

# Unternehmensbewertung bei kleinen und mittleren Unternehmen

Inaugural-Dissertation zur Erlangung  
des Grades eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften der  
Bildungswissenschaftlichen Hochschule Flensburg – Universität

Vorgelegt von  
Dipl.-Kfm. Stefan Behringer  
aus Flensburg  
im Oktober 1998

## Inhaltsverzeichnis

Verzeichnis der Tabellen	VI
Verzeichnis der Abbildungen	VII
Abkürzungsverzeichnis	VIII
Verzeichnis der verwendeten Symbole	XI
<b>1 Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1 Zielsetzung und Vorgehensweise der Untersuchung	1
1.2 Gang der Untersuchung	2
<b>2 Kennzeichen von kleinen und mittleren Unternehmen</b>	<b>6</b>
2.1 Kleine und mittlere Unternehmen als Gegenstand der Betriebswirtschaftslehre	6
2.2 Eine Definition von kleinen und mittleren Unternehmen	7
2.2.1 Schwierigkeiten einer Definition von kleinen und mittleren Unternehmen	7
2.2.2 Quantitative Merkmale	8
2.2.3 Qualitative Merkmale	10
2.3 Besonderheiten von kleinen und mittleren Unternehmen	12
2.3.1 Bedeutung des Unternehmers	12
2.3.2 Besonderheiten der Unternehmensführung	17
2.3.3 Besonderheiten der Finanzwirtschaft	21
2.4 Bedeutung der kleinen und mittleren Unternehmen	24
<b>3 Grundlagen der Unternehmensbewertung</b>	<b>29</b>
3.1 Gegenstand der Lehre von der Unternehmensbewertung	29
3.1.1 Wert und Preis einer Unternehmung	29
3.1.2 Entwicklung betriebswirtschaftlicher Werttheorien	32
3.2 Bewertungsanlässe	35
3.2.1 Dominierte Bewertungsanlässe	35
3.2.2 Nicht dominierte Bewertungsanlässe	37

3.3 Funktionen der Unternehmensbewertung	38
3.3.1 Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung	38
3.3.1.1 Beratungsfunktion	39
3.3.1.2 Schiedsfunktion	41
3.3.1.3 Argumentationsfunktion	45
3.3.1.4 Die Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung in prozessualer Sicht	51
3.3.2 Nebenfunktionen	54
3.3.2.1 Steuerbemessungsfunktion	54
3.3.2.2 Vertragsgestaltungsfunktion	58
3.3.2.3 Entscheidungshilfefunktion	61
3.4 Systematisierung der Bewertungssituation	64
3.4.1 Unternehmensbewertung und Entscheidungstheorie	64
3.4.2 Bestandteile der entscheidungsorientierten Bewertungskonzeption	66
3.4.2.1 Abbildung der Entscheidungsfelder der Bewertungsparteien	66
3.4.2.2 Abbildung der Zielsysteme der Bewertungsparteien	68
3.5 Bewertungsverfahren	71
3.5.1 Substanzwertorientierte Bewertungsverfahren	72
3.5.1.1 Traditioneller Substanzwert	72
3.5.1.2 Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen	74
3.5.1.3 Liquidationswertverfahren	76
3.5.2 Ertragswertorientierte Verfahren	77
3.5.2.1 Wesen des Kapitalisierungsvorganges	77
3.5.2.2 Ertragswertverfahren	80
3.5.2.2.1 Bewertungsprinzip	80
3.5.2.2.2 Überlegungen zum Kalkulationszinsfuß	81
3.5.2.2.3 Überlegungen zur Überschußgröße	86
3.5.2.2.4 Exkurs: Unternehmensbewertung und Unter- nehmensgesamtplanung	93
3.5.2.2.5 Behandlung des nicht-betriebsnotwendigen Vermögens	95
3.5.2.2.6 Beurteilung des Ertragswertverfahrens	97
3.5.2.3 Discounted Cash-flow-Verfahren	99

