

Kornelia Mathilde Gratzner

„Finanzwirtschaftliche Analyse marktorientierter Bewertungsverfahren“

## **DIPLOMARBEIT**

zur Erlangung des akademischen Grades

Magistra der Wirtschaftswissenschaften

Studium: Angewandte Betriebswirtschaft



Fakultät für Wirtschaftswissenschaften

Begutachter: Univ.-Prof. Mag. Dr. Wolfgang Nadvornik,  
Univ.-Ass. Mag. Dr. Sibylle Grechenig,

Institut für Finanzmanagement  
Abteilung betriebliche Finanzierung, Geld- und Kreditwesen

„Wirtschaftswissenschaft ist die einzige Disziplin, in der jedes Jahr  
auf dieselben Fragen andere Antworten richtig sind.“

(Danny Kaye)

### **Ehrenwörtliche Erklärung**

Ich erkläre ehrenwörtlich, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig angefertigt und die mir ihr unmittelbar verbundenen Tätigkeiten selbst erbracht habe. Ich erkläre weiters, dass ich keine anderen als die angegebenen Hilfsmittel benutzt habe. Alle aus gedruckten, ungedruckten oder dem Internet im Wortlaut oder im wesentlichen Inhalt übernommen Formulierungen und Konzepte sind gemäß den Regeln für wissenschaftliche Arbeiten zitiert und durch Fußnoten bzw. durch andere genaue Quellenangaben gekennzeichnet.

Die während des Arbeitsvorganges gewährte Unterstützung einschließlich signifikanter Betreuungshinweise ist vollständig angegeben.

Die wissenschaftliche Arbeit ist noch keiner anderen Behörde zur Beurteilung vorgelegt worden. Dieser Inhalt wurde in gedruckter und elektronischer Form abgegeben. Ich bestätige, dass der Inhalt der digitalen Version vollständig mit dem der gedruckten Version übereinstimmt.

Ich bin mir bewusst, dass eine falsche Erklärung rechtliche Folgen haben wird.

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	IV
Abbildungsverzeichnis .....	VI
Formelverzeichnis.....	VII
Abkürzungsverzeichnis .....	VIII
1 Einleitung.....	1
2 Unternehmensbewertung.....	4
2.1 Bewertungsanlässe .....	5
2.2 Bewertungsmodelle .....	7
3 Zukunftserfolgsorientierte Unternehmensbewertung.....	13
3.1 Ertragswertmethode .....	13
3.2 Discounted Cash-flow-Verfahren.....	16
3.2.1 Bruttoverfahren (Entity Approach) .....	18
3.2.2 Nettoverfahren (Equity Approach) .....	23
3.3 Ertragswertverfahren vs. Discounted Cash-flow-Verfahren .....	24
3.4 Beurteilung.....	25
4 Marktorientierte Unternehmensbewertung.....	29
4.1 Comparative Company Approach.....	32
4.1.1 Bewertungsablauf.....	34
4.1.1.1 Analyse des Zielunternehmens .....	34
4.1.1.2 Identifikation von Vergleichsunternehmen oder Transaktionen.....	35
4.1.1.3 Ermittlung des Marktwertes des Zielunternehmens.....	39
4.1.1.4 Berücksichtigung von Zu- und Abschlägen .....	41
4.1.2 Bewertungsmethoden.....	43
4.1.2.1 Similar Public Company Method .....	43
4.1.2.2 Initial Public Offering Method .....	45
4.1.2.3 Recent Acquisition Method.....	47
4.1.3 Multiplikatoren .....	48
4.1.3.1 Equity Multiplikatoren .....	51
4.1.3.1.1 Kurs Gewinn Verhältnis.....	52
4.1.3.1.2 Dynamisches Kurs Gewinn Verhältnis .....	56
4.1.3.1.3 Kurs Cash Flow Verhältnis .....	59
4.1.3.1.4 Kurs Buchwert Verhältnis .....	62
4.1.3.2 Entity Multiplikatoren .....	63
4.1.3.2.1 Enterprise Value/EBIT.....	66
4.1.3.2.2 Enterprise Value/EBDIT .....	67
4.1.3.2.3 Enterprise Value/EBITDA.....	68
4.1.3.2.4 Enterprise Value/Umsatz .....	70
4.1.3.3 Exkurs – Irrelevanz der Finanzierungsstruktur .....	72
4.1.3.4 Spezielle Multiplikatoren.....	73
4.1.4 Beurteilung .....	75

---

4.2	Market Multiples.....	77
4.2.1	Bewertungsablauf.....	81
4.2.2	Bewertungsmethoden.....	83
4.2.3	Beurteilung .....	83
4.3	Anwendungsfelder .....	85
4.4	Herausforderungen.....	88
5	Kritische Analyse der marktorientierten Verfahren .....	92
6	Zusammenfassung .....	98
7	Ausblick .....	103
8	Glossar .....	105
	Literaturverzeichnis .....	109

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Merger & Acquisition Volumenentwicklung 1995 – Q1 2007.....	6
Abbildung 2: Übersicht Bewertungsverfahren.....	8
Abbildung 3: Historische Entwicklung der Unternehmenswertkonzeptionen .....	10
Abbildung 4: Vergleich Ertragswertverfahren – DCF Verfahren (WACC-Methode)...	25
Abbildung 5: Ablauf einer marktorientierten Unternehmensbewertung .....	34
Abbildung 6: Beispiel Unternehmenswert - KGV Multiplikator.....	40
Abbildung 7: Beispiel Berechnung Unternehmenswert – SPC-Ansatz.....	44
Abbildung 8: Equity vs. Entity Multiplikatoren .....	50
Abbildung 9: Equity Multiplikatoren.....	51
Abbildung 10: Equity Multiplikatoren.....	66
Abbildung 11: Beispiel Ermittlung Unternehmenswert EBIT (Kapitalstruktureffekt)	73
Abbildung 12: Zusammenfassung der wichtigsten Multiplikatoren.....	76
Abbildung 13: Market Multiples (EBIT, Umsatz).....	82
Abbildung 14: Beispiel Market Multiples .....	83
Abbildung 15: Anwendungsfelder vergleichsorientierter Bewertungsverfahren.....	85
Abbildung 16: Entwicklung IPOs Q2 2006-Q2 2007 .....	103

## Formelverzeichnis

Formel 1: Ermittlung Unternehmenswert - Ertragswertverfahren .....	14
Formel 2: Ermittlung Unternehmenswert - Ewige Rente .....	14
Formel 3: Ermittlung Kapitalisierungssatz - Ertragswertverfahren .....	15
Formel 4: Ermittlung Eigenkapitalrenditeforderung .....	17
Formel 5: Ermittlung Marktwert Eigenkapital- Bruttoverfahren .....	18
Formel 6: Ermittlung Free Cash Flow .....	19
Formel 7: Ermittlung Weighed Average Cost of Capital .....	21
Formel 8: Ermittlung Marktwert Eigenkapital - WACC Verfahren .....	21
Formel 9: Ermittlung Total Cash Flow .....	22
Formel 10: Ermittlung WACC –Total Cash-flow-Verfahren .....	22
Formel 11: Ermittlung Flow to Equity .....	23
Formel 12: Ermittlung Marktwert Eigenkapital – Nettomethode .....	24
Formel 13: Ermittlung Unternehmenswert - Comparative Company Approach .....	33
Formel 14: Ermittlung Multiplikator .....	39
Formel 15: Ermittlung Unternehmenswert .....	40
Formel 16: Ermittlung Kurs Gewinn Verhältnis .....	52
Formel 17: Ermittlung Ergebnis nach DVFA .....	53
Formel 18: Ermittlung Marktwert Eigenkapital - KGV Multiplikator .....	54
Formel 19: Ermittlung Dynamisches KGV .....	57
Formel 20: Ermittlung Kurs Cash-flow Verhältnis .....	60
Formel 21: Ermittlung Cash Flow nach DVFA .....	61
Formel 22: Ermittlung Enterprise Value I .....	65
Formel 23: Ermittlung Enterprise Value II .....	65
Formel 24: Ermittlung EBIT, EBDIT und EBITDA .....	70
Formel 25: Ermittlung Unternehmenswert – Market Multiples .....	80
Formel 26: Ermittlung Unternehmenswert - Market Multiples (Goodwill) .....	80

## Abkürzungsverzeichnis

APV	Adjusted Present Value
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CCA	Comparative Company Approach
DCF	Discounted Cash-flow
DVFA	Deutsche Vereinigung für finanzwirtschaftliche Analysen
EBDIT	Earnings before interest, depreciation and taxes
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
FB	Finanz Betrieb
FCF	Free Cash Flow
FTE	Flow to Equity
HFA	Hauptfachausschuss (des Institutes der Wirtschaftsprüfer)
HGB	Handelsgesetzbuch
IAS	International Accounting Standards
IDW	Institut der deutschen Wirtschaftsprüfer
IPO	Initial Public Offering
KBV	Kurs Buchwert Verhältnis
KCFV	Kurs Cash-flow Verhältnis
KGV	Kurs Gewinn Verhältnis
M & A	Mergers & Acquisitions



NOPLAT	Net operating profit
o.J.	Ohne Jahresangabe
o.S	Ohne Seitenangabe
o.V.	Ohne Verfasser
RAM	Recent Acquisition Method
SPC	Similar Public Company
TCF	Total Cash
WACC	Weighed average cost of capital
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung

## 1 Einleitung

Die Unternehmensbewertung ist eine Dienstleistung die auf Märkten angeboten und nachgefragt wird.<sup>1</sup> Die Anlässe und Gründe die eine Unternehmensbewertung erforderlich machen, können sehr vielfältig sein.<sup>2</sup>

- „Mega Bankenfusion Barclays kauft ABN Amro“<sup>3</sup>.
- „Europas Banken im Übernahmefieber“<sup>4</sup>.
- „voestalpine AG erreicht 79,2 % an Böhler-Uddeholm AG“<sup>5</sup>.
- „Porsche erhöht VW-Anteile auf über 30 %“<sup>6</sup>.
- „Cerberus schnappt sich die Bawag“<sup>7</sup>.

Betrachtet man diese Finanzmeldungen der letzten Monate wird einem sehr schnell bewusst, welche Bedeutung einer professionellen Unternehmensbewertung in der heutigen Finanzwelt zukommt.

Die Unternehmensbewertung ist eine sehr komplexe und vielschichtige Angelegenheit. Dementsprechend gibt es eine Vielzahl von Büchern, Aufsätzen und Beiträgen in Finanzmagazinen, die sich mit diesem Thema auseinandersetzen.<sup>8</sup> In kaum einem anderen Bereich der Betriebswirtschaftslehre gibt es eine derartige Vielfalt an kontroversen Standpunkten und Meinungen, die laufend publiziert werden.

---

<sup>1</sup> Vgl. Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2006], S. 1.

<sup>2</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 5.

<sup>3</sup> o.V. [Barclays kauft ABN Amro 2007], o.S.

<sup>4</sup> Goedeckemayer [Europas Banken im Übernahmefieber 2007], in: Bankmagazin 08/2007 S. 30.

<sup>5</sup> o.V. [voestalpine AG erreicht 79,2 % an Böhler-Uddeholm AG 2007], o.S.

<sup>6</sup> o.V. [Porsche erhöht VW-Anteile auf über 30% 2007], o.S.

<sup>7</sup> Stock [Cerberus schnappt sich die Bawag 2006], o.S.

<sup>8</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 5.

So wurde in der Literatur in der Vergangenheit vorrangig darüber diskutiert welcher unternehmensbewertungsbezogene Ansatz „der Richtige“ ist.<sup>9</sup> Richtig dahingehend, dass aufgrund dieses Wertes eine optimale Kaufentscheidung getroffen werden kann. Die Diskussion war bzw. ist von den Begriffen der objektiven<sup>10</sup>, subjektiven<sup>11</sup> und funktionellen<sup>12</sup> Unternehmensbewertung geprägt. Aus heutiger Sicht geht hingegen eindeutig hervor, dass der **funktionelle Unternehmenswert**, der am meist akzeptiertest und verwendete Ansatz ist.

Die heutige Diskussion in der Literatur widmet sich vielmehr der Frage nach

### **der richtigen Bewertungsmethode.<sup>13</sup>**

Vorraussetzung für die Ermittlung des am meisten verwendeten funktionellen Unternehmenswertes, ist ein spezifischer Bewertungszweck.<sup>14</sup> In der heutigen Literatur gibt es aufgrund der Fülle von unterschiedlichen Bewertungszwecken eine Vielzahl an verschiedenen Bewertungsmethoden.

Die Unternehmensbewertungsmethoden werden in der Lehre nach unterschiedlichen Merkmalen systematisiert.<sup>15</sup> So wird in der deutschsprachigen Literatur zumeist von Gesamtbewertungsverfahren, Einzelbewertungsverfahren und Mischverfahren gesprochen. In der angelsächsischen Literatur spricht man hingegen von erfolgsorientierten (Income Approach), marktorientierten (Market Approach) und kostenorientierten (Cost Approach) Bewertungsmodellen.

---

<sup>9</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S 1ff.

<sup>10</sup> Siehe Glossar: Objektive Unternehmensbewertung.

<sup>11</sup> Siehe Glossar: Subjektive Unternehmensbewertung.

<sup>12</sup> Siehe Glossar: Funktionelle Unternehmensbewertung.

<sup>13</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 1.

<sup>14</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 28ff.

