

Sigrid Krolle/Günter Schmitt
Bernhard Schwetzler (Hrsg.)

Multiplikatorverfahren in der Unternehmens- bewertung

Anwendungsbereiche
Problemfälle
Lösungsalternativen

Inhaltsübersicht

1	Einführung (<i>Andreas Creutzmann und Nicole Deser</i>)	1
2	Konzeption der Multiplikatorverfahren (<i>Thomas Wagner</i>)	5
3.	In der Bewertungspraxis eingesetzte Ausprägungen der Multiplikatorverfahren	20
3.1	Enterprise-Value (EV)-Multiplikatoren	20
3.1.1	Enterprise-Value/EBIT(DA)-Verhältnis (<i>Sigrid Krolle</i>)	21
3.1.2	Enterprise-Value/Umsatz-Multiplikator und Non-Financial Multiples (<i>Bernhard Schwetzler und Jürgen Warfsmann</i>)	48
3.1.3	Enterprise-Value/Capital-Employed-Verhältnis (<i>Hans-Peter Kuhlmann</i>)	58
3.2	Equity-Value-Multiplikatoren	60
3.2.1	Kurs/Gewinn-Verhältnis (<i>Felix Kurt Adrian</i>)	60
3.2.2	Price/Earnings-to-Growth-Ratio (<i>Felix Kurt Adrian</i>)	79
3.2.3	Kurs/Cash-Earnings-Verhältnis (<i>Roland Trageser</i>)	86
3.2.4	Kurs/Buchwert-Verhältnis (<i>Hans-Peter Kuhlmann</i>)	95
4	Spezialprobleme bei der Anwendung von Multiplikatoren	103
4.1	Bewertung von Leasingverpflichtungen (<i>Günter Schmitt</i>)	103
4.2	Bewertung von Pensionsverpflichtungen (<i>Günter Schmitt</i>)	109
4.3	Bewertung von steuerlichen Verlustvorträgen und steuerlichen EK-Töpfen (<i>Peter Braun</i>)	123
4.4	Der Einfluss von Stock Options auf die Unternehmensbewertung (<i>Sigrid Krolle</i>)	135
4.5	Die kongruente Bereinigung einmaliger Sondereinflüsse (<i>Andreas Creutzmann, Günter Schmitt</i>)	181
	Stichwortverzeichnis	199
	Autorenverzeichnis	201

1 Einführung*

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) – als wohl bekannteste Kennzahl der Multiplikatormethoden – ist seit vielen Jahren Bestandteil in den Kurstabellen der Wirtschaftszeitungen. Es dient sowohl dem Analysten als auch dem Privatanleger regelmäßig als wesentliche Kennzahl zur Bewertung eines Unternehmens. Kritiker der Multiplikatormethoden zweifeln die Aussagekraft von KGVs bei der Bewertung von Unternehmen an und wenden sich verstärkt Diskontierungsmethoden zu. Insbesondere das Discounted-Cashflow-Modell hat sich bei Finanzanalysten durchgesetzt.

1.1 Wie unterscheiden sich Multiplikator- und Diskontierungsmodelle zur Unternehmensbewertung?

Beiden Methoden geht zu Beginn einer Unternehmensbewertung ein umfassender Analyseprozess des Geschäftsplans voran, der Grundlage der Planzahlen des zu bewertenden Unternehmens ist. Des Weiteren werden im Rahmen einer Wettbewerberanalyse die börsennotierten Vergleichsunternehmen definiert. Grundsätzlich basieren beide Methoden auf der Annahme, dass es einem Unternehmen gelingt, in der Zukunft finanzielle Überschüsse für die Anteilseigner zu erwirtschaften.

Das wesentliche Unterscheidungskriterium liegt darin, dass Multiplikatormethoden statischer Natur sind, d.h. lediglich die finanziellen Überschüsse einer Zeitperiode (i.d.R. ein Geschäftsjahr) zugrunde legen. Diskontierungsverfahren zählen zu den dynamischen Methoden, indem grundsätzlich mehrere Perioden in die Wertermittlung eingehen.

Die Zeitperioden bei Diskontierungsverfahren lassen sich vereinfacht in einen Detailprognosezeitraum über 3 bis 15 Jahre (Phase I) und einen daran anschließenden »unendlichen« Zeitraum (Phase II) einteilen. Die erwarteten finanziellen Überschüsse der Phase I werden diskontiert. Für die Phase II wird ein sog. nachhaltiges Ergebnis, das sich häufig aus den Ergebnissen der vorangegangenen Phase I ableitet, ermittelt und mit einem um einen Wachstumsabschlag reduzierten Kapitalisierungszins diskontiert. Je kürzer der Planungshorizont in Phase I, desto größer ist der Anteil des Restwerts¹ der Phase II am Gesamtwert.

