangen wird. Der Kapitalisierungszins ist ebenfalls um 25 % (zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag) zu kürzen, weil vereinfachend angenommen wird, dass die Zuflüsse aus der Kapitalanlage dem gleichen Steuersatz wie die Gewinne unterliegen.

Schließlich ist siebtens eine *finanzierungsneutrale Bewertung* vorzunehmen.²¹² Dies bedeutet, dass die bisherige ebenso wie die zukünftige Finanzierung des Unternehmens unberücksichtigt bleibt, da Finanzierungskosten und Verbindlichkeiten die Höhe des Unternehmenswertes annahmegemäß nicht beeinflussen. Vielmehr wird die kalkulatorische Verzinsung des betriebsnotwendigen Vermögens erfasst.

Das Verfahren bedient sich bei der Wertermittlung einer Vielzahl von Risikozuschlägen, sodass die Unsicherheit grundsätzlich über den Diskontierungszinssatz erfasst wird. Zudem werden die zukünftigen Betriebsergebnisse nicht geschätzt oder aufgrund von Zukunftswerten prognostiziert, sondern es wird eine trendgewichtete Fortschreibung der letzten vier korrigierten Betriebsergebnisse vorgenommen. Weiterhin findet die Bewertung unter der Annahme einer vollkommenen Eigenfinanzierung statt; eine

²⁰⁹ Vgl. Kap. 3.3.

²¹⁰ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 10.

²¹¹ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 11.

²¹² Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 11.

Berücksichtigung erfolgt hierbei über eine kalkulatorische Verzinsung des betriebsnotwendigen Vermögens.

Der Unternehmenswert ist folglich:

$$UW = \frac{0,1BE_{-3} + 0,2BE_{-2} + 0,3BE_{-1} + 0,4BE_0}{r_f + (Z_F + Z_K + Z_L + Z_B + Z_W + Z_A + Z_{\text{sonst.}} + Z_{AN} + Z_{AvAN} + Z_{AvAG})}$$

mit:

UW = Unternehmenswert

BE = korrigiertes Betriebsergebnis je vergangener Periode

r_f = quasi-sicherer Basiszinssatz

Z_F = (Zuschlag für) Fungibilitätsrisiko

Z_K = Zuschlag für Kundenabhängigkeit

Z_L = Zuschlag für Leistungsangebot

Z_B = Zuschlag für Branchenentwicklung

Z_W = Zuschlag für Wettbewerbsrisiken

Z_A = Zuschlag für Ausstattungsniveau

$Z_{\text{sonst.}}$ = Zuschlag für sonstige Risiken

Z_{AN} = Zuschlag für Arbeitnehmerstruktur

Z_{AvAN} = Zuschlag für Abhängigkeit von AN

Z_{AvAG} = Zuschlag für Abhängigkeit von AG

Grundlage des Verfahrens bildet eine auf den Betriebsergebnissen der letzten vier Jahre basierende **Ertragsprognose**. Die Betriebsergebnisse werden dabei um außerordentliche Aufwendungen und Erträge korrigiert. Da Jahresabschlüsse steuerliche Werte enthalten, müssen diese ebenfalls durch betriebswirtschaftlich richtige Werte im Sinne kalkulatorischer Kosten berichtigt werden. „Der AWH-Standard geht bei den kalkulatorischen Kosten davon aus, dass diese auch den durchschnittlichen notwendigen Ausgaben der Zukunft entsprechen und damit als zukünftig pagatorisch (zahlungswirksam) anzusehen sind. Daher sind die kalkulatorischen Kosten für die zukünftigen finanziellen Überschüsse und damit für den Ertragswert maßgeblich.“²¹³

Zusätzlich muss im Rahmen der Ertragsprognose ein umfassender, im Handbuch anhängender *Fragebogen* ausgefüllt und ausgewertet werden. Darin befinden sich bspw.

²¹³ Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 23.

Listen über alle nötigen Verträge oder Nachweise.²¹⁴ Auf das Verlangen von Plandaten wie z.B. einer Planbilanz wird verzichtet, da es im Handwerksbereich fundierte Plandaten oder gar Planungsmodelle in der Regel nicht gibt.

Das Verfahren berücksichtigt dabei explizit den Ansatz eines *Unternehmerlohns*, für den eine standardisierte Ableitung geboten wird. Diese sieht vor, den höchsten Tarif bzw. ein tarifliches Meistergehalt zzgl. eines Zuschlages zwischen 20 % und 50 % für die Unternehmertätigkeit sowie eines Sozialversicherungsaufschlages von 20 % zu berechnen.²¹⁵ Der kalkulatorische Unternehmerlohn wird für den Inhaber und mitarbeitende Verwandte angesetzt. Der Personalaufwand soll so hoch sein, wie bei einem fremden Arbeitnehmer „...bei gleicher Art und Umfang der Tätigkeit“²¹⁶. Bei einer GmbH wird das vertragliche Geschäftsführergehalt mit dem kalkulatorischen Unternehmerlohn verglichen und bei Abweichungen daraufhin angepasst.

Die Übernahme von *Verbindlichkeiten* stellt insbesondere bei Einzelunternehmungen im Handwerk eher den Ausnahmefall dar.²¹⁷ Aus diesem Grund sind die Betriebsergebnisse um die Zinszahlungen zu erhöhen – und die Verbindlichkeiten nicht vom Ertragswert abzuziehen. Die kalkulatorischen Zinsen werden dann auf das betriebsnotwendige (gebundene) Vermögen berechnet, ohne die Finanzierungsart zu berücksichtigen. Die tatsächlich gezahlten Zinsen werden so durch die kalkulatorischen ersetzt.²¹⁸ Wenn das Betriebsgelände und -gebäude dem Inhaber gehört, ist hierfür zudem eine kalkulatorische Miete anzusetzen. Die tatsächlichen Aufwendungen sind herauszurechnen. Zuletzt werden die in der GuV erfassten Abschreibungen durch kalkulatorische Abschreibungen, die den tatsächlichen durchschnittlichen Investitionsbedarf einer Periode darstellen, ersetzt.²¹⁹

Weiterhin werden die Betriebsergebnisse so gewichtet, dass die jüngeren Jahre ein größeres Gewicht erhalten – diese *Gewichtung* erscheint logisch, da die zeitnäheren Ergebnisse einen größeren Einfluss auf die kommenden Erträge haben dürften und eine höhere Prognosegüte besitzen. Dadurch wird auch den flexiblen Strukturen in Handwerksbetrieben Rechnung getragen. Trotzdem ist dieses Vorgehen mit Proble-

²¹⁴ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 54.

²¹⁵ Diese Berechnung entspricht in ihrem grundsätzlichen Vorgehen auch der Rechtsprechung, so bspw. in einem Urteil des OLG Düsseldorf, das für einen Druckereibesitzer die höchste Tarifstufe um ein Drittel erhöhte. Vgl. OLG Düsseldorf, Urteil v. 27.01.1984, zit. nach Braunhofer (1995): S. 105.

²¹⁶ Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 23.

²¹⁷ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 12.

²¹⁸ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 24.

²¹⁹ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 26.

men behaftet.²²⁰ Wenn bspw. ein Kostenblock jährlich um den gleichen Prozentsatz sinkt, dann müsste dies über eine mittelfristige erste Bewertungsphase abgebildet werden, da sonst wider besseres Wissen bewertet würde. Eine mangelhafte Berücksichtigung von Trends bei der Ertragsentwicklung erscheint somit als potentielle Fehlerquelle. Allerdings besteht für den Bewerter der Spielraum, die Gewichtung der einzelnen Betriebsergebnisse zu ändern. Ein Vorgehen, bei dem eine Begründung des Bewerbers nötig ist.

Der Zinssatz besteht im AWH-Standard aus einem Basiszinssatz, einem Risikozuschlag und der Inhaberabhängigkeit. Der verwendete **Basiszinssatz** entspricht dem Durchschnitt der Renditen aller Anleihen mit allen Restlaufzeiten der öffentlichen Hand am Bewertungsstichtag.²²¹ Diese Umsatzrendite wird auf der Internetseite der Bundesbank tagesaktuell veröffentlicht. Ein Abschlag für die Inflation wird nicht vorgenommen. Der Ansatz eines Fungibilitätszuschlags (im AWH-Standard „Immobilitätszuschlag“) ist dabei grundsätzlich möglich. Sein Wert „... steigt i.d.R. mit zunehmender Anlagenintensität und unterscheidet auch zwischen Universal- und Spezialmaschinen.“²²² Die grundsätzlich wählbare Wertspanne von 1-3 % bleibt unbegründet.

Im **Risikozuschlag** wird das Unternehmensrisiko erfasst. Dieser teilt sich auf acht weitere Komponenten auf. Zur Ermittlung des Risikozuschlages hat die AWH aufgrund heuristischer Verfahren eine Liste mit den häufigsten Risiko- und Erfolgsfaktoren entwickelt. Für jeden Punkt muss unternehmensindividuell ein Zuschlag zwischen 0-3 % festgelegt werden, der in begründeten Fällen jedoch auch höher liegen kann.²²³ Als Grundlage dient dem Bewerter ein auf diese Komponenten abgestimmter Fragebogen.

Zur Berücksichtigung der starken **Inhaberabhängigkeit** von Handwerksunternehmen²²⁴ wird zudem ein weiterer separater Zuschlag ermittelt. Dieser Zuschlag muss mithilfe von 10 gesonderten Kriterien berechnet werden. Die einzelnen Punkte werden vom Bewerter dabei durch Schulnoten von 1 - 6 bewertet. Die Abhängigkeit kann auf diese Art mit einem Zuschlag von 0-30% bewertet werden.²²⁵ So kann eine angemess-

²²⁰ Weshalb im Übrigen andere Verfahren, wie etwa das vereinfachte Ertragswertverfahren nach BewG, auf den arithmetischen Mittelwert bei der Berücksichtigung vergangener Erträge setzen.

²²¹ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 31.

²²² Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 31.

²²³ Vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 32.

²²⁴ Vgl. Kap. 2.3.

²²⁵ Der Durchschnittswert aus den zehn Faktoren wird durch eine einfache lineare Transformation in den Zuschlag umgerechnet, vgl. Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 34.

sene Korrektur der vergangenen allfällig verzerrten Ergebnisse der letzten Jahre mithilfe des Diskontierungssatzes vorgenommen werden.

Der so errechnete Kapitalisierungszinssatz muss schließlich um die Abgeltungssteuer von 25 % (zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag) gemindert werden.²²⁶ Die nachfolgende Tabelle 6 enthält eine Übersicht über die Komponenten des Risikozuschlages sowie über die zehn Faktoren zur Ermittlung der Inhaberabhängigkeit. Die einzelnen Risikozuschläge werden im Anschluss kurz gekennzeichnet.

Risikozuschläge – Komponenten	Kriterien zur Erfassung der Inhaberabhängigkeit
Kundenabhängigkeit	Wichtige Kunden
Produkt- und Leistungsangebot	Hauptlieferanten
Branchenentwicklung und Konjunktur	Bankbeziehungen
Standort und Wettbewerb	Know-How - technisch
Betriebsausstattung	Know-How - kaufmännisch
Beschäftigtenstruktur	Produkt- und Sortimentsgestaltung
Personenabhängigkeit (nicht: Inhaberabhängigkeit)	Arbeitsablauf/ -steuerung
Sonstige oder betriebsspezifische Risiken	Produktive Mitarbeit
	Keine Stellvertreterregelung bzw. keine zweite Führungsebene vorhanden
	Stellung im Umfeld (Vereine, Politik, usw.)

Tabelle 6: Einzelne Risikozuschläge im AWH-Standard sowie Kriterien zur Erfassung der Inhaberabhängigkeit

Die Kundenabhängigkeit stellt ein spezifisches Merkmal eines Unternehmens dar und ist deshalb, ebenso wie das Produkt- und Leistungsangebot, in den Betriebsergebnissen zu berücksichtigen. Bei der Einschätzung von Branchenentwicklung bzw. Konjunktur der Gesamtwirtschaft sollten die tatsächlichen Wachstumsraten herangezogen werden. Gleiches gilt für den Punkt Standort und Wettbewerb, für dessen Beurteilung plausible Schätzungen über Wettbewerbsrisiken verwendet werden sollten.

²²⁶ Vgl. auch die Ausführungen dieses Kapitels zum AWH-Grundsatz der Berücksichtigung von Steuern.