<sup>15</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 28ff. Vgl. auch Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2006], S. 31ff. Haeseler/Kros [Unternehmensbewertung 2002], S. 8ff. Nölle in Fackler/Schacht (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 21ff. Widmann in Hölterers (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 85ff. Schultze [Methoden der Unternehmensbewertung 2003], S. 71ff.

Der erste Teil der Arbeit wird sich vornehmlich mit den in Deutschland und Österreich am häufigsten verwendeten Gesamtbewertungsverfahren, dem Ertragswertverfahren, und dem im angloamerikanischen Raum weit verbreiteten Discounted Cash-flow-Verfahren (DCF-Verfahren), beschäftigen. Zuvor wird die zunehmende Bedeutung einer professionell durchgeführten Unternehmensbewertung, anhand von aktuellen Studien zu diesem Thema, dargelegt.

Der Hauptteil der Arbeit widmet sich einer Methode der Unternehmensbewertung, die sich in den vergangenen Jahren, ausgehend aus den USA, unter dem Stichwort „Fair market value“, etabliert hat.<sup>16</sup> Die so genannten marktorientierten Vergleichswert Verfahren, orientieren sich an den Marktwerten vergleichbarer Unternehmen oder multiplizieren betriebswirtschaftliche Kennzahlen mit einem Faktor, der einem Marktwert entspricht.<sup>17</sup> Abhängig davon, welche der beiden Methoden man verwendet, spricht man vom **Comparative Company Approach** oder von der Orientierung an **Market Multiples**.<sup>18</sup>

Ziel der Arbeit ist eine ausführliche Gesamtdarstellung der marktorientierten Vergleichsmethoden zu präsentieren und diese in einem passenden Kontext zu den zuvor dargestellten zukunftsorientierten Methoden zu stellen. Ein ausführlicher Vergleich mit den zukunftsorientierten Verfahren wird nicht angestrebt, da wie auch in den folgenden Studien eingehend dargelegt werden wird, in der Praxis die parallele Anwendung beider Methoden präferiert wird. Vielmehr soll die zunehmende Bedeutung von marktorientierten Verfahren aufgrund der ständig steigenden Anzahl an Kapitalmarkttransaktionen, bei denen eine statische Betrachtungsweise alleine nicht mehr ausreicht, zum Ausdruck gebracht werden.

---

<sup>16</sup> Vgl. Barthel [Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren], in: Der Betrieb 4/1996 S. 149.

<sup>17</sup> Vgl. Behringer [Unternehmensbewertung der Klein- und Mittelbetriebe 2004], S. 113.

<sup>18</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 43.

## 2 Unternehmensbewertung

**„Valuation can be considered the heart of finance“<sup>19</sup>**

*Damodaran Aswath*, Professor an der Stern School of Business (New York) weist mit der oben angeführten Aussage auf die immer wichtiger werdende Rolle der Unternehmensbewertung innerhalb der heutigen Betriebswirtschaft hin.<sup>20</sup> Diese zu verstehen bzw. zu wissen, welche Faktoren den Unternehmenswert beeinflussen können, ist heute Grundvoraussetzung um wichtige Entscheidungen in den verschiedensten Bereichen der Betriebswirtschaft treffen zu können.

Ziel der Unternehmensbewertung ist es, einem Unternehmen nicht einen Preis zuzuordnen, sondern einen spezifischen Wert.<sup>21</sup> Der Kaufpreis eines Unternehmens kann durch kein mathematisches oder analytisches Verfahren genau bestimmt werden.<sup>22</sup> Der tatsächlich gezahlte Preis für ein Unternehmen unterliegt wie jede andere Ware in einer Marktwirtschaft dem Gesetz von Angebot und Nachfrage.<sup>23</sup> Hinsichtlich dessen ist der tatsächlich für ein Unternehmen bezahlte Preis immer ein Produkt der Preisverhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer.<sup>24</sup> Der anhand einer Unternehmensbewertung ermittelte Wert ist daher zumeist nicht identisch mit dem Preis, der in einer Kaufverhandlung realisiert wird.<sup>25</sup> Trotzdem sind Kaufpreis und Unternehmenswert sehr eng miteinander verbunden, zumal der

---

<sup>19</sup> Damodaran [Valuation Approaches and Metrics 2006], S. 3.

<sup>20</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Damodaran [Valuation Approaches and Metrics 2006], S. 3.

<sup>21</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Nölle in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 15.

<sup>22</sup> Vgl. Schuppener/Krause [Unternehmensübernahmen – Auf der Suche nach dem richtigen Preis 2000], in: Bankmagazin05/2000 S. 34.

<sup>23</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Unternehmensbewertung 2002], S. 39. Vgl. auch Tichy [Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis 1994], S. 155ff.

<sup>24</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Schuppener/Krause [Unternehmensübernahmen – Auf der Suche nach dem richtigen Preis 2000], in: Bankmagazin 05/2000 S. 34.

<sup>25</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Widmann in Hölters (Hrsg.) [Unternehmensbewertung 2002], S. 84.

Unternehmenswert in den meisten Fällen als Ausgangsbasis für die Preisverhandlungen dient.

Der im Rahmen einer Unternehmensbewertung ermittelte Wert, stellt sowohl für den Käufer als auch für den Verkäufer einen Entscheidungswert dar.<sup>26</sup> In der Praxis kommt es daher zu einem Bewertungsspielraum zwischen dem vom Verkäufer ermittelten Unternehmenswert (Mindestpreis) und dem vom Käufer ermittelten Wert (Höchstpreis). Beide Parteien ermitteln folglich einen Argumentationspreis, auf dem die Kaufpreisverhandlungen basieren.

## 2.1 Bewertungsanlässe

In der Praxis gibt es zahlreiche Anlässe, die zur Durchführung einer Unternehmensbewertung führen können.<sup>27</sup> Neben den gesetzlichen Vorschriften zur Unternehmensbewertung, die man vor allem im Aktien- und Umwandlungsgesetz (z.B. bei Umwandlungen oder Verschmelzungen) findet, stellt der geplante Kauf oder Verkauf eines Unternehmens, den mit Sicherheit häufigsten und auch bekanntesten Bewertungsanlass, dar.<sup>28</sup>

Die so genannten Merger & Acquisitions Aktivitäten haben seit Beginn der neunziger Jahre erheblich zugenommen.<sup>29</sup> Internationale Übernahmen, wie die von Mannesmann und Vodafon, AOL und Time Warner, sowie die vielen Zusammenschlüsse in der Pharmabranche haben in den letzten Jahren immer wieder für Aufsehen gesorgt und das Transaktionsvolumen erheblich ansteigen lassen.<sup>30</sup> So sprach man im Jahr 2000 von der größten und intensivsten „M & A Welle“ der Wirtschaftsgeschichte. Jedoch konnte bereits im Jahr 2006 der Transaktionswert von 3.257 Mrd. USD aus dem Jahre 2000 überschritten

---

<sup>26</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Tichy [Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis 1994], S. 160.

<sup>27</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Heaseler/Kros [Unternehmensbewertung 2002], S. 6.

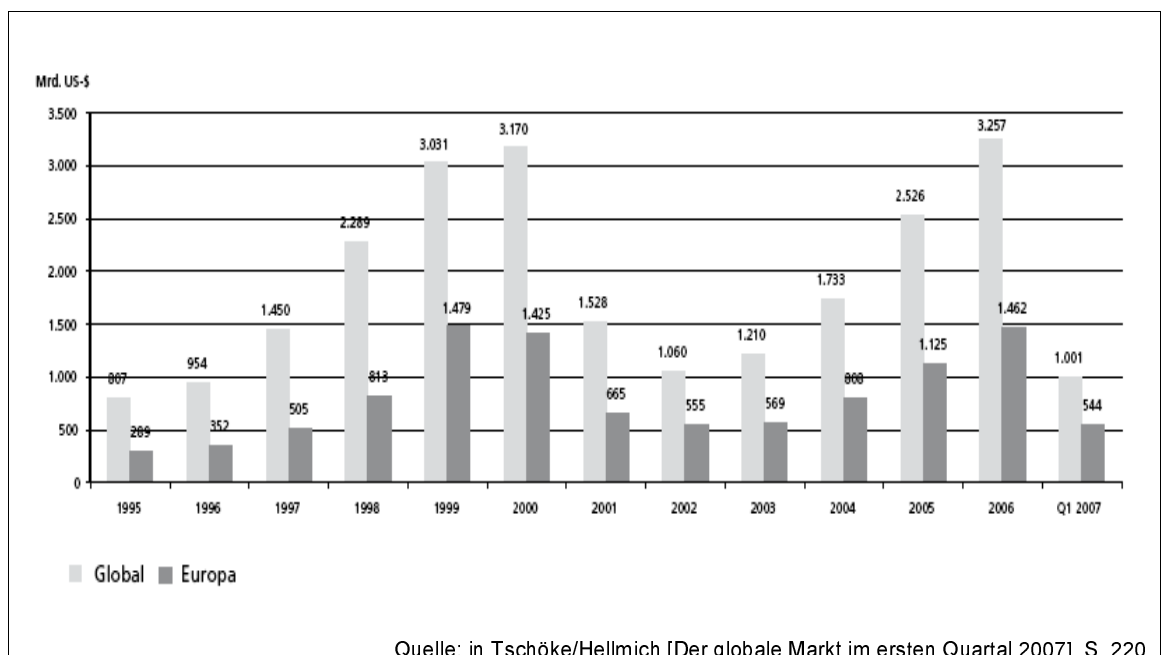
<sup>28</sup> Vgl. Haeseler/Kros [Unternehmensbewertung 2002], S. 6.

<sup>29</sup> Vgl. Dombret/Mager/Reinschmidt [Übernahmeprämien bei M & A-Transaktionen: Länder vs. Brancheneinfluss 2006], in: FB 12/2006 S. 764.

<sup>30</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Losbichler in Girkingner/Stiegler (Hrsg.) [Mergers & Acquisitions 2001], S. 2.

werden.<sup>31</sup> Mittlerweile spricht man bereits von der fünften „M & A-Welle“, die durch die zunehmende Globalisierung und der Schaffung des europäischen Binnenmarkts immer weiter vorangetrieben wird.<sup>32</sup>

Auch im ersten Quartal 2007 zeichnete sich eine Fortführung dieses Trends der letzten beiden Jahre ab. So wurden im ersten Quartal 2007 mehr als 880 M&A Transaktionen angekündigt, bereits um 14 % Prozent mehr als im 1. Quartal 2006.



**Abbildung 1: Merger & Acquisition Volumenentwicklung 1995 – Q1 2007**

Auch wenn anzunehmen ist, dass dies kein Dauerzustand sein wird, und es unter anderem auch vereinzelte Meldungen über den Rückgang der M & A Aktivitäten gibt, so bleibt die Nachfrage nach professionellen Unternehmensbewertungen dennoch erhalten. Denn wie bereits erwähnt, gibt es auch noch eine Vielzahl weiterer Anlässe, die eine fundierte Unternehmensbewertung erfordern.<sup>33</sup> Zu diesen zählen vor allem:<sup>34</sup>

<sup>31</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Tschöke/Hellmich [Der globale M&A Markt im ersten Quartal 2007], S. 219.

<sup>32</sup> Vgl. Dombret/Mager/Reinschmidt [Übernahmeprämien bei M&A-Transaktionen: Länder vs. Brancheneinfluss], in: FB 12/2006 S. 764.

<sup>33</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 4.

<sup>34</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 4. Vgl. auch Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 12ff. Siehe dazu genauer Peemöller in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 17ff.

- Die Börseneinführung von Unternehmen
- Die bilanzielle Bewertung von Beteiligungen
- Ein- und Austritt aus einer Personengesellschaft
- Erbaueinandersetzungen
- Die Sanierung von Unternehmen
- Die wertorientierte Unternehmenssteuerung
- Aktienbewertungen<sup>35</sup>

Unternehmensbewertungen dienen unterschiedlichen Zwecken.<sup>36</sup> Die Bewertungsanlässe determinieren diesen Zweck und haben damit Einfluss auf das zu verwendende Verfahren der Bewertung.<sup>37</sup>

## 2.2 Bewertungsmodelle

### **„Unterschiedliche Bewertungsanlässe erfordern unterschiedliche Bewertungsverfahren“<sup>38</sup>**

Sowohl in der Praxis, als auch in der Literatur, hat sich eine Vielzahl verschiedener Unternehmensbewertungsmodelle entwickelt.<sup>39</sup> Eine Systematisierung der verschiedenen Modelle macht eine Einordnung der einzelnen Modelle in das Gesamtbild der Unternehmensbewertung einfacher und gibt Aufschluss darüber, welche Gemeinsamkeiten die einzelnen Methoden aufweisen und wodurch sie sich grundlegend unterscheiden.

---

<sup>35</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 4. Vgl. auch Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 12ff. Siehe dazu genauer Peemöller in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 17ff.

<sup>36</sup> Vgl. Peemöller in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 17.

