

50.000  
AUFLAGE

Titelthema

# Familienunternehmen

Fokussierung auf Führungsfragen

Special

# Mergers & Acquisitions

**Zehn Wittener Thesen**  
Prof. Dr. Arist von Schlippe

**Fremdgeschäftsführung**  
Status, Macht und Mäßigung

**»Directors' Dealings«**  
Kapitalanlage & Vermögen

## Bestimmung der Bewertungsmethode

# Falscher Ehrgeiz

Jedes Fußballspiel fängt mit der Platzwahl an. Eine Routinesache, die jedoch manchmal über Sieg oder Niederlage entscheidet. In diesem Sinne befasst sich der Verkäufer im Rahmen einer Transaktion meist schon früh mit der Unternehmensbewertung und daraus resultierenden Wertvorstellungen. In der Praxis gibt es mehrere Methoden, wobei hier nur die wichtigsten skizziert werden.

**Substanzwertmethode** ▶ Die Substanzwertmethode setzt den historischen Anschaffungswert bzw. die Wiederherstellungskosten an. Das Verfahren ist strikt vergangenheitsorientiert. Da das künftige Ertragspotential unberücksichtigt bleibt, kommt dieser Ansatz heute beim Verkauf profitabler Unternehmen mit guter Marktperspektive nicht mehr zur Anwendung.

**Ertragswertverfahren in Form von Multiplikatorverfahren** ▶ Hier wird eine ertragsorientierte Größe mit einem Multiplikator (»Multiple«) berechnet, wobei sich die Bewertung mit einem EBIT- oder mit ei-

nem EBITDA-Multiplikator durchgesetzt hat. Der festgestellte Wert wird um zinstragende Verbindlichkeiten bereinigt bzw. um Netto-Cash-Positionen erhöht. Der jewei-



Felix Regehr



Kai Sessinghaus

ge »Multiple« wird aus ähnlichen Transaktionen oder aus der Marktbewertung vergleichbarer (börsennotierter) Unternehmen abgeleitet und dann individuell angepasst. Grundsätzlich fließen jedoch alle bewertungsrelevanten Parameter in den Multiplikator ein. Wegen dieser einfachen Handhabung und wegen seiner Transparenz wird dieses Verfahren in der Praxis mittlerweile am häufigsten angewendet.

**Ertragswertverfahren in Form der »Discounted Cashflow«-Methode** ▶ Dieses in Varianten angewendete, relativ komplexe Verfahren betrachtet den Unternehmenswert als Gegenwartswert (Netto-Barwert) der künftig erwarteten freien »Cashflow«-Überschüsse, die mit den Kapitalkosten abgezinst werden. Damit wird die operative Entwicklung des Verkaufsobjekts bedacht. Trotz vermeintlicher Objektivität sind Bewertungen durch den Diskontierungsfaktor (Zinssatz) und den »Residualwert« leicht steuerbar. Für Verkäufer ist das Modell daher ungeeignet, um gegenüber potentiellen Käufern starke Verhandlungspositionen aufzubauen.

Die drei dargestellten Bewertungsverfahren führen also zu durchaus sehr verschiedenen Ergebnissen. Vor allem beim »Discounted Cashflow« sind erhebliche Bandbreiten denkbar, die der Betreiber des Modells recht gut erzeugen kann. Vor diesem Hintergrund sollten Verkäufer wissen, dass es unabhängig von der Wahl der Bewertungsmethode keinen objektiv »richtigen« Kaufpreis für Unternehmen gibt. Preise entstehen in den Verhandlungsprozessen meist aus diesen

