

Unternehmensbewertung

Prof. Dr. Stefan Thiele

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



Literaturhinweise (I)

- Ballwieser, Wolfgang: Unternehmensbewertung: Prozess, Methoden und Probleme, 3. Aufl., Stuttgart 2011.
- Dörschell, Andreas/Franken, Lars/Schulte, Jörn: Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2012.
- 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, 4. Aufl., Wiesbaden 2013.
- Peemöller, Volker H. (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Herne 2012.

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

12 Entwicklung der Unternehmensbewertung

13 Anlässe, Funktionen und Zwecke der Unternehmensbewertung

14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten nach IDW S 1

15 Überblick über die Verfahren der Unternehmensbewertung

16 Zusammenfassung

Erläuterung wichtiger Begriffe

- Bewertung
 - ⇒ ist die Zuordnung eines Wertes, zumeist in Form einer Geldgröße, zu einem Gegenstand.
- Bewertungssubjekt
 - ⇒ 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.

Relevante Standards des IDW

- IDW S 1 i. d. F. 2008: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen
- IDW S 5: Grundsätze zur Bewertung immaterieller Vermögenswerte
- 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

Abgrenzung „Wert“ und „Preis“ (I)

„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 i. d. R. aus dem Vergleich mit einer alternativen Investitionsmöglichkeit ergibt (z. B. Verkauf oder 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).

Abgrenzung „Wert“ und „Preis“ (II)

- Der **Preis** wird i. d. R. auf einem Markt mit einer Vielzahl von Anbietern und Nachfragern gebildet.
- Ein solcher Markt ist allerdings meist bei Anlässen einer Unternehmensbewertung (z. B. Kauf-/Verkaufssituation) nicht vorhanden, so dass kein Gleichgewichtspreis im Sinne der neoklassischen Preislehre zustande kommen kann.
- Ziel einer Unternehmensbewertung ist daher die Bewertung des Nutzens, den ein Anteilseigner aus der Beteiligung an dem Unternehmen ziehen kann. Dieses Ergebnis kann anschließend als Unterstützung der beteiligten Parteien zur Argumentation in Verhandlungssituationen dienen.

Individuelle Vorstellungen

- Käufer und Verkäufer besitzen unterschiedliche individuelle Ziel-, Bedürfnis- und/oder Nutzenstrukturen.
- Daraus ergeben sich unterschiedliche Unternehmenswerte.
 - UW_K = Preisobergrenze des Käufers
 - UW_V = Preisuntergrenze des Verkäufers
 - $UW_V \leq \text{Marktpreis/Verhandlungsspielraum} \leq UW_K$

Kapitel 1 - Grundlagen der Unternehmensbewertung

- 11 Grundlegende Begriffe
- 12 **Entwicklung der Unternehmensbewertung**
 - 121. Überblick
 - 122. Objektive Unternehmensbewertung
 - 123. Subjektive Unternehmensbewertung
 - 124. Funktionale Unternehmensbewertung
- 13 Anlässe, Funktionen und Zwecke der Unternehmensbewertung
- 14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten nach IDW S 1
- 15 Überblick über die Verfahren der Unternehmensbewertung
- 16 Zusammenfassung

Unterschiedliche Sichtweisen auf den Unternehmenswert

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

- In diesem Zusammenhang müssen die folgenden Fragen beantwortet werden:
 - Besitzt ein Objekt fundamentale Eigenschaften, die einen Wert begründen? (objektive Sichtweise)
 - Leitet sich der Wert eines Objektes allein daraus ab, dass jemand dieses Objekt als wertvoll empfindet? (subjektive Sichtweise)

⇒ Wertvorstellungen sind abhängig von den zugrunde gelegten Prämissen.

