



Unternehmensbewertung

Prof. Dr. Stefan Thiele

Bergische Universität Wuppertal
Fachbereich B – Schumpeter School of
Business and Economics
Gaußstraße 20
42119 Wuppertal

Literatur



Literaturhinweise (I)

- Ballwieser, Wolfgang: Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, 2. Aufl., Stuttgart 2007.
- Drukarczyk, Jochen/Schüler, Andreas: Unternehmensbewertung, 6. Aufl., München 2009.
- IDW (Hrsg.): WP Handbuch 2008, Band II, 13. Aufl., Düsseldorf 2007.
- Kuhner, Christoph/Maltry, Helmut: Unternehmensbewertung, Berlin 2006.

Literaturhinweise (II)

- Mandl, Gerwald/Rabel, Klaus: Unternehmensbewertung, eine praxisorientierte Einführung, Wien 2002.
- Matschke, Manfred Jürgen/Brösel, Gerrit: Unternehmensbewertung: Funktionen – Methoden – Grundsätze, 3. Aufl., Wiesbaden 2007.
- Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., Herne 2009.

Unternehmensbewertung

- Kapitel 1 Grundlagen der Unternehmensbewertung
- Kapitel 2 Zukunftserfolgswertverfahren
- Kapitel 3 Weitere Verfahren der Unternehmensbewertung

Kapitel 1 - Grundlagen der Unternehmensbewertung

- 11 **Grundlegende Begriffe**
 - 111. Unternehmensbewertung
 - 112. Wert und Preis
 - 113. Relevanz des Börsenkurses
- 12 Objektive und subjektive Werte
- 13 Bewertungsanlässe
- 14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
- 15 Überblick über die Bewertungsverfahren
- 16 Zusammenfassung

- 11 Grundlegende Begriffe
- 111. Unternehmensbewertung

Begriffsklärung

- Bewertung
 - ⇒ ist die Zuordnung eines Wertes, zumeist in Form einer Geldgröße, zu einem Gegenstand.
- Bewertungsobjekt
 - ⇒ ist derjenige, aus dessen Sicht die Bewertung durchgeführt wird.
- Bewertender
 - ⇒ ist derjenige, der die Bewertung durchführt.
- Bewertungsobjekt
 - ⇒ ist das Objekt, welches bewertet wird.
- Unternehmensbewertung
 - ⇒ ist die Zuordnung eines Wertes zu einem „Unternehmen als Ganzen“ oder zu „abgrenzbaren Unternehmensteilen“ durch das jeweilige Bewertungssubjekt.

Psychologische vs. fundamentale Sicht

- Gemeinsame Wertvorstellungen basieren auf
 - übereinstimmenden Wahrnehmungen und
 - im Zeitablauf stabilen Denkweisenund gewinnen so einen objektiven Charakter.

Fragen:

- Leitet sich der Wert eines Objektes allein daraus ab, dass jemand dieses Objekt als wertvoll empfindet?
- Oder besitzt ein Objekt fundamentale Eigenschaften, die einen Wert begründen?

⇒ Wertvorstellungen sind abhängig von den zu Grunde gelegten Prämissen.

Definitionen

„Wert“ und „Preis“ sind eigenständige Begriffe, die unter Umständen voneinander abweichen. Gängige Definitionen sind:

- Der **Wert** ist in Geld ausgedrückter Nutzen, den das Objekt auf Grund seiner Eigenschaften sowie auf Grund der speziellen Umstände für eine größere Anzahl von Personen stiftet. Er ist der Grenzpreis der sich aus der nächst besten Alternative ergebenden Erlöse (Verkauf) bzw. Kosten (Kauf).
- Der **Preis** ist das Entgelt pro Einheit, für das ein Objekt (bei einer Vielzahl von Transaktionen) auf einem Markt den Eigentümer wechselt (Synonym: Verkehrswert).

Individuelle Vorstellungen

- Käufer und Verkäufer besitzen unterschiedliche individuelle Ziel-, Bedürfnis- und/oder Nutzenstrukturen.

- Folge: Es ergeben sich unterschiedliche Unternehmenswerte.
 - $UW_K =$ Preisobergrenze
 - $UW_V =$ Preisuntergrenze
 - $UW_V \leq \text{Marktpreis} \leq UW_K$

Plausibilisierung von Unternehmenswerten durch Börsenkurse (I)

- Unternehmensbewertungen beruhen auf detailliert analysierten Daten zum Bewertungsobjekt (vor allem Unternehmenskonzept, Planungsrechnungen).

- Unternehmenswert bspw. als Barwert prognostizierter finanzieller Überschüsse

- Börsenkurse: Tagespreise am Aktienmarkt (Determinanten: Angebot und Nachfrage)

Plausibilisierung von Unternehmenswerten durch Börsenkurse (II)

- **Börsenkurse** dienen gem. IDW S1 Tz. 15 zumeist nur zur **Plausibilitätsbeurteilung** ermittelter Unternehmenswerte (bei wesentlichen Abweichungen: Überprüfung der Annahmen und Planungen, die der Bewertung zu Grunde liegen).
- Bei einigen speziellen Unternehmensbewertungsanlässen ist der Unternehmenswert unter Berücksichtigung des Börsenkurses zu ermitteln (z. B. Abfindung und Ausgleich gem. §§ 304, 305 AktG).

Kapitel 1 - Grundlagen der Unternehmensbewertung

- 11 Grundlegende Begriffe
- 12 **Objektive und subjektive Werte**
- 13 Bewertungsanlässe
- 14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
- 15 Überblick über die Bewertungsverfahren
- 16 Zusammenfassung

Objektive vs. subjektive Unternehmenswerte

- Objektiver Wert
 - Der Unternehmenswert wird als **natürliche Eigenschaft** eines Wirtschaftsguts angesehen, d. h.
Unternehmenswert = „Unternehmen, wie es steht und liegt“.
 - Keine Verhandlung zwischen Käufer und Verkäufer notwendig, denn
 $UW_V = \text{Marktwert} = UW_K$
 - Problem: Warum findet ein Eigentumswechsel statt?

- Subjektiver Wert
 - Der Unternehmenswert wird als **Gebrauchswert** aufgefasst, d. h.
Unternehmenswert = Grad der Befriedigung der individuellen Bedürfnisse.
 - Das Unternehmen hat damit nicht einen einzigen Wert, sondern für jeden Bewertungsinteressenten einen spezifischen und grundsätzlich anderen Wert.

Funktionale Unternehmensbewertung

- Setzt an der Diskussion objektiver vs. subjektiver Unternehmensbewertung an.

- Maßgeblich ist hier der Bewertungszweck bzw. die Funktion des Bewertenden, so dass ein Objekt für ein und dasselbe Bewertungssubjekt je nach Aufgabenstellung unterschiedliche Werte haben kann.

- „Es gibt nicht den schlechthin richtigen Unternehmenswert: Da Unternehmenswertermittlungen sehr unterschiedlichen Zwecken dienen können, ist der richtige Unternehmenswert jeweils der zweckadäquate“
(Moxter, A.: Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 1983, S. 6).

Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung

- Entscheidungs- bzw. Beratungsfunktion
 - Entscheidungswert
 - Ermittlung eines Grenzwertes, bis zu dem Konzessionsbereitschaft einer Partei in einer bestimmten Konfliktsituation (Änderung der Eigentumsverhältnisse) herrscht
- Vermittlungsfunktion
 - Arbitriumwert
 - Ermittlung eines Kompromisswertes durch Rationalität und parteibezogene Angemessenheit
 - Ausgleich mehrerer Interessen
- Argumentationsfunktion
 - Argumentationswert (wird im IDW S1 nicht anerkannt)
 - Ermittlung der Gesamtheit von Gründen/Argumenten, die einer Verhandlungspartei zur Stärkung der eigenen Position bzw. zur Schwächung der Position des Verhandlungspartners dienen

Nebenfunktionen der Unternehmensbewertung

- Informationsfunktion
 - ⇒ konventionalisierte Informationsvermittlung über den Unternehmenswert
- Steuerbemessungsfunktion
 - ⇒ Ermittlung von Besteuerungsgrundlagen
- Vertragsgestaltungsfunktion
 - ⇒ Festlegung und Interpretation von Abfindungsklauseln in Gesellschaftsverträgen

Kapitel 1 - Grundlagen der Unternehmensbewertung

- 11 Grundlegende Begriffe
- 12 Objektive und subjektive Werte
- 13 Bewertungsanlässe**
 - 131. Überblick**
 - 132. Ausgewählte Abfindungsfälle**
 - 133. Mergers & Acquisitions**
- 14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
- 15 Überblick über die Bewertungsverfahren
- 16 Zusammenfassung

- 13 Bewertungsanlässe
- 131. Überblick

Bewertungsanlässe

- entscheidungsabhängige vs. entscheidungsunabhängige Bewertungsanlässe
- transaktionsbezogene vs. nicht transaktionsbezogene Bewertungsanlässe
- dominierte vs. nicht dominierte Entscheidungen

Entscheidungsabhängige vs. entscheidungsunabhängige Anlässe

- Ermittlung von Entscheidungswerten (entscheidungsabhängig)
 - Kauf bzw. Verkauf von Unternehmen bzw. Unternehmensanteilen
 - Fusion bisher rechtlich selbständiger Unternehmen
 - Maßnahmenwahl bei Sanierung
 - ...

- Ermittlung eines angemessenen Preises (entscheidungsabhängig)
 - Enteignung
 - gerichtliche Überprüfung, ob ein Abfindungsangebot angemessen ist
 - gerechte Aufteilung der Erbmasse, die ein Unternehmen darstellt
 - ...

- Besteuerung der Unternehmenssubstanz (entscheidungsunabhängig)

Transaktionsbezogene vs. nicht transaktionsbezogene Anlässe

- Transaktionsbezogener Anlass
 - freiwillige Transaktionen
 - ⇒ Kauf
 - ⇒ Eintritt eines Gesellschafters
 - ⇒ Umgründungen
 - ⇒ Going Public
 - unfreiwillige Transaktionen
 - ⇒ gesellschaftsvertragliche Klauseln bei Kündigung „lästiger Gesellschafter“

- Nicht transaktionsbezogener Anlass
 - Kreditwürdigkeitsprüfungen
 - Sanierungen
 - Management-Erfolgsanalyse

Dominierte vs. nicht dominierte Entscheidungssituationen

Anlässe	nicht dominiert	dominiert
A. Neustrukturierung der Eigentumsrechte <ul style="list-style-type: none"> ■ Kauf/Verkauf eines Unternehmens oder von Unternehmensteilen ■ Börseneinführung ■ Ausscheiden eines Gesellschafters aus einer Personengesellschaft <ul style="list-style-type: none"> □ Durch Kündigung □ Durch Ausschluss oder durch Eröffnung des Insolvenzverfahrens ■ Barabfindung oder Abfindung in Aktien für Minderheitsaktionäre (z. B. Squeeze-Out, Verschmelzung) 	 X X X 	 X X
B. Keine Neustrukturierung der Eigentumsrechte <ul style="list-style-type: none"> ■ Impairment Tests und Purchase Price Allocation ■ Erbaueinandersetzung ■ Enteignung/Vergesellschaftung nach Art. 14, 15 GG ■ Sanierungsprüfung ■ Wertorientierte Unternehmenssteuerung 	 X X X X 	 X

Quelle: Drukarczyk, J./Schüler A.: Unternehmensbewertung, 2009, S. 83.

Drei mögliche Rollen des Bewertenden

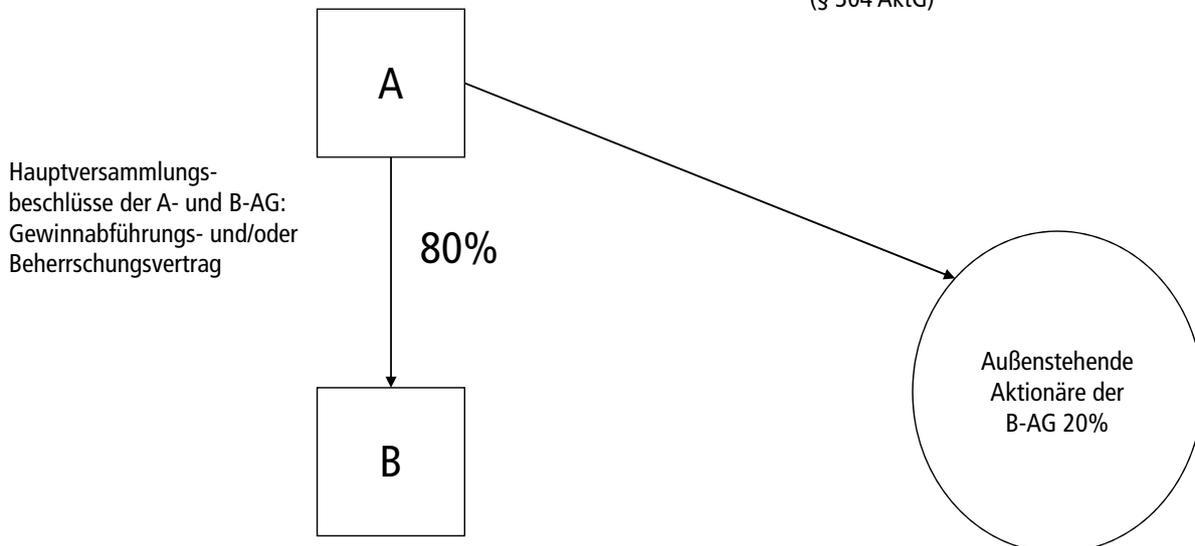
- **Neutraler Gutachter** (Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswertes)
 - ⇒ nachvollziehbare Bewertungsmethodik
 - ⇒ Grundlage der Bewertung: Vergangenheitsdaten
 - ⇒ begründetes Ausfüllen vorhandener Ermessensspielräume
 - ⇒ Bewertung des Unternehmens „wie es steht und liegt“

- **Schiedsgutachter** (Vermittlungsfunktion in einer Konfliktsituation)
 - ⇒ Ausgleich der Interessen, d. h. subjektive Vorstellungen der Parteien werden „angemessen“ und „fair“ berücksichtigt.
 - ⇒ Bindende Wirkung des Ergebnisses für die Parteien (vertraglich bestimmt oder per Gerichtsverfahren).

- **Berater** (Ermittlung eines „subjektiven“ Unternehmenswertes)
 - ⇒ Subjektive Erwartungen der Auftraggeber werden berücksichtigt.
 - ⇒ Leistungen des Käufers werden bewertet.