3.5.2.3.1	Bewertungsprinzip	99
3.5.2.3.2	Überlegungen zu den Kapitalkosten	102
3.5.2.3.3	Überlegungen zum Free Cash-flow	108
3.5.2.3.4	Wert des Eigenkapitals	109
3.5.2.3.5	Beurteilung des DCF Verfahrens und Vergleich mit dem Ertragswertverfahren	110
3.5.3	Marktwertorientierte Verfahren	111
3.5.3.1	Multiplikatorverfahren	111
3.5.3.2	Comparable Company Analysis	115
<b>4</b>	<b>Analyse der Bewertungssituation bei kleinen und mittleren Unternehmen</b>	<b>118</b>
4.1	Zielsysteme der Bewertungsparteien	118
4.1.1	Monetäre Zielsetzungen	118
4.1.2	Andere ökonomische Zielsetzungen	119
4.1.3	Metaökonomische Zielsetzungen	120
4.2	Entscheidungsfelder der Bewertungsparteien	125
4.2.1	Potentielle Käufer von kleinen und mittleren Unternehmen	126
4.2.1.1	Management	126
4.2.1.2	Belegschaft	130
4.2.1.3	Großunternehmen	132
4.2.1.4	Kleine und mittlere Unternehmen	134
4.2.1.5	Existenzgründer	136
4.2.1.6	Beteiligungsgesellschaften	139
4.2.2	Motive für den Verkauf von kleinen und mittleren Unternehmen	141
4.2.2.1	Betriebliche Motive für den Verkauf von kleinen und mittleren Unternehmen	142
4.2.2.2	Persönliche Motive für den Verkauf von kleinen und mittleren Unternehmen	143
4.2.3	Einschränkungen der Kauf- und Verkaufsmöglichkeiten bei kleinen und mittleren Unternehmen	147
4.2.4	Erweiterungen der Handlungsmöglichkeiten bei kleinen und mittleren Unternehmen	149
<b>5</b>	<b>Darstellung und Beurteilung theoretischer und empirischer Analysen zur Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen</b>	<b>152</b>

5.1	Bewertungsverfahren für kleine und mittlere Unternehmen in der Literatur	0152
5.1.1	Das Konzept von Then Bergh	152
5.1.2	Die schematisierte Unternehmensbewertung bei mittelständischen Unternehmen nach Bremer	154
5.1.3	Die „Stellungnahme HFA 6/1997: Besonderheiten der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen“	156
5.1.4	Small Business Valuation nach dem Konzept von Tuller	161
5.2	Anwendung von Bewertungsverfahren für kleine und mittlere Unternehmen in der Praxis	165
<b>6</b>	<b>Ein modifiziertes Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen</b>	<b>170</b>
6.1	Abgrenzung des Bewertungsobjekts	170
6.2	Traditionelles Ertragswertverfahren als Ausgangspunkt	177
6.3	Modifikationen des Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen	178
6.3.1	Berücksichtigung der Personenbezogenheit	178
6.3.1.1	Einfluß des Unternehmers auf den Unternehmenserfolg und seine Abbildung in der Unternehmensbewertung	179
6.3.1.2	Bemessung des Unternehmerlohns	192
6.3.2	Berücksichtigung des spezifischen Risikos von kleinen und mittleren Unternehmen	196
6.4	Restriktionen für den Unternehmenswert bei kleinen und mittleren Unternehmen	201
6.4.1	Obere Restriktion: Reproduktionswert	201
6.4.1.1	Voraussetzungen der Reproduzierbarkeit	201
6.4.1.2	Bestimmung des Reproduktionswertes	203
6.4.2	Untere Restriktion: Liquidationswert	205
6.4.2.1	Voraussetzungen der Liquidation	205
6.4.2.2	Bestimmung des Liquidationswertes	205
6.5	Anwendungsbeispiel für das modifizierte Ertragswertverfahren für kleine und mittlere Unternehmen	206
6.5.1	Das Unternehmen, der potentielle Käufer und der Bewerter	206
6.5.2	Abgrenzung des Bewertungsobjekts	207

6.5.3	Prognose der Einzahlungsüberschüsse	207
6.5.4	Berücksichtigung der Unternehmerqualität	212
6.5.5	Berücksichtigung des Unternehmerlohns	214
6.5.6	Bemessung des Kalkulationszinsfußes	215
6.5.7	Berechnung des Ertragswertes	217
6.5.8	Ermittlung der Restriktionen für den Unternehmenswert	218
6.5.9	Ergebnis der Bewertung	220
6.6	Offene Probleme des modifizierten Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen	220
6.6.1	Theoretische Probleme	222
6.6.2	Praktische Probleme	
<b>7</b>	<b>Schlußbetrachtung: Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>224</b>
	Literaturverzeichnis	226
	Verzeichnis der verwendeten Gesetzestexte und Gerichtsurteile	255
	Erklärung gemäß § 7 Abs. 4 der Promotionsordnung der Bildungs- wissenschaftlichen Hochschule Flensburg - Universität	256