Objektive Unternehmensbewertung

- Der Unternehmenswert wird als **natürliche Eigenschaft** eines Wirtschaftsguts angesehen, d. h. er ist unabhängig von individuellen Nutzensvorstellungen.
- Unternehmenswert = „Unternehmen, wie es steht und liegt“
- Keine Verhandlung zwischen Käufer und Verkäufer notwendig, da der Wert für alle Marktteilnehmer gleich ist ($UW_V = \text{Marktwert} = UW_K$)
- Orientierung an **vergangenen und gegenwärtigen Verhältnissen** und nicht an künftigen Entwicklungen
- Kritik an dieser Vorgehensweise, da Wertvorstellungen generell subjektiv sind

Subjektive Unternehmensbewertung

- Der Unternehmenswert wird als **Gebrauchswert** aufgefasst, d. h. der Unternehmenswert entspricht dem Grad der Befriedigung der individuellen Bedürfnisse.
- Das Unternehmen hat damit nicht einen einzigen Wert, sondern für jeden Bewertungsinteressenten einen spezifischen und grundsätzlich anderen Wert.
- Der Unternehmenswert spiegelt damit die **Konzessionsbereitschaft** eines Bewertungssubjektes wider.
- Durch diese Prämissen wird der **Zukunftsbezug** stärker in den Vordergrund gestellt. Es wird betrachtet, welchen künftigen Nutzen das Unternehmen für den Anteilseigner erwirtschaften kann (Barwertkalkül). Damit wird die Verbindung zur Investitionstheorie hergestellt.

Funktionale Unternehmensbewertung

- Die subjektive Unternehmensbewertung wurde kritisiert, da sie nicht alle Bewertungszwecke abdecken konnte. So konnten Konfliktsituationen, in denen konträre Positionen aufeinander trafen und ein fairer Interessenausgleich gefunden werden musste, nicht gelöst werden.
- Prämisse der funktionalen Unternehmensbewertung: **Bewertungszweck** ist maßgeblich, so dass ein Objekt für ein und dasselbe Bewertungssubjekt je nach Aufgabenstellung unterschiedliche Werte haben kann (**Zweckabhängigkeit des Unternehmenswertes**).
- „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).

Entwicklungsphasen der Unternehmensbewertung

Entwicklungsphasen der Unternehmensbewertung			
Kriterien/Phase	1. Phase	2. Phase	3. Phase
Zeitraum	bis 1959	1960 – 1970	seit 1971
Konzeption	Objektive Unternehmensbewertung	Subjektive Unternehmensbewertung	Funktionale Unternehmensbewertung
Bewertungskriterien	Substanzwert	Substanz- und Ertragswert	Ertragswert

Quelle: In Anlehnung an Mandl, G./Rabel, K., Unternehmensbewertung, S. 6.

Kapitel 1 - Grundlagen der Unternehmensbewertung

- 11 Grundlegende Begriffe
- 12 Konzeptionen der Unternehmensbewertung
- 13 Zweckabhängigkeit des Unternehmenswertes**
 - 131. Anlässe einer Unternehmensbewertung
 - 132. Zwecke der Unternehmensbewertung
 - 133. Zusammenhang zwischen Anlässen und Zwecken der Unternehmensbewertung
- 14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten
- 15 Überblick über die Bewertungsverfahren
- 16 Zusammenfassung

Systematisierung der Bewertungsanlässe

- Grundsätzlich dient die Ermittlung eines Unternehmenswertes der Beantwortung einer mit dem Anlass verbundenen wirtschaftlichen Fragestellung.

- Nach IDW S 1 werden folgende Bewertungsanlässe unterschieden:
 - Unternehmensbewertungen aufgrund **gesetzlicher** oder **vertraglicher Vorschriften**
 - Unternehmensbewertungen für **Zwecke der externen Rechnungslegung**
 - Unternehmensbewertungen im Zusammenhang mit **unternehmerischen Initiativen**

Bewertungen aufgrund gesetzlicher oder vertraglicher Vorschriften

- **Gesetzliche Vorschriften** zur Durchführung einer Bewertung sind vor allem im AktG und im UmwG genannt:
 - Nach dem AktG erfolgen Bewertungen bei Abschluss von Unternehmensverträgen, bei Eingliederungen oder beim Squeeze-Out von Gesellschaftern.
 - Das UmwG sieht Bewertungen zur Ermittlung einer Barabfindung oder eines Umtauschverhältnisses bei Spaltungen oder Verschmelzungen vor.

