

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«):

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

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/SF 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.

2 Konzeption der Multiplikatorverfahren*

2.1 Marktpreisorientierte Bewertung

Multiplikatorverfahren stellen marktorientierte Bewertung in konsequenter Form dar. Der Wert eines Unternehmens wird aus standardisierten Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen hergeleitet. Ausgangspunkt ist der im »*Law of One Price*« verankerte Gedanke »similar assets should sell at similar prices«.³ Zentraler Stellenwert kommt somit innerhalb der Multiplikatorbewertung der Identifikation vergleichbarer Unternehmen zu. Perfekte Übereinstimmung zwischen Unternehmen wird es nicht geben, aus diesem Grund werden häufig mehrere Referenzunternehmen für die Bewertung herangezogen.⁴ »The goal is to find companies which, as a group, can be viewed by rational investors as having similar investment characteristics.«⁵

Sind vergleichbare Unternehmen bestimmt, werden deren beobachtbare absolute Marktpreise standardisiert, um sinnvolle Aussagen treffen zu können.⁶ Für diesen Skalierungsschritt bedient sich die Praxis verschiedenster wertbezogener Größen. Weit verbreitete Bezugsgrößen, respektive Wertindikatoren, stellen Umsatz, Gewinngrößen oder auch der Buchwert des Eigenkapitals dar.⁷ Der resultierende standardisierte Ausdruck wird als *Multiplikator* (*M*) bezeichnet. Multiplikatorverfahren fußen grundsätzlich auf einer einfachen Modellwelt, in der beobachtbare Marktpreise von Vergleichsunternehmen (MP_V) und (potenzieller) Marktpreis des zu bewertenden Unternehmens (MP_Z) direkt proportional zu einem Wertindikator (WI) sind (Gl.1).⁸

$$\frac{MP_Z}{WI_Z} = \frac{MP_V}{WI_V} = M \quad (1)$$

Bei stringenter Anwendung dieses Kalküls ist es zunächst einzig der Wertindikator, der Unterschiede zwischen zu bewertendem Unternehmen und Vergleichsunternehmen einfängt. Dies unterstreicht die Bedeutung der Auswahl vergleichbarer Unternehmen und des Wertindikators. Vorausgesetzt Gleichung (1) gilt, ergeben sich zwei Möglichkeiten der Bewertung: Zum einen kann für solche Unternehmen, die bereits am Markt gepreist sind, eine Bewertung relativ zu den Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen erfolgen. Sofern sich für ein zu bewertendes Unternehmen dabei auf Basis des tatsächlich beobachtbaren Marktpreises ein niedrigerer Multiplikator im Vergleich zu herangezogenen

* Thomas Wagner

3 Esty (2000), S. 24.

4 Küting/Eidel (1999), S. 229.

5 Rupert (1993), S. 326.

6 Damodaran (2001), S. 253.

7 Zur Problematik der Bezugsgrößenwahl auch Wagner (2002), S. 8 ff.

8 Bausch (2000), S. 451.

Referenzunternehmen ergibt, gilt es als unterbewertet und vice versa. Zum anderen kann für Unternehmen, für die keine Marktpreise zur Verfügung stehen, ein potenzieller Preis abgeleitet werden (Gl.2).

$$\Rightarrow MP_z = WI_z \times M_v \quad (2)$$

Multiplikatorverfahren weisen im Vergleich zu anderen Bewertungsmethoden einen größtmöglichen Kapitalmarktbezug auf. Indem Multiplikatorverfahren auf Marktpreisen aufbauen, profitiert der Bewerter von am Markt bereits verarbeiteten Informationen. In komprimierter Form spiegeln Multiplikatoren verschiedenste Erwartungen von Marktteilnehmern wider. Somit wird auch deutlich, dass Multiplikatorverfahren konzeptionell grundsätzlich den zukunftsorientierten Bewertungsverfahren zuzurechnen sind.

2.1.1 Multiplikatormethoden in Abhängigkeit zugrunde liegender Marktpreise

Preise für Unternehmensanteile lassen sich auf verschiedenen Märkten beobachten. In Abhängigkeit des jeweils betrachteten Marktes signalisieren diese unterschiedliche Informationen. Dementsprechend ist eine differenzierte Betrachtung der Multiplikatorverfahren nötig.