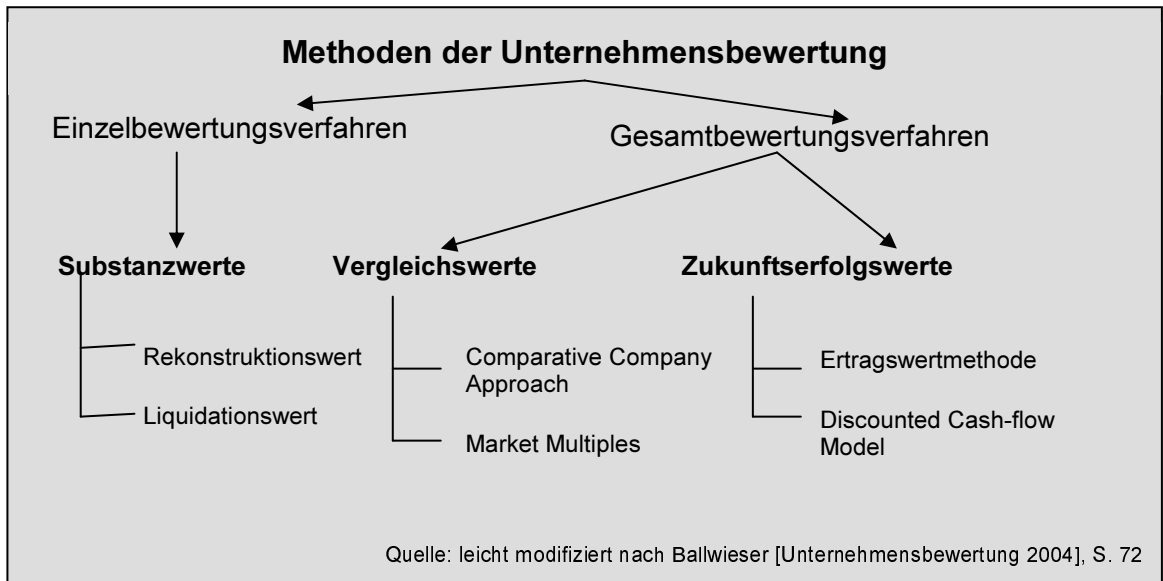
<sup>37</sup> Vgl. Peemöller in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 24.

<sup>38</sup> Nölle in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 21.

<sup>39</sup> Vgl. Schultze [Methoden der Unternehmensbewertung 2003], S. 71.



Die Anforderungen an eine professionell durchgeführte Unternehmensbewertung haben sich in den letzten Jahren wesentlich geändert.<sup>40</sup>



**Abbildung 2: Übersicht Bewertungsverfahren**

Im Rahmen der **Gesamtbewertungsverfahren** wird das Unternehmen als eine Einheit betrachtet, aus dem sich ein zukünftig erwarteter Gesamtertrag ergibt.<sup>41</sup> Die Methoden, die den Unternehmenswert aus der zukünftigen Ertragskraft eines Unternehmens ableiten, sind das **Ertragswertverfahren** und das **Discounted Cash-flow-Verfahren (DCF- Verfahren)**, welche die zukünftig anfallenden Erfolgswerte, Erträge oder Cash Flows, mit einem so genannten Kapitalisierungszinssatz diskontieren.<sup>42</sup> Weitere Gesamtbewertungsverfahren sind der **Comparative Company Approach (CCA)** oder die Bewertung anhand von **Market Multiples**, die den zukünftigen Erfolg eines Unternehmens aus Börsenkursen oder aus vergleichbaren Marktpreisen ähnlicher Unternehmen ableiten. Bei den zukunftserfolgsorientierten Modellen fließt der Wert der Vergleichsunternehmen in den Diskontierungssatz mit ein. Bei den Vergleichsmodellen hingegen erfolgt die Übertragung des Wertes der

<sup>40</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 50.

<sup>41</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 29. Vgl. auch Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 86ff.

<sup>42</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 31. Vgl. auch Ballwieser [Unternehmensbewertung 2004], S. 72.

Vergleichsunternehmen auf das zu bewertende Unternehmen, auf direktem Weg.<sup>43</sup>

Die **Einzelbewertungsverfahren** werden auch als Substanzwertverfahren bezeichnet.<sup>44</sup> Der Substanzwert stellt die Summe der einzelnen Vermögensgegenstände und Schulden zu einem bestimmten Zeitpunkt dar.<sup>45</sup> Die verwendeten Methoden sind das Substanzwertverfahren auf Basis von Reproduktionswerten, wobei man von einer Unternehmensfortführung (going concern) ausgeht, oder auf Basis von Liquidationswerten, wobei man die Zerschlagung (Liquidation) eines Unternehmens unterstellt.

Dem Substanzwertverfahren wird in der Praxis nur mehr eine untergeordnete Bedeutung beigemessen.<sup>46</sup> Das Substanzwertverfahren vernachlässigt die Bewertung von zukünftigen Erfolgen des Unternehmens, sowie die, durch das Zusammenwirken der verschiedenen Verknüpfungen entstehende Synergieeffekte, wodurch die praktische Anwendung dieses Verfahrens sehr einschränkt wird.<sup>47</sup> Der Substanzwert findet nur noch als Bewertungshilfsgröße Eingang in eine professionelle Unternehmensbewertung, im Sinne von Kenntniserlangen über die Substanz (Potential) eines Unternehmens. Aus diesem Grund wird auf die Behandlung dieses Verfahrens, nicht näher eingegangen.

Da die Einzelbewertungsverfahren nicht auf Zukunftserfolgswerte der Eigen- bzw. Fremdkapitalgeber abstellen, führen Einzel- und

---

<sup>43</sup> Vgl. hierzu Ballwieser [Unternehmensbewertung 2004], S. 156.

<sup>44</sup> Genauere Erläuterungen zum Substanzwert siehe Sieben/Maltry in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 379ff. Vgl. auch Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 165ff.

<sup>45</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Schultze [Methoden Der Unternehmensbewertung 2003], S. 150. Vgl. auch Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 46. Vgl. auch Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskauf 2002], S. 106.

<sup>46</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Beteiligungs- und Unternehmenskaufs 2002], S. 108. Vgl. auch [IDW S1 2000], in: Die Wirtschaftsprüfung Nr. 17 S. 841.

<sup>47</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 176, Vgl. auch Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 108.

Gesamtbewertungsverfahren in der Praxis meist zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen.<sup>48</sup>

Wie sich die Verwendung der einzelnen Unternehmenswertkonzeptionen im Laufe der letzten Jahre verändert hat, zeigt folgende Abbildung:

<b>50er Jahre: Objektive Bewertungslehre</b>
Der Unternehmenswert definiert sich über den der Unternehmung zukommenden objektiven Wert. ⇒ <b>Substanzwertverfahren</b>
<b>60er Jahre: Subjektive Bewertungslehre</b>
Der Unternehmenswert definiert sich über die subjektiven Einstellungen des Bewertungssubjektes zum Bewertungsobjekt. ⇒ <b>Ertragswertverfahren</b>
<b>70er Jahre: Funktionale Bewertungslehre</b>
Der Unternehmenswert definiert sich über den Bewertungszweck. ⇒ <b>Substanzwert und Ertragswertverfahren;</b>
<b>80/90er- bis heute: Kapitalmarktorientierte Konzepte</b>
Die den Unternehmenswert definierenden Verfahren beziehen vermehrt kapitalmarktheoretische Modelle, sowie Markt- und Börsepreise, in ihre Betrachtung mit ein. ⇒ <b>Discounted Cash-flow-Verfahren, Comparative Company Approach, Market Multiples</b>
Quelle: leicht modifiziert nach Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2005], S. 53

**Abbildung 3: Historische Entwicklung der Unternehmenswertkonzeptionen**

Im Jahr 2002 wurde eine Studie<sup>49</sup> am Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) durchgeführt.<sup>50</sup> Diese hat gezeigt, dass das

<sup>48</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 86. Vgl. auch Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 30.

<sup>49</sup> 203 Finanzanalysten und institutionelle Investoren wurden bzgl. ihrer Präferenzen bei der Auswahl des Unternehmensbewertungsmodells bei der Bewertung von DAX Unternehmen befragt.

Ertragswertverfahren und das DCF-Verfahren, die in der Praxis noch am meisten verwendeten Verfahren sind (79 % der Befragten gaben an, das Ertragswertmodell bzw. das DCF Modell zu verwenden). Weiters konnte festgestellt werden, dass die in Deutschland bisher präferierten Ertragswertverfahren aufgrund fehlender Kapitalmarktorientierung zunehmend in Bedrängnis geraten.<sup>51</sup> Das in den IDW<sup>52</sup> S1 2000 noch unter vereinfachter Preisfindung kategorisierte Vergleichsverfahren, welches lediglich zur Plausibilitätskontrolle dient,<sup>53</sup> entwickelt sich hingegen von einem unterstützenden Bewertungsverfahren hin zu einem eigenständigen Analyseansatz (17 % der befragten Investoren bzw. Analysten ermittelten den Unternehmenswert anhand von Vergleichsverfahren).<sup>54</sup>

Eine weitere Studie,<sup>55</sup> die von *Nelles/Rojahn/Berner* im Jahre 2000 durchgeführt wurde, zeigt, dass Investmentbanken zumeist mehrere Verfahren gleichzeitig anwenden, um die unterschiedlichen Schwachpunkte der einzelnen Methoden zu kompensieren.<sup>56</sup> Dass im Rahmen aller Börsegänge, die in dieser Studie untersucht wurden, eine Comparative Company Analyse durchgeführt wurde, unterstreicht die zunehmende Bedeutung der Vergleichsverfahren in der Bewertungspraxis.

Das DCF-Verfahren und das Ertragswertverfahren mussten in den vergangenen Jahren einiges an Kritik hinnehmen.<sup>57</sup> Aufgrund dessen scheinen gerade in

---

<sup>50</sup> Vgl. Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003], in: FB 2/2003 S. 103.

<sup>51</sup> Vgl. Barthel [Unternehmenswert die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren 1996] in: Der Betrieb 4/1996 S. 149.

<sup>52</sup> Siehe Glossar: IDW - Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland

<sup>53</sup> Vgl. [IDW S1 2000], in: Die Wirtschaftsprüfung Nr.17 S. 840.

<sup>54</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003], in: FB 2/2003 S. 103.

<sup>55</sup> 50 Researchstudien, der im ersten Halbjahr 2000 durchgeführten Börsegänge in Deutschland wurden unter anderem auf die Anzahl, sowie auf die Auswahl der Bewertungsmethoden analysiert.

<sup>56</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Nelles/Rojahn/Berner [Unternehmensbewertungsverfahren im Rahmen von Börsegängen am Neuen Markt 2001], in: FB 5/2001 S. 322.

<sup>57</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Bausch [Die Multiplikator Methode 2000], in: FB 7-8/2000 S. 449.

der heutigen Zeit die marktorientierten Verfahren immer mehr an „Charme“ zu entwickeln. Mittlerweile gehören die vergleichsorientierten Verfahren zu den Standardinstrumenten der Unternehmensbewertung.

Qualitativ hochwertige Ergebnisse einer Unternehmensbewertung können jedoch nur erzielt werden, wenn zukunftsorientierte und marktorientierte Verfahren parallel angewendet werden.<sup>58</sup>

Im folgenden Kapitel sollen nun die zukunftsorientierten Verfahren, das Ertragswertverfahren und das DCF Verfahren, kurz dargestellt werden, um die Zusammenhänge und Unterschiede zwischen diesen und den später noch detaillierter beschriebenen Vergleichsverfahren, besser darstellen zu können. Die Darstellung beschränkt sich nur auf die wesentlichen Grundzüge der beiden Verfahren, für eine detaillierte Auseinandersetzung sei auf die angeführte Literatur verwiesen.

---

<sup>58</sup> Vgl. Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003], in: FB 2/2003 S. 105.

### 3 Zukunftserfolgsorientierte Unternehmensbewertung

#### 3.1 Ertragswertmethode

Beim Ertragswertverfahren ermittelt sich der Unternehmenswert durch die Diskontierung der zukünftig erwarteten Erträge<sup>59</sup> aus dem betriebsnotwendigen Vermögen, sowie dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen.<sup>60</sup> Der Ertragswert stellt den Barwert aller zukünftigen Erfolge eines Unternehmens dar.<sup>61</sup>

Die zukünftigen Überschüsse werden anhand einer aufwändigen und detaillierten Planung (2-Phasenmodell<sup>62</sup>) ermittelt, und danach mittels eines Kapitalisierungszinssatzes, diskontiert.<sup>63</sup> Als Basis für die Ermittlung des Diskontierungssatz wird die beste Alternativanlage herangezogen, um damit mögliche Handlungsalternativen beurteilen zu können.<sup>64</sup> Das nicht betriebsnotwenige Vermögen wird separat ermittelt (zumeist mittels Liquidationswert) und dem Ertragswert hinzugerechnet.<sup>65</sup>

Daraus ergibt sich folgende allgemeine Formel für die Ermittlung des Unternehmenswertes bei der Annahme einer unbegrenzter Lebensdauer und individueller Planung der Überschüsse:<sup>66</sup>

---

<sup>59</sup> Die Ertragsgröße beim Ertragswertverfahren kann je nach Bewertungszweck und Bewertungsanlass unterschiedlich sein. Der aus praktischer Sicht am überzeugendste Ertragbegriff ist der des Netto Cash Flow beim potentiellen Eigner. Siehe dazu genauer Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 30ff. Siehe auch Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 108ff.

<sup>60</sup> Vgl. Serf in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 158. Vgl. auch Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 31. Vgl. auch Haeseler/Kros [Unternehmensbewertung 2002], S. 13.

<sup>61</sup> Vgl. Peemöller/Kunowski in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 204. Die Handlungsalternativen sind abhängig von der subjektiven Betrachtung des Bewerter.