- **Vertragliche Vorschriften** betreffen i. d. R. den Ein- und Austritt von Gesellschaftern, Erbauseinandersetzungen, Abfindungsfälle im Familienrecht und Schiedsverträge.

Bewertungen für Zwecke der externen Rechnungslegung

- Ein zentraler Anlass für handelsrechtliche Zwecke ist die **Bewertung von Beteiligungen**. Ziel ist die Ermittlung des beizulegenden Wertes der Beteiligung.
- Bei der Bilanzierung nach IFRS stehen folgende Anlässe im Mittelpunkt:
 - Identifikation und Bewertung einzelner Vermögenswerte und Schulden bei der **Kaufpreisallokation** nach IFRS 3
 - **Prüfung der Werthaltigkeit einzelner Vermögenswerte**, vor allem des Geschäfts- oder Firmenwertes, nach IAS 36
- Maßgebliche Standards sind hierfür IDW RS HFA 10 (HGB) und IDW RS HFA 16 (IFRS), die konkretisieren, wie die betriebswirtschaftlichen Grundsätze des IDW S 1 anzuwenden sind.

Bewertungen im Zusammenhang mit unternehmerischen Initiativen

- In folgenden Situationen werden Bewertungen im Zusammenhang mit unternehmerischen Initiativen durchgeführt:
 - Kauf und Verkauf von Einzelunternehmen, Personen- oder Kapitalgesellschaften
 - Fusionen
 - Eigen- oder Fremdkapitalzuführungen
 - Management Buy Outs
 - Wertorientierte Managementkonzepte

- Diese Anlässe repräsentieren einen großen Anteil der in der Praxis durchgeführten Unternehmensbewertungen.

Alternative Systematisierung der Bewertungsanlässe

- Daneben lassen sich die Bewertungsanlässe auch wie folgt systematisieren:
 - entscheidungsabhängige vs. entscheidungsunabhängige Bewertungsanlässe
 - transaktionsbezogene vs. nicht transaktionsbezogene Bewertungsanlässe
 - dominierte vs. nicht dominierte Entscheidungen
- Oftmals werden diese Systeme auch kombiniert, indem zuerst in transaktionsbezogene und nicht transaktionsbezogene Anlässe unterteilt wird und innerhalb der transaktionsbezogenen Anlässe zwischen dominierten und nicht dominierten Anlässen differenziert wird.

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/Austritt eines Gesellschafters
 - ⇒ Umgründungen
 - ⇒ Börsengang
 - unfreiwillige Transaktionen
 - ⇒ gesellschaftsvertragliche Klauseln bei Kündigung „lästiger Gesellschafter“

- Nicht transaktionsbezogener Anlass
 - Kreditwürdigkeitsprüfungen
 - Sanierungen
 - Wertorientierte Unternehmensführung

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 Unternehmensführung 	X X X X	X

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

Überblick über die Funktionen der Unternehmensbewertung

- Die **funktionale Bewertungslehre** geht davon aus, dass der Bewertungszweck den Unternehmenswert determiniert. Dabei kann jedem Bewertungszweck auch eine **Bewertungsfunktion** zugeordnet werden.
- Hierbei werden beispielsweise die Beratungs- und Vermittlungsfunktion als **Hauptfunktionen** bezeichnet.
- Die Bilanz- und Steuerbemessungsfunktion stellen **Nebenfunktionen** dar.

