

Sonja Schütte-Biastoch

Unternehmensbewertung von KMU

Eine Analyse unter besonderer
Berücksichtigung dominierter
Bewertungsanlässe

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Ulrich Döring



RESEARCH

Inhaltsverzeichnis	
Abbildungsverzeichnis	XIII
Tabellenverzeichnis	XV
Abkürzungsverzeichnis	XVII
Symbolverzeichnis	XXI
1 Einführung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Gang der Arbeit	3
2 Grundlagen der Unternehmensbewertung bei KMU	5
2.1 Bewertungsobjekt	5
2.2 Anlässe und Zwecke der Unternehmensbewertung	10
2.3 Verfahren der Unternehmensbewertung	14
3 Anwendbarkeit nicht auf dem ZEW-Modell basierender Verfahren zur Bewertung von KMU	17
3.1 Einzelbewertungsverfahren	17
3.2 Vergleichsverfahren	20
3.3 Mischverfahren	25
3.4 Würdigung der nicht auf dem ZEW-Modell basierenden Bewertungsverfahren	27
4 Konzeption der ZEW-Verfahren als Referenzrahmen	33
4.1 Nutzentheoretisches Entscheidungsmodell der Investitionsrechnung	33
4.1.1 <i>Anforderungen einer modellgestützten Bewertung</i>	33
4.1.2 Entscheidung bei Sicherheit	34
4.1.3 Entscheidung bei Unsicherheit	38
4.2 Bewertungsrelevante Überschüsse zur Ermittlung eines ZEW	45
4.2.1 Definition der bewertungsrelevanten Überschüsse	45
4.2.1.1 Nutzen durch Unternehmenseigentum	45
4.2.1.2 Berücksichtigung der Mehrwertigkeit	48

4.2.1.3	Ableitung der Nettozuflüsse anhand des Rechnungswesens	54
4.2.2	Prognose der bewertungsrelevanten Überschüsse	58
4.2.2.1	Vergangenheits- und Lageanalyse	58
4.2.2.2	Prognoseverfahren	61
4.2.2.3	Integrierte Planungsrechnung	63
4.2.2.4	Berücksichtigung von Ertragsteuern	67
4.3	Planungs- und Prognosehorizont zur Ermittlung eines ZEW	70
4.3.1	ZEW von Unternehmen mit begrenzter Lebensdauer	70
4.3.2	ZEW von Unternehmen mit unbegrenzter Lebensdauer	71
4.4	Kapitalisierungszinssatz zur Ermittlung eines ZEW	76
4.4.1	Auswahl des Vergleichsobjekts	76
4.4.2	Äquivalenzkriterien	78
4.4.3	Methoden der Risikoermittlung	84
4.4.3.1	Individualistischer Ansatz zur Risikoermittlung	84
4.4.3.2	Marktorientierter Ansatz zur Risikoermittlung	86
4.4.4	Berücksichtigung von Steuern	99
4.5	Zusammenfassung der Annahmen des ZEW-Referenzmodells	101
5	Anpassung der ZEW-Verfahren an die Besonderheiten bei KMU	105
5.1	Ableitung der Besonderheiten der ZEW-Ermittlung	105
5.2	Besonderheiten bei der Bestimmung der bewertungsrelevanten Überschüsse	110
5.2.1	Limitierte Informationsbasis	110
5.2.1.1	Analyse der Informationen aus dem Rechnungswesen	110
5.2.1.2	Analyse der Unsicherheit der Planungsgrößen	115
5.2.2	Personenbezug	120
5.2.2.1	Abgrenzung des Bewertungsobjekts	120
5.2.2.2	Berücksichtigung eines Unternehmerlohns	128
5.2.2.3	Substituierbarkeit von Schlüsselpersonen	133
5.2.2.4	Flexibilität	139
5.2.3	Rechtsform	143

5.2.3.1	Besonderheiten der Besteuerung	143
5.2.3.2	Besonderheiten bei der Bestimmung der Gewinnverwendung	158
5.2.3.3	Berücksichtigung des persönlichen Haftungsrisikos	167
5.3	Besonderheiten bei der Bestimmung des Planungs- und Prognosehorizonts	171
5.3.1	Begrenzung der Lebensdauer	171
5.3.2	Rechtfertigung eines unendlichen ZEW-Kalküls	179
5.4	Besonderheiten bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes	182
5.4.1	Fehlende Börsennotierung	182
5.4.1.1	Bestimmung der CAPM-Parameter	182
5.4.1.2	Anpassung des Kapitalstrukturrisikos	188
5.4.1.3	Berücksichtigung fehlender Haftungsbeschränkung	194
5.4.1.4	Berücksichtigung mangelnder Fungibilität	197
5.4.2	Fehlende Diversifikation auf Unternehmerebene	205
5.4.2.1	Portfoliobildung bei beschränktem Eigentümerkreis	205
5.4.2.2	Berücksichtigung des unsystematischen Risikos	210
5.4.3	Fehlende Diversifikation auf Unternehmensebene	217
6	Zusammenfassung der Ergebnisse und Ausblick	225
	Literaturverzeichnis	231