

Einfluss der angewendeten Bewertungsmethode auf den ermittelten Unternehmenswert

Ein Kernaspekt jedes Transaktionsprozesses sind die Verhandlungen über den Wert des Verkaufsobjekts. Im Regelfall haben Käufer- und Verkäuferseite deutlich abweichende Ansichten über den Gesamtwert (sog. Enterprise Value) des Unternehmens, die in unterschiedlichen Preisvorstellungen für das Transaktionsobjekt münden. Eine der anspruchsvollsten Aufgabe des M&A-Beraters ist es, die unterschiedlichen Preisvorstellungen von Käufer und Verkäufer in einen so engen Einigungskorridor zu führen, dass eine beidseitig akzeptable Preisformel gefunden werden kann.

Ein in der Regel Erfolg versprechender Weg dazu ist es, eine finanzmathematisch begründete, drittvergleichsfähige Bewertung des Unternehmens durchzuführen, um eine konstruktive Verhandlungsbasis für die Preisfindung zu schaffen und auf diesem Weg die unterschiedlichen Kaufpreisvorstellungen zu plausibilisieren.

Unsere Praxiserfahrungen zeigen, dass eine für alle Verhandlungspartner nachvollziehbare Unternehmensbewertung ein wesentlicher Grundstein für vertrauensvolle und zielführende Verhandlungen ist!

Gerade bei kleineren und mittelständischen Unternehmen wird der Unternehmenswert vor allem mit Hilfe eines vereinfachten Verfahrens, dem sogenannten Multiplikatorenverfahren, ermittelt.

Dabei werden aktuelle Finanzdaten des Transaktionsobjektes (in der Regel EBIT, EBITDA oder Umsatz) mit einem marktorientierten, branchenüblichen Multiplikator (Trading Multiples) multipliziert. Dieser Multiplikator wird aus aktuellen Transaktionspreisen und den Finanzdaten der Transaktionsobjekte abgeleitet.

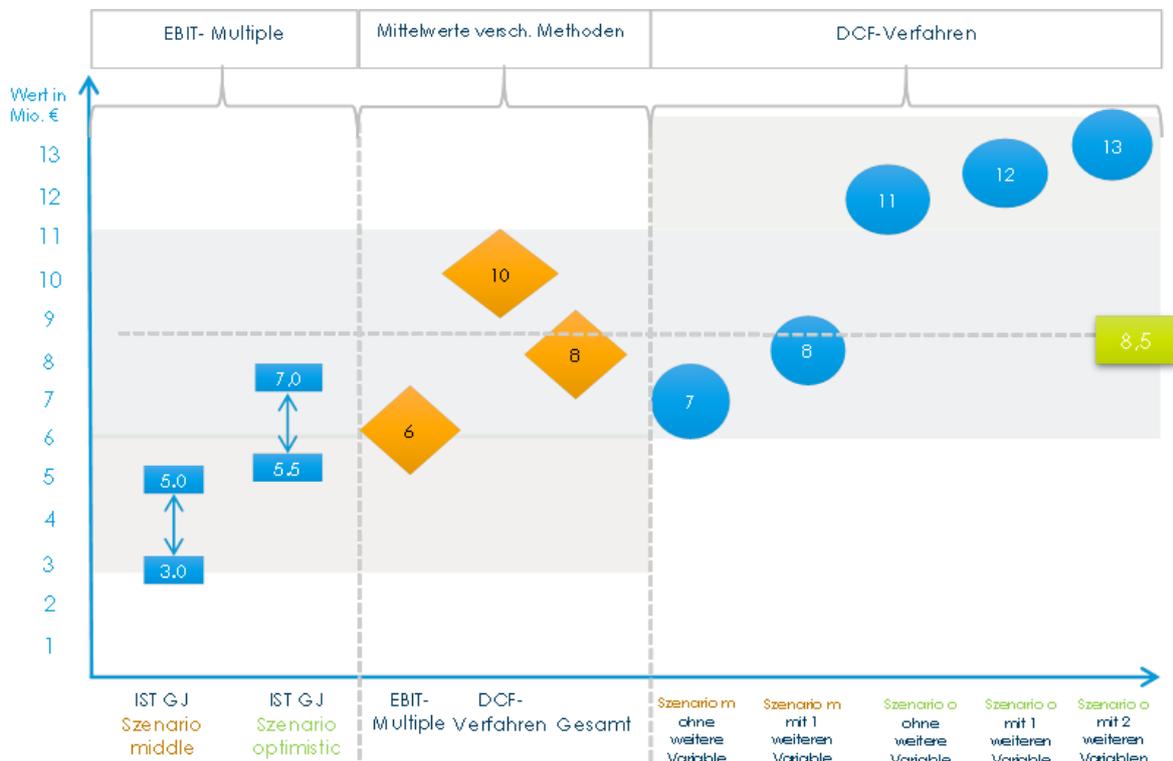
Besondere Bedeutung für die Unternehmensbewertung hat dabei in der Regel das EBIT-Multiple, da es die operative Ertragskraft des Transaktionsobjektes widerspiegelt. Zur besseren Einordnung der Rentabilität eines Unternehmens innerhalb seiner Branche kann das Umsatz-Multiple herangezogen werden. Das Umsatz-Multiple spielt nur in wenigen Branchen eine dominierende Rolle, so z.B. in einigen Dienstleistungsbranchen.