Hauptfunktionen der Unternehmensbewertung

- **Entscheidungs- bzw. Beratungsfunktion**
 - ⇒ Ermittlung eines Grenzwertes, bis zu dem Konzessionsbereitschaft einer Partei in einer bestimmten Konfliktsituation (meist Änderung der Eigentumsverhältnisse) herrscht

- **Vermittlungsfunktion**
 - ⇒ Ermittlung eines Kompromisswertes durch Rationalität und parteibezogene Angemessenheit

- **Argumentationsfunktion**
 - ⇒ Ermittlung der Gesamtheit von Gründen und 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

Zwecke der Unternehmensbewertung

- Aufgrund der Maßgabe der Zweckabhängigkeit des Unternehmenswertes ist vor jeder Bewertung der jeweilige **Bewertungszweck eindeutig zu formulieren.**

- Im Allgemeinen werden dabei folgende Zwecke unterschieden:
 - Ermittlung von Entscheidungswerten
 - Ermittlung von Marktwerten
 - Ermittlung von Schiedswerten
 - Ermittlung von Argumentationswerten
 - Ermittlung von Buch- und Bilanzwerten
 - Ermittlung von Steuerbemessungsgrundlagen

Ermittlung von Entscheidungswerten

- Der Bewerter nimmt bei der Ermittlung von Entscheidungswerten eine Beratungsfunktion wahr.
- Die ermittelten Werte können als **Grenzpreise** verstanden werden: Für einen potentiellen Käufer stellen sie die Preisobergrenze und für einen potentiellen Verkäufer die Preisuntergrenze dar.
- Somit werden die jeweiligen subjektiven **Grenzen der Konzessionsbereitschaft** ermittelt.
- Auch bei weiteren transaktionsbezogenen Bewertungsanlässen, wie Verschmelzung, Spaltung oder Einbringung, können personenspezifische Entscheidungswerte ermittelt werden.

Ermittlung von Marktwerten (I)

- Der Marktwert entspricht dem Unternehmenswert aus **Sicht der** am Kapitalmarkt agierenden **Eigen- und Fremdkapitalgeber**.
- Zur Berechnung des Marktwertes müssen daher **kapitalmarktorientierte Verfahren** verwendet werden. Meist wird dabei auf den Barwert der künftigen Zahlungen zurückgegriffen.
- Determinanten des Marktwertes sind neben den künftigen Zahlungen vor allem die Renditeforderungen der Kapitalgeber. Diese werden i. d. R. anhand eines kapitalmarkttheoretischen Modells, wie dem CAPM ermittelt.

Ermittlung von Marktwerten (II)

- Anwendungsbereiche der Ermittlung von Marktwerten sind die wertorientierte Unternehmensführung, die Ermittlung des Emissionspreises bei Börsengängen und die Strategieevaluation.
- Ziel bei der wertorientierten Unternehmensführung ist es, die Strategie auf die nachhaltige **Steigerung des Unternehmenswertes** (Shareholder Value) auszurichten. Dabei soll nur in solche Projekte investiert werden, die den Unternehmenswert erhöhen.
- Ebenfalls kann anhand des ermittelten Marktwertes eine Beurteilung über einen Kauf eines anderen Unternehmens erfolgen.

Ermittlung von Schiedswerten

- Der Bewerter nimmt bei der Ermittlung von Schiedswerten eine **Vermittlungsfunktion** wahr.
- Seine Aufgabe ist es, zwischen verschiedenen Parteien einen **fairen und angemessenen Interessenausgleich** herbeizuführen. Der so ermittelte Wert wird als Schiedswert bezeichnet.
- Speziell bei dominierten Konfliktsituationen, wie bei Abfindungsansprüchen ausscheidender Gesellschafter, muss eine Einigung gefunden werden, obwohl meist kein Einigungsbereich im Sinne der Markttheorie besteht.
- Weiterhin müssen dabei neben betriebswirtschaftlichen Aspekten auch die rechtlichen Rahmenbedingungen beachtet werden.