Beherrschungs-/Gewinnabführungsverträge (§ 291 Abs. 1 Nr. 1 AktG) (I)

Abfindung in Aktien der A-AG, ggf. bare Zuzahlung oder Barabfindung (§ 305 AktG) / gewinnunabhängige oder variable Ausgleichszahlung (§ 304 AktG)



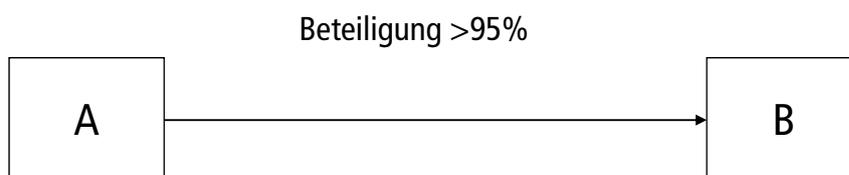
Beherrschungs-/Gewinnabführungsverträge (§ 291 Abs. 1 Nr. 1 AktG) (II)

- Bemessung der **gewinnunabhängigen** Ausgleichszahlung:
Durchschnittlicher Gewinnanteil je Aktie der B-AG unter Berücksichtigung der bisherigen und künftigen Ertragslage der B-AG (§ 304 Abs. 2 Satz 1 AktG)
 - ⇒ Unternehmensbewertung der B-AG
- Bemessung der **variablen** Ausgleichszahlung:
Anteil am Gewinn der A-AG entsprechend dem Wertverhältnis von B-Aktien zu A-Aktien (§ 304 Abs. 2 Satz 2 AktG)
 - ⇒ Unternehmensbewertung der A- und B-AG

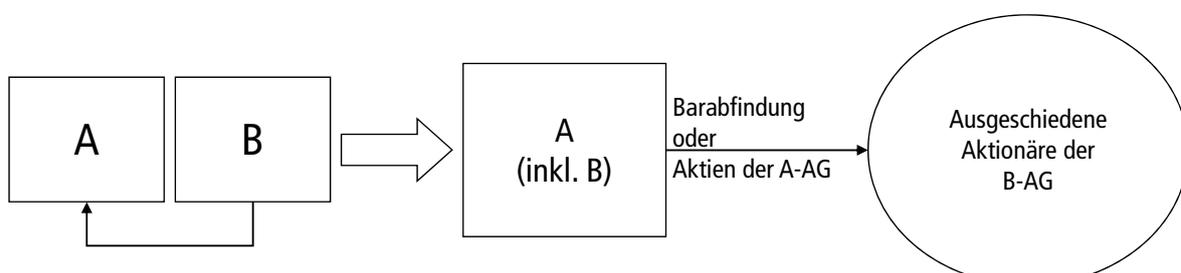
Beherrschungs-/Gewinnabführungsverträge (§ 291 Abs. 1 Nr. 1 AktG) (III)

- **Abfindung in Aktien** der A-AG (§ 305 Abs. 1 und Abs. 2 Nr. 1 AktG):
Wertverhältnis von B-Aktien zu A-Aktien (§ 305 Abs. 3 Satz 1 AktG)
⇒ Unternehmensbewertung der A- und B-AG
- **Abfindung in bar** (§ 305 Abs. 1 und Abs. 2 Nr. 3 AktG):
Voller Wert der Beteiligung an der B-AG = Ertragswert der B-AG (§ 305 Abs. 3 AktG)
⇒ Unternehmensbewertung der B-AG

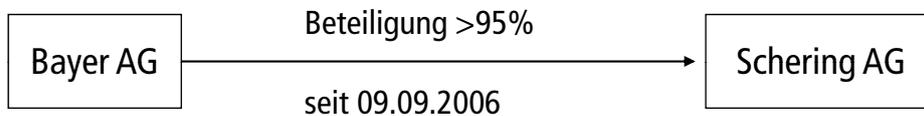
Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss (§ 320 AktG)



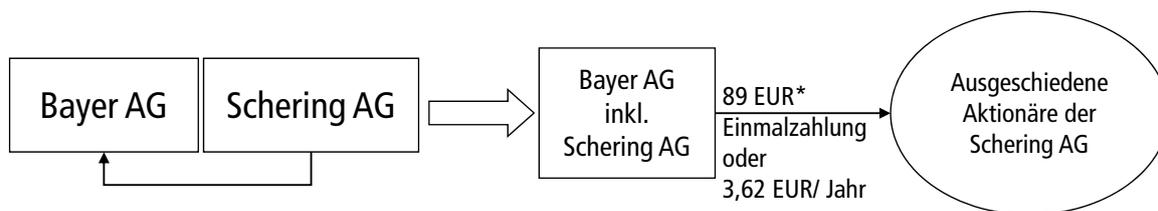
Hauptversammlungs-
beschluss der B-AG:
Eingliederung in A-AG



Beispiel Eingliederung durch Mehrheitsbeschluss: Übernahme der Schering AG durch die Bayer AG



Hauptversammlungs-
 beschluss Schering AG
 vom 14. September 2006:



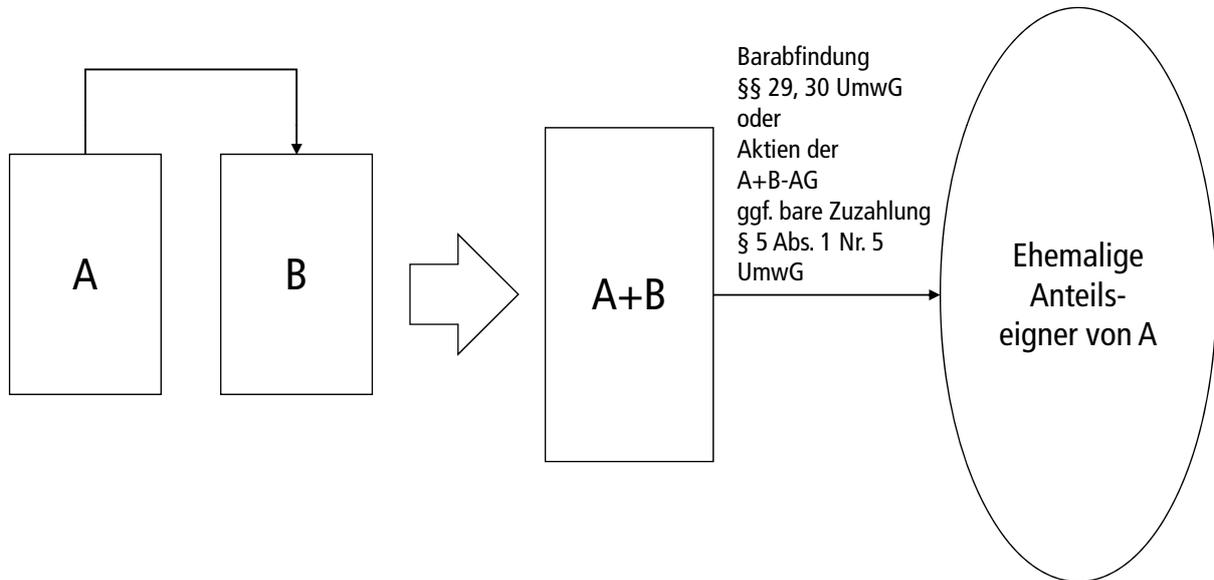
*Transaktionswert: 16,9 Mrd. EUR; Angebot liegt 39% über dem Kurs der Schering Aktie vor Bekanntwerden des Merck KGaA Angebotes