Für eine adäquate Berücksichtigung eines eventuellen „Investitionsstaus“ (also des Tatbestandes von angesichts der bevorstehenden Betriebsübergabe aufgeschobenen aber dennoch nötigen Investitionen) bietet sich der Zuschlag hinsichtlich der Betriebsausstattung an. Ein Zuschlag für die Arbeitnehmerstruktur sollte u.a. Alter und Kündigungsschutz der Mitarbeiter berücksichtigen. Diesem Ansatz steht grundsätzlich entgegen, dass ein höheres Alter der Arbeitnehmer bereits in höherem Personalaufwand resultiert und somit doppelt erfasst werden könnte. Bei der Wahl des entsprechenden Risikozuschlages ist dies folglich zu berücksichtigen. Die Abhängigkeit von einzelnen Arbeitnehmern sollte sich an einem marktüblichen Gehalt entsprechend ihrer Verantwortung bemessen. Darüber hinaus werden sonstige Risiken wie beispielsweise Gewährleistungsverpflichtungen berücksichtigt.

Hinsichtlich des **Kapitalisierungszinses** ist zu berücksichtigen, dass er einen Unternehmenswert sehr stark beeinflusst. „Keine Größe scheint in der Praxis so umstritten zu sein, wie der Kalkulationszinsfuß. [...] Sein Hebeleffekt ist bekannt und berüchtigt: Schon geringe Verminderungen des Zinssatzes können den Wert überproportional erhöhen; Erhöhungen senken den Unternehmenswert. Diese Effekte machen ihn bei Parteien, die Einfluß auf den Wert nehmen wollen, so beliebt.“²²⁷ Deshalb müsste strenggenommen der Diskontierungszinssatz, wenn er stellvertretend für eine Alternativrendite steht, ein am Markt vergütetes Risiko enthalten, sonst drückt er eine unrealistische Renditeforderung aus.²²⁸ Trotz dieser eher grundsätzlichen Kritik an den Risikozuschlägen bleibt festzuhalten, dass sie nicht grundsätzlich gegen die Grundsätze des IDW verstoßen.²²⁹

Tabelle 7 gibt wieder einen Überblick über die Kriterien für eine **Beurteilung** der Unternehmensbewertung aus der Sicht der Handwerksbetriebe. Sie macht anschaulich, dass der AWH-Standard mehr als die anderen vier diskutierten Verfahren in weiten Teilen diese Kriterien erfüllt. Dies ist jedoch nicht weiter verwunderlich, wurde er doch mit dem erklärten Ziel einer Anpassung auf die spezifischen Bedürfnisse bei einer Bewertung von Handwerksunternehmen geschaffen.

²²⁷ Ballwieser (2002): S. 736.

²²⁸ Vgl. Bröhl (1966): S. 209.

²²⁹ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Tz. 90.

Kriterien	Umsetzung beim AWH-Standard
Ermittlung eines adäquaten Unternehmenspreises	hoch
Nachvollziehbarkeit der Bewertung	hoch
Berücksichtigung einer eingeschränkten Datenbasis	hoch
Berücksichtigung einer eingeschränkten Unternehmensplanung	hoch
Berücksichtigung der Abhängigkeit von der Unternehmerpersönlichkeit	hoch
Berücksichtigung kalkulatorischer Unternehmerlöhne	hoch
Erfassung einer Personenabhängigkeit	mäßig
Abbildung von Fachwissen	mäßig
Theoretische Fundierung	mäßig
Praktikabilität	hoch

Tabelle 7: Beurteilung des AWH-Standards aus Handwerkssicht

Die *Unternehmenspreisermittlung* steht bei Betrieben, die nach dem AWH-Standard bewertet werden, als Bewertungsanlass mit Abstand an erster Stelle.²³⁰ Aus konzeptueller Sicht ist zu konstatieren, dass die Preisermittlung zu akzeptierten Kaufpreisen führen kann, wenn insbesondere die in hohem Maße entscheidende Zinssatzermittlung mit Augenmaß erfolgt. Bei einer Ermittlung des Risikozuschlages, wie sie in diesem Verfahren festgelegt ist, muss besonders auf die Urteilstkraft des Bewerter – also des Betriebsberaters – vertraut werden können. Auch wenn die Ermittlung aufgrund der heuristischen Vorgehensweise und mangelnder theoretischer Herleitung angreifbar ist und durchaus als problematisch gesehen werden kann, so ist doch zu berücksichtigen, dass die theoriegeleitete Risikobemessung mithilfe eines CAPM in diesem Fall versagt. Ein solches in den Markttheorien verwurzeltes Verfahren kann nur bei vorhandenen Märkten angewendet werden. Dies ist im Handwerk nicht der Fall. Deshalb ist eine Vorgehensweise mithilfe von Heuristiken (wie jene im AWH-Standard) zu befürworten.

Eine entscheidende Rolle spielt dabei die *Nachvollziehbarkeit* der Risikozinsfindung, die aber aufgrund des transparenten Vorgehens mit Bewertungsdatei und Handbuch nicht nur anschaulich ist, sondern zudem (besonders im Vergleich mit dem IDW S 1) in hohem Maße standardisiert ist. Der Nachvollziehbarkeit wird auch dadurch gedient, für

²³⁰ Vgl. etwa die Umfrage in Zentralverband des Deutschen Handwerks (2008) sowie dazu ausführlicher die Kap. 2.2 (Anlässe einer Unternehmensbewertung im Handwerk) und 4.2 (empirische Evidenz zur Unternehmensbewertung im Handwerk).

ausgeschöpfte Spielräume bei der Bewertung verbale Erläuterungen des Bewerter zu verlangen. Dieses Vorgehen ist jedoch nicht so konsequent, wie es wünschenswert wäre, in vielen Fällen bleibt eine Entscheidung des Bewerter unbegründet. Der Transparenz entgegen kommt ferner die abschließende Erläuterung des Unternehmenswertes, wo auf sein Zustandekommen eingegangen wird.²³¹ Auch dieses Instrument sollte weiter ausgebaut werden.

In hohem Maße werden beim AWH-Standard die *geringe Datenbasis* sowie die *eingeschränkte Unternehmensplanung* der Betriebe berücksichtigt. Ersteres wird v.a. beim hohen Anteil an Schätzwerten bzw. Überschlagwerten im Rahmen der Ertragsprognose deutlich. Zweiteres findet seine Berücksichtigung, indem der AWH-Standard zur Gänze auf den obligatorischen Ansatz von Planungsrechnungen verzichtet und die Erträge auf Basis von (vorhandenen) Vergangenheitswerten sowie den Risikozuschlag auf den Zinssatz auf Basis von Heuristiken berechnet.

Die *Abhängigkeit von der Person des Inhabers* erscheint grundsätzlich gewährleistet. Immerhin ist diesem Sachverhalt ein eigener Punkt im Bewertungsverfahren gewidmet. Hierbei jedoch ist eine sehr große Spannbreite festzustellen. Eine hohe Inhaberabhängigkeit hat einen enorm großen Einfluss auf den Unternehmenswert, der in diesem Ausmaß zunächst nicht plausibel erscheint. Zudem fehlt ein detailliertes Vergleichschema, nachdem die Inhaberabhängigkeit zu ermitteln wäre.

Die Berücksichtigung *kalkulatorischer Unternehmerlöhne* ist explizit im Verfahren verankert, die Erfassung einer möglichen *Personenabhängigkeit* sowie der *Abhängigkeit von Fachwissen* wird durch einen jeweils eigenen Risikozuschlag von zwischen 0 und 3 % bewerkstelligt. Dies erscheint als plausibel, jedoch als nur unzureichend begründet. Es fehlt bisher ein Ansatz, diesen Kriterien systematisch gerecht zu werden.

Die *theoretische Fundierung* des AWH-Standards ist sowohl hinsichtlich der Ertragsprognose als auch mit Blick auf die Bestimmung des Risikozinses nur als mäßig zu qualifizieren. Da der AWH-Standard zwar auf einem Ertragswert basiert, dessen Ermittlung auf die Spezifika von KMU bzw. Handwerksbetrieben lediglich angepasst wurde, wird das Verfahren prinzipiell den Ansprüchen an eine zukunftsorientierte Wertermittlung gerecht. Da ferner das ErbStG explizit auf branchenübliche Verfahren Bezug nimmt, kommt dem AWH-Standard als sehr gängigem Verfahren im Handwerkssektor

²³¹ Vgl. die Empfehlungen der AWH in: Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): S. 39.

auch von dieser Seite eine hohe Bedeutung zu. Eine eigentliche Fundierung ist jedoch in empirischer Hinsicht denkbar. Hierfür wären groß angelegte Vergleichsstudien hilfreich. In Kap. 4.2 wird eine solche Erhebung zur Qualität des AWH-Wertes als Kaufpreis für Handwerksunternehmen besprochen. Eine größere Datenbasis sowie verschiedene Erweiterungen dieser Erhebung (etwa hinsichtlich der Verkaufsbedingungen) könnten deren Aussagekraft weiter verbessern.

Die *Praktikabilität* schließlich ist für Unternehmen des Handwerkssektors außerordentlich hoch. So dauert die Bewertung insgesamt ca. zwei bis drei Tage. Dies ist eine Anpassung an die beschränkte Zeit, die sich Betriebsberater des Handwerks für eine Bewertung nehmen können. Da eine Unternehmenswertermittlung für die Mitgliedsbetriebe der Kammern häufig kostenlos ist, kann hierbei von einer guten Kosten-Nutzen-Relation aus Sicht des Unternehmens gesprochen werden. Manche Betriebe dürften sich ohne dieses Angebot der Kammern schwer tun, eine teure Wertermittlung ihres Betriebs durchführen zu lassen. Abschließend ist das gesamte Vorgehen beim AWH-Standard in hohem Maße auf eine möglichst praktikable Durchführung hin ausgerichtet. Dieser deutliche Vorteil erklärt mehr oder weniger auch die meisten Schwächen des Verfahrens.

4 Empirische Evidenz

4.1 Illustration der Ergebnisse an Beispielen

Die folgenden Unternehmenswert-Berechnungen dienen der Illustration der in der konzeptionellen Analyse herausgearbeiteten Ergebnisse. Als Grundlage dient ein ausführliches **Lehrbeispiel** eines in mehrfacher Hinsicht typischen Handwerksunternehmens, mit dessen Hilfe Betriebsberatern des Handwerks die Vorgehensweise des AWH-Standards nahegebracht werden soll.²³² Es erfolgt dabei eine Konzentration auf die wesentlichen Komponenten der Wertermittlung, sodass die entscheidenden Mechanismen der verschiedenen Verfahren besser aufgezeigt werden können. Feinheiten in der Bewertung werden demzufolge zugunsten einer übersichtlichen Illustration verschiedener Bewertungseinflüsse außer Acht gelassen.

In der Folge wird an mehreren **Fallvarianten** demonstriert, wie sich der Unternehmenswert nach den einzelnen Verfahren ändern kann. Zweckmäßig erscheint eine Betrachtung der Variation der Branche. Weiterhin wird ein Unternehmen ohne einen geschäftsführenden Inhaber betrachtet. Dies bedeutet, dass der Betrieb von einem Fremdgeschäftsführer geleitet wird, ohne, dass eine Abhängigkeit der Geschäftstätigkeit vom Eigentümer besteht. In einem weiteren Fall werden die Auswirkungen eines sich verschlechternden konjunkturellen Umfeldes auf die verschiedenen Unternehmenswerte herausgestellt. Die restlichen Einflussvariablen werden im Sinne einer möglichst guten Vergleichbarkeit der verschiedenen Fallbeispiele – soweit möglich – konstant gehalten. Die Berechnungen zu den jeweiligen Fällen finden sich im Anhang.

Die Variationen der Beispiele ließen sich beliebig fortsetzen, lässt doch die große Heterogenität im Handwerksbereich eine Vielzahl höchst unterschiedlicher Unternehmen als „typisch“ erscheinen – ebenso, wie die verschiedenen Verfahren oft selbst sehr große Bandbreiten an unterschiedlichen Werten zulassen. An dieser Stelle soll es jedoch bei den beschriebenen Fallbeispielen bleiben, da hierbei bereits wesentliche Funktionsweisen der Unternehmensbewertungsverfahren sichtbar werden.