Andere Bewertungsmethoden, wie z. B. das DCF-Verfahren oder das Ertragswertverfahren, sind unstrittig zutreffende Bewertungsmethoden zur Ermittlung

des Zukunftserfolgswertes, der die theoretisch richtige Kaufpreisgrundlage bildet. Sie spielen in der Praxis der Mittelstandstransaktionen allerdings nur eine Nebenrolle. Sie setzen voraus, dass eine aufwändig integrierte, mittelfristige Unternehmensplanung mit Bilanz- und Cashflow-Planungen zusätzlich zur Erfolgsplanung erstellt werden muss. Die Planwerte können von potentiellen Erwerbern einfach angezweifelt werden. Außerdem führen die aktuell sehr niedrigen Zinsen, die für die Bewertung heranzuziehen sind, bei unveränderten Unternehmensdaten, zu deutlich höheren Werten als bei der drittvergleichsorientierten Bewertung, z.B. mit EBIT-Multiples.

Bei großen Unternehmenstransaktionen spielt die Ermittlung des Zukunftserfolgswertes als Kaufpreisgrundlage, z.B. durch DCF-Verfahren, eine größere Rolle.

Die folgende Beispielgrafik aus einem tatsächlichen Case soll den Einfluss der verschiedenen Methoden der Wertfindung auf den ermittelbaren Unternehmenswert schematisch verdeutlichen. Zudem ist erkennbar, dass die in unterschiedlichen Szenarien enthaltenen abweichenden Planannahmen den ermittelbaren Wert mittels DCF-Verfahren wesentlich beeinflussen können:



Praxishinweis für Mittelstandstransaktionen: Theoretisch sollten z.B. bei Anwendung des EBIT-Multiples als Bewertungsmethode Unternehmen mit identischer Rentabilität, trotz abweichender Umsatzgrößen, aber sonst gleichen Voraussetzungen auch mit dem

identischen Faktor bewertet werden. In der Praxis zeigen die empirisch ermittelten Multiples, dass mit steigendem Geschäftsvolumen (Umsatz) die Höhe des Multiplikators signifikant steigt. Regelmäßiger Erklärungsansatz für diesen scheinbaren Widerspruch, der sich aber bei Analyse der Gründe als nachvollziehbar darstellt, ist u.a. das zumeist stabilere, etabliertere Geschäftsmodell mit breiterer Risikostreuung und geringerer Insolvenzwahrscheinlichkeit größerer Unternehmen.

Oftmals entstehen unter Außerachtlassung dieser bedeutsamen Korrelation Missverständnisse bei der Wertfindung für das zur Veräußerung vorgesehene Unternehmen mit der Folge von Problemen im Transaktionsprozess.

Auf der Basis unserer breiten und branchenübergreifenden Erfahrungen bei Transaktionspreisfindungen stehen wir Ihnen gern bei der Einschätzung oder Überprüfung einer angemessenen Wertbandbreite Ihres Unternehmens zur Verfügung, geben Hinweise zu Wertsteigerungspotenzialen oder begleiten selbstverständlich gern auch den gesamten Transaktionsprozess.

Merten Kroehan

Director Mergers & Acquisitions
Merten.Kroehan@aios.de
+49 (0)30 28 49 87-210

Sabrina Schattenberg

Consultant Mergers & Acquisitions
Sabrina.Schattenberg@aios.de
+49 (0)30 28 49 87-211