Wird vereinfachend unterstellt, dass das nachhaltige Ergebnis aller zukünftigen Perioden (d.h. Phase I und II) konstant ist, das Unternehmen nicht wächst und kein nicht

* Andreas Creutzmann und Nicole Deser

1 Als Synonyme für den Restwert werden auch die Begriffe Endwert, Residualwert, Continuing Value oder Terminal Value verwendet.

betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden ist, ermittelt sich der Unternehmenswert nach der Formel für den Barwert einer ewigen Rente (»Rentenmodell«):

$$\begin{aligned} \text{Unternehmenswert (U)} &= \text{nachhaltiger Ertrag (E)} / \text{Kapitalisierungszins (i)} \\ &\text{oder} \\ U &= E / i \end{aligned}$$

Eine Phasenaufteilung der Perioden kann in diesem Sonderfall entfallen. Der Kehrwert des oben verwendeten Kapitalisierungszinses i ($= 1 / i$), ergibt eine Zahl, die als Multiplikator (z.B. KGV) im Rahmen der Unternehmensbewertung interpretiert werden kann. Umgekehrt entspricht das KGV jedoch nur in dem Sonderfall dem Kehrwert des Kapitalisierungszinses (Eigenkapitalkosten), wenn unterstellt wird, dass in der Zukunft gleichbleibende Erträge entstehen und auch voll ausgeschüttet werden.

1.2 Warum haben Multiplikatormethoden eine so hohe Akzeptanz?

Die hohe Akzeptanz der Multiplikatormethoden in der Unternehmensbewertung resultiert im Wesentlichen aus den folgenden drei Gründen:

- 1) Multiplikatormethoden sind marktorientierte Bewertungsmethoden.
- 2) Multiplikatormethoden sind einfach anzuwenden.
- 3) Multiplikatormethoden haben eine hohe Verbreitung und ermöglichen eine leichte Vergleichbarkeit.

Diese drei Gründe für die Anwendung von Multiplikatormethoden sollen im Folgenden näher betrachtet werden. Dabei werden auch die ihnen immanenten Schwächen aufgezeigt.

ad 1) Marktorientierte Bewertungsmethoden

Bei den Multiplikatormethoden handelt es sich zweifelsohne um die marktorientiertesten Bewertungsmethoden. Die Ergebnisse leiten sich unmittelbar aus den Marktdaten von (börsennotierten) Vergleichsunternehmen ab, d.h. es handelt sich um eine vergleichende bzw. relative Bewertung von Unternehmen.

Die Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen, einer so genannten »Peer Group«, sollte dementsprechend nach strengen Kriterien erfolgen. Wesentlich ist die Vergleichbarkeit der Risiko-, Wachstums- und Renditeerwartungen der einzelnen Unternehmen mit dem zu bewertenden Unternehmen. Regelmäßig trifft ein Unternehmensbewerter allerdings auf die Problematik, dass die Datenbasis und -qualität der Vergleichsunternehmen nicht der des zu bewertenden Unternehmens entspricht.

Ist es bereits bei Firmen in traditionellen Branchen schwierig, eine sachgerechte Peer Group zu ermitteln, ist dies bei jungen Wachstumsunternehmen (z.B. Unternehmen der Informations-, Kommunikations- oder Biotechnologie) häufig mit fast unüberwindbaren Problemen verbunden. Handelt es sich beispielsweise bei dem zu bewertenden Unter-

nehmen um einen sog. »First Mover«, der mit seinen Produkten oder Dienstleistungen völlig neue Märkte bedienen will, dann existieren zwangsläufig keine Vergleichsunternehmen. Mit der Anwendung von Multiplikatormethoden stößt der Unternehmensbewerter damit schnell an Grenzen.

Selbst wenn es jedoch schon Unternehmen gibt, die in angrenzenden oder ähnlichen Märkten agieren, ist häufig eine Vergleichbarkeit nur eingeschränkt möglich, da die Risikostrukturen potenzieller Vergleichsunternehmen meist zu unterschiedlich sind. Dabei spielen Aspekte wie Kapitalstruktur, Marktpositionierung, Produkt- und Dienstleistungsportfolio, Unternehmensgröße und Qualität des Managements eine entscheidende Rolle.

Die Gefahr von Fehlbewertungen und Spiraleffekten² entsteht, wenn zur Unternehmensbewertung wiederholt auf eine bereits am Markt etablierte Peer Group zurückgegriffen wird. Diese Fehlbewertungen sollen zwar durch Zu- und Abschläge bei der Ermittlung der Unternehmenswerte respektive des fairen Wertes pro Aktie vermieden werden, eröffnen aber damit einen erheblichen Bewertungsspielraum für den Anwender.