Die *Similar Public Company Method* greift auf börsengehandelte Vergleichsunternehmen (Trading Comparables) zurück. Die Notierungen börsengehandelter Anteilsscheine von Unternehmen können i.d.R. als Preise für die Erlangung von Minderheitsanteilen aufgefasst werden. Der gewöhnliche Handel mit Aktien zielt nicht auf die Erlangung von Kontrollmöglichkeiten.⁹ Insofern ist der Börsenkurs vornehmlich Preisindikator für Investoren mit finanzwirtschaftlicher Zielsetzung.¹⁰ Unter Rückgriff auf die Similar Public Company Method beurteilen Analysten und Fondsmanager die relative Unter- oder Überbewertung von Aktien oder Emissionspreisen. In der Bewertungspraxis von Wirtschaftsprüfern dienen Multiplikatoren auf Basis von Trading Comparables mittlerweile regelmäßig der Plausibilisierung objektivierter Unternehmenswerte.¹¹ Im M&A-Geschäft kann die Similar Public Company Method Hinweise auf den mindestens zu entrichtenden Preis für ein Zielunternehmen liefern. Börsenpreise können insofern als Preisuntergrenze interpretiert werden, als Aktionäre des zu übernehmenden Unternehmens einen Preis unter dem aktuellen Kursniveau wahrscheinlich ablehnen würden.¹²

Die *Recent Acquisition Method* stellt auf Kaufpreise zeitnah erfolgter Übernahmen vergleichbarer Unternehmen (Transaction Comparables) ab.¹³ Diese Preise geben den Wert eines Unternehmens aus Sicht des Käufers einer Mehrheit wieder.¹⁴ Solche Preise

9 Küting/Eidel (1999), S. 229.

10 Bausch (2000), S. 452.

11 Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2002), S. 19 ff.

12 Böcking/Nowak (1999), S. 169.

13 Mandl/Rabel (1997), S. 263.

14 Küting/Eidel (1999), S. 229.

sind durch verschiedene Faktoren geprägt. Um die Verfügungsgewalt über ein größeres Anteilspaket oder das gesamte Unternehmen zu erlangen, sind regelmäßig Prämien auf den ursprünglichen Stand-Alone-Wert des Unternehmens zu entrichten. Ursächlich für diese Prämien können insbesondere zwei Aspekte sein. Zum einen werden Aufpreise allein für die Erlangung von Kontrolle gezahlt. Zum anderen kann die Prämie eine (teilweise) Weitergabe von erwarteten Synergieeffekten an die Verkäufer reflektieren. Insbesondere bei isolierten Transaktionen hängt der vereinbarte Preis auch immer von subjektiven Merkmalen der beteiligten Parteien ab. Einflüsse wie Verhandlungsmacht und -erfahrung oder auch Zeitdruck können erheblichen Einfluss bei der Preisfindung haben. Es ist kaum anzunehmen, dass neuerliche Transaktionen unter den selben Umständen zustande kommen werden. Während an der Börse die Einigung lediglich den Preis selbst betrifft, sind hier möglicherweise geldwerte Zusatzabsprachen vereinbart, über die oftmals auch gar nichts bekannt wird.¹⁵ Dies erschwert eine spätere Beurteilung des Transaktionsgegenstandes und damit auch des Preises. Gleichwohl werden in der M&A-Bewertungspraxis Multiplikatoren auf Basis von Transaction Comparables herangezogen, um Anhaltspunkte dafür zu finden, in welcher Größenordnung sich Transaktionspreise einstellen könnten.

Im Rahmen der *Initial Public Offering Method* werden Platzierungspreise von Börsendebütanten im Multiplikator verarbeitet. Bedeutung kommt diesen Multiplikatoren im Zusammenhang mit Bewertungen bei Börseneinführungen zu,¹⁶ wenngleich die vergleichsweise geringe Zahl an IPO's die Anwendung der Methode in der Praxis stark einschränkt. Für die unmittelbare Aufnahme einer Neuemission an der Börse ist eine marktgerechte Festlegung des Platzierungspreises erforderlich. Mit der Initial Public Offering Method abgeleitete potenzielle Platzierungspreise können herangezogen werden, um das vorherrschende Stimmungsbild des spezifischen, durch höhere Volatilität und stärkere Zyklus geprägten IPO-Marktes abzubilden.

2.1.2 Kritik am Marktpreiskonzept

Am Marktpreiskonzept der Multiplikatorverfahren setzen im Wesentlichen zwei Kritikpunkte an. Zum einen wird die Problematik effizienter Marktpreisbildung (speziell für den deutschen Kapitalmarkt) thematisiert. Zum anderen wird ein möglicher Zuwachs an Bewertungsobjektivität der Methoden zu Lasten einer subjektbezogenen Bewertung herausgestellt.¹⁷

2.1.2.1 Problematik Markteffizienz

Bei der Bewertung anhand von Multiplikatorverfahren kommt der Art und Weise der Bildung einzubeziehender Marktpreise entscheidende Bedeutung zu.