<sup>62</sup> Vgl. Siehe Glossar: 2-Phasenmodell

<sup>63</sup> Vgl. Schultze [Methoden der Unternehmensbewertung 2003], S. 76.

<sup>64</sup> Vgl. Peemöller/Kunowski in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 236.

<sup>65</sup> Vgl. Eife/Mölzer [Mergers & Acquisitions 1993], S. 39.

<sup>66</sup> Vgl. Eife/Mölzer [Mergers & Acquisitions 1993], S. 39.

$$UW = \sum_{t=1}^{\infty} E_t \cdot (1+r)^{-t} + N_0$$

$E_t$  = Barwert aller zukünftigen Erträge

$r$  = Kapitalisierungszinssatz

$N_0$  = Barwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Quelle: Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 90

**Formel 1: Ermittlung Unternehmenswert - Ertragswertverfahren**

Ausgehend von einer konstanten Planung der zukünftigen Überschüsse, unter der Prämisse, dass kein betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden ist, ermittelt sich der Unternehmenswert vereinfacht aus dem Barwert der ewigen Rente („Rentenmodell“) wie folgt:<sup>67</sup>

$$UW = \frac{e}{i}$$

UW = Unternehmenswert

e = Ertrag

i = Zinssatz

Quelle: Eife/Mölzer [Mergers & Acquisitions 1993], S. 39

**Formel 2: Ermittlung Unternehmenswert - Ewige Rente**

Dieses vereinfachte Rentenmodell zeigt dass der Unternehmenswert aus einem Vergleich resultiert.<sup>68</sup> Es werden die prognostizierten Unternehmenserträge (meist ein Durchschnittswert) mit der Rendite der Alternativanlage, in Form des Abzinsungsfaktors, verglichen.

Jedem Investor stehen zum Unternehmenserwerb auch andere alternative Anlagemöglichkeiten zur Verfügung. Der Kapitalisierungssatz soll für Investor die die beste alternative Anlagemöglichkeit widerspiegeln.

<sup>67</sup> Vgl. Eife/Mölzer [Mergers & Acquisitions 1993], S. 44. Vgl. auch Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 32.

<sup>68</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 32.

In der Praxis wird zumeist folgende Formel verwendet:<sup>69</sup>

Landesüblicher Basiszinssatz (Sekundärmarktrendite)  
+ allgemeiner Risikozuschlag, Mobilitätzuschlag  
- Steuerabschlag  
- Geldentwertungs- und Wachstumsabschlag  
**Kapitalisierungszinssatz**

Quelle: Eife/Mölzer [Mergers & Acquisitions 1993], S. 45

**Formel 3: Ermittlung Kapitalisierungszinssatz - Ertragswertverfahren**

Ausgehend von einem Basiszinssatz, der die Rendite einer risikolosen Geldanlage abbildet, muss nun angepasst an die Risikoeinstellung des Investors, ein Risikozuschlag ermittelt werden.<sup>70</sup> Mittels dieses Risikozuschlages wird es dem Investor ermöglicht die subjektiven Einflüsse der Unternehmensumwelt, in die Bewertung mit einfließen zu lassen.<sup>71</sup> In der Literatur gibt es mehrere Verfahren zur Berücksichtigung der individuellen Risikoneigung des Investors.<sup>72</sup> Die gängigsten Vorgehensweisen sind die Zinszuschlags- bzw. die Risikozuschlagsmethode. Bei diesen Verfahren kommt es zu einer Risikoadjustierung des Kapitalisierungszinssatzes. Je höher die Risikoaversion eines Investors ist, desto höher ist auch der Risikozuschlag.<sup>73</sup> Daraus ergibt sich, dass bei steigender Risikoaversion der Kapitalisierungszinssatz steigt und damit der zu ermittelnde Unternehmenswert sinkt. Der Risikozuschlag kann somit als Entschädigung interpretiert werden, die der Investor erhält, wenn er anstatt in eine risikofreie Anlage, in eine mit ungewissen oder unsicheren Zahlungen verbundene Anlage investiert.

---

<sup>69</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Eife/Mölzer [Mergers & Acquisitions 1993], S. 45.

<sup>70</sup> Vgl. Peemöller/Kunowski in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 238.

<sup>71</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaus 2002], S. 129.

<sup>72</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Serf in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 173.

<sup>73</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmens- und Beteiligungskaus 2005], S. 129.



Weiters kann ein Mobilitätszuschlag zum Risikozuschlag hinzugerechnet werden.<sup>74</sup> Mittels dieses Zuschlages soll der geringeren Fungibilität, im Vergleich zu einer Alternativinvestition, Rechnung getragen werden.

Ebenso wie auf der Ebene, der den Unternehmen zufließenden finanziellen Zukunftserfolgen, muss die Ertragssteuerbelastung auch in die Berechnung des Alternativrenditezinssatzes miteinbezogen werden, um die „Steueräquivalenz“ zwischen den zu bewertenden Unternehmen und der Vergleichsanlage gewährleisten zu können.<sup>75</sup>

Weiters muss unter der Annahme, einer unbegrenzten Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens, noch ein Geldentwertungs- und Wachstumsabschlag in der Berechnung berücksichtigt werden.<sup>76</sup>

Die Ermittlung des Risikozuschlages zählt zu den schwersten Angelegenheiten der zukunftsorientierten Unternehmensbewertung.<sup>77</sup> Abgesehen davon, dass die Ermittlung des Risikozuschlages mit einem erheblichen Spielraum verbunden ist führt bereits eine geringfügige Änderung des Risikozuschlages zu einer beträchtlichen Veränderung des Unternehmenswertes.<sup>78</sup>

### 3.2 Discounted Cash-flow-Verfahren

Bei den Discounted Cash-flow-Verfahren ermittelt sich der Unternehmenswert durch die Diskontierung der zukünftigen Cash Flows eines Unternehmens.<sup>79</sup> Der Kapitalisierungssatz basiert auf kapitalmarkttheoretischen Modellen, welche die Bestimmung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber mittels

---

<sup>74</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 216.

<sup>75</sup> Vgl. Serf in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 175. Vgl. auch Peemöller/Kunowski in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 240.

<sup>76</sup> Vgl. Serf in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 176.

<sup>77</sup> Vgl. Serf in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 173.

<sup>78</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Schwarzecker/Spandl in Nemeč/Reicheneder (Hrsg.) [Der Unternehmenskauf und seine Abwicklung in der Praxis 1994], S. 80.

<sup>79</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 37.

Kapitalmarktdaten abzuleiten versuchen.<sup>80</sup> Das in der heutigen Praxis am häufigsten verwendete Verfahren zur Ermittlung der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber im Rahmen der DCF-Verfahren ist das Capital Asset Pricing Model (CAPM<sup>81</sup>).

Das von *Markowitz* entwickelte und von *Sharp/Lintner/Mossin* weitergeführte Modell versucht unter anderem, folgende Fragen zu beantworten:

„... wie viel Rendite (price) einer(!) Anlage aufweisen muss, damit ein beliebiger Investor sein Kapital (capital) in diese Anlage investiert“<sup>82</sup>

Daraus ergibt sich für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten folgende Formel.<sup>83</sup>

$$r_{EK} = r_F + \underbrace{\beta \cdot [r_M - r_F]}_{\text{Risikoprämie}}$$

$r_{EK}$  = Renditeerwartung Eigenkapitalgeber  
 $r_F$  = Zinssatz einer risikolosen Anlage  
 $\beta$  = Beta Faktor  
 $r_M$  = Renditeerwartung des Marktportfolios

Quelle: Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 301

**Formel 4: Ermittlung Eigenkapitalrenditeforderung**

Die geforderte bzw. erwartete Rendite auf das Eigenkapital berechnet sich demnach mittels Addition eines risikolosen Zinssatzes mit einer Risikoprämie.<sup>84</sup> Die Risikoprämie wird von der Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor ( $\beta$ -Faktor) bestimmt.<sup>85</sup> Die Marktrisikoprämie vergütet die Investition eines

<sup>80</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Nölle in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 26. Vgl. auch Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 288f.

<sup>81</sup> Vgl. Widmann in Hölter (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens und Beteiligungskaufs 2002], S. 130. Siehe Glossar: Capital Asset Pricing Model (CAPM)

<sup>82</sup> Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 66.

<sup>83</sup> Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 301.

<sup>84</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 66.

<sup>85</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Widmann in Hölter (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 131.

Investors in eine risikobehaftete Investition, anstatt in eine risikolose Anlage. Der Beta Faktor ist das Maß für die Sensibilität der Unternehmensrendite gegenüber der Veränderung der Gesamtmarktrendite.<sup>86</sup> Dies bedeutet, er spiegelt das systematische (unvermeidbare), wertpapierspezifische Risiko einer Investition im Verhältnis zur Investition in das Marktportfolio wider.

Darüber hinaus wird im Beta Faktor auch das finanzielle Risiko einer Investition abgegolten.<sup>87</sup> „Je höher der Verschuldungsgrad, desto größer ist i.d.R. auch der Betafaktor“,<sup>88</sup> da aufgrund der zunehmenden Verschuldung auch das Risiko für den potentiellen Investor einer Anlage steigt.<sup>89</sup> Ein steigender Beta Faktor führt demzufolge zu einem erhöhten Risikozuschlag.

Es existieren verschiedene Ausgestaltungsvarianten der DCF-Verfahren. Abhängig davon, ob sie den Unternehmenswert direkt oder indirekt ermitteln, wird in Brutto- und Nettoverfahren bzw. in Entity- und Equityverfahren unterschieden.

### 3.2.1 Bruttoverfahren (Entity Approach)

Die Bruttoverfahren (Entity) ermitteln den Unternehmenswert indirekt, indem sie zuerst den Marktwert des Gesamtkapitals ( $GK_{MW}$ ) eines Unternehmens bewerten und davon ausgehend durch Subtraktion des Marktwertes des Fremdkapitals ( $FK_{MW}$ ), den Marktwert des Eigenkapitals ( $EK_{MW}$ ) berechnen.<sup>90</sup>

$$EK_{MW} = GK_{MW} - FK_{MW}$$

Quelle: Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens und Beteiligungskaufs 2002], S. 93

#### Formel 5: Ermittlung Marktwert Eigenkapital- Bruttoverfahren

<sup>86</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Pankoke/Petersmeier in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 113.

<sup>87</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 300.

<sup>88</sup> Pankoke/Petersmeier in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 218

<sup>89</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 299.

<sup>90</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 93.

Für die Ermittlung der bewertungsrelevanten Erträge müssen die den Eigen- und Fremdkapitalgebern grundsätzlich zur Verfügung stehenden Free Cash Flows (FCF), prognostiziert werden.<sup>91</sup> Die Planung der Free Cash Flows (FCF) erfolgt ebenso wie bei der Ertragswertmethode, mittels einer 2. Phasen Planung.

Für die Berechnung des FCF kann folgende vereinfachende Kalkulation herangezogen werden:<sup>92</sup>

<p><b>Operatives Ergebnis vor Zinsen und Steuern EBIT<sup>93</sup></b>          - (Adaptierte) Steuern auf das operative Ergebnis  <b><u>Operatives Ergebnis vor Zinsen, nach Steuern NOPLAT<sup>94</sup></u></b>          +/- Abschreibungen / Zuschreibungen          +/- Erhöhung / Minderung der Rückstellungen          +/- Veränderungen im Net Working Capital  <b><u>+/- Desinvestitionen / Investitionen in das Anlagevermögen</u></b>  <b>Free Cash Flow</b></p>
--

Quelle: Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens und Beteiligungsaufs 1997], S. 155

**Formel 6: Ermittlung Free Cash Flow**

Der „finanzierungsneutrale“ Free Cash Flow (FCF) stellt also die erwarteten Zahlungen an die Eigen- und Fremdkapitalgeber, vermindert um die Steuerersparnis aufgrund der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen, unter der Annahme der fiktiven, vollständigen Eigenfinanzierung, dar.<sup>95</sup> Die Steuerersparnis die sich aus den Fremdkapitalzinsen (Tax Shield<sup>96</sup>) ergibt, wird erst im nächsten Schritt der Bewertung berücksichtigt.<sup>97</sup>

<sup>91</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens und Beteiligungsaufs 2002], S. 152. Vgl. auch Mandl/ Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 38.

<sup>92</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens und Beteiligungsaufs 1997], S. 155. Vgl. auch Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 38. Vgl. auch Hommel/Braun [Unternehmensbewertung case by case 2005], S. 244.

<sup>93</sup> EBIT: Earnings before interest and taxes

<sup>94</sup> NOPLAT: Net operating profit less adjusted taxes

<sup>95</sup> Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 272. Vgl. auch Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2005], S. 199.

<sup>96</sup> Siehe Glossar: Tax Shield

<sup>97</sup> Vgl. Mandl/Rabl in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 65.