Es ist deshalb aus Transparenzgründen empfehlenswert, die Auswahlkriterien bei der Zusammenstellung der Peer Group im Rahmen von Bewertungen darzustellen sowie gegebenenfalls vorgenommene Zu- und Abschläge zu begründen.

ad 2) Einfache Bewertungsmethode

Im Gegensatz zu einer kapitalwertorientierten Bewertung, die in der Regel komplex und aufwändig ist, wird die einfache Anwendbarkeit von Multiplikatormethoden als wesentlicher Vorteil genannt. In der Tat sind beispielsweise an die Multiplikation zweier Variablen rechentechnisch keine hohen Anforderungen zu stellen. Dies scheint zumindest auf den ersten Blick so. Betrachtet man jedoch mögliche Fehlerquellen bei der Ermittlung eines nachhaltigen Ergebnisses bzw. Cashflows, fordert die sachgerechte Anwendung einer Multiplikatormethode doch einen erheblichen Arbeitsaufwand, der häufig nicht unwesentlich geringer als bei der Anwendung eines Diskontierungsverfahrens ist.

Als Hauptfehlerquellen bei der Ermittlung des nachhaltigen Ergebnisses des zu bewertenden Unternehmens kommen dabei verschiedene Sachverhalte in Frage:

- Fortschreibung von Einmaleffekten
- Hockey-Stick-Effekte bzw. Turn-Around-Effekte
- Negative oder stark schwankende Ergebnisse
- Anwendung unterschiedlicher Rechnungslegungsvorschriften

Die Ermittlung des Ergebnisses nach DVFA/SG oder der Cash Earnings nach DVFA/SG soll eine einheitliche Ermittlung der relevanten Ergebnisgrößen bei den dafür relevanten Multiplikatoren gewährleisten. Dennoch besteht die Gefahr im Rahmen der Anwendung von Multiplikatormethoden, dass *Einmaleffekte* (z.B. Verlustvorträge, Zuschüsse/Zulagen) nicht sachgerecht im Rahmen der Bewertung berücksichtigt werden.

2 Bei einem Spiraleffekt handelt es sich um eine systematische Höherbewertung von Unternehmen, indem die aus einer Peer Group abgeleiteten Multiplikatoren aufgrund unterschiedlicher Risiko-, Rendite- und Wachstumserwartung noch um Zuschläge erhöht werden. Die höhere Bewertung dieser Unternehmen fließt wiederum in die Peer Group von nachfolgenden Unternehmensbewertungen ein.

Als problematisch erweist sich häufig die Ermittlung eines nachhaltigen Ergebnisses für den Bewertungszeitraum. Insbesondere die Planzahlen von Wachstumsunternehmen weisen zum Zeitpunkt der Bewertung oft den Übergang von einer verlustreichen Investitionsphase in eine Gewinnphase auf. Diese so genannten *Hockey-Stick-* bzw. *Turn-Around-Effekte* bereiten bei der Unternehmensbewertung mit Multiplikatoren erhebliche Schwierigkeiten. Dies gilt ebenfalls bei *negativen* oder *stark schwankenden Ergebnissen*.

Unterschiedliche *Rechnungslegungsvorschriften* innerhalb eines Landes und beim Vergleich des zu bewertenden Unternehmens mit Unternehmen aus anderen Ländern relativieren ebenfalls die Aussage, dass es sich bei den Multiplikatormethoden um einfache Bewertungsverfahren handelt. Denn Pensionsverpflichtungen, Restrukturierungsaufwendungen oder beispielsweise Mitarbeiterbeteiligungsmodelle haben Einfluss auf die relevanten Bewertungsgrößen.

ad 3) Hohe Verbreitung und leichte Vergleichbarkeit

Zweifelsohne sprechen die hohe Verbreitung der Multiplikatormethoden und die breite Akzeptanz der Kapitalmarktteilnehmer für die Anwendung der Multiplikatormethoden im Rahmen von Unternehmensbewertungen. Bei Kenntnis der möglichen Problemfelder und sachgerechter Auswahl der Vergleichsunternehmen ermöglichen die Multiplikatormethoden eine leichte Vergleichbarkeit der Bewertungsergebnisse.

1.3 Fazit

Die nachfolgenden Ausführungen stellen einzelne ausgewählte Multiplikatorverfahren vor. Dabei werden sowohl die theoretischen Hintergründe als auch praktische Anwendungsbereiche dargestellt. Ein wesentlicher Beitrag besteht darin, die Grenzen der Aussagefähigkeit der einzelnen Multiplikatormethoden aufzuzeigen und den Leser auf Problembereiche bei der Anwendung von Multiplikatormethoden hinzuweisen. Für diese Anwendungsprobleme werden Lösungsansätze vorgestellt.