15 Henselmann/Kniest (1999), S. 237-239.

16 Küting/Eidel (1999), S. 229.

17 Böcking/Nowak (1999), S. 169 und 174 f.; Buchner/Englert (1994), S. 1579.

Die Verwendung von Transaction Comparables zur Ableitung potenzieller Marktpreise ist vor dem Hintergrund des hohen individuellen Moments jeweils zugrunde liegender Transaktionssituationen kritisch zu hinterfragen.

Aber auch Multiplikatoren auf Basis von Trading Comparables sind mit Blick auf notwendige Überlegungen zur *Funktionsfähigkeit und Informationseffizienz des Kapitalmarktes* nicht unproblematisch.¹⁸ »A market in which prices always 'fully reflect' available information is called efficient.«¹⁹ Für den US-amerikanischen Kapitalmarkt deuten zahlreiche empirische Studien auf das Vorliegen von Informationseffizienz in ihrer mittelstrenge Form.²⁰ Ein Schluss auf die Effizienz des deutschen Kapitalmarktes kann kaum gezogen werden, im Allgemeinen wird dieser als weniger effizient eingeschätzt.²¹ Die Verbesserungen des regulatorischen Rahmens in den letzten Jahren sind in diesem Zusammenhang jedoch positiv herauszustellen.²²

Es bleibt zu konstatieren, dass Multiplikatorbewertungen dann keine Berechtigung finden, wenn signifikante Marktineffizienzen aufgezeigt werden können. Letztlich wird für gewählte Vergleichsunternehmen im Einzelnen eine Effizienzbeurteilung notwendig. Wesentliches Kriterium ist dabei ein liquider Handel als Grundlage eines fairen Preisbildungsprozesses.²³ Ein weiterer Indikator zur Effizienzbeurteilung kann beispielsweise eine Indexnotierung oder die Zahl der ein gelistetes Unternehmen beobachtenden Analysten bilden.²⁴

Neben diesen Überlegungen ist festzustellen, dass Börsenkurse stochastischen Schwankungen unterliegen,²⁵ die nicht immer mit der tatsächlichen Wertentwicklung des Unternehmens erklärt werden können.²⁶ Diese Schwankungen sind nicht zuletzt Ausdruck von Unsicherheit, unter der Investoren Entscheidungen treffen müssen. Eine Verwendung von Wochen- oder Monatsdurchschnittskursen zur Glättung dieser Schwankungen wird jedoch als nicht mit der Annahme der Informationseffizienz vereinbar angesehen.²⁷ Die Auswahl einer entsprechenden Glättungsperiode ist nur schwer begründbar und kann das Bewertungsergebnis einer Multiplikatorbewertung stark beeinflussen.

Multiplikatorbewertungen bilden im Gegensatz zu Barwertkalkülen Markterwartungen direkt ab. Dieser Vorteil bedeutet aber im Gegenzug auch, dass mögliche Über- und

18 Böcking/Nowak (2000), S. 22.

19 Fama (1970), S. 383. Unterschieden werden regelmäßig drei Formen der Informationseffizienz. In der schwachen Form reflektieren aktuelle Preise Informationen, die sich aus dem vergangenen Preisverlauf gewinnen lassen. Die mittelstrenge Form fordert daneben, dass Börsenkurse alle der Öffentlichkeit zugänglichen Informationen schnellstmöglich verarbeiten und wiedergeben. In der stärksten Ausprägung soll der Börsenpreis auch solche Informationen beinhalten, die nicht der Öffentlichkeit zugänglich sind. Hierzu auch Brealey/Myers (2000), S. 358.

20 Haugen (1997), S. 661 ff.

21 Steinhauer (1999), S. 306.

22 Löhnert/Böckmann (2001), S. 405.

23 Für Mindestanforderungen an einen liquiden Handel kann bspw. §5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung herangezogen werden.

24 Peemöller et al. (2002), S. 200.

25 Effiziente Märkte müssen nicht notwendigerweise zu jedem Zeitpunkt den »wahren« Wert eines Investments wiedergeben. »An efficient market is one in which the market price is an *unbiased estimate* of the true value of the investment.« Damodaran (1997), S. 420.