Fakto-

### Unternehmenswert (EBIT- und Umsatzmultiplikatoren), September 2007

Branchen	Expertenmultiples »Small Caps«*				Expertenmultiples Mid/Large Caps*			
	EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple		EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple	
	von	bis	von	bis	von	bis	von	bis
Beratende Dienstleistungen	5,8	8,2	0,55	1,25	6,1	10,3	0,72	1,88
Software	5,9	9,4	0,79	1,66	6,8	10,9	0,90	1,91
Telekommunikation	5,4	8,3	0,66	1,29	6,1	9,4	0,74	1,62
Medien	6,1	8,9	0,61	1,50	6,7	9,5	0,63	1,69
Handel/E-Commerce	5,1	9,3	0,42	1,28	5,0	10,4	0,46	1,24
Transport/Logistik	4,4	7,0	0,38	0,78	5,4	8,2	0,44	1,10
Elektrotechnik/Elektronik	5,5	8,3	0,49	0,96	6,1	9,2	0,60	1,07
Fahrzeugbau und -zubehör	5,3	8,2	0,52	0,94	6,0	9,1	0,52	0,90
Maschinen- und Anlagenbau	4,8	7,4	0,41	0,82	5,5	8,7	0,50	0,93
Chemie	5,9	8,4	0,51	1,05	7,2	10,3	0,68	1,32
Pharma	6,2	9,3	0,70	1,53	7,6	12,0	0,90	1,96
Textil und Bekleidung	4,1	7,0	0,44	0,84	4,9	8,1	0,52	1,03
Nahrungs- und Genussmittel	5,0	7,7	0,51	0,91	6,1	9,2	0,59	1,06
Gas, Strom, Wasser	5,6	8,6	0,71	1,19	6,8	10,4	0,83	1,44
Umwelttechn./Ents./Recycling	4,8	8,2	0,47	1,03	6,2	9,7	0,71	1,40
Bau und Handwerk	3,5	5,6	0,31	0,56	4,0	7,1	0,42	0,90

\* »Small Caps«: Unternehmensumsatz unter 50 Mio. Euro • »Mid/Large Caps« über 50 Mio. Euro

Quelle: FINANCE, Oktober 2007





ren ▶ Zahl und Qualität potentieller Käufer  
▶ Strategieüberlegungen und Synergieeffekte des Käufers ▶ Verfügbarkeit einer Fremdfinanzierung für den Käufer ▶ Datenlage des Verkäufers im Hinblick auf künftige Ergebniserwartungen (Businessplan, »Equity Story«) ▶ Marktentwicklung und Marktposition ▶ Alleinstellungsmerkmale bei Technologien, Marken, Patenten ▶ Kunden- und Lieferantenstrukturen.

Die Bewertungsmethode ist also ein Teilaspekt, um eine realistische Wertvorstellung zu gewinnen und die Verhandlungsposition als Verkäufer zu untermauern. Die Vorbereitung einer Transaktion sollte sich folglich nicht auf die Wahl der Bewertungsmethode konzentrieren (Struktur), sondern darauf, Käufern richtige Informationen (Inputs) für ihre Berechnungen zu liefern. Insofern wählt der Käufer seine Bewertungsmethode schließlich oft selbst, so dass sich die »Platzwahl« des Verkäufers darauf fokussiert, den Käufer von seinen »Daten« (Businessplan) zu überzeugen, die er dann in sein Modell einfügt.

Alle in der Praxis auftretenden Verfahren basieren auf der Unternehmensplanung, in der sich die erwartete Zukunft des Betriebes zeigt. Realistische, konsistente Planzahlen sollten bereits das Informationsmemorandum prägen, damit Käufer Preisindikationen abgeben können. Gefordert sind vor allem diese Dinge ▶ GuV, Bilanz, »Cashflow« der letzten drei und der nächsten fünf Geschäftsjahre ▶ Eliminierung außerordentlicher Kosten und Erträge sowie eventuell der Kosten, die ein Erwerber nicht mehr hat ▶ Darstellung aller »Cashflow«-relevanten Positionen in der Historie und in der Planung (Investitionen/Leasing, Rückstellungen, Eventualverbindlichkeiten).

**Fazit** ▶ Ein Verkäufer gewinnt die »Platzwahl«, wenn er den Verkaufsprozess hervorragend vorbereitet, um ihn professionell durchzuführen. Eine gute Aufstellung setzt eine präzise Unternehmensplanung als Bewertungs- und Entscheidungsgrundlage für alle potentiellen Käufer voraus. Die Wahl der »richtigen« Bewertungsmethode mag dann der Käufer treffen, da später nur noch der erzielte Kaufpreis zählt. ■

*Felix Regehr, Vorstand,  
und Kai Sessinghaus, Partner,  
Capeo Consulting AG, München*