Die Bruttoverfahren werden in folgende Ansätze unterteilt:

- **Weighted Average Cost of Capital Ansatz (WACC-Ansatz),**
- **Total Cash Flow Verfahren (TCF-Verfahren)**
- **Adjusted Present Value Verfahren (APV-Verfahren)<sup>98</sup>**

Alle drei Verfahren ermitteln ihre geplanten, finanziellen Überschüsse auf Basis der Free Cash Flows (FCF).<sup>99</sup> Der Unterschied liegt lediglich in der verschiedenartigen Berücksichtigung, der aus Fremdfinanzierung resultierenden Unternehmenssteuerersparnis (Tax Shield).<sup>100</sup>

### **Weighed Average Cost of Capital Verfahren (WACC-Verfahren)**

Wie bereits erwähnt, ermitteln sich die für die Bruttobewertung erforderlichen Free Cash Flows, ohne Berücksichtigung der abzugsfähigen Fremdkapitalzinsen und der damit verbundenen Steuerersparnisse.<sup>101</sup> Die Ersparnis wird erst im Rahmen der Ermittlung des Diskontierungssatzes, welcher im Rahmen dieses Verfahrens den gewogenen Kapitalkosten (WACC), entspricht, berücksichtigt. <sup>102</sup>

Im Rahmen des WACC Ansatzes mindert das Tax Shield die steuerangepassten gewogenen Kapitalkosten.<sup>103</sup>

---

<sup>98</sup> Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 272ff.

<sup>99</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens und Beteiligungskaufs 2002], S. 152. Vgl. auch Mandl/ Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 38. Vgl. auch Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 269ff.

<sup>100</sup> Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 272.

<sup>101</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 218.

<sup>102</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 317.

<sup>103</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 23ff.

$$WACC = r_{EK} + \frac{EK}{GK} + r_{FK} \cdot (1 - s) \cdot \frac{FK}{GK}$$

WACC = Weighed Average Cost of Capital

$r_{EK}$  = Renditeforderung der Eigenkapitalgeber

$r_{FK}$  = Renditeforderung der Fremdkapitalgeber

FK = Marktwert Fremdkapital

EK = Marktwert Eigenkapital

GK = Marktwert Gesamtkapital

s = Ertragsteuersatz

Quelle: Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 23

**Formel 7: Ermittlung Weighed Average Cost of Capital**

Der WACC repräsentiert die gewichteten Renditeforderungen der Eigen- und Fremdkapitalgeber, wobei zusätzlich noch die Steuerersparnis, die sich aus der Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen ergibt, berücksichtigt wird.<sup>104</sup> Bei der Berechnung wird zumeist ein konstanter Verschuldungsgrad (auf Marktwertbasis) unterstellt.<sup>105</sup>

Der Marktwert des Eigenkapitals ermittelt sich nun folgendermaßen:<sup>106</sup>

Barwert Free Cash Flows

+ Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Marktwert des Gesamtkapitals

- Marktwert des Fremdkapitals

**Marktwert des Eigenkapitals**

Quelle: Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 40

**Formel 8: Ermittlung Marktwert Eigenkapital - WACC Verfahren**

Das WACC Verfahren ist das heute am weitesten verbreitete und am meisten angewendete Verfahren und wird daher sehr oft synonym mit dem DCF-Verfahren verwendet.<sup>107</sup> Daher werden die im Folgenden angeführten

<sup>104</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 197.

<sup>105</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungsaufs 2002], S. 94.

<sup>106</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 40.

<sup>107</sup> Vgl. Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2005], S. 200.

Varianten, der Bruttoverfahren nur anhand ihrer Hauptcharakteristika dargestellt.

**Total Cash-flow-Verfahren (TCF-Verfahren)**

Im Rahmen des TCF Verfahren wird das Tax Shield nicht erst im Diskontierungssatz mitberücksichtigt, sondern bereits bei der Ermittlung der Zahlungsströme.<sup>108</sup> Ausgehend vom Free Cash Flow wird die Steuerersparnis aus Fremdkapitalzinsen hinzugerechnet und ergibt somit den Total Cash Flow (TCF). Dies ist jener Cash Flow, der dann die tatsächliche Kapitalstruktur des Unternehmens widerspiegelt.

Free Cash Flow + Steuerersparnis aus Fremdkapitalzinsen (Tax Shield)
<b>Total Cash Flow</b>
Quelle: Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 26

**Formel 9: Ermittlung Total Cash Flow**

Da die Steuerersparnis bereits im Cash Flow berücksichtigt ist, darf sie bei der Berechnung der WACC nicht mehr mit einberechnet werden.

$WACC = r_{EK} + \frac{EK}{GK} + r_{FK} \cdot \frac{FK}{GK}$	
WACC = Weighed Average Cost of Capital	
$r_{EK}$	= Renditeforderung der Eigenkapitalgeber
$r_{FK}$	= Renditeforderung der Fremdkapitalgeber
FK	= Marktwert Fremdkapital
EK	= Marktwert Eigenkapital
GK	= Marktwert Gesamtkapital
Quelle: Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 27	

**Formel 10: Ermittlung WACC – Total Cash-flow-Verfahren**

**Adjusted Present Value Verfahren (APV-Verfahren)**

Im Adjusted Present Value Verfahren wird zunächst der Marktwert des Eigenkapitals, unter der Annahme der vollständigen Eigenfinanzierung,

---

<sup>108</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 26.

ermittelt.<sup>109</sup> Anschließend werden die Free Cash Flows mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber diskontiert. Erst im zweiten Schritt wird der auf Eigenfinanzierung basierende Wert um die Steuerersparnis (Tax Shield) ergänzt.

### 3.2.2 Nettoverfahren (Equity Approach)

Im Rahmen des Nettoverfahrens (Equity Verfahren) wird der Unternehmenswert direkt ermittelt, wobei nur jene Überschüsse berücksichtigt werden, die auch tatsächlich an die Eigenkapitalgeber ausgeschüttet werden können.<sup>110</sup> Ausgehend vom Free Cash Flow (FCF) kann der Flow to Equity (FTE) vereinfacht, folgendermaßen berechnet werden:<sup>111</sup>

<p>Free Cash Flow</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Fremdkapitalzinsen</li> <li>+ Steuerersparnis durch die Zinsen</li> <li>+ Kreditaufnahmen</li> <li>- <u>Kredittilgungen</u></li> </ul> <p><b>Flow to Equity</b></p> <p style="text-align: right; font-size: small;">Quelle: Mandl in: Kofler/Nadvornik/Pernsteiner (Hrsg.) [Betriebswirtschaftliches Prüfungswesen in Österreich 1996], S. 418</p>
---

#### Formel 11: Ermittlung Flow to Equity

Die „Flows to Equity“ stehen den Eigenkapitalgebern zur Verfügung. Sie werden daher auch nur mit der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber für das verschuldete Unternehmen abgezinst.<sup>112</sup> Daher ergibt sich folgendes Schema für die Ermittlung des Unternehmenswertes:<sup>113</sup>

<sup>109</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch Aktien und Unternehmensbewertung 2005], S. 27.

<sup>110</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 1997], S. 94.

<sup>111</sup> Vgl. Mandl in Kofler/Nadvornik/Pernsteiner (Hrsg.) [Betriebswirtschaftliches Prüfungswesen in Österreich 1996], S. 417.

<sup>112</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 28.

<sup>113</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 29.



$$\begin{array}{l} \text{Barwert der Flows to Equity} \\ + \text{Marktwert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens} \\ \hline \text{Marktwert des Eigenkapitals} \end{array}$$

Quelle: Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 29

**Formel 12: Ermittlung Marktwert Eigenkapital – Nettomethode**

Eine Änderung im Fremdkapital und der dazugehörigen Zinsen wird unmittelbar in der Cash Flow Prognose abgebildet und nicht im Diskontierungssatz.<sup>114</sup>

### 3.3 Ertragswertverfahren vs. Discounted Cash-flow-Verfahren

Ertragswertverfahren und Discounted Cash-flow-Verfahren (DCF-Verfahren) sind beide weit verbreitete und in der Lehre anerkannte Methoden zur Unternehmensbewertung.<sup>115</sup>

Der Nettoansatz der Discounted Cash-flow-Verfahren (DCF-Verfahren) entspricht im Prinzip dem Ertragswertverfahren.<sup>116</sup> Beide ermitteln direkt den Marktwert des Eigenkapitals. Ebenso diskontieren beide alle im Unternehmen erwirtschafteten und an die Eigentümer ausgeschütteten Zahlungsströme, nach Investitionen, Zins- und Tilgungszahlungen. Zum selben Ergebnis führen die beiden Verfahren jedoch nur, wenn von gleicher Ausschüttung, konstanten Bestandsgrößen und den gleichen Diskontierungssätzen ausgegangen wird.

Die wesentlichsten Unterschiede des Discounted Cash-flow-Verfahren, mittels WACC-Ansatz und der Ertragswertverfahren können anhand folgender Abbildung verdeutlicht werden.

---

<sup>114</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 29.

<sup>115</sup> Vgl. Mokler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 217.

<sup>116</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 205.

<b>Merkmal</b>	<b>Ertragswertverfahren</b>	<b>DCF – Verfahren (Bruttoverfahren)</b>
<b>Konzeption</b>	Individueller Alternativenvergleich	Kapitalmarktorientierung
<b>Methodik</b>	Kapitalwertmethode	Kapitalwertmethode
<b>Diskontierte Größe</b>	An die Eigenkapitalgeber ausschüttbare Ertragsüberschüsse	An die Eigen- und Fremdkapitalgeber ausschüttbare (Free) Cash Flows
<b>Kapitalisierungszinssatz</b>	Individuelle Alternativrendite	Gewogener Kapitalkostensatz aus der Rendite der Alternativenanlagen am Kapitalmarkt
<b>Risikobegriff</b>	Allgemeines und spezielles Risiko	Systematisches Risiko
<b>Quantifizierung des Risikos</b>	Individuell	Ableitung aus kapitalmarkttheoretischen Modellen

Quelle: modifiziert nach Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs], S. 170

**Abbildung 4: Vergleich Ertragswertverfahren – DCF Verfahren (WACC-Methode)**

### 3.4 Beurteilung

Das Ertragswertverfahren und das DCF Verfahren sind beide vom IDW anerkannte, geeignete Verfahren zur Unternehmensbewertung.<sup>117</sup>

Das Ertragswertverfahren ist durch die zunehmende Internationalisierung, Flexibilisierung und der Forderung nach mehr Marktorientierung, zunehmend in die Schusslinie der Kritik geraten.<sup>118</sup> Das Verfahren ist im internationalen Vergleich schwer nachprüfbar und wenig informativ.<sup>119</sup> Dies ist teilweise auf die kaum veröffentlichten Planungsdetails zurückzuführen, sowie auf die zunehmenden Anforderungen an das externe Rechnungswesen.

<sup>117</sup> Vgl. Serf in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 156.

<sup>118</sup> Vgl. Barthel [Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren 1996] in: Der Betrieb 4/1996 S. 149. Vgl. auch Nadvornik/Strasser in Girkinger/Stiegler (Hrsg.) [Mergers & Acquisitions], S. 110.

<sup>119</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Nadvornik/Strasser in Girkinger/Stiegler (Hrsg.) [Mergers & Acquisitions 2001], S. 110.

Österreichische und deutsche Bilanzierungsgrundsätze, wie z.B. das „Imparitätische Realisationsprinzip“ sind im internationalen Vergleich nicht akzeptiert.<sup>120</sup> Hingegen ist die Erstellung eines Cash Flow Statement im Rahmen der internationalen Rechnungslegung verpflichtend.<sup>121</sup> Die zunehmende Bedeutung der internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS und US-GAAP) fordern eine stärkere Orientierung der Bewertungsverfahren am Cash Flow.<sup>122</sup>

Ein weiterer kritischer Anknüpfungspunkt am Ertragswertverfahren richtet sich gegen die Bestimmung, des für die Ermittlung des Kalkulationszinsfußes benötigten Risikozuschlages.<sup>123</sup> Zwar gibt es in der Praxis bereits Methoden, die versuchen, die Ermittlung des subjektiven Risikozuschlages in der Praxis transparenter zu gestalten, wobei diese in der Praxis wenig praktikabel erscheinen. Der hier entstehende Bewertungsspielraum stellt bei der Unternehmensbewertung im internationalen Bereich, keinen befriedigenden Ansatz für eine professionelle Bewertung dar.

Die fehlende Nachvollziehbarkeit und die Subjektivität bei der Ermittlung des Risikozuschlages führen zu einer verstärkten Anwendung der DCF-Verfahren in der Praxis.

Dem DCF-Verfahren kommt in der internationalen Betätigung überragende Bedeutung zu, obwohl sich bei der praktischen Umsetzung auf bei diesem Modell einige Probleme ergeben können.<sup>124</sup>

Bei der Ermittlung der Kapitalkosten im Rahmen der DCF Verfahren stellen vor allem die Finanzierungsstruktur und die Besteuerung einen Problembereich

---

<sup>120</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 173.

<sup>121</sup> Vgl. Auer [IAS versus. HGB 1999], S. 172.

<sup>122</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 1997], S. 173.

<sup>123</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 247.

<sup>124</sup> Vgl. Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2006], S. 262.

dar.<sup>125</sup> Ein weiteres Problem ergibt sich aufgrund der Zirkularität<sup>126</sup>. Bei der Gewichtung der gewogenen Kapitalkosten muss bereits der Wert des Eigenkapitals und Fremdkapitals bekannt sein, wobei dieser erst mithilfe der Kapitalkosten bestimmt werden kann.<sup>127</sup>

Grundsätzlich kann man davon ausgehen, dass die beiden Verfahren ökonomisch gut fundiert sind, wobei anzumerken ist, dass bei der Ermittlung der erforderlichen Überschüsse, sowie bei der Ermittlung der Kapitalkosten, einige Schwierigkeiten ersichtlich werden.<sup>128</sup> Die Bestimmung dieser Größen räumen dem Betrachter einige Freiheiten ein, welche zu subjektiven oder gar willkürlichen Ergebnissen führen können. Bereits kleine Veränderungen der Wertdeterminanten, haben erheblichen Einfluss auf die Bewertung des Unternehmens.

