

V01G\*7

726/7303

3-409-72774-3

Die Welt ist mehr als das, was der Fall ist.  
Sie ist auch alles das, was der Fall sein kann.

*Anton Zeilinger, Physiker*

Unternehmensbewertung ist mehr als das, was der Fall ist.  
Sie ist auch alles das, was der Fall sein kann.

## Vorwort

Dieses Buch ist ein Beitrag zur Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis. Die Autoren stammen aus der Praxis.

Gedanklich gibt es nur zwei Ansätze zur Ermittlung des Wertes eines Unternehmens:

- Marktwert (z.B. Börsenkurs) als objektiver und tatsächlich vorhandener Wert und/oder
- subjektive Schätzverfahren, die Zukunftserwartungen auf den heutigen Tag diskontieren (Barwert)

Für das subjektive Schätzverfahren bieten wir eine unseres Erachtens betriebswirtschaftlich „angemessene“ Formel für den industriellen Investor. Die richtige Anwendung dieser Formel heißt jedoch noch nicht, dass das Bewertungsergebnis inhaltlich richtig wird. Denn bewertet wird die Zukunft des zu bewertenden Unternehmens. Und wie wir alle wissen: Zukunft ist unsicher und schwer prognostizierbar. „Valuation is an art, not a science“, sagen die Angelsachsen. Aber auch bei Kunstausübung der Prognose ist Anwendung von „science“ und handwerklicher Methodenprofessionalität und Methodenpluralismus gewiss kein Nachteil und kein Widerspruch zur Kunst.

Weil Zukunft stets aus vielen Möglichkeiten besteht, muss sachgerechte Unternehmensbewertung nach unserer Auffassung mehrdimensional sein, d. h. mehrere Ergebnisse bieten für den einen, identischen Fall, mit der Kennzeichnung des Ergebnisses, dass der Bewerter als jenes mit der höchsten subjektiven Eintrittswahrscheinlichkeit erachtet. Auch die oberste Rechtsprechung beginnt, die Mehrdimensionalität in ihr Kalkül mit einzubeziehen.

Die Beherrschung mathematischer Verfahren, wie z. B. des Realoptionenverfahrens, ist inzwischen für den Bewerter „conditio“. Für alle Bewertungsverfahren schildern wir ihre Möglichkeiten und Grenzen. Die Potenzialanalyse mit den Erfolgsfaktoren Adaption, Kommunikation, Funktion, Motivation, Synergie, mit der wir arbeiten, hat sich als ausgezeichnetes Mittel erwiesen, um Inhalte zu quantifizieren. Damit unterlegen wir Methoden mit betriebswirtschaftlicher und mit inhaltlicher Substanz. Das Bewertungsergebnis ist zudem stark abhängig von der Persönlichkeit des Bewerter.

Der Aufbau des Buches folgt einem – wie wir meinen – benutzerfreundlichen Plan: Zunächst schildern wir in der Einleitung die Ausgangslage und einige gängige

Klischees, die wir erörtern, sowie Zwecke der Bewertung. Im anschließenden Kapitel beschreiben wir die Bewertungsmethoden, sowie steuerliche und rechtliche Aspekte. Es folgen Kapitel neuer Inhalte, nämlich Potenzialanalyse, Fundamentalanalyse, Ist-Zustand, Zukunft und Erfolgsfaktoren.

In diesen beiden Basiskapiteln über Methoden und Potenziale – einschließlich Erfolgsfaktoren – geben wir immer auch Hinweise zu Bewertungsansätzen im konkreten Fall. Im Kapitel über den Erfolgsfaktor Markenkommunikation erlauben wir uns im Exkurs die Bewertung einer Produktmarke im Vergleich zum Gesamtunternehmen.

Den beiden Basiskapiteln Methoden und Potenzial-/Fundamentalanalyse folgen Spezialaspekte, nämlich Unternehmensbewertung nach IFRS (z. B. Goodwill-Bilanzierung) und Unternehmensbewertung und Familienunternehmen/KMU.

In Deutschland gibt es über zwei Millionen Familienunternehmen. Es mag für manchen Leser von Nutzen sein, eine gebündelte Gesamtdarstellung wie in diesem Buch über Familienunternehmen zu lesen, auch über die besonderen Auswirkungen des sozio-ökonomischen Hintergrunds von Familienunternehmen auf deren Unternehmenswerte (Ertragswert, Verkehrswert). Den Spezialaspekten über IFRS und Familienunternehmen/KMU folgt eine Erörterung über die Persönlichkeit des Bewerter und deren Auswirkungen auf das Ergebnis der Bewertung. In der Zusammenfassung stellen wir Kernaussagen des Buches verkürzt dar. Im Anhang bringen wir konkrete Falllösungen, ein Gliederungsschema für eine betriebswirtschaftlich transparente GuV, ein Glossar, ein Stichwortverzeichnis und persönliche Daten der Autoren.