Ermittlung von Argumentationswerten

- Ziel der Ermittlung eines Argumentationswertes ist es, den jeweiligen Verhandlungspartner zu beeinflussen, indem **Argumente** gefunden werden, die **die eigene Position stärken** oder **die des Verhandlungspartners schwächen**.
- Ein Argumentationswert kann nur dann sinnvoll ermittelt werden, wenn der eigene Entscheidungswert bekannt ist und plausible Einschätzungen bezüglich des Entscheidungswertes des Verhandlungspartners vorgenommen wurden.

Weitere Zwecke der Unternehmenswertermittlung

- Bilanzfunktion: Bewertungen für **Zwecke eines Jahresabschlusses**
 - Ermittlung von Buchwerten von Beteiligungen nach IDW RS HFA 10,
 - Bewertung bei der Abbildung von Unternehmenserwerben nach IFRS nach IDW RS HFA 16 oder
 - Ermittlung des Abschreibungsbedarfes von Vermögenswerten oder zahlungsmittelgenerierenden Einheiten nach IAS 36.

- Steuerbemessungsfunktion: Ermittlung von **Bemessungsgrundlagen für die Steuerfestsetzung**, z. B. bei der Erbschaftsteuer („vereinfachtes Ertragswertverfahren“ nach BewG).

Zusammenhang Anlässe und Zwecke einer Unternehmensbewertung

- Mit einem Bewertungsanlass können verschiedene Bewertungszwecke verbunden sein:
 - Abfindung eines Gesellschafters:
 - ⇒ Entscheidungswert zur Ermittlung einer subjektiven Entscheidungsgrundlage
 - ⇒ Argumentationswerte für die Verhandlungen
 - ⇒ Schiedswert für angemessenen Ausgleich
 - Verkauf eines Unternehmens:
 - ⇒ Entscheidungswert für eine der beteiligten Parteien
 - ⇒ Schiedswert als Vorschlag zu einer Einigung

- Für die **Auswahl eines geeigneten Bewertungsverfahrens** ist dabei lediglich der Bewertungszweck entscheidend.

- 13 Zweckabhängigkeit des Unternehmenswertes
- 133. Zusammenhang zwischen Anlässen und Zwecken der Unternehmensbewertung

Zusammenhang Bewertungszweck und Funktion des Bewerter

Die folgende Abbildung veranschaulicht den Zusammenhang zwischen dem Bewertungszweck, der Funktion des Bewerter und der Stellung des Bewerter zu den Parteien:

Bewertungszweck	Funktion des Bewerter	Stellung des Bewerter zu den Parteien
Entscheidungswertermittlung	Berater	parteiisch
Marktwertermittlung	Berater oder neutraler Gutachter	parteiisch oder unparteiisch
Schiedswertermittlung	Schiedsgutachter	unparteiisch
Argumentationswertermittlung	Berater	parteiisch

Quelle: In Anlehnung an Mandl, G./Rabel, K., Unternehmensbewertung, S. 25.

Kapitel 1 - Grundlagen der Unternehmensbewertung

- 11 Grundlegende Begriffe
- 12 Entwicklung der Unternehmensbewertung
- 13 Anlässe, Funktionen und Zwecke der Unternehmensbewertung
- 14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten nach IDW S 1**
- 15 Überblick über die Verfahren der Unternehmensbewertung
- 16 Zusammenfassung

Überblick über die Bewertungsgrundsätze nach IDW S 1

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

Maßgeblichkeit des Bewertungszwecks

- Die Art der Ermittlung des Unternehmenswertes entscheidet über das anzuwendende Bewertungsverfahren und dabei zu beachtende Implikationen bei der Prognose der künftigen finanziellen Überschüsse und des Kapitalisierungszinssatzes.
- Der Bewertungszweck ist ebenfalls maßgeblich für die Funktion des Bewerter. Hierbei sind nach IDW S 1 folgende Konstellationen möglich:

Bewertungszweck	Funktion des Bewerter
Objektivierter Unternehmenswert	neutraler Gutachter
Subjektiver Entscheidungswert	Berater
Einigungswert	Schiedsgutachter