26 Buchner/Englert (1994), S. 1579; Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (2000), Textzeile 14.

27 Böcking/Nowak (1999), S. 169.

Untertreibungen von Markttrends aufgenommen werden. Implizit ist daher bei Multiplikatorbewertungen die Annahme »...that while markets make mistakes on individual stocks, they are correct on average.²⁸

2.1.2.2 Objektivitätszuwachs vs. Subjektbezogenheit

Für die Ableitung des *Entscheidungswertes*, respektive Grenzpreises, eines Investors ist die Berücksichtigung seiner persönlichen Verhältnisse und Möglichkeiten erforderlich. Der auf einem bestimmten Markt realisierte Preis spiegelt hingegen nicht den Entscheidungswert eines einzelnen Käufers oder Verkäufers wider.²⁹ Als Ergebnis einer Transaktion stellt der Preis ein Aggregat der Erwartungen, Risikoeinschätzungen und Möglichkeiten der beteiligten Akteure dar. Einem Multiplikatorverfahren kann durch den Rückgriff auf beobachtbare Marktpreise insofern einerseits ein Gewinn an Objektivität zugesprochen werden. Im Gegenzug sehen sich Multiplikatorverfahren jedoch der Kritik ausgesetzt, subjektive, im Rahmen der investitionstheoretischen Unternehmensbewertung zu berücksichtigende Aspekte zu vernachlässigen.³⁰ Auch Anhänger des Market Approach in den USA sprechen mit Blick auf das Finden von Entscheidungswerten anderen Verfahren, die unter dem Income Approach subsumiert werden (z.B. der DCF-Methode), eine höhere Zweckmäßigkeit zu.³¹

Der durch das Marktpreiskonzept resultierende Mangel an Subjektbezogenheit schränkt die Bedeutung der Multiplikatorverfahren jedoch nur für spezifische Bewertungszwecke ein. Multiplikatorverfahren sind in einer Vielzahl von Bewertungssituationen einsetzbar, beispielsweise für indikative Wertzuweisungen, zur Plausibilisierung und zur Argumentation. Prädestiniert sind Multiplikatoren zur Marktpreisanalyse. Sie liefern Vorstellungen über am Markt geforderte und realisierbare Preise. Vor diesem Hintergrund lässt sich die Akzeptanz der Multiplikatormethode in der Praxis einordnen, insbesondere als verbreitetes Bewertungsinstrument in der Aktienanalyse, bei IPO's und M&A-Transaktionen. In den USA spielt der Market Approach nicht zuletzt mit Blick auf gesetzliche Bewertungserfordernisse und -anlässe mit Einigungzwang eine herausragende Rolle.³²

28 Damodaran (2001), S. 272.

29 Mandl/Rabel (1997), S. 274.

30 Böcking/Nowak (1999), S. 175. Böcking/Nowak sehen jedoch nur einen scheinbaren Gewinn an Objektivität.

31 Pratt et al. (2000), S. 228 und 261. In der Praxis können multiplikatorgestützt abgeleitete potenzielle Preise Grenzpreisen (stark eingeschränkt) angenähert werden. Bspw. können echte Synergieeffekte einer geplanten Transaktion durch entsprechende Adjustierung der Bezugsgröße des Bewertungsobjekts Berücksichtigung finden. Palepu et al. (2000), S. 15/7 f.; Sudarsanam (1995), S. 138 ff.

32 Pratt (2001), S. 35.

2.2 Kernstück Unternehmensvergleich

2.2.1 Formale Anforderungen an Vergleichbarkeit

Von der Genauigkeit der Auswahl vergleichbarer Referenzunternehmen hängt die Qualität der gesamten Wertermittlung ab. Daraus ergibt sich die Schlüsselfrage, was unter »Vergleichbarkeit« zu verstehen ist. Der Wert jedes Unternehmens resultiert aus zukünftig zu erwartenden frei verfügbaren Cashflows. »Ideally, therefore, comparability should be defined in terms of the statistical properties of the anticipated Cashflow stream. Applying this definition, two firms are comparable if the correlation between the expected future Cashflows is high.«³³ Durch Hinterfragen der Bedingungen, die Gleichung (1) Gültigkeit verleihen, erlangt man zusätzlichen Einblick, durch welche Merkmale Vergleichbarkeit begründet ist. Ein Verständnis der Determinanten verschiedener Multiplikatoren kann dem Analysten insofern hilfreich sein, als dass er den Grad der Vergleichbarkeit von Unternehmen besser beurteilen kann. Er wird außerdem in die Lage versetzt, Wertdifferenzen, die auf der Grundlage verschiedener Multiplikatoren entstehen können, zu erklären.³⁴