Einer dieser Wertdeterminanten ist der Continuing Value,<sup>129</sup> dies ist jener Wert der unter der Annahme der Fortführung eines Unternehmens, für die Zeit nach der detaillierten Planung, angesetzt wird.<sup>130</sup> Der Continuing Value macht zumeist 80-90 % des gesamten Unternehmenswertes aus. Daher ist bei der Planung und Bestimmung des Continue Value sehr detailliert und gewissenhaft vorzugehen.

Die allgemeinen Schwierigkeiten der zukunftsorientierten Verfahren, verursachen jedoch das „Prognoseproblem“<sup>131</sup> und das „Komplexitätsproblem“<sup>132, 133</sup>.

---

<sup>125</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Moderne Multiplikatorenverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung 1999], in: FB 10/1999 S. 300.

<sup>126</sup> Vgl. Siehe Glossar: Zirkularitätsproblem

<sup>127</sup> Vgl. hierzu Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 78.

<sup>128</sup> Vgl. hierzu Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 83.

<sup>129</sup> Weitere Begriffe die synonym verwendet werden sind Restwert, Residual Wert oder Terminal Value.

<sup>130</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 80.

<sup>131</sup> Vgl. dazu genauer Kleber [Prognoseprobleme in der Unternehmensbewertung 1989].

<sup>132</sup> Vgl. dazu genauer Ballwieser [Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion 1990].

Konsens herrscht in der Lehre darüber, dass die Prognose der zukünftig erwarteten Einnahmenüberschüsse wohl zu den schwierigsten Problemen der Unternehmensbewertung zählt.<sup>134</sup> Solange die Zukunftsorientierung und die Subjektivität in der Bewertung an erster Stelle stehen, wird sich an dieser Tatsache auch in den nächsten Jahren nichts ändern.<sup>135</sup> Das Ertragswertverfahren sowie das DCF-Verfahren sind aufgrund des Prognoseproblems bereits an ihre Grenzen gestoßen. Aufgrund dessen dürfen andere Verfahren bei einer fundierten Unternehmensbewertung nicht mehr unberücksichtigt bleiben.

Das Komplexitätsproblem hingegen ist ein bewertungstechnisches Problem.<sup>136</sup> Die zukunftsorientierten Verfahren zeichnen sich durch einen hohen Grad an Komplexität aus, die eine Bewertung wenig transparent und grobe Fehler nur schwer nachvollziehbar machen. Im Hinblick auf die Sensibilität des Unternehmenswertes auf bereits kleine Veränderungen der Wertdeterminanten, spielt gerade die Komplexität eine bedeutende Rolle.

Die Komplexität ist aber kein unlösbares Problem. Durch die Konzentration auf das Wesentliche und durch eine Wert bestimmende, adäquate Segmentierung kann die Komplexität schrittweise reduziert werden. Der Wert einer einzelnen Einheit kann in vielen Fällen genauer bestimmt werden als der gesamte Wert eines Unternehmens. Diese Sichtweise ist auch für die folgenden Vergleichsverfahren von zentraler Bedeutung. Zwar ist kein Unternehmen mit einem anderen exakt vergleichbar. Ein Vergleich ist aber umso effizienter, je ähnlicher sich die Unternehmen und die dazugehörigen Wert bestimmenden Faktoren sind.

---

<sup>133</sup> Vgl. Barthel [Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren 1996], in: Der Betrieb 4/1996 S. 149. Vgl. auch Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 197.

<sup>134</sup> Vgl. Kleber [Prognoseprobleme in der Unternehmensbewertung 1989], S. 2.

<sup>135</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Barthel [Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren 1996], in: Der Betrieb 4/1996 S. 149.

<sup>136</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Barthel [Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren 1996], in: Der Betrieb 4/1996 S. 149.

## 4 Marktorientierte Unternehmensbewertung

Die marktorientierte Unternehmensbewertung ist vor allem in den USA eine sehr weit verbreitete Unternehmensbewertungsmethode und wird dort unter dem Begriff „Market approach“ subsumiert.<sup>137</sup>

Der Grundgedanke der marktorientierten Unternehmensbewertung ist das „Law of one price“ Prinzip, welches unterstellt, dass zwei identische Güter keinen unterschiedlichen Preis haben können.<sup>138</sup> Existiert ein identisches Gut, dann kann dessen Wert für das Bewertungsobjekt herangezogen werden.<sup>139</sup> Nur auf Größenunterschiede muss Acht gegeben werden. Zur Veranschaulichung dieser Grundidee kann folgende Darstellung von *Schmalenbach* herangezogen werden.

*„Wenn... eine Kohlenzeche, die jährlich 100.000 t Kohle produziert einen Wert von 5 Millionen DM hat, so muss nach dieser Regel eine andere gleichartige Kohlenzeche, die 150.000 im Jahr produziert, einen Wert von 7,5 Millionen DM haben.“<sup>140</sup>*

Die Ermittlung des Unternehmenswertes erfolgt mittels Schätzung von potentiellen Marktpreisen für vergleichbare Unternehmen.<sup>141</sup> Die Leitidee, welche hinter diesem Konzept steht ist folgende: Gleiche Vermögensgegenstände müssen gleiche Preise aufweisen. Dementsprechend soll der Marktpreis eines Unternehmens, aus der Ableitung von feststellbaren Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen, resultieren. Referenz bieten solche Unternehmen, deren Werte öffentlich zugänglich sind und deren Eigenschaften möglichst ähnlich zu dem des zu bewertenden Unternehmens sind.<sup>142</sup>

---

<sup>137</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 42f.

<sup>138</sup> Vgl. Coenenberg/Schultze [Das Multiplikator-Verfahren in der Unternehmensbewertung: Konzeption und Kritik 2002], in: FB 12/2002 S. 697.

<sup>139</sup> Vgl. Schultze [Methoden der Unternehmensbewertung 2003], S. 157.

<sup>140</sup> Schmalenbach [Beteiligungsfinanzierung 1942], S. 78.

<sup>141</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Moser/Auge-Dickhut [Unternehmensbewertung: Der Informationsgehalt von Marktpreisschätzungen auf Basis von Vergleichsverfahren 2003], in: FB 1/2003 S. 11.

<sup>142</sup> Vgl. Bausch [Die Multiplikator- Methode 2002], in: FB 7-8/2000, S. 450.

Die hohe praktische Bedeutung dieser Verfahren in den USA, lässt sich vor allem auf den, im angloamerikanischen Raum viel weiter entwickelten Kapitalmarkt, und die viel besser und leichter zugänglichen Informationsquellen zurückführen.<sup>143</sup> Darüber hinaus ist das primäre Ziel einer Unternehmensbewertung in den USA die Marktbezogenheit und nicht die subjektive Einschätzung eines Bewerter, wie dies bei den zukunftsorientierten Modellen der Fall ist.<sup>144</sup>

Die hohe Anzahl der dokumentierten unternehmerischen Transaktionen, sowie die daraus folgende Fülle an Datenmaterial machen eine marktorientierte Unternehmensbewertung in den USA relativ einfach durchführbar. Die Informationsquellen beinhalten Daten aus den verschiedensten Unternehmenstransaktionen der letzten Jahre und ermöglichen damit eine Analyse vieler möglicher vergleichbarer Unternehmen. Das dabei gesammelte Datenmaterial bildet die Grundlage für eine professionelle marktorientierte Unternehmensbewertung.<sup>145</sup>

Wurde der Ansatz bisher immer nur als Zusatzverfahren, oder als Verfahren zur Plausibilitätsbeurteilung herangezogen, so hat sich die Methode in den letzten Jahren hin zu einem eigenständigen Verfahren etabliert<sup>146</sup>, nicht zuletzt aufgrund der Schwächen, der oben angeführten zukunftsorientierten Verfahren.

Bekräftigt wird die zunehmende Bedeutung der marktorientierten Vergleichsverfahren auch durch die verstärkte Kapitalmarktorientierung der Unternehmen.<sup>147</sup> Dieser Trend kann sowohl in Österreich als auch in

---

<sup>143</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 43.

<sup>144</sup> Vgl. Helbling [Unternehmensbewertung und Steuern 1998], S. 141.

<sup>145</sup> Vgl. Mandl/Rabl in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 73.

<sup>146</sup> Vgl. Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertung 2003], in: FB 2/2003 S. 103.

<sup>147</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 405.

Deutschland anhand der zunehmenden Marktkapitalisierung, sowie der ständig steigenden Anzahl an Börsenemissionen beobachtet werden.<sup>148</sup>

Eine große Anzahl weiterer Studien, welche sich mit der Anwendung der verschiedensten Unternehmensbewertungsmodelle beschäftigen, bestätigen dem Multiplikatorverfahren mittlerweile eine eigenständige Position in der heutigen Unternehmensbewertungspraxis.<sup>149</sup> *Bausch* spricht sogar davon geneigt zu sein an eine „Zauberformel“ zu glauben.

Das Resultat einer Bewertung mit den Vergleichsverfahren ist also kein „Marktwert“ der sich an vollständig diversifizierten Anlegern am Kapitalmarkt orientiert, sondern kann als potentieller Marktpreis interpretiert werden, der bei einem Verkauf eines Unternehmens auch tatsächlich erzielt werden kann.<sup>150</sup> Die Vergleichswertverfahren haben also großes Vertrauen in das Funktionieren der Marktmechanismen.

Die innerhalb der Bewertungspraxis am meisten verwendeten marktorientierten Vergleichsverfahren, werden in folgende Ansätze unterteilt:<sup>151</sup>

- **Comparative Company Approach**
- **Market Multiples**<sup>152</sup>

---

<sup>148</sup> An der Wiener Börse hat sich die Marktkapitalisierung von 2005 auf 2006 fast verdoppelt. Vgl. o.V. [Das Jahr 2005 und der Jahresbeginn 2006], in: Die Wiener Börse und Ihre Emittenten S. 8. In Deutschland konnte vor allem ein enormer Anstieg an Neuemissionen beobachtet werden, sowie eine verstärkte Verbesserung der Börsen- und Marktinfrastrukturen. Vgl. Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 407.

<sup>149</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Bausch [Die Multiplikator Methode 2000], in: FB 7-8/2000 S. 449.

<sup>150</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 73.

<sup>151</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 99.

<sup>152</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 99.



## 4.1 Comparative Company Approach

Vergleichbare Unternehmen müssen auch vergleichbare Unternehmenswerte aufweisen.<sup>153</sup> Dieser Grundgedanke zeigt ganz deutlich, dass die Einfachheit und Direktheit der Anwendung, bei dieser Art der Bewertung im Vordergrund stehen. Durch sollen beispielsweise, nicht börsennotierte Unternehmen den Unternehmenswert aus dem Wert von bereits börsennotierten Unternehmen ableiten. Das Vergleichsunternehmen und das zu bewertende Unternehmen müssen aber einige Gemeinsamkeiten aufweisen, ohne die ein Unternehmenswert zu keinem verwertbaren Ergebnis führen würde. Dazu gehören unter anderem die Branchenzugehörigkeit, sowie eine vergleichbare Wachstumsrate und eine ähnliche Risikostruktur. Die Auswahl eines geeigneten Referenzunternehmens zählt neben der Beschaffung von zeitnah realisierten Marktpreisen, zu einer der schwierigsten Aufgaben bei einer Unternehmensbewertung mittels Comparative Company Approach (CCA).<sup>154</sup> In den USA oder anderen Ländern müssen die Preise bei Unternehmenstransaktionen veröffentlicht werden und diese Daten werden in Datenbanken<sup>155</sup> aufbereitet die jedermann zugänglich sind.<sup>156</sup> Der Zugang zu den für die Bewertung benötigten Informationen, ist in Österreich oder in Deutschland nicht derart einfach gestaltet, da diese Art von Datenbanken, die als Informationsquellen bei einem Comparative Company Approach dienen könnten, im deutschsprachigen Raum erst im entstehen sind.

Der ermittelte Marktpreis des Vergleichsunternehmens bildet die Voraussetzung für die Schätzung des potentiellen Marktpreises des zu bewertenden Objektes.<sup>157</sup> Der Unternehmenswert des zu bewertenden

---

<sup>153</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Böcking/Nowak [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 170.

<sup>154</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 99f.

<sup>155</sup> Z.B.: Standard & Poor's Industry Survey, Moody's Manuals, Lotus One Source (ca. 35.000 Unternehmen); Mergers & Acquisitions Sourcebook von Dr. Walter Jurek & Staff, Quality Service Co., Mergerstat Review. W.T. Grimm & Co, u.v.m. Vgl. Barthel [Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren 1996], in: Der Betrieb 4/1996 S. 155.

<sup>156</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Barthel [Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren 1996] in: Der Betrieb 4/1996 S. 155.

<sup>157</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 43.