Auszug möglicher Umwandlungsarten nach § 1 Abs. 1 UmwG

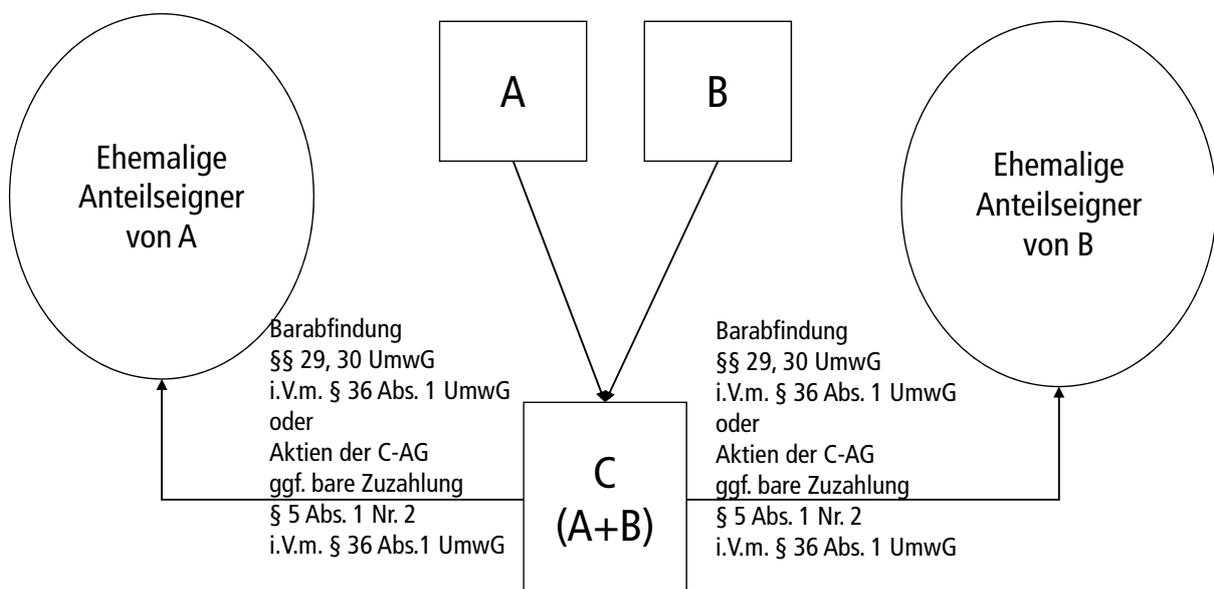
	Verschmelzung (1)	Aufspaltung (2)	Abspaltung (3)	Ausgliederung (4)
durch Aufnahme (a)	§ 2 Nr. 1 A } B } A	§ 123 Abs. 1 Nr. 1 A } B } B, C C }	§ 123 Abs. 2 Nr. 1 A } B } A, B	§ 123 Abs. 3 Nr. 1 A } B } A, B
durch Neugründung (b)	§ 2 Nr. 2 A C B	§ 123 Abs. 1 Nr. 2 A → B, C	§ 123 Abs. 2 Nr. 2 A → A, B	§ 123 Abs. 3 Nr. 2 A → A, B

Übertragender Rechtsträger wird aufgelöst Übertragender Rechtsträger besteht weiterhin

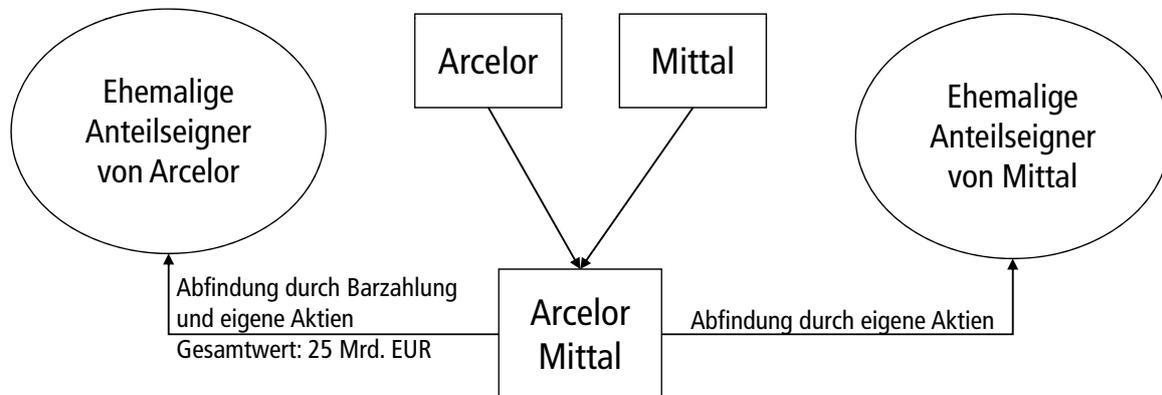
(1a) Verschmelzung durch Aufnahme (§ 2 Nr. 1 UmwG)



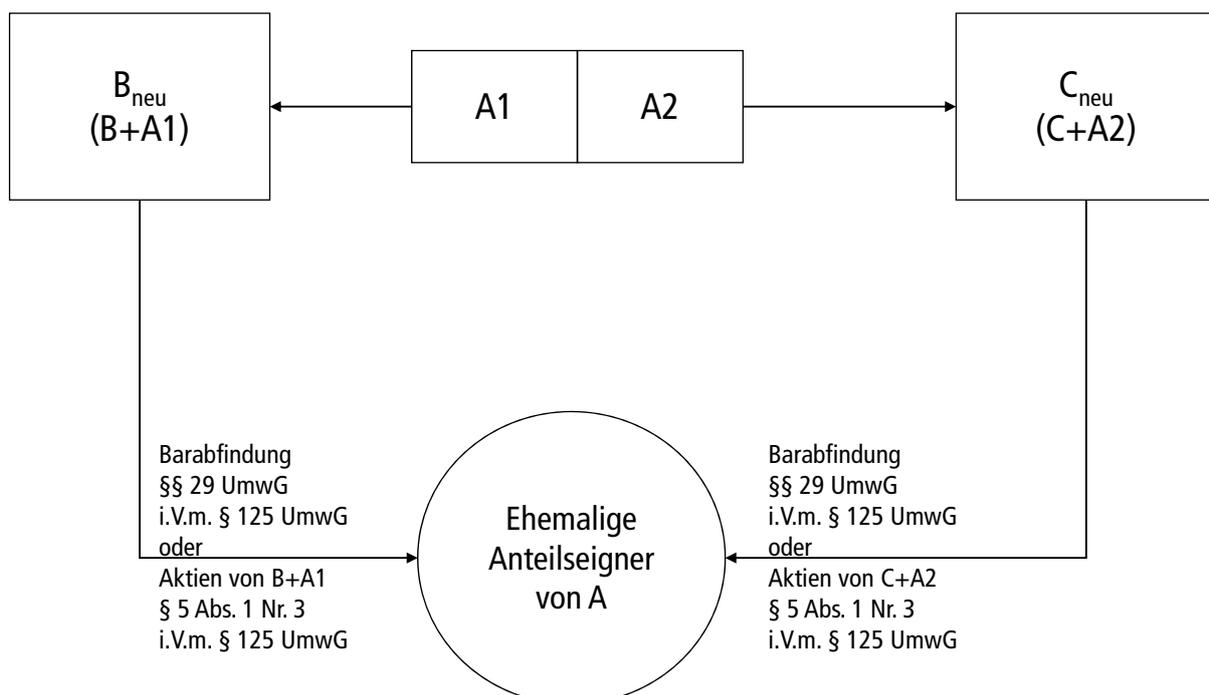
(1b) Verschmelzung durch Neugründung (§ 2 Nr. 2 UmwG)