## Verzeichnis der Tabellen

Tabelle 2.1	Quantitative Abgrenzungen der kleinen und mittleren Unternehmen von Großunternehmen	9
Tabelle 2.2	Eigenkapitalquoten nach Umsatzklassen	23
Tabelle 3.1	Steuerliche Bewertungsvorschriften nach Rechtsformen	57
Tabelle 3.2	Risikozuschläge und Sicherheitsäquivalente	84
Tabelle 3.3	Schema zur Berechnung der Einzahlungsüberschüsse eines Unternehmens	88
Tabelle 3.4	Bedeutung des langfristigen Prognosebereichs für den Ertragswert	91
Tabelle 3.5	Vergleich Ertragswertverfahren und DCF-Verfahren	110
Tabelle 3.6	Gewinnmultiplikatoren zum Einsatz in der Unternehmensbewertung	113
Tabelle 3.7	Mengenmäßig orientierte Faustformeln zur Unternehmensbewertung	114
Tabelle 4.1	Typische Finanzierungsstrukturen von Management Buy-Outs	128
Tabelle 5.1	Risikokategorien nach Schilt	164
Tabelle 5.2	Größenklassen der bewerteten Unternehmen in der Untersuchung von Peemöller, V. H./Meyer-Pries, L.	166
Tabelle 6.1	Checkliste zur Beurteilung der Unternehmerqualität	188
Tabelle 6.2	Berücksichtigung des Unternehmerlohns in der Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen	196
Tabelle 6.3	Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihe der XYZ GmbH für Frau Müller und Herrn Schmidt	198
Tabelle 6.4	Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihe für das Wertpapierportefeuille von Herrn Schmidt	199
Tabelle 6.5	Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihe für das Gesamtvermögen von Herrn Schmidt	199
Tabelle 6.6	Kriterien zur Realisierbarkeit einer Reproduktion des zu bewertenden Unternehmens	202
Tabelle 6.7	Unternehmensanalyse - Finanzdaten der Verleihnix GmbH	208
Tabelle 6.8	Unternehmensanalyse - Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH	209
Tabelle 6.9	Ergebnisprognose - Prognostizierte Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH	211
Tabelle 6.10	Berücksichtigung der Personenbezogenheit - Ausprägungen der Unternehmerqualität für Frau Scholle und Herrn Hecht	212
Tabelle 6.11	Berücksichtigung der Personenbezogenheit - Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH nach Berücksichtigung der Unternehmerqualität	213
Tabelle 6.12	Berücksichtigung des Unternehmerlohns - Einzahlungsüberschüsse der Verleihnix GmbH nach Ansetzung eines angemessenen Unternehmerlohns für Frau Scholle	215
Tabelle 6.13	Berücksichtigung des Risikos - Zahlungsreihen für das Gesamtvermögen von Frau Scholle	216
Tabelle 6.14	Berücksichtigung des Risikos - Sicherheitsäquivalente bei einem Risikozuschlag von 2%-Punkten	217
Tabelle 6.15	Restriktionen für den Unternehmenswert - Kriterien der Reproduzierbarkeit für die Verleihnix GmbH	219

**Verzeichnis der Abbildungen**

Abb. 1	Schematischer Ablauf der Untersuchung	3
Abb. 3.1	Funktionen der Unternehmensbewertung nach der Kölner Funktionenlehre	39
Abb. 3.2	Transaktionsbereich	42
Abb. 3.3	Der Prozeß der Unternehmensbewertung aus Anlaß einer nicht dominierten Bewertungssituation vom Typ Kauf/Verkauf	53
Abb. 3.4	Bestandteile eines Entscheidungsmodells	66
Abb. 3.5	Schematische Darstellung des Ertragswertverfahrens	96
Abb. 6.1	Steuerliche Vermögensarten	172
Abb. 6.2	Schematische Darstellung des modifizierten Ertragswertverfahrens für kleine und mittlere Unternehmen	201

**Abkürzungsverzeichnis**

a.a.O.	am angegebenen Ort
Abb.	Abbildung
Abs.	Absatz
AER	American Economic Review (Zeitschrift)
AG	Aktiengesellschaft
Art.	Artikel
BayObLG	Bayerisches Oberstes Landesgericht
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
Bd.	Band
BewG	Bewertungsgesetz
BFH	Bundesfinanzhof
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (Zeitschrift)
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BIMBO	Buy-In Management Buy-Out
BStBl	Bundessteuerblatt
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CAPM	Capital Asset Pricing Model
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
d.h.	das heißt
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
e.V.	eingetragener Verein
ECU	European Currency Unit
Ed.	Editor(s)
EDV	Elektronische Datenverarbeitung
et al.	et alii
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FS	Festschrift
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HBR	Harvard Business Review (Zeitschrift)
HFA	Hauptfachausschuß des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
hrsg.	Herausgegeben
i.d.R.	in der Regel