Als wesentliche Rechengröße wird jeweils eine Ermittlung des **Ertragswertes** betrachtet. Vorangestellt ist jedoch eine Plausibilisierung des jeweiligen Unternehmenswertes

²³² Die Grunddaten dieses auf einem realen Betrieb beruhenden Beispiels wurden freundlicherweise von Bernd Juhl (Handwerkskammer Ulm) zur Verfügung gestellt.

anhand eines *EBIT*- sowie eines *Umsatzmultiplikators*. Danach wird für jeden Fall der Ertragswert nach drei verschiedenen Verfahren dargestellt: „Vereinfacht“ nach BewG, nach IDW S 1 sowie nach AWH-Standard. Auf eine Berechnung des Unternehmenswertes nach Discounted-Cash-Flow-Verfahren wird verzichtet, da dieses nach IDW S 1 unter Voraussetzung der Anwendung derselben Prämissen zu exakt demselben Wert wie eine Bewertung nach Ertragswert führen muss.²³³

Fall 1: Handwerksunternehmen der Metallbaubranche

Nachfolgend dargestellt sind die wichtigsten Grunddaten des Betriebes, auf dem auch die folgenden Fälle prinzipiell beruhen. Es handelt sich um ein Einzelunternehmen aus der Metallbaubranche. Es liegen die Jahresabschlüsse der Jahre 2004, 2005, 2006 und 2007 vor. Das Unternehmen wurde 1988 gegründet und beschäftigt 20 Mitarbeiter. Der Unternehmensführer und Inhaber ist 63 Jahre alt, sucht einen externen Nachfolger, an den er den Betrieb verkaufen oder verpachten kann. Sein kalkulatorischer Unternehmerlohn wurde mit 78.000 € im Jahr berechnet. Der Bewertungsstichtag im Beispiel ist der 01.01.2008. Die weiteren technischen Daten des Unternehmens wie Aufschlüsselungen der Löhne, Steuersätze etc. werden zugunsten der Übersichtlichkeit bei den folgenden Illustrationen vernachlässigt. Der *Substanzwert* des Unternehmens am Bewertungsstichtag betrug 247.000 €.

Nach den verschiedenen Verfahren wurde der jeweilige Unternehmenswert für diesen Fall 1 wie in Tabelle 8 gezeigt, errechnet.²³⁴

Unternehmenswert mit EBIT-Multiplikator	764.108 €
Unternehmenswert mit Umsatz-Multiplikator	400.993 €
Unternehmenswert nach vereinfachtem Ertragswertverfahren	1.297.135 €
Unternehmenswert nach dem Standard IDW S 1	1.334.641 €
Unternehmenswert nach AWH-Standard	339.000 €

Tabelle 8: Unternehmenswerte für Fall 1

Die Anwendung von **EBIT- bzw. Umsatz-Multiplikator** ergibt einen Unternehmenswert von 764.108 € (nach EBIT) bzw. 400.993 € (nach Umsatz). Gewählt wurden die Multi-

²³³ Vgl. IDW S 1 i.d.F. 2008, Abschnitt 7.2. (Ertragswertverfahren) und Abschnitt 7.3. (DCF-Verfahren).
²³⁴ Zu den Berechnungen vgl. Anhang 1.

plikatoren dabei nach dem Magazin *Finance* aus dem Bereich „Bau und Handwerk“.²³⁵ Der gewählte Wert lag jeweils am unteren Ende der Bandbreite zum Bewertungsstichtag. Er betrug für den EBIT 3,2 und für den Umsatz 0,3. Die Tatsache, dass der Wert nach EBIT deutlich höher liegt, als jener nach Umsatz, spricht dafür, dass es sich um ein im Branchenvergleich eher ertragsstarkes Unternehmen handelt.

Nach dem **vereinfachten Ertragswertverfahren** ergibt sich für dasselbe Unternehmen ein Unternehmenswert von 1.297.135 €. Dieser Wert liegt nun deutlich höher. Dies legt auch der verwendete Kapitalisierungsfaktor nahe, der ebenfalls vergleichsweise hoch ist: Sowohl der Basiszinssatz zum Bewertungszeitpunkt (4,58 %) als auch der im BewG festgeschriebene Risikoaufschlag (4,5 %), mit dem der Ertrag abgezinst wird, sind relativ niedrig.

Nach **IDW S 1** ergibt sich ein ähnlicher Unternehmenswert von 1.334.641 €. Für diese Berechnung wurde für die Ertragsprognose aufgrund der Branchenaussicht für den Metallbau zu Beginn des Jahres 2008 von einem jährlichen Ertragswachstum von 3,5% ausgegangen. Für das erste Prognosejahr wurde außerdem ein (vorübergehender) Konjunkturreinbruch aufgrund der damaligen Krise um 20 % berücksichtigt. Zudem wurde bei der Bereinigung der Ausgangserträge eine Inhaberabhängigkeit berücksichtigt. Um den Vergleich mit dem folgenden Verfahren nach dem AWH-Standard zu gewährleisten, wurde eine Abhängigkeit in Höhe von 18,6 % des jeweiligen Jahresüberschusses gewählt. Der Zinssatz wurde über ein CAPM bestimmt. Als Marktrendite fand dabei die dreißigjährige Entwicklung von Aktienfonds mit Anlageschwerpunkt Deutschland nach dem Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) Verwendung. Der der Berechnung des Zinssatzes zugrundeliegende Betafaktor von 1,5 kann für das Handwerksunternehmen als eine um 50 % höhere Risikobelastung als der durchschnittliche organisierte Kapitalmarkt interpretiert werden. Zu berücksichtigen sind die Schwankungen, wenn der Betafaktor variiert wird: Ein dem Gesamtmarkt genau entsprechendes Risiko (Betafaktor = 1) würde für das Unternehmen einen Unternehmenswert von rund 1.650.000 € (und somit ca. 320.000 € mehr) bedeuten. Ein doppelt so hohes Risiko als der Gesamtmarkt (Betafaktor = 2) hieße einen Unternehmenswert von nur noch rund 1.120.000 € (und damit ca. 210.000 € weniger).

Nach dem **AWH-Standard** ergibt sich ein Unternehmenswert von 339.000 €. Dieser Wert liegt (dies z.T. erheblich) unter den Werten der anderen Verfahren. Hauptsächlich ist dieser niedrige Wert auf den Kapitalisierungszinssatz zurückzuführen, der mit 23 %

²³⁵ Vgl. Finance Magazin (2012c).

sowohl im Vergleich mit IDW S 1 (10,16 %) als auch im Vergleich mit dem vereinfachten Ertragswertverfahren (9,08 %) sehr hoch ist. Der verwendete Basiszinssatz betrug dabei am 31.12.2007 laut Bundesbank nur 3,12 %. Somit ist der Risikozuschlag enorm hoch. Den größten Teil davon kann die Berücksichtigung der Inhaberabhängigkeit erklären, die mit 18,6 % ebenfalls sehr groß ist. Allerdings wurde bei obiger Berechnung nach IDW S 1 ebenfalls ein (analoger) Abschlag von 18,6 % von den Vergangenheitserträgen vorgenommen.

Fall 2: Handwerksunternehmen in der Baubranche

Es wird von einem Unternehmen der Baubranche (welcher viele Handwerksunternehmen zuzurechnen sind) ausgegangen, das ebenfalls 20 Mitarbeiter hat. Das Unternehmen ist im Hochbau tätig, die anderen Spezifika entsprechen dem Ausgangsunternehmen aus Fall 1. Die Unternehmenswerte stellen sich dann wie in Tabelle 9 dar.²³⁶

Unternehmenswert mit EBIT-Multiplikator	764.108 €
Unternehmenswert mit Umsatz-Multiplikator	400.993 €
Unternehmenswert nach vereinfachtem Ertragswertverfahren	1.297.135 €
Unternehmenswert nach dem Standard IDW S 1	1.619.009 €
Unternehmenswert nach AWH-Standard	339.000 €

Tabelle 9: Unternehmenswerte für Fall 2

Bei diesem Beispiel ändert sich mit 1.619.009 € (im Vergleich zu 1.334.641 € in Fall 1) lediglich der Unternehmenswert nach IDW S 1. Er wird höher, da hier von einer anderen Branchenentwicklung ausgegangen werden muss: Die Annahme geht zwar von einem geringerem Wachstum aus (zuerst 3 % Branchenwachstum, in den beiden Folgejahren dann jeweils 2 %), allerdings wird hier nicht mit einem Konjunkturinbruch um 20 % gerechnet. Dass die beiden anderen Ertragswerte nach BewG und AWH sich nicht ändern liegt daran, dass hier die Erträge ausschließlich aufgrund der Vergangenheitszahlen geschätzt werden. Nur im IDW S 1 ist eine explizite Berücksichtigung der Zukunft und der Unternehmensumwelt (in diesem Fall: der Branche) vorgesehen.

Die beiden Multiplikatoren ändern sich nicht, deshalb bleibt hier mit dem EBIT und dem Umsatz der Unternehmenswert im Vergleich zu Fall 1 ebenfalls gleich. Dies verdeut-

²³⁶ Zu den Berechnungen vgl. Anhang 2.

licht eine zusätzliche Problematik von Multiplikatoren im Handwerk: Es existieren keine Multiplikatoren für einzelne handwerkliche Branchen. Folglich wurden im Rechenbeispiel in Fall 1 bereits die Werte für den Bereich „Bau und Handwerk“ verwendet. Diese können für fast alle Handwerksbranchen herangezogen werden. Zwischen einzelnen Gewerken lässt das Multiplikatorverfahren nur sehr schlecht Differenzierungen zu.

Fall 3: Handwerksunternehmen mit variierender Inhaberabhängigkeit

Wird das Unternehmen aus Fall 1 weiter variiert, so bietet sich eine Abschwächung oder Verstärkung der Inhaberabhängigkeit an.²³⁷ Im Extremfall kann sie für das Unternehmen weggelassen werden und von einer gänzlich losgelösten professionellen Geschäftsführung ausgegangen werden. Im anderen Extremfall kann eine sehr große Inhaberabhängigkeit angenommen werden. Tabelle 10 zeigt nun zunächst die Unternehmenswerte für einen Fall ohne Inhaberabhängigkeit.²³⁸

Unternehmenswert mit EBIT-Multiplikator	764.108 €
Unternehmenswert mit Umsatz-Multiplikator	400.993 €
Unternehmenswert nach vereinfachtem Ertragswertverfahren	1.297.135 €
Unternehmenswert nach dem Standard IDW S 1	1.593.513 €
Unternehmenswert nach AWH-Standard	839.000 €

Tabelle 10: Unternehmenswerte für Fall 3 ohne Inhaberabhängigkeit

Wie ersichtlich bleiben die Multiplikator-Unternehmenswerte abermals gleich, da eine Inhaberabhängigkeit hier unberücksichtigt bleibt. Auch der Unternehmenswert nach vereinfachtem Ertragswertverfahren ändert sich aus demselben Grund nicht. Hier bestünde lediglich die Möglichkeit, den kalkulatorischen Unternehmerlohn in Höhe von 78.000 € zu variieren (bzw. durch ein Geschäftsführergehalt zu ersetzen). Der IDW S 1 hingegen ermittelt nun einen anderen Wert. Ohne die Berücksichtigung „personenbezogener Erfolgsfaktoren“ bei der Bereinigung der Vergangenheitserträge ergibt sich nun ein Unternehmenswert von 1.593.513 €. Diese Abweichung zum Fall 1 scheint nicht außerordentlich groß zu sein. Dies liegt daran, dass die Vergangenheitserträge (nun ohne Berücksichtigung der Inhaberabhängigkeit) lediglich eine Ausgangsbasis für das weitere Vorgehen bilden, und nicht die unmittelbare Grundlage für den eigentlichen

²³⁷ Sie stellt immerhin ein wesentliches Merkmal handwerklicher Unternehmen und somit eine große Herausforderung für die Unternehmensbewertung dar. Vgl. Kap. 2.3.

²³⁸ Zu den Berechnungen vgl. Anhang 3a.

Wert. Im AWH-Verfahren lautet der Unternehmenswert für den gleichen Betrieb ohne die Berücksichtigung der Inhaberabhängigkeit 839.000 €. Dieser Wert ist mehr als das doppelte vom Unternehmenswert in Fall 1. Dies verdeutlicht die starke Berücksichtigung der Abhängigkeit vom Unternehmer selbst im AWH-Standard.