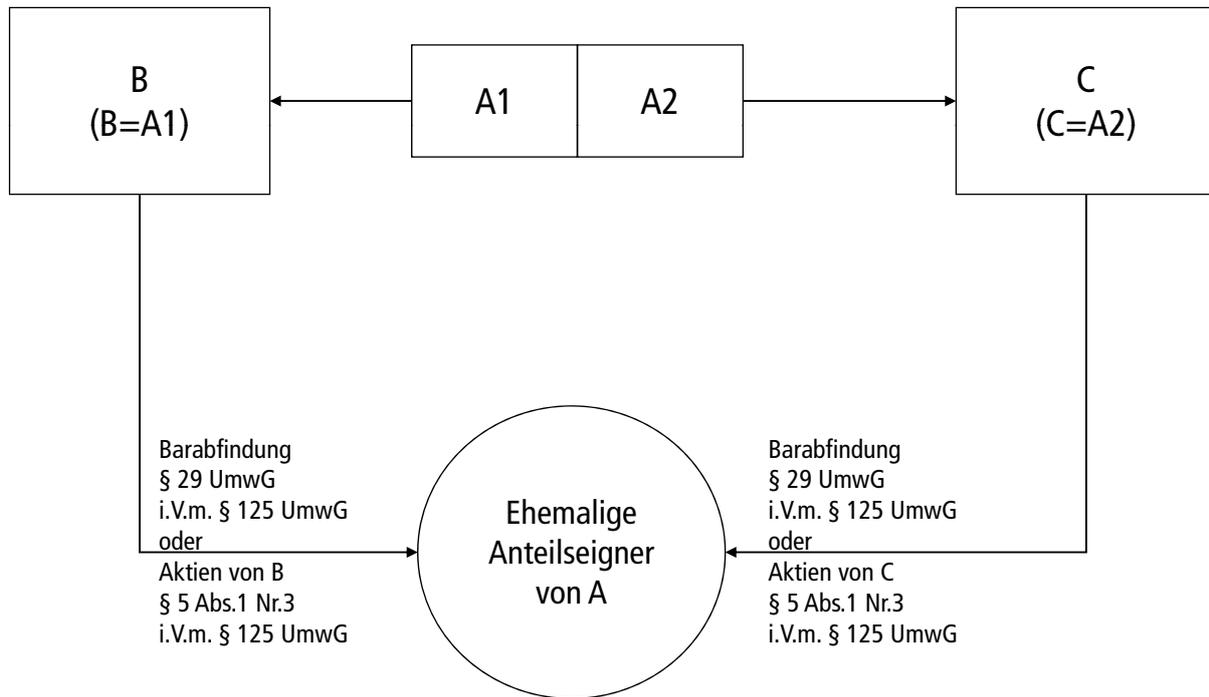
Beispiel Verschmelzung durch Neugründung: Fusion von Mittal Steel und Arcelor zu Arcelor Mittal



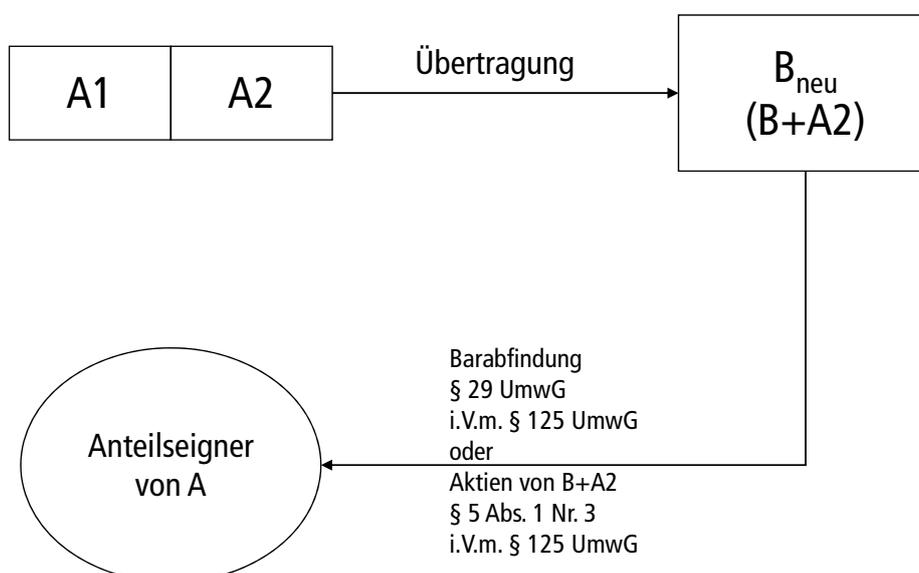
(2a) Aufspaltung zur Aufnahme (§ 123 Abs. 1 Nr. 1 UmwG)



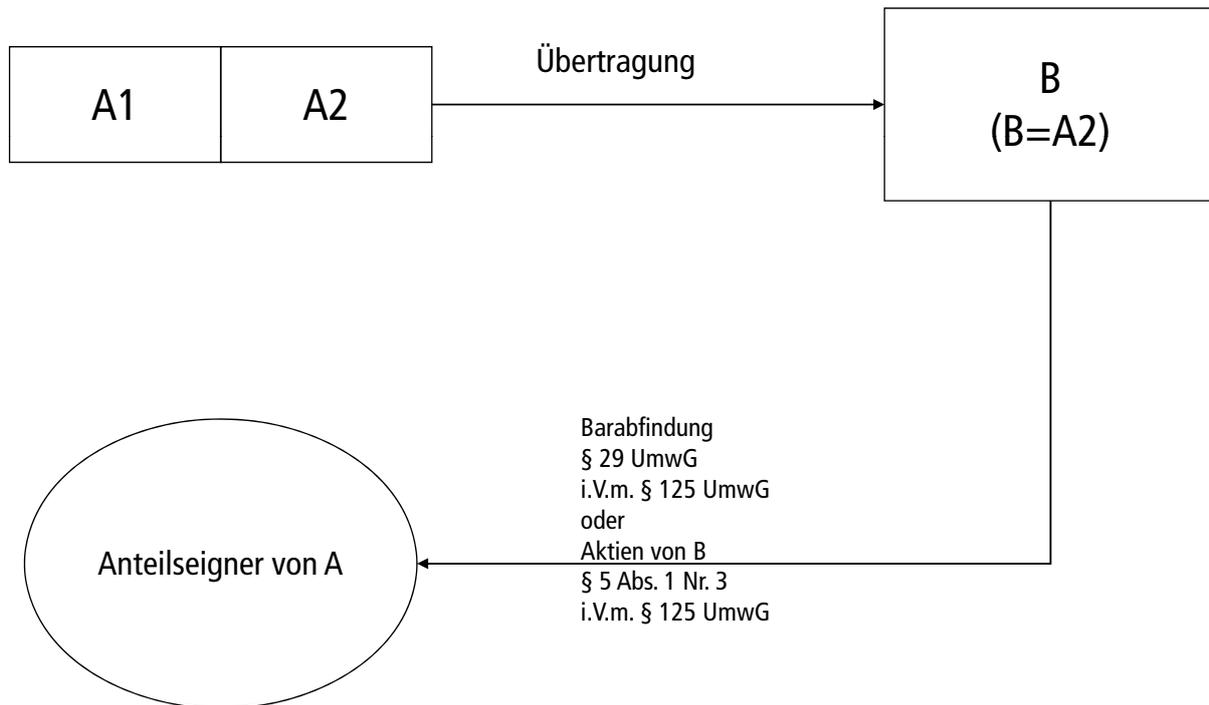
(2b) Aufspaltung zur Neugründung (§ 123 Abs. 1 Nr. 2 UmwG)