Bewertung der wirtschaftlichen Unternehmenseinheit

- Keine Addition von Einzelwerten der Vermögensgegenstände und Schulden, sondern Bewertung aller zusammenwirkenden Bereiche eines Unternehmens in ihrer Gesamtheit (**Gesamtbewertung**).
- Entscheidend für die Bewertung sind einzig die **finanziellen Überschüsse** aus dem Zusammenwirken der einzelnen Teilbereiche des Unternehmens.
- **Abgrenzung des Bewertungsobjektes** ist notwendig. Das abgegrenzte Bewertungsobjekt muss indes nicht zum Bewertungszeitpunkt rechtlich oder wirtschaftlich vorhanden sein.
- Probleme können sich bei rechtlich unselbständigen Teilbereichen aufgrund offener Zurechnungsfragen ergeben (z. B. bei Verrechnungspreisen) ergeben.

Stichtagsprinzip

- Unternehmenswerte sind zeitpunktbezogen. Daher müssen sie auf einen vorher bestimmten **Bewertungstichtag** ermittelt werden.
- Bei Auseinanderfallen von Bewertungstichtag und Zeitpunkt der Bewertung ist der Kenntnisstand zu beachten, der am Bewertungstichtag hätte erlangt werden können.
- Beachtung der **Wurzeltheorie**: Es müssen diejenigen Entwicklungen berücksichtigt werden, deren Wurzeln bereits zum Bewertungstichtag gelegt wurden.
- Auslegung der Wurzeltheorie ist in der Literatur teilweise umstritten.

Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens (I)

- Grundsätzlich werden die künftigen finanziellen Überschüsse zahlungsstromorientiert ermittelt.
- Nach dem **Zuflussprinzip** sind nur die finanziellen Vorteile in die Bewertung einzubeziehen, die als Nettoeinnahme in den Verfügungsbereich des Eigentümers gelangen.
- Die Berechnungen stützen sich dabei auf aufeinander abgestimmte Plan-Bilanzen, Plan-GuVen und Finanzplanungen.
- Die künftigen Nettoeinnahmen können auf folgende Weise bestimmt werden:
 - Einnahmeüberschussrechnung oder
 - Ertragsüberschussrechnung

Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens (II)

- Wird auf eine Einnahmeüberschussrechnung zurückgegriffen, muss die **Ausschüttungsfähigkeit** der Einnahmen überprüft werden.
- Hierzu ist es erforderlich, eine separate Ermittlung der handelsrechtlichen Ertragsüberschüsse vorzunehmen.
- Anhand dieser können **rechtliche Restriktionen**, wie handelsrechtliche Verlustvorträge, oder die Bildung einer gesetzlichen Rücklage, die einer Ausschüttung entgegenstehen, aufgedeckt werden.

Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens (III)

- Auch bei Rückgriff auf eine Ertragsüberschussrechnung müssen rechtliche Ausschüttungsrestriktionen beachtet werden.
- Zudem muss eine ergänzende **Finanzbedarfsrechnung** aufgestellt werden, da die Ausschüttung an die Eigentümer meist aus Ertrags- und Aufwandsgrößen ermittelt wird.
- Anhand der Finanzbedarfsrechnung kann ein **Mittelbedarf oder -überschuss** aufgedeckt werden. Ein Mittelbedarf ist anschließend z. B. durch Aufnahme von Fremdkapital zu decken und ein Mittelüberschuss kann beispielsweise zur Kredittilgung verwendet werden.

Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens (IV)

- Besonderheiten der Prognose finanzieller Überschüsse bei der Ermittlung eines **objektivierten** 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. dokumentiertem Unternehmenskonzept (Detailplanungsphase) bzw. gem. der Alternativanlage (Restwertphase)
 - Einbezug typisierter Managementfaktoren
 - Typisierte Ertragsteuern auf Anteilseignerebene

Bewertung des betriebsnotwendigen Vermögens (V)

- Besonderheiten der Prognose finanzieller Überschüsse bei der Ermittlung **subjektiver** Entscheidungswerte
 - Die bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte erforderlichen Typisierungen werden durch individuelle Konzepte und 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)
 - Berücksichtigung individueller Managementfaktoren
 - Tatsächliche Ertragsteuern auf Anteilseignerebene

Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

- Gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens
- Abgrenzung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens:
 - Funktionale Abgrenzung: alle Vermögensgegenstände, die nicht die **eigentliche Unternehmensaufgabe** beeinflussen.
 - Wertbezogene Abgrenzung: alle Vermögensgegenstände, die veräußert werden können, ohne dass die finanziellen Überschüsse wesentlich verändert werden.
- Dem Grundsatz der Gesamtbewertung folgend, ist auf die funktionale Abgrenzung abzustellen.
- Nicht betriebsnotwendiges Vermögen und Schulden werden mit dem **Netto-Liquidationswert** bewertet. Die Auswirkungen auf die Finanzierungssituation müssen dabei beachtet werden.

Unbeachtlichkeit des (bilanziellen) Vorsichtsprinzips

- Die Erwartungen über die künftigen finanziellen Überschüsse sind i. d. R. mehrwertig. Daher muss eine Annahme über die angemessene Berücksichtigung von **Chancen und Risiken** getroffen werden.
- Nach § 252 Abs. 1 Nr. 4 HGB ist für die Erstellung eines Jahresabschlusses vorsichtig zu bewerten (Vorsichtsprinzip).
- Da das Vorsichtsprinzip eine **ungleiche Gewichtung** der Interessen von Eigentümern und Gläubigern mit sich, was zu einer **einseitigen Benachteiligung der Eigentümer** führt. Daher ist dieses Prinzip für Zwecke der Unternehmensbewertung nicht anzuwenden.

Nachvollziehbarkeit der Bewertungsansätze

- Da der Unternehmenswert maßgeblich von den getroffenen Annahmen und Prämissen abhängt, sind diese in dem Gutachten kenntlich zu machen (**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 einzelnen Quelle der verschiedenen Annahmen (externer Dritter, Gutachter, Auftraggeber) müssen klar aus der Berichterstattung hervorgehen.

Kapitel 1 - Grundlagen der Unternehmensbewertung

- 11 Grundlegende Begriffe
- 12 Entwicklung der Unternehmensbewertung
- 13 Anlässe, Funktionen und Zwecke der Unternehmensbewertung
- 14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten nach IDW S 1
- 15 Überblick über die Verfahren der Unternehmensbewertung**
- 16 Zusammenfassung