Für den Fall mit sehr großer Inhaberabhängigkeit ergeben sich die Unternehmenswerte in Tabelle 11. Für die ersten drei (unveränderten) Werte gilt dabei weiterhin oben Gesagtes (eine Nichtberücksichtigung der Inhaberabhängigkeit).²³⁹

Unternehmenswert mit EBIT-Multiplikator	764.108 €
Unternehmenswert mit Umsatz-Multiplikator	400.993 €
Unternehmenswert nach vereinfachtem Ertragswertverfahren	1.297.135 €
Unternehmenswert nach dem Standard IDW S 1	1.175.978 €
Unternehmenswert nach AWH-Standard	248.000 €

Tabelle 11: Unternehmenswerte für Fall 3 mit sehr großer Inhaberabhängigkeit

Im AWH-Standard wurde nun der maximal mögliche Wert einer Inhaberabhängigkeit von 30 % Zuschlag zum Kapitalisierungszinssatz gewählt. Dabei ergibt sich ein Wert von nur noch 248.000 €. Um die Vergleichbarkeit zu wahren, wird auch für die Ergebnisbereinigungen nach IDW S 1 ein Abschlag von 30 % für „personenbezogene Erfolgsfaktoren“ vorgenommen. Dabei ergibt sich ein ebenfalls deutlich (wenn auch nicht im selben Ausmaß) niedrigerer Wert von 1.175.978 €.

Fall 4: Handwerksunternehmen in sich verschlechterndem konjunkturellen Umfeld

Wird nun schließlich ein sich verschlechterndes konjunkturelles Umfeld angenommen, so ergeben sich auch hier wieder teilweise unterschiedliche Werte. Es wird für die nächsten drei Jahre ein Umsatzrückgang um jährlich 2,5 % betrachtet. Der Konjunktur-einbruch, der in Fall 1 für den Metallbaubetrieb vorausgesagt wurde, bleibt weiter bestehen. Die Werte zeigt Tabelle 12.²⁴⁰

²³⁹ Zu den Berechnungen vgl. Anhang 3b.

²⁴⁰ Zu den Berechnungen vgl. Anhang 4.

Unternehmenswert mit EBIT-Multiplikator	764.108 €
Unternehmenswert mit Umsatz-Multiplikator	400.993 €
Unternehmenswert nach vereinfachtem Ertragswertverfahren	1.297.135 €
Unternehmenswert nach dem Standard IDW S 1	1.150.765 €
Unternehmenswert nach AWH-Standard	274.000 €.

Tabelle 12: Unternehmenswerte für Fall 4

Der IDW S 1 errechnet nun 1.150.765 € als Unternehmenswert. Dies ist deutlich niedriger, womit deutlich wird, dass bei diesem Verfahren eine Berücksichtigung der Konjunktur explizit in der Ertragsprognose berücksichtigt wird. Im AWH-Verfahren ist dies nicht der Fall. Hier können jedoch die Risikozuschläge für „Branchenentwicklung und Konjunktur“ sowie „Standort und Wettbewerb“ mit jeweils 3 % auf einen Punkt über dem jeweiligen Maximalwert von 2 % festgelegt werden. Dies ist in begründeten Ausnahmefällen ausdrücklich so vorgesehen. Damit ergibt sich ein Kapitalisierungszinssatz von 28,5 %. Der Unternehmenswert lautet entsprechend 274.000 €.

Mit diesen illustrierenden Rechenbeispielen wird deutlich, dass das vereinfachte Ertragswertverfahren nur die Vergangenheit berücksichtigt: Es bleibt von den vorgenommenen Änderungen in den vier Fällen unberührt. Gleiches gilt für das Multiplikatorverfahren, die jedoch ohnehin nur zur Plausibilisierung und nicht zur eigentlichen Wertermittlung herangezogen werden sollten.²⁴¹ Der IDW S 1 fokussiert hingegen auf die Zukunft, die auf Basis der Vergangenheit lediglich „hergeleitet“ wird. Der AWH-Standard schließlich ermittelt die zukünftigen Erträge zwar auf Basis der Vergangenheit, aber ermöglicht die Berücksichtigung unterschiedlicher Szenarien in seiner diversifizierten Risikozinssatzermittlung.

4.2 Empirische Erkenntnisse über den AWH-Standard

Eine **Umfrage** unter 115 Betriebsberatern des Handwerks, die Unternehmensbewertungen durchführen, ergab, dass in empirischer Hinsicht der AWH-Standard als im Handwerksbereich völlig etabliert zu betrachten ist.²⁴² So antworteten 83 % der Befragten, dass sie „regelmäßig“ den AWH-Standard für Bewertungen nutzen. Dabei werden sowohl das erläuternde Handbuch als auch das Bewertungsschema in Microsoft Office

²⁴¹ Vgl. Kap. 3.4.

²⁴² Vgl. zu den folgenden Zahlen dieser Umfrage Zentralverband des Deutschen Handwerks (2008).

Excel als „gut“ beurteilt: 74 % der Betriebsberater nutzen das Handbuch zumindest „gelegentlich“. Insgesamt 83 % beurteilen die Excel-Bewertungsdatei als „gut“ oder „sehr gut“.

Ähnlich gestaltet sich auch die Frage nach den mit dem AWH-Standard gemachten *Erfahrungen*: Kein einziger der 115 Antwortenden machte „weniger gute“ oder sogar „schlechte“ Erfahrungen mit dem Bewertungsverfahren. 84 % hingegen bezeichneten die Erfahrungen als „sehr gut“. Interessant an den Antworten dieser Umfrage ist ferner die persönliche Einschätzung der Berater hinsichtlich des *Verkaufspreises* des Unternehmens: 34 % berichteten von einer guten Übereinstimmung des AWH-Unternehmenswertes mit dem Verkaufspreis, während bei über 60 % hierzu keine Aussagen möglich waren (das Unternehmen also u.U. nicht verkauft wurde). In 68 % der Fälle konnte darüber hinaus eine „hohe“ oder „sehr hohe“ Zufriedenheit des Unternehmensinhabers mit dem ermittelten Wert festgestellt werden.

Ferner konnte eine hohe *Akzeptanz* des Standards außerhalb des Handwerksbereiches festgestellt werden. Banken, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, die bei Bewertungen involviert waren, zeigten mit 71 % mehrheitlich eine hohe oder sehr hohe Akzeptanz. Lediglich bei 6 % aus dieser Gruppe konnte eine geringe bzw. schlechte Akzeptanz des AWH-Wertes festgestellt werden.

Als wichtigstes Kriterium für eine Plausibilitätsprüfung der mithilfe des AWH-Standards ermittelten Unternehmenswerte wurde bereits im konzeptionellen Teil dieser Arbeit²⁴³ die **Vorhersage eines realistischen Kaufpreises** herausgestellt. Ist diese Vorhersage gut, so bedeutet dies, dass mögliche Käufer von Handwerksunternehmen im nach AWH ermittelten Wert offenbar eine realistische Verhandlungsbasis sehen. Der Einwand, dass Preise erst aufgrund der ermittelten Werte zustande kommen, kann hierbei nur bedingt gelten. Denn offensichtlich kommt ein Unternehmenswert, der nahe an einem realisierten Preis liegt, nicht nur den subjektiven Wertvorstellungen des Verkäufers, sondern auch den Wertvorstellungen des Käufers nahe. Unternehmenswerte in der Nähe von Kaufpreisen der jeweiligen Unternehmen scheinen folglich tendenziell gute Kompromisswerte zu sein.

Bei einer **empirischen Überprüfung** dieses Sachverhalts anhand von 48 Handwerksunternehmen, die nach einer Bewertung nach dem AWH-Standard verkauft wurden, ergab sich, dass die Kaufpreise im Mittel tatsächlich überaus nahe an den errechneten

²⁴³ Vgl. Kap. 2 und 3.

Unternehmenswerten lagen. Entsprechend ergibt sich eine sehr gute Vorhersage des Kapitalisierungszinses, wie die folgende Tabelle 13 zeigt.²⁴⁴

	Unternehmenswert nach AWH	realisierter Verkaufspreis	AWH-Zins	Verkaufspreis-Zins
Arithmetischer Mittelwert	219.520 €	225.500 €	20,03%	20,31%
Standardabweichung	233.127 €	287.476 €	0,0402	0,0989
Minimum	0 €	18.000 €	13,55%	0%
Maximum	935.000 €	1.375.000 €	29,90%	59,58%

Tabelle 13: Deskriptive Statistik des Datensatzes

Aus den Zahlen dieses Datensatzes geht hervor, dass die 48 betrachteten Unternehmen einen für das Handwerk typischen Jahresumsatz von im Schnitt knapp 1,16 Mio. € aufweisen. Die Unternehmen stammen dabei vorwiegend aus Baden-Württemberg (N=16) und Bayern (N=24). Weitere Unternehmen waren in Niedersachsen (N=3), Nordrhein-Westfalen (N=3) und Mecklenburg-Vorpommern (N=2) angesiedelt. Die Verteilung auf verschiedene Gewerke war dabei sehr breit gestreut.²⁴⁵ Des Weiteren ist aus der deskriptiven Statistik ersichtlich, dass der Unternehmenswert nach AWH nur um durchschnittlich 5.980 € vom tatsächlich realisierten Verkaufspreis abweicht. Gleiches gilt für den Kapitalisierungzinssatz, der im Mittel nur um 0,28 Prozentpunkte unter dem Zinssatz liegt, der sich bei einer Verwendung des tatsächlich realisierten Verkaufspreises im AWH-Verfahren ergeben hätte.²⁴⁶

Außer deskriptiv ist es auch **ökonometrisch nachweisbar**, dass der AWH-Standard als ein gutes Prognoseverfahren für tatsächliche Verkaufspreise von Handwerksunternehmen angesehen werden kann. Es stellt sich dabei die Frage, ob bei der Bewertung in der Summe Unternehmenswerte generiert werden, die ein repräsentatives Abbild der tatsächlich erzielten Verkaufspreise darstellen. Basierend auf dem zur Verfügung

²⁴⁴ Der gesamte Datensatz findet sich in Anhang 5.

²⁴⁵ Vgl. Anhang 5.

²⁴⁶ Das Minimum des Unternehmenswertes nach AWH von 0 € erklärt sich durch einen Augenoptikerbetrieb, für den bei einem Zinssatz von 24,5 % kein positiver Ertragswert ermittelt werden konnte. Deshalb wurde der Substanzwert – in diesem Fall 60.000 € – relevant (das Minimum von 0 beim Verkaufspreis-Zins gehört zum selben Betrieb und erklärt sich aus der Berechnung, bei welcher der Unternehmenswert nach AWH verwendet wurde).

stehenden Datensatz kann diese Frage ebenfalls mit Ja beantwortet werden. Anhand eines t-Testes ist es statistisch beweisbar, dass die 48 nach dem AWH-Standard errechneten Unternehmenswerte für die gesammelten tatsächlichen Verkaufspreise repräsentativ sind. Dies bedeutet, dass der AWH-Unternehmenswert ein gutes Abbild der Realität darstellen kann. Dasselbe kann für den Kapitalisierungszinssatz gezeigt werden.²⁴⁷

Diese Ergebnisse legen für den AWH-Standard eine **sehr hohe Güte als Prognoseverfahren** nahe. Vor dem Hintergrund der Ergebnisse aus Kap. 4.1, wo aufgezeigt wurde, dass bei einer Bewertung nach AWH-Standard im Handwerkssektor generell ein niedrigerer Wert als nach anderen (Ertragswert-)verfahren ermittelt wird, sind diese Ergebnisse außerordentlich interessant. Sie deuten nicht nur auf eine relativ gute Preisermittlung durch den AWH-Standard, sondern sie sprechen auch dafür, dass sowohl das vereinfachte Ertragswertverfahren als der IDW S 1 dazu tendieren, den Wert von Unternehmen des Handwerks zu überschätzen. Selbst Multiplikatoren können – je nach Anwendung – noch etwas realistischere Einschätzungen für eine Wertplausibilisierung geben.

Im Rahmen des dieser Arbeit zugrundeliegenden Forschungsprojektes wurde im Sommer 2011 ein **Workshop** mit 12 Teilnehmern – die meisten Betriebsberater der Handwerkskammern – durchgeführt, der sich verschiedenen Problemen bei der Wertermittlung sowie allfälligen *Verbesserungsvorschlägen für den Standard* widmete. Fünf Teilnehmer waren dabei selbst Mitglieder der AWH und somit an der Entwicklung des Standards beteiligt. Einige wesentliche Ergebnisse sollen im Folgenden kurz aufgezeigt werden.