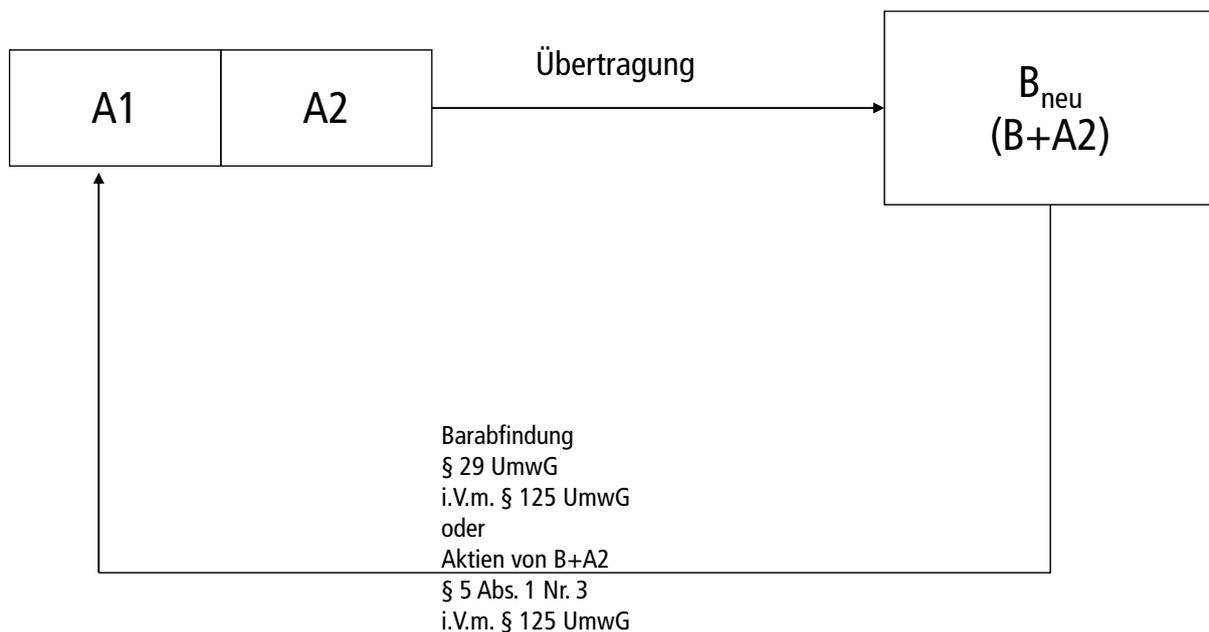
(3a) Abspaltung zur Aufnahme (§ 123 Abs. 2 Nr. 1 UmwG)



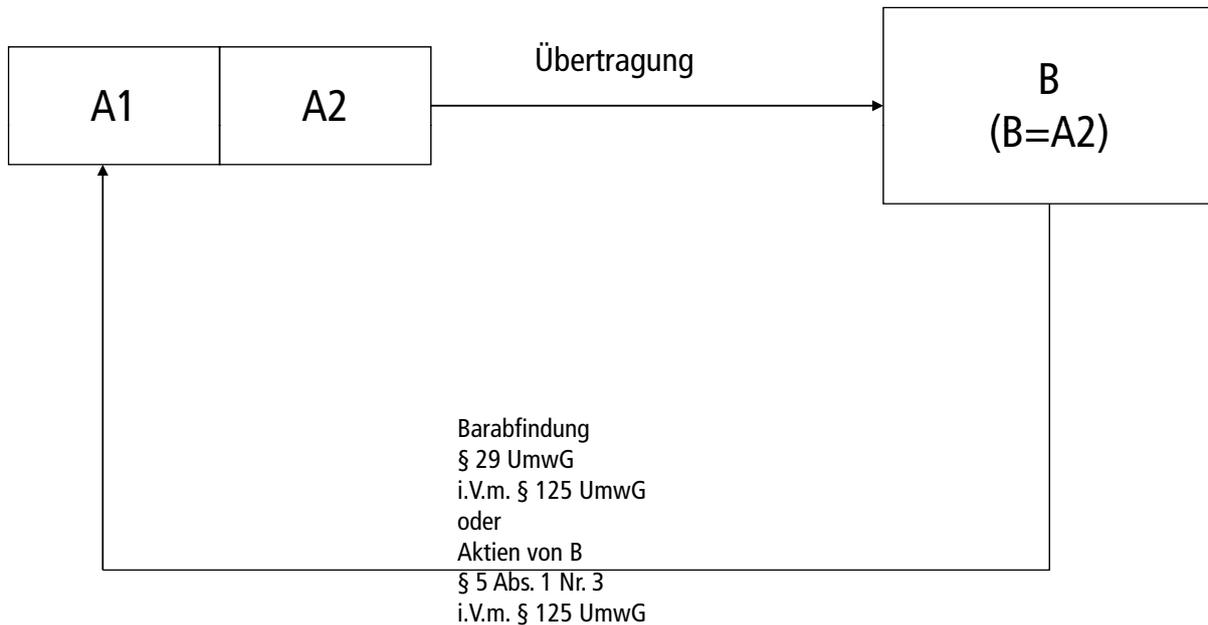
(3b) Abspaltung zur Neugründung (§ 123 Abs. 2 Nr. 2 UmwG)



(4a) Ausgliederung zur Aufnahme (§ 123 Abs. 3 Nr. 1 UmwG)



(4b) Ausgliederung zur Neugründung (§ 123 Abs. 3 Nr. 2 UmwG)

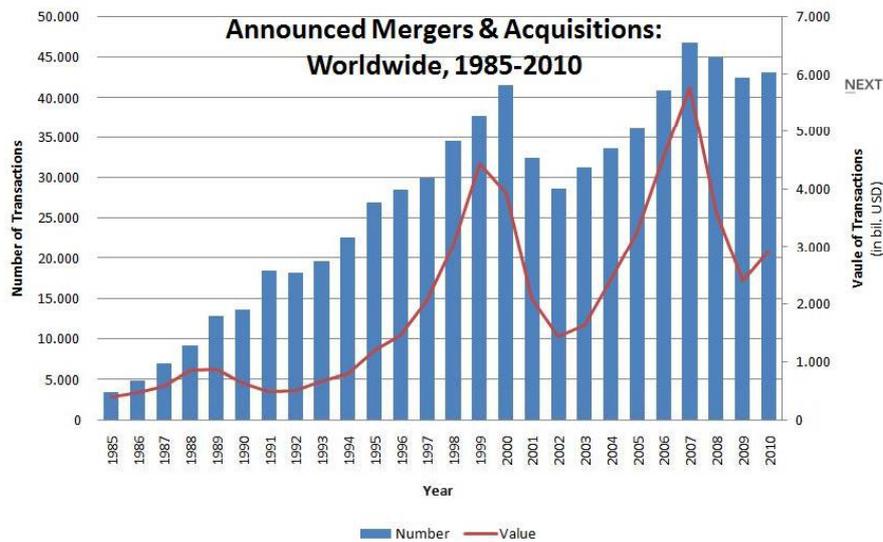


Merger-Wellen in Deutschland 2006-2010



Quelle: <http://www.ma-online.de>, 30.03.2011.

Merger-Wellen weltweit im Zeitraum 1985-2010



Quelle: <http://imaa-institute.org>, 30.03.2011.

Die zehn größten Unternehmenstransaktionen weltweit

Rang	Jahr	Käufe	Ziel	Transaktionswert (in Mio. USD)
1	1999	Vodafone AirTouch Plc.	Mannesmann AG	202.800
2	2000	America Online Inc. (AOL)	Time Warner	164.747
3	2007	Shareholders	Philip Morris Intl. Inc.	107.600
4	2007	RFS Holdings BV.	ABN-AMRO Holding NV.	98.200
5	1999	Pfizer Inc.	Warner-Lambert Co.	89.200
6	1998	Exxon Corp.	Mobil Corp.	78.900
7	2000	Glaxo Wellcome Plc.	SmithKline Beecham Plc.	75.961
8	2004	Royal Dutch Petroleum Co.	Shell Transport & Trading Co	74.559
9	2006	AT&T Inc.	BellSouth Corporation	72.671
10	1998	Travelers Group Inc.	Citicorp	72.600

Quelle: <http://imaa-institute.org>, 30.03.2011.