2.2.1.1 Fundamentale Einflussgrößen auf Multiplikatoren

Zunächst seien Marktpreise als alleiniger Ausdruck zukünftig frei verfügbarer, auf den Betrachtungszeitpunkt diskontierter Einzahlungsüberschüsse aufgefasst.

$$MP = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (3)$$

Durch Standardisierung mittels eines Wertindikators wird ein Multiplikator gebildet, der sich allgemein wie folgt darstellt:

$$\frac{MP}{WI} = M = \frac{1}{WI} \times \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (4)$$

Zur besseren Verdeutlichung der Einflussgrößen auf den Multiplikator soll auf das Gordon Growth-Modell³⁵ rekurriert werden, das von einem konstanten Wachstum der Cashflows ausgeht.

$$M = \frac{CF_1}{WI} \times \frac{1}{r - g_{CF}} \quad (5)$$

CF_t – Cashflow Periode t
r – Diskontierungssatz
g – Wachstumsrate

33 Cornell (1993), S. 60 f.

34 Palepu et al. (1997), S. 7, 24.

35 Gordon (1962), S. 43-46.

Es kann somit konstatiert werden, dass Multiplikatoren aus fundamentaler Sicht durch drei wesentliche Faktoren beeinflusst werden:

- *Wachstumserwartungen* in Bezug auf zukünftige Cashflows,
- *Risikobeurteilung* zukünftiger Cashflows als Hauptdeterminante der Renditeforderung von Kapitalgebern,
- einem Term (CF/WI), der in Abhängigkeit vom jeweiligen Multiplikator zu beurteilen ist und allgemein als das frei verfügbare *Cashflow-Potenzial* bei gegebenem Wachstum und Risiko interpretiert werden kann.

Folgende Konsequenzen ergeben sich aus diesen Überlegungen: Sollen zwei (börsennotierte) Unternehmen anhand von Multiplikatoren auf ihre relative Preiswürdigkeit beurteilt werden, sind Unterschiede zwischen Multiplikatoren nicht per se als Zeichen für Unter- oder Überbewertung aufzufassen. Abweichungen könnten auf Differenzen in Risiko und Wachstum sowie entziehbares Cashflow-Potenzial zurückzuführen sein. Die Auswahl vergleichbarer Unternehmen sollte sich also entsprechend an den aufgezeigten Kriterien orientieren.³⁶ Nur dies führt zu sinnvollen Aussagen und berechtigt im Fall der Bewertung von Unternehmen, für die keine Marktpreise zur Verfügung stehen, zur Anwendung von Gleichung (2).³⁷

Der multiplikatorspezifische Term (CF/WI) macht auch deutlich, dass die Einflussfaktoren zwischen Multiplikatoren variieren³⁸ und demzufolge der Einsatz verschiedener Multiplikatoren mit unterschiedlichen Anforderungen an die Vergleichbarkeit von Unternehmen einhergeht. Dies wird besonders deutlich, wenn man sog. »non financial«-Bezugsgrößen (Patientenzahl, Kundenstamm, WebTraffic-Daten, u.Ä.) wählt, die nur mittelbar Hinweise auf die entziehbaren Cashflows geben. Solche Kennzahlen sind immer auch noch an der unterschiedlichen Fähigkeit von Unternehmen zu relativieren, aus diesen Größen Erträge zu erwirtschaften.³⁹ Lediglich im Spezialfall, bei dem der Multiplikator auf frei verfügbaren Cashflows als Wertindikator aufbaut, bilden allein Wachstum und Risiko die wesentlichen Einflussgrößen ab (Gl. 6).

$$M = \frac{1}{(r - g_{CF})} \quad (6)$$

2.2.1.2 Implikationen

Der Vorteil des Marktpreiskonzeptes wird vielfach in seiner einfachen Handhabung gesehen. Die voranstehende Analyse verweist jedoch darauf, dass eine sachgerechte Bewertung mit Hilfe dieses Konzeptes zwar in seiner Rechentechnik weniger komplex

³⁶ Damodaran (2001), S. 266. Dementsprechend hält Damodaran theoretisch einen Vergleich zwischen Unternehmen unterschiedlicher Industrien für zulässig.

³⁷ Vgl. auch die Annahmen von Kaplan/Ruback (1995), S. 1067.

³⁸ Damodaran (2001), S. 262.

³⁹ Krolle (2003), S. 42.