Als wichtiges Plus des AWH-Standards wird seine *Transparenz* sowie die – nach derzeitigem Wissensstand – relativ große Nähe des AWH-Wertes zum tatsächlichen Verkaufswert eines Unternehmens gesehen.²⁴⁸ Dennoch besteht ein Potential zur Verbesserung des Standards. Im Rahmen allfälliger Verbesserungen sollten jedoch nicht zu viele feste Schemata aufgestellt werden. Schließlich, so die Meinung der Praktiker, soll das Verfahren grundsätzlich auch Spezialfälle abbilden können und dem Bewerter den dafür nötigen Freiraum belassen.

²⁴⁷ Vgl. Anhang 2.

²⁴⁸ Vgl. die Daten der oben vorgestellten Erhebung.

Als geeigneter *Vergleichsmaßstab* für den AWH-Standard wird dabei das vereinfachte Ertragswertverfahren aufgefasst, an dem man sich hinsichtlich Veränderungen bzw. Verbesserungen orientieren sollte. Eine Standardisierung ist dabei grundsätzlich wünschenswert, da dies einer Forderung der Literatur entgegentäme. Allerdings ist keine Fundierung aller Fragen und möglichen Angriffspunkte durchführbar, zumal die Gefahr besteht, dass der Aufwand unverhältnismäßig hoch werden könnte.

Möglichkeiten für Verbesserungen bieten sich nach Ansicht der Workshopteilnehmer bei mehreren Punkten. Diese werden im Folgenden kurz skizziert.

Auch wenn der AWH-Standard im Rahmen der *Ertragsprognose* praktikable Lösungen bietet, bestehen hierbei zwei wesentliche Problembereiche: Erstens das Erkennen und die Berücksichtigung von Trends und zweitens die Wahl der Gewichtungsfaktoren. Hier bieten sich Ansätze für mögliche Verbesserungen, v.a. im Rahmen einer besseren Fundierung der gewählten Gewichtung. In diesem Zusammenhang sollte über eine verstärkte Berücksichtigung von BWAs nachgedacht werden sowie die Möglichkeit erörtert werden, eine tiefgreifende Bilanzanalyse im zu institutionalisieren und in den AWH-Standard zu integrieren.

Die *Höhe des Zinssatzes* ist ein weiteres Feld, wo bessere Lösungen gesucht werden können. Entsprechend der Literaturmeinung, dass eine Gesamthöhe des Zinssatzes von 20%-25% realistisch sei, entsteht auch in der Bewertungspraxis des AWH ein Zinssatz in dieser Größenordnung.²⁴⁹ Jedoch besteht bei der Zinssatzwahl das Problem, dass theoretisch bis zu max. 50% Gesamtverzinsung vor Steuern möglich wären. Es stellt sich die Frage, ob dies nicht doch tendenziell zu einer Unterbewertung führen könnte. Demgegenüber ist festzuhalten, dass die ermittelten Werte laut Beispielfällen relativ genau dem tatsächlichen Verkaufspreis entsprechen.

Die *Aufteilung des Zinssatzes* in einzelne Komponenten bietet ebenfalls ein Verbesserungspotential. Die Risiken zuerst aufzuteilen und dann wieder zu addieren könnte als falsches Vorgehen angesehen werden. Dem ist zu entgegnen, dass diese Aufteilung für den Bewerter ein griffiges Vorgehen darstellt und gleichzeitig die Möglichkeit bietet, die Komponenten einzeln zu analysieren. Darüber hinaus kann sie auch als Argumentationshilfe gegenüber den Unternehmen hinsichtlich der Nachvollziehbarkeit der Bewertungsergebnisse dienen.

²⁴⁹ Die oben vorgestellten Zahlen der empirischen Überprüfung bestätigen diese Aussage.

Analog zum Rating könnte eine Systematik zur Begründung der Höhe der jeweiligen *Zinssatzkomponente* (zwischen 0% und 3%) erstellt werden. Eine Orientierung könnte dabei bspw. an Scoring-Modellen erfolgen. Dabei würden verschiedene Stufen mit unterschiedlichen Begründungen gerechtfertigt und über eine mathematische Umrechnung die Zinswerte festgelegt. Eine Rechtfertigung könnte v.a. über eine empirische Argumentation erfolgen, eine verbale Verankerung der Skala wäre in diesem Fall von Vorteil. Davon unbesehen bliebe die Möglichkeit (und Notwendigkeit), Abweichungen über diese Bandbreite hinaus vorzunehmen, wobei eine gesonderte verbale Begründung erfolgen muss.

Bei der Feststellung des *Ausmaßes der Inhaberabhängigkeit* gibt es ebenfalls Verbesserungspotential. Zwar bietet der Fragenkatalog Anhaltspunkte für die Berücksichtigung aller wichtigen Punkte. Allerdings ist eine bessere Begründung und – wenn möglich – theoretische Fundierung der Fragen nötig. Dies könnte durch Unterfragen geschehen oder – analog einem Scoring-Modell – durch die Hinterlegung einzelner Fragen mit Inhaltspunkten. Zusätzlich könnten in diesem Zusammenhang weitere Aspekte eine Rolle spielen und im AWH-Standard berücksichtigt werden (z.B. die Ausbildungsintensität, die Personalführungskompetenz oder das soziale Know-how des Inhabers). Dabei wird anerkannt, wenn Branchenkenner (und als solche können Betriebsberater gelten) verbal eine bestimmte Wahl begründen.

Die große Bandbreite von 20-50 % bei der Ermittlung des Aufschlages für den *kalkulatorischen Unternehmerlohn* könnte als problematisch gesehen werden. Der Aufschlag im Rahmen der AWH-Bewertung könnte deshalb bspw. mithilfe von Vergleichswerten besser fundiert werden. Darüber hinaus erscheint auch eine umfassende Rechtfertigung des Zuschlags im AWH über die mehr aufgewendete Arbeitszeit des Inhabers im Vergleich zu einem angestellten Geschäftsführer als sinnvoll.

Mit diesen empirische Erkenntnissen – der eingangs zitierten Umfrage, der Erhebung der Preise sowie der Diskussion im eben skizzierten Workshop – zeigt sich, dass im Vergleich zu den konzeptionellen Erörterungen in den Kapiteln 2 und 3 offensichtlich ähnliche Kritikpunkte in der Praxis gesehen werden, für die aber praktikable Lösungsmöglichkeiten existieren. Ebenso werden ähnliche Vorteile – allen voran die Nähe zu realisierten Verkaufspreisen – festgestellt.

5 Eignung des AWH-Standards für die Unternehmensbewertung von Handwerksbetrieben

Wie gezeigt wurde, stellt der AWH-Standard ein Bewertungsverfahren dar, nach dem Handwerksunternehmen auf der Basis ihrer zukünftigen Erfolge bewertet werden. Diese werden auf Basis der Vergangenheitsdaten ermittelt und mit einem Zinssatz abgezinst, der sich aus vielen einzelnen Komponenten zusammensetzt. Dies stellt eine Anpassung an die Praxisgegebenheiten im Handwerkssektor dar, die von vielen spezifischen Herausforderungen geprägt sind. Als deren drei vermutlich wichtigste wurden die Inhaberabhängigkeit, die geringe Betriebsgröße sowie fehlende Daten und fehlende Planungen in den Betrieben herausgearbeitet. Als typisches Praktiker-Verfahren versucht der AWH-Standard, diese Herausforderungen in vielfältiger Weise zu bewältigen.

Den aufgestellten Kriterien, die für eine Beurteilung eines Unternehmensbewertungsverfahrens aus Handwerkssicht zentral sind, (wie v.a. die Nachvollziehbarkeit, die Praktikabilität und die realistische Kaufpreisermittlung) wird der AWH-Standard dabei fast in mustergültiger Weise gerecht. Dies ist ein wichtiges Ergebnis, wenn auch einschränkend hinzugefügt werden muss, dass der Standard eben mit Blick auf die Besonderheiten der Bewertung im Handwerk geschaffen wurde.

Trotz der fehlenden umfassenden theoretischen Fundierung entspricht der Standard gängigen Verfahrensweisen in der Unternehmensbewertung. Insbesondere zum Vorgehen des IDW S 1 lässt sich an vielen Stellen eine Parallele ziehen. Da letzterer aber vorrangig größere Unternehmen im Blick hat, ergeben sich Unterschiede bei den beiden Verfahren. Dies wird gerade im Hinblick auf die Zinsermittlung deutlich. Das vom IDW S 1 bevorzugte CAPM ist im Handwerk unbrauchbar, weswegen im AWH-Standard folgerichtig eine heuristische Vorgehensweise gewählt wurde.

Seine dargestellte hohe Akzeptanz in der Praxis gründet der AWH-Standard v.a. auf den Umstand, dass die ermittelten Werte für den Hauptanlass einer Unternehmensbewertung im Handwerk – dem Verkauf des Betriebes – offensichtlich sehr realistische Werte ergeben. Die Nähe der Unternehmenswerte nach AWH zu realisierten Kaufpreisen der Handwerksbetriebe zeigt, dass die Wertermittlung zu von verschiedenen Parteien akzeptierten Ergebnissen führt.

Somit kann abschließend von einer guten Eignung des AWH-Standards zur Unternehmensbewertung für Betriebe des Handwerks ausgegangen werden. Es stellt sich jedoch die Frage, inwiefern der Standard bzw. die Verfahrensweise auch für andere Unternehmen außerhalb des Handwerkssektors sinnvoll sein kann.

Die Ergebnisse dieser Studie gehen explizit auf die Anwendung des AWH-Standards auf Handwerksbetriebe ein, die zuvor ausführlich charakterisiert und in Hinblick auf eine Unternehmensbewertung untersucht wurden. Für eine Anwendung des Verfahrens auf Unternehmen außerhalb des Handwerkssektors ist folglich von besonderer Bedeutung, dass diese den beschriebenen Herausforderungen zumindest teilweise entsprechen. Nur wenn dies der Fall ist, können auch hier sinnvolle Werte bestimmt werden. Bei diesen Spezifika ist insbesondere an die Inhaberabhängigkeit, die fehlenden Planungsdaten und die Dominanz der Preisermittlung zu denken. Dies alles ist bspw. für Freiberufler oder (kleinere) Dienstleistungsunternehmen außerhalb des Handwerks denkbar.

Somit stellt abschließend betrachtet der AWH-Standard ein besonders zielgruppengerechtes und zugleich akzeptiertes Verfahren dar, das mit seinem Fokus auf den Ertragswert grundsätzlich dem Stand der Forschung entspricht. Seine hohe Praktikabilität und Flexibilität lassen es als jenes Unternehmensbewertungsverfahren erscheinen, das derzeit am besten den Bedingungen bei der Bewertung von Handwerksbetrieben gerecht wird.