Für viele Anregungen danken wir unseren Klienten, von denen wir im Minimum so viel lernen wie unsere Klienten von uns. Sehr dankbar sind wir für die Gespräche mit Herrn Diplom-Betriebswirt H. D. Steinke (Amelinghausen), der uns als erfahrener, ganzheitlicher Sanierer von großen Unternehmen auf Unternehmens-Potenziale hingewiesen und der uns zu einer letztlich optimistischen Zukunftserwartung zum Standort Deutschland anhand praktischer Beispiele verholfen hat. Das Kapitel über Motivation und Neuroplastizität verdanken wir Ärzten, insbesondere Frau Dr. A. Wuttke und Herrn Dr. M. Wuttke. Außerdem danken wir dem Verlag mit Frau Diplom-Volkswirtin Ulrike M. Vetter und Frau Irene Voigt für mentale und fürsorgliche Begleitung.

Dieses Buch ist eine Familienarbeit.

Leverkusen, Lügde, Norderstapel, Göttingen im März 2005

*Christoph Voigt  
Jan Voigt  
Jörn F. Voigt  
Rolf Voigt*

# Inhaltsverzeichnis

<b>Vorwort</b> .....	5
<b>1. Einleitung: Ausgangslage und Zwecke der Unternehmensbewertung</b> .....	13
<b>2. Methoden der Unternehmensbewertung</b> .....	20
2.1 Die wesentlichen Werte von Wirtschaftsgütern in einer Marktwirtschaft .....	20
2.2 Unternehmenswert, Unternehmensbewertung, Gesamtunternehmenswert .....	22
2.3 Die Grundpositionen: Unternehmenswert als Marktpreis und subjektive Schätzung .....	23
2.4 Die Bedeutung von Zukunft und Wahrscheinlichkeit für die Unternehmensbewertung .....	24
2.5 Die Bedeutung von Gegenwart und Anfangsbedingungen (Ist-Zustand des Unternehmens) .....	25
2.6 Das Marktwertverfahren .....	26
2.7 Das Buchwertverfahren .....	26
2.8 Das Substanzwertverfahren .....	26
2.9 Das Liquidationswertverfahren .....	28
2.10 Geschäftswertverfahren (= Firmenwert = Goodwill) .....	28
2.11 Das Ertragswertverfahren auf Basis von zukünftigen Gewinnen .....	29
2.12 Die verschiedenen Ertragswertverfahren auf Basis der Einnahmenüberschüsse .....	30
2.13 Das Mittelwertverfahren (= „Praktikermethode“) .....	33
2.14 Das Multiplikatorverfahren .....	33
2.15 Die DCF-Verfahren (Discounted Cash-Flow-Verfahren) .....	37
2.16 Shareholder-Value .....	41
2.17 „Stand-Alone“-Wert, Synergieeffekte, Zurechnungsproblem und Einigungswert .....	45
2.18 Realoptionen-Verfahren .....	47
2.19 Sonstige Bewertungsverfahren .....	54
2.20 Die Bedeutung des Diskontierungsfaktors (Kapitalisierungszinsfuß) .	55
2.21 Zur Bedeutung von Verlustvorträgen und weitere steuerliche Aspekte	65

2.22	Bewertungscluster .....	74
2.23	„Essentials“ für qualitätsgerechte Bewertung .....	75
2.24	Eine betriebswirtschaftlich sachgerechte Formel für den industriellen Investor .....	76
2.25	Unternehmensbewertung, Gesetz und Rechtsprechung .....	79
<b>3.</b>	<b>Potenzialanalyse und Fundamentalanalyse .....</b>	<b>81</b>
3.1	Potenzialanalyse und die Erfolgsfaktoren .....	81
3.2	Begriff und Inhalt der Fundamentalanalyse .....	85
3.3	Der Ist-Zustand des Unternehmens .....	86
3.4	Zukunftsmöglichkeiten des Unternehmens und Prognose mithilfe der Potenzialanalyse und der Erfolgsfaktoren .....	95
3.4.1	Erfolgsfaktor Adaption .....	95
3.4.2	Erfolgsfaktor Kommunikation .....	108
3.4.2.1	Allgemeines und Ausgangslage .....	108
3.4.2.2	Computerkommunikation/Internet/IT .....	110
3.4.2.3	Corporate-Identity-Kommunikation einschließlich Investor-Relations .....	111
3.4.2.4	Managementkommunikation durch Zielvereinbarung .....	112
3.4.2.5	Marketingkommunikation und Markenkommunikation .....	114
3.4.2.6	Kommunikation mit Controlling .....	120
3.4.2.7	Kommunikation in Produktions- und Logistik-Steuerung .....	124
3.4.2.8	Kommunikation in der Qualitätssicherung .....	126
3.4.2.9	Zusammenfassung Kommunikationssysteme .....	127
3.4.3	Erfolgsfaktor Motivation und Neuroplastizität .....	127
3.4.4	Erfolgsfaktor Funktion .....	136
3.4.5	Synergien .....	141
3.4.6	Zusammenführung der Potenziale (Erfolgsfaktoren) .....	141
3.5	Fundamentalanalyse als zusammenfassendes Ergebnis und „alternative Geschichten“ .....	143
3.6	Bewertungsergebnisse, Grundzüge einer Vorteilrechnung der potenziellen Investoren (industrieller Investor versus Finanzinvestor) und Kaufpreise in einem konkreten Fall .....	145
<b>4.</b>	<b>Unternehmensbewertung und Goodwill-Bilanzierung nach IFRS .....</b>	<b>153</b>
4.1	IFRS .....	153
4.2	Wer ist von IFRS betroffen? .....	153
4.3	Goodwill: Seine Ermittlung und Notwendigkeit der jährlichen Unternehmensbewertung, unterschiedliche Unternehmenswerte .....	154