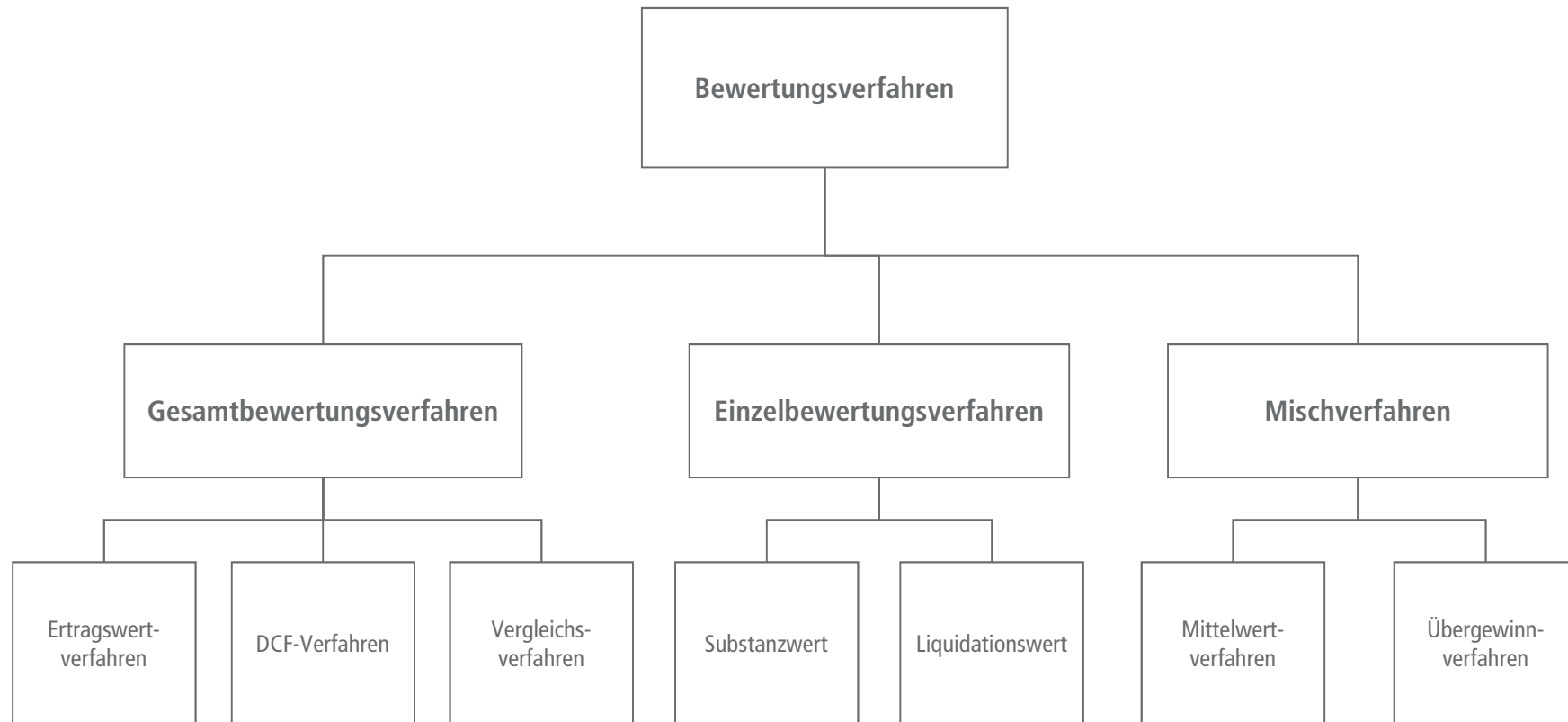
Systematisierung von Verfahren zur Unternehmensbewertung

- Gesamtbewertungsverfahren
 - Das Unternehmen wird als Investitionsobjekt betrachtet.
 - Die Verfahren basieren auf dem Kapitalwertkalkül oder auf Marktdaten.
 - Die an die Anteilseigner fließenden finanziellen Überschüsse bestimmen den Unternehmenswert.

- Einzelbewertungsverfahren
 - Der Ansatz einzelner Wertpositionen in Bilanz und Inventar wird betrachtet.
 - 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.

Gesamtbewertungs-, Einzelbewertungs- und Mischverfahren



Kapitel 1 - Grundlagen der Unternehmensbewertung

- 11 Grundlegende Begriffe
- 12 Entwicklung der Unternehmensbewertung
- 13 Anlässe, Funktionen und Zwecke der Unternehmensbewertung
- 14 Grundsätze zur Ermittlung von Unternehmenswerten nach IDW S 1
- 15 Überblick über die Verfahren der Unternehmensbewertung
- 16 Zusammenfassung**

Zusammenfassung wesentlicher 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 bestimmt der Zweck der Bewertung in Zusammenhang mit der Funktion des Bewertenden das anzuwendende Verfahren sowie wesentliche Grundsätze der Bewertung.
- Die allgemeinen Bewertungsgrundsätze des IDW S 1 sind zu beachten.
- Die Ermittlung von Unternehmenswerten kann mit Hilfe von Gesamtbewertungs-, Einzelbewertungs- oder Mischverfahren vorgenommen werden.