Unternehmens ist also das Ergebnis einer Multiplikation einer bereits bekannten Bezugsgröße des zu bewertenden Unternehmens, mit der entsprechenden Verhältniszahl des Vergleichsunternehmens.<sup>158</sup>

$\frac{UW_V}{x_V} = \frac{UW_B}{x_B} \rightarrow UW_B = x_B \frac{UW_V}{x_V}$ <p> <math>UW_B</math> = Unternehmenswert Bewertungsobjekt  <math>UW_V</math> = Unternehmenswert Vergleichsobjekt  <math>x_B</math> = Bezugsgröße Bewertungsobjekt  <math>x_V</math> = Bezugsgröße Vergleichsobjekt </p>
Quelle: Böcking/Nowak [Marktorientierte Unternehmensbewertung], in: FB 8/1999 S. 170

**Formel 13: Ermittlung Unternehmenswert - Comparative Company Approach**

Der ermittelte Marktpreis des Vergleichsunternehmens wird mit einer bestimmten Bezugsgröße in Relation gesetzt, und mit der gleichen Kennzahl des zu bewertenden Unternehmens multipliziert.<sup>159</sup> Das ermittelte Verhältnis zwischen  $\frac{UW_V}{x_V}$  kann auch als Multiplikator bezeichnet werden. Abhängig davon welche Bezugsgröße verwendet wird mit diesem Verhältnis einer der später noch ausführlich dargestellten Multiplikatoren ermittelt..<sup>160</sup>

Das Ergebnis dieser Rechnung kann im folgenden Schritt noch durch Zu- und Abschläge modifiziert werden.<sup>161</sup> Zu solchen Zu- und Abschlägen kann es aufgrund der höheren Fungibilität des Vergleichsunternehmens, kommen oder es wird damit ein Synergieeffekt abgegolten (Kontrollzuschlag).

<sup>158</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Böcking/Nowak [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 170.

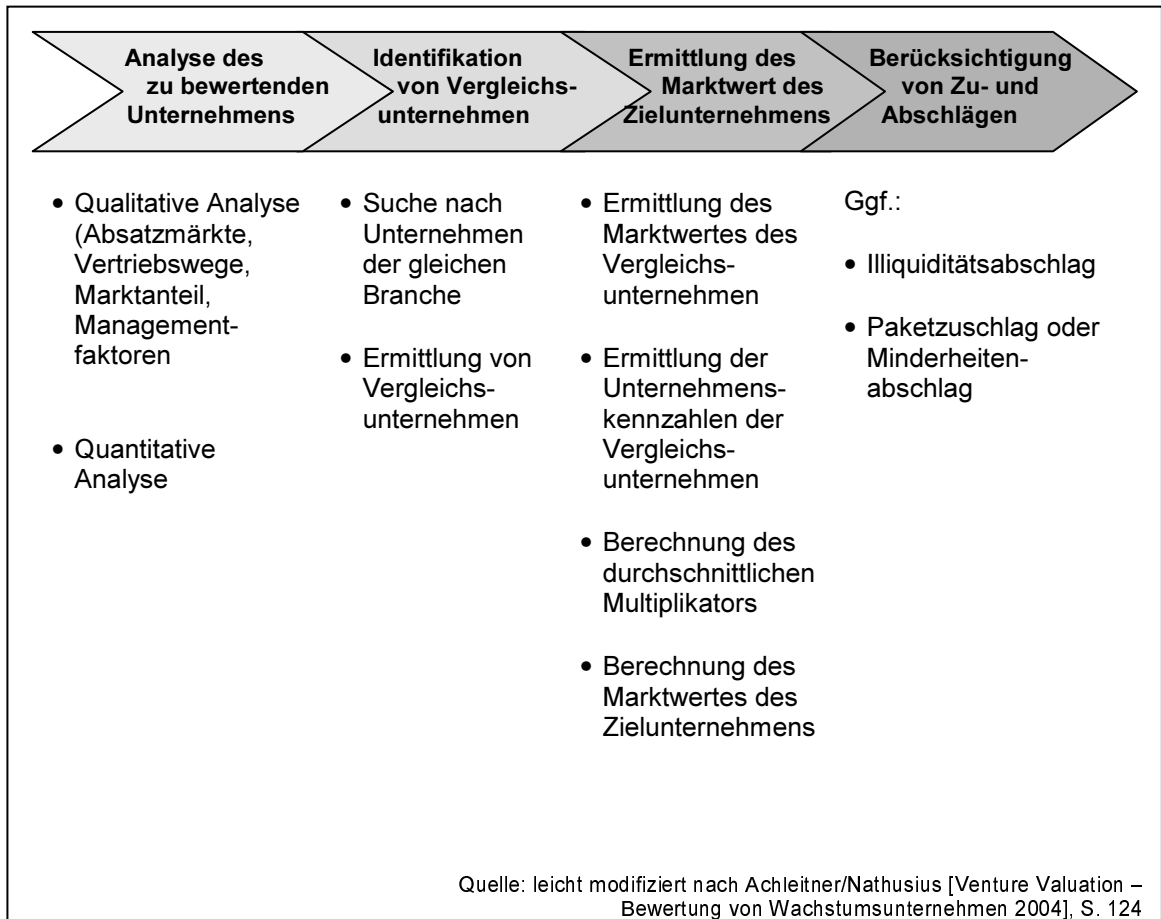
<sup>159</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 44.

<sup>160</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Böcking/Nowak [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 170.

<sup>161</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaus 2002], S. 100.

### 4.1.1 Bewertungsablauf

Unabhängig davon welcher Wert, welcher für die Bewertung nun herangezogen wird, kann man bei allen Verfahren eine einheitliche Vorgehensweise, erkennen.



**Abbildung 5: Ablauf einer marktorientierten Unternehmensbewertung**

#### 4.1.1.1 Analyse des Zielunternehmens

Damit eine professionelle Auswahl vergleichbarer Unternehmen getroffen werden kann, muss der Bewerter über ein fundiertes Wissen über das von ihm zu bewertende Unternehmen besitzen.<sup>162</sup> Im ersten Teil der Bewertung erfolgt daher eine detaillierte Analyse des Zielunternehmens, die zeigen soll, inwieweit sich das später noch zu bewertende Vergleichsunternehmen und das zu bewertende Unternehmen, in qualitativer und quantitativer Hinsicht, ähneln.<sup>163</sup>

<sup>162</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Löhnert/Bockmann in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 409. Vgl. auch Böcking/Nowak [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 171.

<sup>163</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 123.

Es muss eine genaue Analyse der ökonomischen Rahmenbedingungen, ebenso wie eine genaue Untersuchung der wirtschaftlichen Situation vorgenommen werden. Im Rahmen der qualitativen Betrachtung werden beispielsweise Absatzmärkte, Vertriebswege Marktanteil oder die Wettbewerbssituation des Zielunternehmens einer genauen Analyse unterzogen.<sup>164</sup> Ertrags-, Liquiditäts-, Rentabilitäts- und Kapitalstrukturanalyse sind Teil der quantitativen Untersuchung. Die Auswahl, der für das zu bewertende Unternehmen charakteristischen Eigenschaften und der entsprechenden Kennzahlen, liegt im Ermessen des Bewerter.<sup>165</sup>

#### 4.1.1.2 Identifikation von Vergleichsunternehmen oder Transaktionen

Beim Comparative Company Approach (CCA) wird der Unternehmenswert entweder aus dem Marktpreis **vergleichbarer** börsennotierter Unternehmen (Similiar Public Company<sup>166</sup>, Initial Public Offering<sup>167</sup>), oder auf Basis von Preisen, die für **vergleichbare** Unternehmen bezahlt wurden (Recent Acquisition Method<sup>168</sup>), abgeleitet.<sup>169</sup>

Nach der oben dargestellten, genauen Analyse der Lage des zu bewertenden Unternehmens, muss nun solch ein vergleichbares Unternehmen oder, im Falle der Recent Acquisition Methode, eine vergleichbare Transaktion, ausfindig gemacht werden.

„Die Qualität der Unternehmensbewertung steht und fällt mit der Auswahl geeigneter Vergleichsunternehmen.“<sup>170</sup>

---

<sup>164</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 260. Vgl. auch Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 123.

<sup>165</sup> Vgl. Böcking/Nowak [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 171.

<sup>166</sup> Siehe später unter: 4.1.2.1 Similar Public Company Method .

<sup>167</sup> Siehe später unter: 4.1.2.2 Initial Public Offering Method.

<sup>168</sup> Siehe später unter: 4.1.2.3 Recent Acquisition Method.

<sup>169</sup> Vgl. Kraus/Wende [Entwicklung von Multiplikatoren 2003], in: Corporate Finance Bulletin Special 12/2003 S. 1.

<sup>170</sup> Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 203.

Die Auswahl des oder der geeigneten Vergleichsunternehmen stellt aber auch die größte Herausforderung für den Bewerter eines Unternehmens mittels CCA dar.<sup>171</sup> In der Realität ist die Wahrscheinlichkeit ein gleiches Unternehmen zu finden eher gering.<sup>172</sup> Aufgrund dessen werden zumeist auch mehrere ähnliche Unternehmen zum Vergleich herangezogen, um eine mögliche Fehlbewertung eines Vergleichsunternehmens zu kompensieren.

Die Übereinstimmung der grundlegenden wirtschaftlichen Faktoren ist der Ausgangspunkt für eine gute Auswahl der Vergleichsunternehmen.<sup>173</sup> Dazu zählt primär, die Eingrenzung auf Unternehmen, die in derselben Branche wie das Bewertungsobjekt tätig sind. Man geht davon aus, dass Unternehmen derselben Branche eine ähnliche Wachstums- und Gewinnentwicklungsperformance haben. Zu beachten ist aber, dass diese Indikatoren auch noch von anderen Faktoren beeinflusst werden können.

In den USA bietet der Standard Industrial Classification Code eine Hilfestellung bei der Auswahl der Vergleichsunternehmens<sup>174</sup> Mithilfe dieses, von der amerikanischen Industrie- und Handelskammer entwickelten Zahlencodes, können Unternehmen der gleichen Branche oder eines ähnlichen Geschäftszweiges, ganz einfach einander zugeordnet werden.

Hat man Unternehmen gefunden die an der börsennotiert sind, und in derselben Branche tätig sind, wie das zu bewertende Unternehmen, müssen daraus jene Unternehmen ausgewählt werden, die die ähnlichsten Charakteristiken aufweisen.

**Mögliche Kriterien bei der Auswahl der Referenzunternehmen können sein:**<sup>175</sup>

---

<sup>171</sup> Vgl. 4.2. Herausforderungen .

<sup>172</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 203.

<sup>173</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Böcking/Nowak [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 171.

<sup>174</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 260.

<sup>175</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 160. Vgl. auch Peemöller/Meister/Beckmann [Der

### **Reifephase eines Unternehmens**

Die Chancen und Risiken eines Unternehmens sind nicht in allen Lebensphasen eines Unternehmens gleich. Es kann angenommen werden, dass eine frühe Unternehmensphase von hohem Risiko, hohen Wachstumsraten und von geringen Erträgen gekennzeichnet ist. Die Vergleichsunternehmen sollten sich daher in einer ähnlichen Phase der Unternehmensentwicklung befinden um eine ordnungsgemäße Bewertung gewährleisten zu können.

### **Verschuldungsgrad**

Der Verschuldungsgrad eines Unternehmens beeinflusst das finanzielle Risiko und damit das Gesamtrisiko. Ein hoher Verschuldungsgrad führt zu einer Erhöhung der Eigen- und Fremdkapitalkosten eines Unternehmens und muss daher unbedingt in die Betrachtung bei der Wahl der Vergleichsunternehmen miteinbezogen werden. Marktbewertungen von unterschiedlich verschuldeten Unternehmen liefern in der Praxis keine zufrieden stellenden Ergebnisse.

### **Diversifikationsgrad**

Eine starke Diversifikation der Unternehmen erschwert die Vergleichbarkeit. Die Geschäftstätigkeiten sollten sich zu mindest in einigen Betätigungsfeldern überschneiden. Sind diese kaum vergleichbar, so kann eine so genannte „sum of the parts“ Bewertung vorgenommen werden. Im Rahmen dieser Methode, werden die einzelnen Teilbereiche des zu bewertenden Unternehmens jeweils mit entsprechenden Multiplikatoren des zu vergleichenden nicht diversifizierten Unternehmens, bewertet. Durch Zusammenzählen der einzelnen Teilbereiche gelangt man zum Unternehmensgesamtwert. Grundsätzlich sollten jedoch Unternehmen zum Vergleich herangezogen werden, die eine ähnliche Diversifizierung, wie das zu bewertende Unternehmen aufweisen.

### **Wettbewerber**

Eine gute Voraussetzung für ein ähnlich strukturiertes Unternehmen liefert immer der direkte Konkurrent in der Branche. Diese haben meist dieselbe Zielgruppe, dieselben Produkte oder Dienstleistungen und weisen somit das ähnlichste Chancen-Risiko Profil auf. Darüber hinaus sollten auch andere Unternehmen die beispielsweise in der Lage sind, die vom Zielunternehmen erbrachte Dienstleistung oder das erzeugte Produkt des Unternehmens zu substituieren, in Betracht gezogen werden. Für junge und innovative Unternehmen stellt dieses Kriterium ein Problem dar, zumal es in der Praxis oft nur wenige bis keine direkten Wettbewerber gibt.

### **Qualität des Managements**

Der langfristige Erfolg eines Unternehmens hängt ebenfalls von einem kompetenten und konstanten Management ab. Ein bis zur Übernahme eines Unternehmens erfolgreiches Management reduziert das Risiko von Fehlentscheidungen in der Zukunft.