Anhang

Anhang 1: Berechnungen für Fall 1

Unternehmenswert nach Multiplikatoren

Multiplikatorverfahren									
Auswahl des Multiplikators:									
Finance Magazin "Bau+Handwerk": 0,3									
Umsatzkostenverfahren									
Umsatz		2007	2006	2005	2004		Mittelwert	Umsatz-Mult.	
		1.523.744,45 €	1.521.834,48 €	1.127.891,07 €	1.173.111,80 €		1.336.645,45 €	0,3	
Unternehmenswert (nach Umsatz)		400.993,64 €							
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit		243.113,09 €	311.875,81 €	142.924,83 €	93.925,43 €				
zzgl. Zinsaufwand		3.389,28 €	5.624,49 €	9.468,65 €	13.459,42 €				
abzgl. Zinsertrag		33,90 €	10,91 €	0,00 €	0,00 €				
EBIT		246.468,47 €	317.489,39 €	152.393,48 €	238.783,78 €		Mittelwert 238.783,78 €	EBIT-Mult. 3,2	
Unternehmenswert (nach EBIT)		764.108,10 €							

Unternehmenswert nach vereinfachtem Ertragswertverfahren

Vereinfachtes Ertragswertverfahren							Zuschlag	Kap.faktor
Position / Jahr	2007	2006	2005	Basiszins (2008)				
Jahresüberschuss	212.381,35 €	268.523,22 €	126.639,59 €	0,0458			0,045	11,01321586
abzgl. Unternehmerlohn	-78.000,00 €	-78.000,00 €	-78.000,00 €				(§ 203 Abs. 1 BewG)	
zzgl. Steueraufwand	31.917,24 €	43.352,59 €	16.285,24 €					
Drehmaschine Triumph 2500		5.229,00 €						
Grit Nagelschleifmaschine		421,00 €						
Höhenmessgerät Alta Premium	2.059,00 €				In den letzten			
Bearbeitungszentrum NCT Reber	41.532,00 €				zwei Jahren			
Bohrwerk Karlshofer	340,00 €				erworbenes			
Werkzeug Nagel	374,00 €				produktives			
CNC Drehmaschine	16.065,00 €				Vermögen, zum			
Mercedes Transporter		9.121,00 €			Ergebnis zu			
PKW Mercedes Benz	26.806,00 €				addieren			
= Betriebsergebnis vor pauschalierter Steuer	166.298,59 €	233.875,81 €	64.924,83 €					
- 30% pauschalierte Steuer	49.889,58 €	70.162,74 €	19.477,45 €					
= Betriebsergebnis	116.409,01 €	163.713,07 €	45.447,38 €					
Unternehmenswert	1.297.135,92 €							

Unternehmenswert nach IDW S 1

IDW S 1							Mittelwert
Jahresüberschuss		2007	2006	2005	2004		172.903,25 €
abzgl. Erträge aus nicht betriebsnotwendigem Vermögen		212.381,35 €	268.523,22 €	126.639,59 €	84.068,82 €		
Bereinigung für periodengerechten Erfolgsausweis		-1.168,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €		
Bereinigung für Bilanzierungswahlrechte							
Bereinigung für personenbez. Erfolgsfakt. (18,6%, vgl. AWH)		-39.502,93 €	-49.945,32 €	-23.554,96 €	-15.636,80 €		
Erfassung von Folgeänderungen							
Bereinigte Vergangenheitserfolge		171.710,42 €	218.577,90 €	103.084,63 €	68.432,02 €		
Steueraufwand/Steuerertrag (hinzu, weil nicht tax-CAPMI)		31.917,24 €	43.352,59 €	16.285,24 €	9.856,61 €		
Vergangenheitserfolge vor Steuern		203.627,66 €	261.930,49 €	119.369,87 €	78.288,63 €		165.804,16 €
Ertragsprognose							
Phase 1		2008	2009	2010			
Geschäftslage gleich, Wachstumsannahme: 3,5%		171.607,31 €	177.613,56 €	183.830,04 €			1,035
Progn. inkl. Abschlag für Konjunktüreinbruch 2008: -20%		137.285,85 €	142.090,85 €	147.064,03 €			0,2
Phase 2		2011+					
Fortgeschriebener Wert von 2010		147.064,03 €					
Zinssatz							
Risikoloser Basiszinssatz der Bundesbank							0,0458
Risikozuschlag:							
Rendite für deutsche Aktienfonds (30 Jahre) nach BVI: 8,3%							0,083
Daraus folgt: Allgemeines Marktrisiko							0,0372
β-Faktor (Annahme: Risiko um 50% höher als Markt)							1,5
Daraus folgt: Risikoprämie							0,0558
Eigenkapitalkostensatz							0,1016
Unternehmenswert:		1.334.641,71 €					

Unternehmenswert nach AWH-Standard

Rechtsform	Einzelunternehmen
Handwerk Dreh- und Frässtelle, CNC-Bearbeitung, mechanische Fertigung	
Standort	Gewerbegebiet
Bundesland	Baden-Württemberg
Betriebsergebnis ohne a.o.Aufwand und Ertrag	220.029
Kalkulatorischer Unternehmerlohn	78.000
Mitarbeiter	20
Betriebsleistung	1.412.348
Ertragswert	339.000
Substanzwert (nur Einzelunternehmen)	247.000
Share-Deal Wert (UW>SW)	339.000
Share-Deal Wert (UW<SW)	0
Bewertungsjahr	19.04.10
Basiszinssatz (Umlaufrendite)	3,1%
Immobilitätszuschlag	1,0%
Kundenabhängigkeit	2,5%
Produkt- und Leistungsangebot	0,5%
Branchenentwicklung und Konjunktur	1,5%
Standort und Wettbewerb	1,0%
Betriebsausstattung	1,0%
Beschäftigtenstruktur	1,0%
Personenabhängigkeit	1,0%
Sonstige oder betriebsspezifische Risiken	0,0%
Inhaberabhängigkeit	18,6%
Kapitalisierungszinssatz brutto	31,2%
Anrechnung der pauschalen Einkommensteuer	8,2%
Kapitalisierungszinssatz netto	23,0%

Anhang 2: Berechnungen für Fall 2

Unternehmenswert nach IDW S 1 (für alle anderen Verfahren vgl. Anhang 1)

IDW S 1							Mittelwert
	2007	2006	2005	2004			
Jahresüberschuss	212.381,35 €	268.523,22 €	126.639,59 €	84.068,82 €		172.903,25 €	
abzgl. Erträge aus nicht betriebsnotwendigem Vermögen	-1.168,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €			
Bereinigung für periodengerechten Erfolgsausweis							
Bereinigung für Bilanzierungswahlrechte							
Bereinigung für personenbez. Erfolgsfakt. (18,6%, vgl. AWH)	-39.502,93 €	-49.945,32 €	-23.554,96 €	-15.636,80 €			
Erfassung von Folgeänderungen							
Bereinigte Vergangenserfolge	171.710,42 €	218.577,90 €	103.084,63 €	68.432,02 €			
Steueraufwand/Steuerertrag (hinzu, weil nicht tax-CAPMI!)	31.917,24 €	43.352,59 €	16.285,24 €	9.856,61 €			
Vergangenheitsfolge vor Steuern	203.627,66 €	261.930,49 €	119.369,87 €	78.288,63 €		165.804,16 €	
Ertragsprognose							
Phase 1	2008	2009	2010				
Geschäftslage leicht schwächer (Wachstumsannahmen: zunächst 3, dann 2 und wieder 2 %)	170.778,29 €	174.193,85 €	177.677,73 €			1,03	
	170.778,29 €	174.193,85 €	177.677,73 €			0	
Phase 2	2011+						
Fortgeschriebener Wert von 2010	177.677,73 €						
Zinssatz							
Risikoloser Basiszinssatz der Bundesbank						0,0458	
Risikozuschlag:							
Rendite für deutsche Aktienfonds (30 Jahre) nach BVI: 8,3%						0,083	
Daraus folgt: Allgemeines Marktrisiko						0,0372	
β-Faktor (Annahme: Risiko um 50% höher als Markt)						1,5	
Daraus folgt: Risikoprämie						0,0558	
Eigenkapitalkostensatz						0,1016	
Unternehmenswert:	1.619.009,79 €						

Anhang 3a: Berechnungen für Fall 3 ohne Inhaberabhängigkeit

Unternehmenswert nach IDW S 1 (für Multiplikatoren und vereinfachtes Ertragswertverfahren vgl. Anhang 1)

IDW S 1							Mittelwert
	2007	2006	2005	2004			
Jahresüberschuss	212.381,35 €	268.523,22 €	126.639,59 €	84.068,82 €			172.903,25 €
abzgl. Erträge aus nicht betriebsnotwendigem Vermögen	-1.168,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €			
Bereinigung für periodengerechten Erfolgsausweis							
Bereinigung für Bilanzierungswahlrechte							
Bereinigung für personenbez. Erfolgsfakt. (18,6%, vgl. AWH)							
Erfassung von Folgeänderungen							
Bereinigte Vergangenerfolgserfolge	211.213,35 €	268.523,22 €	126.639,59 €	84.068,82 €			
Steueraufwand/Steuerertrag (hinz. weil nicht tax-CAPMI)	31.917,24 €	43.352,59 €	16.285,24 €	9.856,61 €			
Vergangenerfolgserfolge vor Steuern	243.130,59 €	311.875,81 €	142.924,83 €	93.925,43 €			197.964,17 €
Ertragsprognose							
Phase 1	2008	2009	2010				
Geschäftslage gleich, Wachstumsannahme: 3,5%	204.892,91 €	212.064,16 €	219.486,41 €				1,035
Progn. inkl. Abschl. für Konjunktüreinbruch 2008: -20%	163.914,33 €	169.651,33 €	175.589,13 €				0,2
Phase 2	2011+						
Fortgeschriebener Wert von 2010	175.589,13 €						
Zinssatz							
Risikoloser Basiszinssatz der Bundesbank							0,0458
Risikozuschlag:							
Rendite für deutsche Aktienfonds (30 Jahre) nach BVI: 8,3%							0,083
Daraus folgt: Allgemeines Marktrisiko							0,0372
β-Faktor (Annahme: Risiko um 50% höher als Markt)							1,5
Daraus folgt: Risikoprämie							0,0558
Eigenkapitalkostensatz							0,1016
Unternehmenswert:	1.593.513,88 €						

Unternehmenswert nach AWH-Standard

Rechtsform	Einzelunternehmen
Handwerk Dreh- und Frässtelle, CNC-Bearbeitung, mechanische Fertigung	
Standort	Gewerbegebiet
Bundesland	Baden-Württemberg
Betriebsergebnis ohne a.o.Aufwand und Ertrag	220.029
Kalkulatorischer Unternehmerlohn	78.000
Mitarbeiter	20
Betriebsleistung	1.412.348
Ertragswert	839.000
Substanzwert (nur Einzelunternehmen)	247.000
Share-Deal Wert (UW>SW)	839.000
Share-Deal Wert (UW<SW)	0
Bewertungsjahr	19.04.10
Basiszinssatz (Umlaufrendite)	3,1%
Immobilitätszuschlag	1,0%
Kundenabhängigkeit	2,5%
Produkt- und Leistungsangebot	0,5%
Branchenentwicklung und Konjunktur	1,5%
Standort und Wettbewerb	1,0%
Betriebsausstattung	1,0%
Beschäftigtenstruktur	1,0%
Personenabhängigkeit	1,0%
Sonstige oder betriebsspezifische Risiken	0,0%
Inhaberabhängigkeit	0,0%
Kapitalisierungszinssatz brutto	12,6%
Anrechnung der pauschalen Einkommensteuer	3,3%
Kapitalisierungszinssatz netto	9,3%

Anhang 3b: Berechnungen für Fall 3 mit sehr großer Inhaberabhängigkeit

Unternehmenswert nach IDW S 1 (für Multiplikatoren und vereinfachtes Ertragswertverfahren vgl. Anhang 1)

IDW S 1						
	2007	2006	2005	2004	Mittelwert	
Jahresüberschuss	212.381,35 €	268.523,22 €	126.639,59 €	84.068,82 €	172.903,25 €	
abzgl. Erträge aus nicht betriebsnotwendigem Vermögen	-1.168,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €		
Bereinigung für periodengerechten Erfolgsausweis						
Bereinigung für Bilanzierungswahlrechte						
Bereinigung für personenbez. Erfolgsfakt. (18,6%, vgl. AWH)	-63.714,41 €	-80.556,97 €	-37.991,88 €	-25.220,65 €		
Erfassung von Folgeänderungen						
Bereinigte Vergangenheitserfolge	147.498,95 €	187.966,25 €	88.647,71 €	58.848,17 €		
Steueraufwand/Steuerertrag (hinzu, weil nicht tax-CAPM!)	31.917,24 €	43.352,59 €	16.285,24 €	9.856,61 €		
Vergangenheitserfolge vor Steuern	179.416,19 €	231.318,84 €	104.932,95 €	68.704,78 €	146.093,19 €	
Ertragsprognose						
Phase 1	2008	2009	2010			
Geschäftslage gleich, Wachstumsannahme: 3,5%	151.206,45 €	156.498,68 €	161.976,13 €		1,035	
Progn. inkl. Abschlagn für Konjunkturreinbruch 2008: -20%	120.965,16 €	125.198,94 €	129.580,91 €		0,2	
Phase 2	2011+					
Fortgeschriebener Wert von 2010	129.580,91 €					
Zinssatz						
Risikoloser Basiszinssatz der Bundesbank					0,0458	
Risikozuschlag:						
Rendite für deutsche Aktienfonds (30 Jahre) nach BVI: 8,3%					0,083	
Daraus folgt: Allgemeines Marktrisiko					0,0372	
β-Faktor (Annahme: Risiko um 50% höher als Markt)					1,5	
Daraus folgt: Risikoprämie					0,0558	
Eigenkapitalkostensatz					0,1016	
Unternehmenswert:	1.175.978,13 €					