Die zehn größten Unternehmenstransaktionen in Deutschland

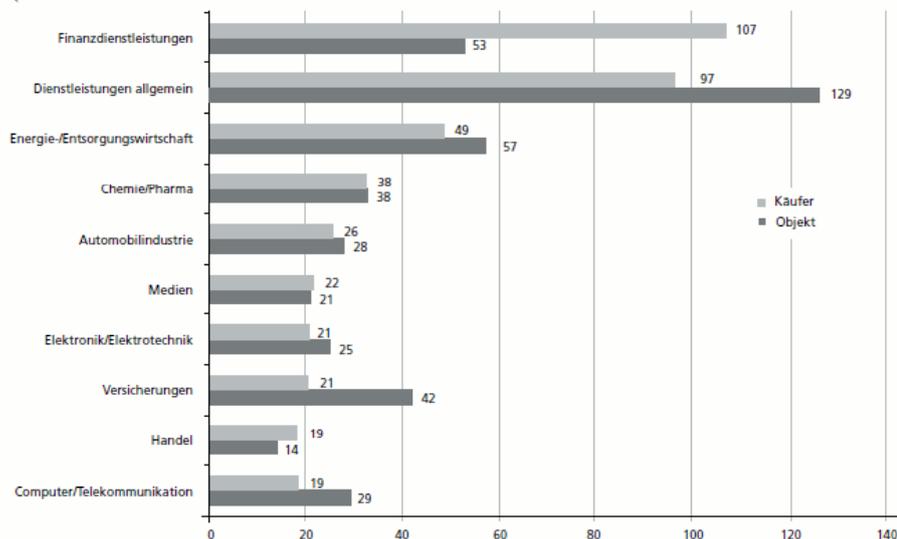
Rang	Jahr	Käufer	Ziel	Transaktionswert (in Mio. USD)
1	1999	Vodafone AirTouch Plc.	Mannesmann AG	202.800
2	1998	Daimler-Benz AG	Chrysler Corp.	40.500
3	2011	AT&T Inc.	T-Mobile US Inc.	39.000
4	2000	Deutsche Telekom AG	VoiceStream Wireless Corp.	29.400
5	1999	Rhone-Poulenc SA	Hoechst AG	21.900
6	2006	Bayer AG	Shering AG	21.400
7	2001	Allianz AG	Dresdner Bank AG	19.700
8	2005	Unicredito Italiano SpA	Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG	18.300
9	2007	Continental AG	Siemens VDO Automotive AG	15.600
10	2007	EON AG	Endesa Italia	14.300

Quelle: <http://imaa-institute.org>, 30.03.2011.

Die wichtigsten Target- und Käuferbranchen im 1. Halbjahr 2010

Wichtigste Ziel- und Käuferbranchen H1 2010

Quelle: M&A DATABASE



Quelle: <http://www.ma-online.de>, 30.03.2011.

Übernahmemodelle

- Beim **Share Deal** wird ein Unternehmen erworben, indem die Anteile an dem Rechtsträger (Personen- oder Kapitalgesellschaft) übernommen werden.
- Beim **Asset Deal** werden die einzelnen Vermögensgegenstände und Schulden eines Unternehmens übernommen.

Bilanzielle Auswirkungen beim Share Deal

- Erwerber
 - Aktivierung einer Beteiligung im Einzelabschluss des erwerbenden Unternehmens.
 - keine planmäßige, sondern ggf. nur außerplanmäßige Abschreibung der Beteiligung
 - Erst im Konzernabschluss kommt es zur Auflösung der stillen Reserven und zum Ausweis des Goodwill.
- Veräußerer
 - Der Verkauf der Beteiligung stellt einen Beteiligungsertrag oder außerordentlichen Ertrag in der Bilanz dar.

Bilanzielle Auswirkungen beim Asset Deal

- Erwerber
 - erhöhtes Abschreibungspotenzial bei abnutzbaren Wirtschaftsgütern
 - Selbst geschaffene immaterielle Wirtschaftsgüter werden ebenfalls aktiviert und abgeschrieben.
 - Aktivierung und ggf. Abschreibung eines Goodwill

- Veräußerer
 - Der durch den Verkauf von einzelnen Wirtschaftsgütern entstehende Veräußerungsgewinn wird zum laufenden Gewinn oder zum außerordentlichen Ergebnis gezählt.

Sachverhalt

Annahmen:

Kaufpreis: 120

Finanzierung aus liquiden Mitteln

AV zu Tageswerten: 75

UV zu Tageswerten: 95

FK: Tageswert = Buchwert

A	Kaufobjekt		P	A	Erwerber		P
AV	50	EK	40	AV	700	EK	900
UV	80	FK	90	UV	2.100	FK	1.900
	130		130		2.800		2.800

Lösung: Asset Deal

A	Erwerber		P
Goodwill	40*	EK	900
AV	775	FK	1.990
UV	2.075		
	2.890		2.890

* Kaufpreis - Substanzwert = $120 - (75 + 95 - 90) = 40$

Lösung: Share Deal

- Nach dem Unternehmenskauf stellt sich die Bilanz des Erwerberunternehmens wie folgt dar:

A	Erwerber		P
AV	700	EK	900
Anteile an verbundenen Unternehmen	120	FK	1.900
UV	1.980		
	2.800		2.800

Kapitalkonsolidierung beim Share Deal

	Bilanz MU	HB II TU	Summen- bilanz	Konsolidierungsspalte		Konzernbilanz
				Soll	Haben	
Goodwill				40		40
AV	700	50	750	25		775
Anteile an verb. U	120		120		120	0
UV	1.980	80	2.060	15		2.075
Σ	2.800	130	2.930			2.890
EK	900	40	940	40		900
FK	1.900	90	1.990			1.990
Σ	2.800	130	2.930	120	120	2.890

Relevante Standards des IDW

- IDW S 1 i. d. F. 2008: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
- IDW RS HFA 10: Bewertung von Beteiligungen für die Zwecke eines handelsrechtlichen Jahresabschlusses
- IDW RS HFA 16: Bewertung bei der Abbildung von Unternehmenserwerben nach IFRS

Kapitel 1 - Grundlagen der Unternehmensbewertung

- 11 Grundlegende Begriffe
- 12 Objektive und subjektive Werte
- 13 Bewertungsanlässe
- 14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten**
- 15 Überblick über die Bewertungsverfahren
- 16 Zusammenfassung

- 1 Grundlagen der Unternehmensbewertung
- 14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten

Übersicht über die Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten

- Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks
- Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit
- Stichtagsprinzip
- Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens
- Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
- Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips
- Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze

Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten (I)

- Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks
 - Art des Unternehmenswertes (objektiver/subjektiver Wert)
 - Funktion des Wirtschaftsprüfers

- Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit
 - keine Addition von Einzelwerten, sondern Bewertung aller zusammenwirkenden Bereiche eines Unternehmens in ihrer Gesamtheit
 - Trennung von betriebsnotwendigem und nicht betriebsnotwendigem Vermögen

Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten (II)

- Stichtagsprinzip
 - Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen.
 - Beachtung der Wurzeltheorie (Bewertungsstichtag entscheidend); Auslegung der Wurzeltheorie in der Literatur teilweise umstritten

- Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens (I)
 - Finanzielle Überschüsse bei Ermittlung eines Unternehmenswertes
 - ⇒ Wertbestimmend sind diejenigen finanziellen Überschüsse, die als Nettoeinnahmen dem Eigentümer zufließen.
 - ⇒ Ermittlung der Nettoeinnahmen durch Einnahmen- oder Ertragsüberschussrechnung auf Unternehmensebene

Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten (III)

- Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens (II)
 - Finanzielle Überschüsse bei Ermittlung eines **objektivierte** Unternehmenswertes
 - ⇒ Unternehmenswert als typisierter und intersubjektiv nachprüfbarer Zukunftserfolgswert
 - ⇒ Bewertungsrelevant sind zum Stichtag bereits eingeleitete Maßnahmen
 - ⇒ Berücksichtigung sog. unechter Synergieeffekte (nicht nur unternehmensindividuell realisierbar)
 - ⇒ Ausschüttungsannahme gem. dokumentierten Unternehmenskonzept (Detailplanungsphase) bzw. gem. der Alternativenanlage (Restwertphase)
 - ⇒ Typisierte Managementfaktoren
 - ⇒ Typisierte Ertragsteuern auf Anteilseignerebene

Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten (IV)

- Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens (III)
 - Finanzielle Überschüsse bei Ermittlung **subjektiver** Entscheidungswerte
 - ⇒ Die bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erforderlichen Typisierungen werden durch individuelle Konzepte/Annahmen ersetzt.
 - ⇒ Bewertungsrelevant sind neben zum Stichtag bereits eingeleiteten Maßnahmen auch erst geplante bzw. beabsichtigte Maßnahmen.
 - ⇒ Berücksichtigung unechter sowie echter Synergieeffekte (echte Synergieeffekte sind im Gegensatz zu unechten nur in einem sehr spezifischen Unternehmenskontext realisierbar)
 - ⇒ Individuelle Managementfaktoren
 - ⇒ Tatsächliche Ertragsteuern auf Anteilseignerebene

Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten (V)

- Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
 - Gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
 - Höherer Wert aus Liquidationswert (abzgl. Veräußerungskosten, nach Berücksichtigung steuerlicher Folgen) und Barwert der finanziellen Überschüsse bei Verbleib im Unternehmen ist anzusetzen.

- Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips

- Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze:
 - Eine realistische Prognose künftiger ausschüttungsfähiger Zahlungsüberschüsse des Bewertungsobjekts ist durchzuführen.
 - Es darf nicht von der ungünstigsten Datenkonstellation ausgegangen werden.
 - Eintrittswahrscheinlichkeiten sollten nicht unbegründet pessimistisch sein.

Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten (VI)

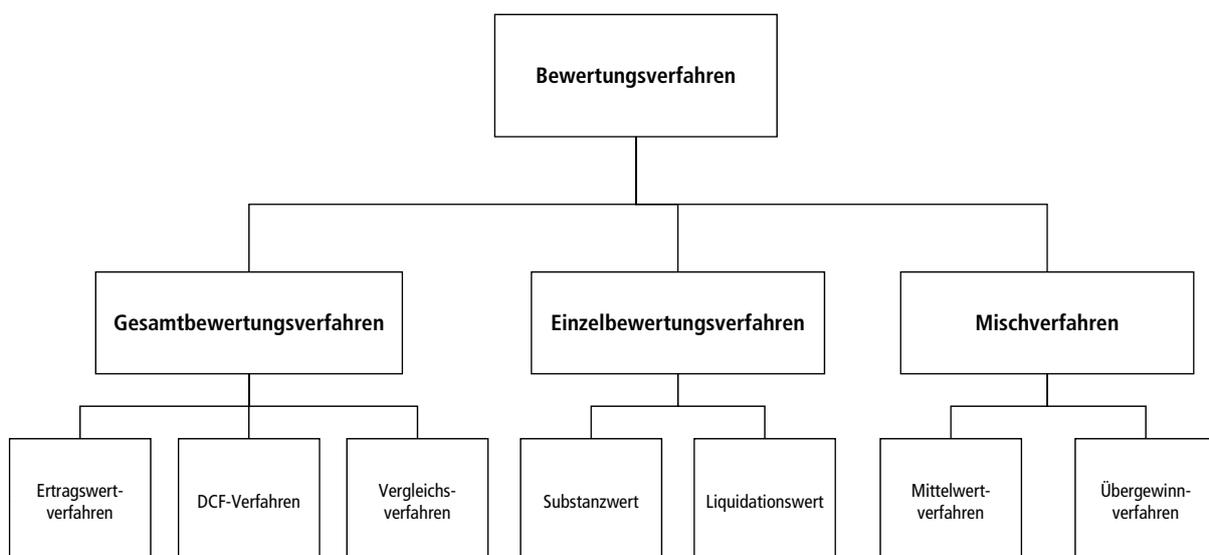
- Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze:
 - Verdeutlichung der wesentlichen Annahmen und Vermeidung von nicht eindeutigen Formulierungen (Klarheit der Berichterstattung)
 - Ein sachkundiger Dritter muss das Bewertungsergebnis zumindest mittels der Arbeitspapiere nachvollziehen und die Auswirkungen der getroffenen Annahmen auf den Unternehmenswert abschätzen können (intersubjektive Nachprüfbarkeit).
 - Die Quelle der Annahmen (externer Dritter, Gutachter, Auftraggeber) muss klar aus der Berichterstattung hervorgehen.

Kapitel 1 - Grundlagen der Unternehmensbewertung

- 11 Grundlegende Begriffe
- 12 Objektive und subjektive Werte
- 13 Bewertungsanlässe
- 14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
- 15 Überblick über die Bewertungsverfahren**
- 16 Zusammenfassung

- 1 Grundlagen der Unternehmensbewertung
- 15 Überblick über die Bewertungsverfahren

Gesamtbewertungs-, Einzelbewertungs- und Mischverfahren



Systematisierung von Verfahren zur Unternehmensbewertung

- Gesamtbewertungsverfahren
 - Das Unternehmen wird als Investitionsobjekt betrachtet.
 - Die Verfahren basieren auf dem Kapitalwertkalkül oder auf Marktdaten.

- Einzelbewertungsverfahren
 - Der Ansatz einzelner Wertpositionen wird betrachtet.
 - Bilanz und Inventar bilden die Grundlage.
 - Die Verfahren basieren auf der Annahme der Liquidation oder des Nachbaus eines Unternehmens.

- Mischverfahren
 - Einzel- und Gesamtbewertungsverfahren bilden die Grundlage.
 - Es erfolgt eine (willkürliche) Gewichtung von Substanzwert und Ertragswert.

Kapitel 1 - Grundlagen der Unternehmensbewertung

- 11 Grundlegende Begriffe
- 12 Objektive und subjektive Werte
- 13 Bewertungsanlässe
- 14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
- 15 Überblick über die Bewertungsverfahren
- 16 **Zusammenfassung**

Zusammenfassung der wesentlichen Grundlagen

- Wertvorstellungen sind immer relativ zu den Rahmenbedingungen zu sehen.
- Der Wert eines Unternehmens ist daher in der Regel als subjektiver Wert zu interpretieren.
- Dabei bestimmen der Anlass der Bewertung sowie die Stellung des Bewertenden das anzuwendende Verfahren.
- Die Ermittlung von Unternehmenswerten kann grds. mit Hilfe von Gesamtbewertungs-, Einzelbewertungs- oder Mischverfahren vorgenommen werden.
- Es sind die allgemeinen Bewertungsgrundsätze des IDW S 1 zu beachten.