4.4	Originärer und derivativer Goodwill .....	156
4.5	Fazit .....	156
<b>5.</b>	<b>Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) und von Familienunternehmen .....</b>	<b>157</b>
5.1	Ausgangslage und Begriffe .....	157
5.1.1	Ausgangslage .....	157
5.1.2	KMU .....	158
5.1.3	Familienunternehmen .....	158
5.1.3.1	Der sozio-kulturelle Hintergrund .....	158
5.1.3.2	Was ist ein Familienunternehmen? .....	160
5.1.3.3	Zur wirtschaftlichen Bedeutung von Familienunternehmen .....	161
5.2	KMU und Familienunternehmen .....	161
5.3	Besonderheiten bei Ist-Zustand und Potenzialen .....	162
5.3.1	Gewinnung von Unterlagen, Ist-Zustands, Ist-Zustands-Analyse .....	162
5.3.1.1	Gewinnung und Aufbereitung von Unterlagen .....	162
5.3.1.2	Analyse des Ist-Zustandes .....	162
5.3.1.3	Wechselwirkungen zwischen Familie und Familienunternehmen .....	165
5.3.2	Folgerungen .....	173
5.3.3	Auswirkungen gesellschaftrechtlicher Vereinbarungen auf den Verkehrswert des Unternehmens .....	174
5.3.3.1	Vorbemerkungen .....	174
5.3.3.2	Die einzelnen Gestaltungskonstellationen .....	175
5.3.4	Wirtschaftliche Besonderheiten bei Potenzialen und Erfolgsfaktoren .....	177
5.3.4.1	Vorbemerkungen .....	177
5.3.4.2	Einzelne Besonderheiten .....	178
5.4	Besonderheiten beim Bewertungsverfahren (Methode) bei KMU/Familienunternehmen .....	188
5.4.1	Vorbemerkungen .....	188
5.4.2	Besonderheiten des Verfahrens bei KMU/Familienunternehmen .....	189
5.4.2.1	Verkehrswerte .....	189
5.4.2.2	Substanzwerte .....	190
5.4.2.3	Multiplikatorverfahren .....	190
5.4.2.4	Realoptionen-Verfahren .....	191
5.4.2.5	DCF-Verfahren .....	191
5.4.2.6	Mehrdimensionalität in der Bewertung .....	191
5.4.3	Zusammenfassung .....	192

6. Unternehmensbewertung und Ethik des Bewerterers ..... 193

7. Zusammenfassung ..... 195

8. Anhang ..... 200

    8.1 Praktisches Kurzbeispiel: Bewertung nach DCF ..... 200

    8.2 Bewertungsbeispiel nach DCF im Verlustfall ..... 207

    8.3 Der Primat des Tauschwertes (Verkehrswert) vor dem Gebrauchswert  
        (Ertragswert) ..... 214

    8.4 Bewertung einer Steuerberatung GmbH ..... 215

    8.5 Bewertung eines Marktführers mit 35 Prozent Marktanteil und  
        alternativen Strategien ..... 216

    8.6 Die Summe der Teile ist mehr als das Ganze ..... 219

    8.7 Funktion und interne Kommunikationssysteme ..... 224

    8.8 Gliederungsschema einer GuV zur transparenten Erfassung des  
        Ist-Zustandes ..... 225

Glossar ..... 226

Literaturverzeichnis ..... 237

Stichwortverzeichnis ..... 240

Autoren ..... 247