Unternehmenswert nach AWH-Standard

Rechtsform	Einzelunternehmen
Handwerk Dreh- und Frässtelle, CNC-Bearbeitung, mechanische Fertigung	
Standort	Gewerbegebiet
Bundesland	Baden-Württemberg
Betriebsergebnis ohne a.o.Aufwand und Ertrag	220.029
Kalkulatorischer Unternehmerlohn	78.000
Mitarbeiter	20
Betriebsleistung	1.412.348
Ertragswert	248.000
Substanzwert (nur Einzelunternehmen)	247.000
Share-Deal Wert (UW>SW)	248.000
Share-Deal Wert (UW<SW)	0
Bewertungsjahr	19.04.10
Basiszinssatz (Umlaufrendite)	3,1%
Immobilitätszuschlag	1,0%
Kundenabhängigkeit	2,5%
Produkt- und Leistungsangebot	0,5%
Branchenentwicklung und Konjunktur	1,5%
Standort und Wettbewerb	1,0%
Betriebsausstattung	1,0%
Beschäftigtenstruktur	1,0%
Personenabhängigkeit	1,0%
Sonstige oder betriebsspezifische Risiken	0,0%
Inhaberabhängigkeit	30,0%
Kapitalisierungszinssatz brutto	42,6%
Anrechnung der pauschalen Einkommensteuer	11,2%
Kapitalisierungszinssatz netto	31,4%

Anhang 4: Berechnungen für Fall 4

Unternehmenswert nach IDW S 1 (für Multiplikatoren und vereinfachtes Ertragswertverfahren vgl. Anhang 1)

IDW S 1							Mittelwert
	2007	2006	2005	2004			
Jahresüberschuss	212.381,35 €	268.523,22 €	126.639,59 €	84.068,82 €			172.903,25 €
abzgl. Erträge aus nicht betriebsnotwendigem Vermögen	-1.168,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €			
Bereinigung für periodengerechten Erfolgsausweis							
Bereinigung für Bilanzierungswahlrechte							
Bereinigung für personenbez. Erfolgsfakt. (18,6%, vgl. AWH)	-39.502,93 €	-49.945,32 €	-23.554,96 €	-15.636,80 €			
Erfassung von Folgeänderungen							
Bereinigte Vergangenheitserfolge	171.710,42 €	218.577,90 €	103.084,63 €	68.432,02 €			
Steueraufwand/Steuerertrag (hinzu, weil nicht tax-CAPM!)	31.917,24 €	43.352,59 €	16.285,24 €	9.856,61 €			
Vergangenheitserfolge vor Steuern	203.627,66 €	261.930,49 €	119.369,87 €	78.288,63 €			165.804,16 €
Ertragsprognose							
Phase 1	2008	2009	2010				
Geschäftslage gleich, Wachstumsannahme: -2%	162.488,08 €	159.238,32 €	156.053,55 €				0,98
Progn. inkl. Abschlag für Konjunkturreinbruch 2008: -20%	129.990,46 €	127.390,65 €	124.842,84 €				0,2
Phase 2	2011+						
Fortgeschriebener Wert von 2010	124.842,84 €						
Zinssatz							
Risikoloser Basiszinssatz der Bundesbank							0,0458
Risikozuschlag:							
Rendite für deutsche Aktienfonds (30 Jahre) nach BVI: 8,3%							0,083
Daraus folgt: Allgemeines Marktrisiko							0,0372
β-Faktor (Annahme: Risiko um 50% höher als Markt)							1,5
Daraus folgt: Risikoprämie							0,0558
Eigenkapitalkostensatz							0,1016
Unternehmenswert:	1.150.765,46 €						

Unternehmenswert nach AWH-Standard

Rechtsform	Einzelunternehmen
Handwerk Dreh- und Frässtelle, CNC-Bearbeitung, mechanische Fertigung	
Standort	Gewerbegebiet
Bundesland	Baden-Württemberg
Betriebsergebnis ohne a.o.Aufwand und Ertrag	220.029
Kalkulatorischer Unternehmerlohn	78.000
Mitarbeiter	20
Betriebsleistung	1.412.348
Ertragswert	305.000
Substanzwert (nur Einzelunternehmen)	247.000
Share-Deal Wert (UW>SW)	305.000
Share-Deal Wert (UW<SW)	0
Bewertungsjahr	19.04.10
Basiszinssatz (Umlaufrendite)	3,1%
Immobilitätszuschlag	1,0%
Kundenabhängigkeit	2,5%
Produkt- und Leistungsangebot	0,5%
Branchenentwicklung und Konjunktur	3,0%
Standort und Wettbewerb	3,0%
Betriebsausstattung	1,0%
Beschäftigtenstruktur	1,0%
Personenabhängigkeit	1,0%
Sonstige oder betriebsspezifische Risiken	0,0%
Inhaberabhängigkeit	18,6%
Kapitalisierungszinssatz brutto	34,7%
Anrechnung der pauschalen Einkommensteuer	9,2%
Kapitalisierungszinssatz netto	25,6%

Anhang 5: Datensatz zu tatsächlich verkauften Unternehmen

Vollständiger Datensatz der empirischen Erhebung zur Repräsentativität des durch den AWH-Standard berechneten Unternehmenswertes

Bundesland	Branche	Jahresumsatz/Betriebsleistung	Ertragswert AWH	Kapitalisierungszins	Verkaufspreis	"tatsächlicher" Zins
Baden-Württemberg	Elektro / Vertrieb Kabel-BW	505.790 €	22.000 €	16,93%	50.000 €	7,45%
Baden-Württemberg	Heizungsbau	1.052.491 €	391.000 €	20,00%	250.000 €	31,28%
Baden-Württemberg	Maler	188.313 €	1.000 €	19,90%	30.000 €	0,66%
Baden-Württemberg	Elektrotechnik	502.639 €	73.000 €	21,35%	70.000 €	22,27%
Baden-Württemberg	Metallbau	740.000 €	404.000 €	27,00%	400.000 €	27,27%
Baden-Württemberg	Dachdecker	1.591.222 €	189.000 €	20,98%	300.000 €	13,21%
Baden-Württemberg	Werkzeugbau	1.450.000 €	571.000 €	17,60%	500.000 €	20,10%
Baden-Württemberg	Elektro	1.100.000 €	222.000 €	18,40%	220.000 €	18,57%
Baden-Württemberg	Schreinerei	375.000 €	39.000 €	21,90%	30.000 €	28,47%
Baden-Württemberg	Hochbau	500.000 €	91.000 €	20,90%	90.000 €	21,13%
Baden-Württemberg	Heizung-Sanitär	9.350.000 €	785.000 €	25,00%	785.000 €	25,00%
Baden-Württemberg	Schreinerei	1.050.000 €	144.000 €	20,00%	140.000 €	20,57%
Baden-Württemberg	Optiker	350.000 €	92.000 €	17,90%	90.000 €	18,30%
Baden-Württemberg		1.050.000 €	391.000 €	20,15%	250.000 €	31,51%
Baden-Württemberg	Maler	190.000 €	22.000 €	19,88%	30.000 €	14,58%
Baden-Württemberg	SHK	900.000 €	230.000 €	16,00%	125.000 €	29,44%
Bayern	Heizung Sanitär	2.500.000 €	197.000 €	29,90%	200.000 €	29,45%
Bayern	Optiker	248.000 €	107.000 €	23,20%	110.000 €	22,57%
Bayern	Zahntechniker		184.000 €	18,10%	220.000 €	15,14%
Bayern	Gerüstbauer		250.000 €	15,50%	200.000 €	19,38%
Bayern	Maler		27.000 €	16,10%	30.000 €	14,49%
Bayern	SHK		147.000 €	20,40%	150.000 €	19,99%
Bayern	Orthopädietechnik		250.000 €	18,40%	200.000 €	23,00%
Bayern	Hochbau/Straßenb.		505.000 €	16,40%	400.000 €	20,71%
Bayern	SHK	2.450.000 €	197.000 €	29,90%	200.000 €	29,45%
Bayern	SHK	650.000 €	110.000 €	17,50%	100.000 €	19,25%
Bayern	Dachdecker	3.060.000 €	692.000 €	18,10%	600.000 €	20,88%
Bayern	Kältetechnik	1.650.000 €	935.000 €	24,30%	1.375.000 €	16,52%
Bayern	Bäcker	280.000 €	49.000 €	17,80%	50.000 €	17,44%
Bayern	SHK (Sanitär und Heizung)	654.807 €	110.000 €	17,50%	100.000 €	19,25%
Bayern	Fiesenlegebetrieb	349.288 €	15.000 €	25,37%	35.000 €	10,87%
Bayern	Elektro Handwerk und Handel	673.986 €	136.000 €	17,52%	40.000 €	59,58%
Bayern	Werkstattvermietung, Anhängerverleih, Kfz, Handel	3.433.115 €	39.000 €	18,56%	110.000 €	6,58%
Bayern	Kälte- und Klimatechnik, Wärmepumpen	1.649.613 €	935.000 €	24,32%	1.375.000 €	16,54%
Bayern	Elektroinst., Kundendienst Hausgeräte, Wartung für Industrie	425.096 €	73.000 €	18,89%	150.000 €	9,19%
Bayern	Backwarenprodukte	991.661 €	302.000 €	15,20%	270.000 €	17,00%
Bayern	Dentallabor	313.922 €	77.000 €	15,40%	60.000 €	19,77%
Bayern	Kfz Betrieb + Fahrzeuglackierung	745.922 €	71.000 €	29,40%	230.000 €	9,08%
Bayern	Augenoptik	188.498 €	0 €	24,50%	100.000 €	0,00%
Bayern	Heizung Sanitär	650.000 €	110.000 €	17,50%	100.000 €	19,25%
Mecklenburg-Vorpommern	Kabelleitungstiefbau/Tiefbau	1.278.111 €	174.000 €	25,00%	100.000 €	43,50%
Mecklenburg-Vorpommern	Heizungsbau	679.081 €	28.000 €	13,55%	25.000 €	15,18%
Niedersachsen	Friseur	166.000 €	60.000 €	18,20%	50.000 €	21,84%
Niedersachsen	Dachdecker	882.000 €	263.000 €	15,00%	200.000 €	19,73%
Niedersachsen	Maurer	1.489.000 €	390.000 €	18,90%	250.000 €	29,48%
Nordrhein-Westfalen	Straßenbau	1.600.000 €	139.000 €	20,70%	116.000 €	24,80%
Nordrhein-Westfalen	Orthopädietechnik	550.000 €	280.000 €	15,00%	300.000 €	14,00%
Nordrhein-Westfalen	Glaser	265.000 €	18.000 €	21,20%	18.000 €	21,20%
		1.159.964 €	219.521 €	20,03%	225.500 €	20,31%

Literaturverzeichnis

- Alvano, Wolfgang (1988): Unternehmensbewertung auf der Grundlage der Unternehmensplanung, Köln 1988.
- Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk (2011): Handbuch – Unternehmensbewertung im Handwerk, Version 4.2, Stand: 08.12.2011.
- Baetge, Jörg/Niemeyer, Kai/Kümmel, Jens (2005): Bewertungsverfahren – Teil B: Darstellung der Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel, in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, hrsg. v. Volker H. Peemöller, 3. Aufl., Herne, Berlin 2005, S. 265-362.
- Ballwieser, Wolfgang (2002): Der Kalkulationszinsfuß in der Unternehmensbewertung: Komponenten und Ermittlungsprobleme, in: WPg, (55) 2002, S. 736-743.
- Ballwieser (2007): Unternehmensbewertung, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, hrsg. v. Richard Köhler, Hans-Ulrich Küpper und Andreas Pfingsten, 6. Aufl., Stuttgart 2007, Sp. 1781-1789.
- Ballwieser, Wolfgang (2011): Unternehmensbewertung – Prozeß, Methoden und Probleme, 3. Aufl., Stuttgart 2011.
- Ballwieser, Wolfgang/Leuthier, Rainer (1986): Betriebswirtschaftliche Steuerberatung: Grundprinzipien, Verfahren und Probleme der Unternehmensbewertung, in: DStR, (24) 1986, S. 545-551 (Teil 1) und S. 604-610 (Teil 2).
- Beck, Peter (1996): Unternehmensbewertung bei Akquisitionen: Methoden – Anwendungen – Probleme, Wiesbaden 1996.
- Behringer, Stefan (2009): Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe – Betriebswirtschaftliche Verfahrensweisen, 4. Aufl., Berlin 2009.
- Berner, Christian/Rojahn (2003): Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren, in FB, (2), S.155-161.
- Braunhofer, Heike (1995): Unternehmens- und Anteilsbewertung zur Bemessung von familien- und erbrechtlichen Ausgleichsansprüchen, Köln 1995.
- Bröhl, Karl (1966): Der Kalkulationszinsfuß, Köln 1966.

- Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (Hrsg.) (2012) Unternehmensführung und Unternehmensübergabe, im Netz abgerufen unter:
<http://www.bmwi.de/BMWi/Navigation/Mittelstand/unternehmensfuehrung.html>
 (Abrufdatum: 16. Januar 2012).
- Busse von Colbe, Walther (1957): Der Zukunftserfolg, Wiesbaden 1957.
- Copeland, Tom/Koller, Tim/Murrin, Jack (2000): Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 3rd ed., New York et al. 2000.
- Daschmann, Hans-Achim (1994): Erfolgsfaktoren mittelständischer Unternehmen, Stuttgart 1994.
- Drukarczyk, Jochen (2003): Unternehmensbewertung, 4. Aufl., München 2003.
- Engeleiter, Hans-Joachim (1970): Unternehmensbewertung, Stuttgart 1970.
- Esty, Benjamin C. (2000): What Determines Comparability When Valueing Firms With Multiples?, in: Journal of Financial Education, (24) Fall 2000, S. 24-33
- Finance Magazin (Hrsg.) (2012a): Homepage des Finance Magazins, im Netz abgerufen unter: <http://www.finance-magazin.de/> (Abrufdatum: 01.01.2012).
- Finance Magazin (Hrsg.) (2012b): Finance Multiples Rechenbeispiel, im Netz abgerufen unter: <http://www.finance-research.de/multiples/beispiel.php> (Abrufdatum: 01.01.2012).
- Finance Magazin (Hrsg.) (2012c): Das ist Ihr Unternehmen wert, im Netz abgerufen unter: <http://www.finance-research.de/pdf/Finance-12-2011-Multiples.pdf> (Abrufdatum: 01.01.2012).
- Glasl, Markus (2000): Controllinginstrumente als Erfolgsfaktoren im Handwerk – Gestaltung des Informationssystems in Handwerksunternehmen, München 2000.
- Glasl, Markus/Maiwald, Beate/Wolf, Maximilian (2008): Handwerk – Bedeutung, Definition, Abgrenzung, München 2008.
- Hackspiel, Thorsten (2010): Unternehmensbewertung von KMU – Prozessuale und quantitative Besonderheiten, in: MAR, (21) 2010, S. 131-138.
- Helbling, Carl (1998): Unternehmensbewertung und Steuern, 9. Aufl., Düsseldorf 1998.
- Henselmann, Klaus/Schrenker, Claudia/Schneider, Sebastian (2010): Unternehmensbewertung für erbschaft- und schenkungsteuerliche Zwecke – Anwendung verschiedener Bewertungsmethoden im Vergleich, Working Paper Nr. 2010-3, Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Friedrich-Alexander-Universität Erlangen-Nürnberg, 2010.

- Hölscher, Luise (1998): Käuferbezogene Unternehmensbewertung, Frankfurt a. M. 1998.
- Husmann, Sven/Kruschwitz, Lutz/Löffler, Andreas (2001): Über einige Probleme mit DCF-Verfahren: Kritische Anmerkungen zum Beitrag von Thomas Schildbach im Heft 12/2000 der zfbf, in: zfbf, (53) 2001, S. 277-282.
- IDW (Hrsg.) (2012): Wir über uns, im Netz abgerufen unter: <http://www.idw.de/idw/portal/n281334/n379162/index.jsp> (Abrufdatum: 01.01.2012).
- Joachim, Christian/Wagner, Fritz (1981): Was ist mein Unternehmen wert? – 8 praktische Methoden zur zuverlässigen Bewertung von Unternehmen und Unternehmensteilen, 2. Aufl., Kissing u.a.O. 1981.
- Knackstedt, Hans W. (2009): Klein- und Mittelunternehmen (KMU) richtig bewerten, München 2009.
- Lachnit, Laurenz (1979): Systemorientierte Jahresabschlußanalyse: Weiterentwicklung der externen Jahresabschlussanalyse mit Kennzahlensystemen, EDV und mathematisch-statistischen Methoden, Wiesbaden 1979.
- Lintner, John (1965): The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets, in: RES, (47) 1965, S. 13-37.
- Löhnert, Peter G./Böckmann, Ulrich J. (2005): Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, hrsg. v. Volker H. Peemöller, 3. Aufl., Berlin 2005, S.403-428.
- Löhr, Dirk (1993): Die Grenzen des Ertragswertverfahrens – Kritik und Perspektiven, Frankfurt a. M. 1993.
- Keller, Michael/Hohmann, Bruno (2004): Besonderheiten bei der Bewertung von KMU, in: Unternehmensbewertung: Moderne Instrumente und Lösungsansätze, hrsg. v. Frank Richter und Christian Timmreck, Stuttgart 2004, S. 189-215.
- Kruschwitz, Lutz/Löffler, Andreas (2005): Unternehmensbewertung und Einkommensteuer aus der Sicht von Theoretikern und Praktikern, in: WPg, (58) 2005, S. 73-79.
- Kuhner, Christoph/Maltry, Helmut (2006): Unternehmensbewertung, Berlin 2006.
- Künnemann, Martin (1985): Objektivierete Unternehmensbewertung, Frankfurt a. M. 1985.

- Mandl, Gerwald/Rabel, Klaus (2005): Grundlagen der Unternehmensbewertung – Teil D: Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick), in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, hrsg. v. Volker H. Peemöller, 3. Aufl., Herne, Berlin 2005, S. 47-88.
- Marr, Rainer/Picot, Arnold (1991): Absatzwirtschaft, in: Industriebetriebslehre: Entscheidungen im Industriebetrieb, hrsg. v. Edmund Heinen, 9. Aufl., Wiesbaden 1991, S. 623-728.
- Matschke, Manfred J./Brösel Gerrit (2005): Unternehmensbewertung – Funktionen-Methoden-Grundsätze, Wiesbaden 2005.
- Matschke, Manfred J./Brösel, Gerrit (2007): Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen aus der Sicht des präsumtiven Verkäufers, Working Paper 11/2007, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät, Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald, 2007.
- Meyer, Bernhard H. (2006): Stochastische Unternehmensbewertung: Der Wertbeitrag von Realoptionen, Wiesbaden 2006.
- Mossin, Jan (1966): Equilibrium in a Capital Asset Market, in: Econ, (34) 1966, S. 768-783.
- Moxter, Adolf (1983): Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1983.
- Mugler, Josef (2006): Mittelständische Unternehmungen, in: Wirtschafts-Lexikon – Das Wissen der Betriebswirtschaftslehre, Band 8, hrsg. v. Handelsblatt, Stuttgart 2006, S. 4023-4030.
- Neufang, Bernd (2009): Bewertung des Betriebsvermögens und von Anteilen an Kapitalgesellschaften, in: BB, (64) 2009, S. 2004-2014.
- Neumann, Horst (2000): Verfahren und Probleme der Unternehmensbewertung (II), in: Betrieb und Wirtschaft (54) 9 2000, S.345-351.
- Olbrich, Jens (2010): Unternehmensbewertung bei KMU – Allgemeine Anmerkungen zur Methodik, im Netz abgerufen unter: <http://www.unternehmensboerse-hessen.de/fach-artikel/details/article/unternehmensbewertung-bei-kmu-allgemeine-anmerku-ngen-zur-methodik.html> (Abrufdatum: 24.09.2010).
- Peemöller, Volker H. (Hrsg.) (2005): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 3. Aufl., Herne, Berlin 2005.

- Peemöller, Volker H/Kunowski, Stefan (2005): Ertragswertverfahren nach IDW, 3. Aufl., hrsg. v. Volker H. Peemöller, Berlin 2005, S.201-264.
- Rabussier, Sonia (2007): Bewertung von Telekommunikationsunternehmen, in: Branchenorientierte Unternehmensbewertung, hrsg. v. Jochen Drukarczyk und Dietmar Ernst, 2. Aufl., München 2007, S. 355-374.
- Ruhnke, Klaus (1991): Unternehmensbewertung: Ermittlung der Preisobergrenze bei strategisch motivierten Akquisitionen, in: DB, (44) 1991, S. 1889-1893.
- Schempp, Andreas Conrad (2006): Eigenkapitalausstattung und Fremdfinanzierung im deutschen Handwerk 2006, München 2006.
- Schempp, Andreas Conrad (2009): KMU und Handwerksbetriebe als Gegenstand der Rechnungslegung, in: Ausrichtung der Rechnungslegung für KMU und Handwerksbetriebe – Kriterien, Gestaltungsmöglichkeiten und Grenzen ihrer Regulierung im europäischen Kontext, hrsg. v. Toni Hinterdobler und Hans-Ulrich Küpper, München 2009, S. 7-31.
- Schempp, Andreas Conrad (2010): Checkliste zur Nachlassplanung und Betriebsübergabe, München 2010.
- Schmidt, Johannes G. (1997): Unternehmensbewertung mit Hilfe strategischer Erfolgsfaktoren, Frankfurt a. M. 1997.
- Schoberth, Joerg/Ihlau, Susann (2008): Besonderheiten und Handlungsempfehlungen bei der Bewertung von Familienunternehmen, in: BB, (63) 2008, S. 2114-2118.
- Schwetzer, Bernhard/Darijtschuk, Niklas (1998): Unternehmensbewertung mit Hilfe der DCF-Methode – eine Anmerkung zum „Zirkularitätsproblem“, Working Paper Nr. 14, Handelshochschule Leipzig, 1998.
- Sharpe, William F. (1964): Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk, in: JoF, (19) 1964, S. 425-442.
- Sieben, Günter (1977): Eröffnung der Tagung, in: Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsmäßigen Durchführung, hrsg. v. Wolfgang Goetzke und Günter Sieben, Köln 1977, S. 27-31.
- Siepe, Günter/Dörschell, Andreas/Schulte, Jörn (2000): Der neue IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), in: WPg, (53) 2000, S. 946-960.

- Statistisches Bundesamt (Hrsg.) (2011): Produzierendes Gewerbe – Unternehmen, tätige Personen und Umsatz im Handwerk – Jahresergebnisse, Fachserie 4 Reihe 7.2, Wiesbaden 2011.
- Thießen, Friedrich (2003): Unternehmensbewertung von KMU: Das Problem der Standardisierung, in: Unternehmensbewertung und Basel II in kleinen und mittleren Unternehmen, hrsg. v. Jörn-Axel Meyer, Lohmar, Köln 2003, S. 123-140.
- Timmreck, Christian (2003): Unternehmensbewertung bei Mergers & Acquisitions, Düsseldorf 2003.
- Voigt, Christoph/Voigt, Jörn F./Voigt, Rolf/Voigt, Jan (2005): Unternehmensbewertung: Erfolgsfaktoren von Unternehmen professionell analysieren und bewerten, Wiesbaden 2005.
- Wiedmann, Thilo (2002): Unternehmensnachfolge in einem krisenbedrohten Familienunternehmen mit Berücksichtigung persönlicher Ansprüche der Unternehmer, Bamberg 2002.
- Wiese, Jörg (2006): Komponenten des Zinsfußes in Unternehmensbewertungskalkülen: Theoretische Grundlagen und Konsistenz, Frankfurt a. M. 2006.
- Wöhe, Günter/Döring, Ulrich (2008): Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre, München 2008.
- Wüstemann, Jens (2010): BB-Rechtsprechungsreport Unternehmensbewertung 2009/10, in: BB, (65) 2010, S. 1715-1720.
- Zentralverband des Deutschen Handwerks (Hrsg.) (2008): Erste Auswertung der Umfrageergebnisse der Planungsgruppe Arbeitsgemeinschaft der Wert ermittelnden Betriebsberater im Handwerk – AWH, Berlin 2008.
- Zentralverband des Deutschen Handwerks (Hrsg.) (2011): Daten und Fakten – Beschäftigte / Umsätze, im Netz abgerufen unter: <http://www.zdh.de/daten-und-fakten/beschaefigte-umsaetze.html> (Abrufdatum: 30.12.2011).