IGA	Internationales Gewerbearchiv (Zeitschrift)
Jg.	Jahrgang
KG	Kommanditgesellschaft
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
LBO	Leveraged Buy-Out
M & A	Mergers and Acquisitions
m.a.W.	mit anderen Worten
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
Mio.	Million
mir	Management International Review (Zeitschrift)
Mrd.	Milliarde
Nr.	Nummer
o. Jg.	ohne Jahrgang
o.O.	ohne Ort
o.V.	ohne Verfasser
OHG	Offene Handelsgesellschaft
PublG	Publizitätsgesetz
RZ	Randziffer
S.	Seite
Sp.	Spalte
Tab.	Tabelle
TDM	tausend Deutsche Mark
u.a.	unter anderem
v.a.	vor allem
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium (Zeitschrift)
WISU	Das Wirtschaftsstudium (Zeitschrift)
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)

z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht

## Verzeichnis der verwendeten Symbole

a	Abschlag für einen Minderheitsanteil
$A_0$	Anschaffungsauszahlungen zur Realisierung eines Zahlungsstroms
$A_{BO}$	Barwert der Ausgaben des Bewertungsobjekts
$A_{neu}$	Barwert der Ausgaben eines neu zu errichtenden Unternehmens
$A_t$	Auszahlungen in Periode t
$A_{Et}$	Auszahlungen zur Etablierung eines neu zu errichtenden Unternehmens
AW (K)	Argumentationswert des Käufers
AW (V)	Argumentationswert des Verkäufers
b	Aufschlag für einen Mehrheitsanteil
B	Einfluß des langfristigen Prognosebereichs auf den Ertragswert eines Unternehmens
C	Wert des Mehrheitsanteils eines Unternehmens
$C_j$	Gegenwartswert (Kapitalwert) eines Zahlungsstroms j
$Cov [r_j, r_M]$	Kovarianz der erwarteten Rendite des Wertpapiers j mit der erwarteten Rendite des Marktportefeuilles
$E_{BO}$	Barwert der Einnahmen des Bewertungsobjekts
EK	Marktwert des Eigenkapitals
$E_{neu}$	Barwert der Einnahmen eines neu zu errichtenden Unternehmens
EOZ	Earn-Out-Zahlungen
ErW	Ertragswert bei Unternehmensfortführung
$E_t$	Einzahlungsüberschüsse in Periode t
EW (d)	Differenz zwischen dem Ertragswert des Verkäufers und des Käufers
EW (K)	Entscheidungswert des Käufers
EW (K)´	vermuteter Entscheidungswert des Käufers
EW (V)	Entscheidungswert des Verkäufers
EW (V)´	vermuteter Entscheidungswert des Verkäufers
$FCF_t$	Free Cash Flow in Periode t
FK	Marktwert des Fremdkapitals
G	Index für Zahlungen bei Gründung
g	Anteil an der Bemessungsgrundlage
$G_{EOZ}$	Bemessungsgrundlage für Earn-Out-Zahlungen
GK	Marktwert des Gesamtkapitals
i	Kalkulationszins
$i^*$	risikoloser Zinssatz
K	Index für Zahlungen beim Kauf
$k_{EK}$	Eigenkapitalkosten
$k_{FK}$	Fremdkapitalkosten
LW	Liquidationswert
M	Wert des Minderheitsanteils eines Unternehmens
m	Dauer der ersten Prognosephase (im Phasenmodell der

m	Unternehmensbewertung) Multiplikator
n	Dauer der zweiten Prognosephase (im Phasenmodell der Unternehmensbewertung)
NBV	zu Nettoverkaufserlösen bewertetes nicht-betriebsnotwendiges Vermögen
P	Unternehmenspreis
p	Wahrscheinlichkeit
$P_F$	Basispreis
$P_v$	variabler Teil des Kaufpreises
$r_{EK}$	Renditeerwartung an ein Wertpapier des Eigenkapitals
RP	Risikoprämie
RW	Reproduktionswert
S	Sicherheitsäquivalent
SubW	Substanzwert im Sinne ersparter Aufwendungen
SW	Schiedswert
t	Periodenindex
T	Letzte betrachtete Periode
Ü	Überschüsse des Unternehmens im Durchschnitt der letzten drei Jahre (aus dem Stuttgarter Verfahren)
V	Vermögenskomponente im Stuttgarter Verfahren (Einheitswert des Betriebsvermögens)
W	Unternehmenswert
WACC	gewogene durchschnittliche Kapitalkosten
$W^E$	Wert der operativen Aktivitäten eines Unternehmens unter Vollausschüttungshypothese und der Fiktion kompletter Eigenfinanzierung
$W^{FA}$	Wert der nicht-operativen Aktivitäten des Unternehmens, z.B. Finanzanlagen
$W^{ges}$	Gesamtwert des Unternehmens
$W_K$	Wert, den der Käufer dem Unternehmen zumißt
$W^{USt}$	Wert der durch die realisierte Kapitalstruktur entsteht (steuerliche Vorteile der Fremdfinanzierung)
$W_v$	Wert, den der Verkäufer dem Unternehmen zumißt
z	Risikozuschlag
Z	Summe der Marktpreise des Ziel-Inventars für eine zu errichtende Unternehmung
$\sigma_M^2$	Varianz der Rendite des Marktportefeuilles