Sind potentielle Vergleichsunternehmen der gleichen Branche mit ähnlichen Charakteristiken gefunden, erfolgt eine Reduzierung mittels Kennzahlenvergleich.<sup>176</sup> Anhand der Jahresabschlüsse und Quartalsabschlüsse wird das Vergleichsunternehmen im Detail analysiert und den ermittelten Kennzahlen des Bewertungsunternehmens gegenübergestellt.

Darüber hinaus sollte sowohl beim Vergleichsunternehmen, als auch beim Bewertungsobjekt eine Bereinigung der Finanzdaten erfolgen.<sup>177</sup> Außerordentliche Effekte sollten eliminiert werden und unterschiedliche Bewertungs- und Bilanzierungswahlrechte sollten ausfindig gemacht und ebenfalls bereinigt werden. Erzielt ein Unternehmen beispielsweise im Rahmen eines Beteiligungsverkaufes einen außerordentlichen Ertrag so sollte dieser

---

<sup>176</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Böcking/Nowak [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 171.

<sup>177</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 203.

aus der Berechnung eliminiert werden, um eine Wertermittlung auf Basis von voraussichtlich dauerhaft erzielbaren Ergebnissen gewährleisten zu können.<sup>178</sup>

#### 4.1.1.3 Ermittlung des Marktwertes des Zielunternehmens

Im Folgenden muss eine Bezugsgröße bzw. der Multiplikator ermittelt werden.<sup>179</sup> Im Rahmen dieses Schrittes muss der Bewerter bestimmen, auf welcher Kennzahl der Multiplikator basieren soll.

Soll die gesamte Unternehmenswertgröße, dem Marktwert des Eigenkapitals oder des Gesamtkapitals entsprechen, spricht man von Equity- bzw. Entity Multiplikatoren.<sup>180</sup>

Im ersten Schritt wird die ausgewählte Kennzahl des Vergleichsunternehmens zu der im Vorhinein ausgewählten Bezugsgröße ins Verhältnis gesetzt.<sup>181</sup>

$$M = \frac{UWG}{PM}$$

M = Multiplikator

UWG = Ausprägung der gewählten Unternehmenswertgröße

PM = Performance Maß (Bezugsgröße)

Quelle: Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2006], S. 266

#### Formel 14: Ermittlung Multiplikator

Durch den Rückgriff auf mehrere Vergleichsunternehmen kann, aus den Ergebnissen der Vergleichsgruppe ein repräsentativer Multiplikator dargestellt werden.<sup>182</sup> Die entstehende Bandbreite kann mittels verschiedener Verfahren eingeschränkt werden.<sup>183</sup> Mögliche Verdichtungsmethoden sind das Arithmetische Mittel (Problem der Überbewertung aufgrund von Ausreißern),

<sup>178</sup> Vgl. Kraus/Wende [Entwicklung von Multiplikatoren 2003], in: Corporate Finance Bulletin Special 12/2003 S. 1.

<sup>179</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 125.

<sup>180</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2006], S. 266.

<sup>181</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2006], S. 266.

<sup>182</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 161.

<sup>183</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Böcking/Nowak [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 173f.



der Median (Eliminierung der Ausreißer) oder die lineare Regression. Die Verdichtung der ermittelten Multiplikatoren räumt dem Bewerter einen großen Bemessungsspielraum ein. Insofern muss dieser die Gründe für die Anwendung einer der Methoden darlegen können.

Im Weiteren wird der potentielle Marktpreis mittels Multiplikation der Bezugsgröße des zu bewertenden Unternehmens und dem vorher ermittelten Multiplikator ermittelt.<sup>184</sup>

$$UW_B = M_V \cdot PM_B$$

UW<sub>B</sub> = Unternehmenswert des Zielunternehmens  
 M<sub>V</sub> = Multiplikator der Vergleichsunternehmen  
 PM<sub>B</sub> = Performance Maß des zu bewertenden Unternehmens

Quelle: Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2006], S. 26

**Formel 15: Ermittlung Unternehmenswert - Comparative Company Approach**

Anhand des folgenden, vereinfachend dargestellten Beispiels wird auf die Einfachheit und Direktheit der Vorgehensweise hingewiesen, wobei auf die genaue Berechnung und Darstellung der einzelnen Multiplikatoren, sowie auf deren Vor- und Nachteile auf die folgenden Kapitel der Arbeit verwiesen wird.<sup>185</sup>

Ein häufig verwendeter Multiplikator ist das Kurs Gewinn Verhältnis (KGV), bei dem der Jahresüberschuss als Bezugsgröße herangezogen wird.

Vergleichsunternehmen	Bewertungsunternehmen
20 Mio. Jahresüberschuss	18. Mio. Jahresüberschuss
200 Mio. Marktwert	?
$M = \frac{UW}{BG} \quad M = \frac{200}{20} \quad M = 10 \quad UW = M_{PG} \cdot BG \quad UW = 10 \cdot 18$ <p style="text-align: center;"><b>UW = 180 Mio.</b></p>	

Quelle: Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2006], S. 267

**Abbildung 6: Beispiel Unternehmenswert - KGV Multiplikator**

<sup>184</sup> Vgl. Bausch [Die Multiplikator-Methode 2000], in: FB 7-8/2000 S. 450.

<sup>185</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2006], S. 267.

Wie bereits erwähnt, können die, für die Ermittlung des Unternehmenswertes herangezogenen Bezugsgrößen nach unterschiedlichen Kriterien eingeteilt werden.<sup>186</sup> Allen Vergleichsmodellen ist die obige Vorgehensweise gemein. Aus dem Marktpreis des Vergleichsunternehmens und einer Bezugsgröße wird ein Multiplikator ermittelt, der anschließend mit der Bezugsgröße des zu bewertenden Unternehmens, multipliziert wird.<sup>187</sup>

#### 4.1.1.4 Berücksichtigung von Zu- und Abschlägen

Der letztendliche Unternehmenswert wird in den meisten Fällen erst durch den Einsatz von Zu- und Abschlägen bestimmt.<sup>188</sup> Diese sollten jedoch sehr vorsichtig zur Anwendung kommen, um die Objektivität der Bewertung nicht zu gefährden. Das Problem stellt nicht die Begründung eines Zu- oder Abschlages dar, sondern vielmehr der Grad (Höhe) der Adjustierung des Unternehmenswertes. Im Rahmen einer Bewertung mittels vergleichbaren börsennotierten Unternehmen, sollte beispielsweise eine Kontrollprämie berücksichtigt werden. Der Börsenkurs stellt den Preis für einen Minderheitenanteil dar, der keinen Einfluss auf die Geschäftsführung des Unternehmens nimmt. Der potentielle Mehrheitseigentümer wird daher bereit sein, zur Umsetzung seiner eigenen Strategien, eine Kontrollprämie zu bezahlen. Weiters ist ein Abschlag mit einzukalkulieren, der die mangelnde Marktgängigkeit (Börsennotierung) eines Unternehmens berücksichtigt.<sup>189</sup> Unternehmen die an der Börse notieren, sind leichter veräußerbar als jene die nicht am Wertpapiermarkt gehandelt werden. Ausgehend von dieser Tatsache würde die Außerachtlassung eines Abschlags von einer völligen Wertgleichheit von börsennotierten und nicht börsennotierten Unternehmen ausgehen, wobei dies aufgrund der höheren Fungibilität von börsennotierten Unternehmen, nicht der Realität entsprechen würde.

---

<sup>186</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2006], S. 266.

<sup>187</sup> Vgl. Bausch [Die Multiplikator Methode 2000], in: FB 7-8/2000 S. 448.

<sup>188</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 205.

<sup>189</sup> Vgl. Böcking/Nowak hierzu und im folgenden [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 173f.

Bei der Bestimmung von Zu- und Abschlägen wird in den meisten Fällen auf historische Werte zurückgegriffen, um eine Marktorientierung gewährleisten zu können.<sup>190</sup> In der Praxis wird für den Kontrollzuschlag bzw. Minderheitenabschlag ein durchschnittlicher Wert von 40 % beobachtet. Der Immobilitätszuschlag, für die geringere Fungibilität beträgt meist zwischen 20 – 30 %.

In der Literatur gibt es noch eine Reihe an weiteren Zu- und Abschlägen, die sich auf die verschiedensten Kriterien des Vergleichsobjektes bzw. auf die mangelnde Vergleichbarkeit beziehen können:<sup>191</sup>

- Unternehmensgröße
- Ausländischer Börsenplatz
- Volatilität der Erträge
- Relative Wachstumsdynamik
- Diversifikationsgrad
- Abhängigkeiten
- Überdurchschnittliche Managementfunktionen
- Prämien für Marktführerschaft<sup>192</sup>

Anzumerken ist, dass die Zu- und Abschläge nur als „ultima ratio“ verwendet werden sollten, um die Objektivität des Verfahrens nicht zu gefährden.<sup>193</sup> Der Fokus einer Unternehmensbewertung mittels marktorientierten

---

<sup>190</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 205.

<sup>191</sup> Vgl. Arbenz [Unternehmensbewertung durch Market Multiples o.J.], S. 5. Vgl. auch Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 206.

<sup>192</sup> Vgl. Arbenz [Unternehmensbewertung durch Market Multiples o.J.], S. 5. Vgl. auch Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 206.

<sup>193</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 206.

Bewertungsverfahren sollte sich nicht auf die Ermittlung von Zu- und Abschlägen beziehen, sondern vielmehr auf die Auswahl von adäquaten, vergleichbaren Unternehmen.

#### 4.1.2 Bewertungsmethoden

Bei den **Comparative Company Approach (CCA)** werden unmittelbar konkrete und tatsächlich realisierte Marktpreise von vergleichbaren Unternehmen herangezogen.<sup>194</sup> Abhängig davon welcher Vergleichswert für die Bewertung herangezogen wird, unterscheidet man folgende drei Verfahren.

- Similar Public Method (SPC)
- Initial Public Offering Method (IPO)
- Recent Acquisition Method (RAM)<sup>195</sup>

##### 4.1.2.1 Similar Public Company Method

Im Rahmen des Similar Public Company Methode wird das Bewertungsobjekt verschiedenen vergleichbaren Unternehmen gegenübergestellt.<sup>196</sup> Die Vergleichsunternehmen zeichnen sich durch die öffentliche Notierung an Börsen aus, d.h. die einzelnen Marktpreise der Unternehmen sind öffentlich zugänglich. Die benötigten Informationen lassen sich daher relativ einfach aus den zu veröffentlichenden Geschäfts- und Zwischenberichten ableiten.<sup>197</sup> Für zukünftige Ergebnisse greift man auf Aktienanalysen mit Ergebnisschätzungen zurück.

An der Börse treffen Angebot und Nachfrage für die einzelnen Unternehmensanteile aufeinander, wobei der Börsenkurs bzw. die Summe der

---

<sup>194</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 43ff. Vgl. auch Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaus 2002], S. 99ff.

<sup>195</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 43ff. Vgl. auch Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaus 2002], S. 99ff.

<sup>196</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 158. Vgl. auch Barthel [Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren 1996], in: Der Betrieb 4/1996, S. 155.

<sup>197</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 415.

ausgegebenen Aktien zum Börsenkurs (Marktkapitalisierung), als Marktpreis für das börsennotierte Unternehmen herangezogen werden.<sup>198</sup>

Der Jahresüberschuss der XY AG beläuft sich auf EUR 160.000, der Börsenkurswert auf EUR 2.240.000.

Der Jahresüberschuss der AB GmbH betrug im selben Zeitraum EUR 108.000. Zieht man den Jahresüberschuss als Bezugsgröße, bzw. das Kurs-Gewinn Verhältnis als Multiplikator heran, erhält man folgenden potentiellen Marktwert für die AB GmbH.

$$KGV_V = \frac{2.240.000}{160.000} = 14 \qquad MP_B = 108.000 \cdot 14 = 1.512.000$$

Der Marktpreis für das zu bewertende Unternehmen (MPB) ergibt sich daher aufgrund der Multiplikation des Multiplikators des Vergleichsunternehmens (KGVV) mit der Bezugsgröße des Bewertungsobjektes in Höhe von EUR 1.512.000.

Quelle: Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 261f.

#### Abbildung 7: Beispiel Berechnung Unternehmenswert – SPC-Ansatz

Diese Methode eignet sich vor allem für die Bewertung von vergleichbaren börsennotierten Unternehmen.<sup>199</sup> Das Verfahren wird ebenfalls sehr oft bei der Bewertung von nicht börsennotierten Unternehmen eingesetzt.<sup>200</sup> Ein Fungibilitätsabschlag oder Immobilitätsabschlag ist bei dieser Form der Bewertung, aufgrund der eingeschränkten Veräußerbarkeit des Unternehmens ebenso unerlässlich, wie die Ermittlung eines Kontroll- oder Paketzuschlages. Die Bestimmung des Fungibilitätszuschlages ist in der Regel rational nicht begründbar und kann daher willkürlich festgesetzt werden. Hingegen in der Praxis ist der Verweis auf historische Erfahrungswerte gegeben um die Objektivität der Bewertung zu gewährleisten.<sup>201</sup>

<sup>198</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 259.

<sup>199</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 158.

<sup>200</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Matschke/Brösel [Unternehmensbewertung 2005], S. 546ff.

<sup>201</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 205.

In der Literatur finden sich keine Richtlinien über die Verwendung der Bezugsgrößen.<sup>202</sup> Neben der Bezugsgröße Gewinn werden auch der Cash Flow oder andere Wertgrößen für die Bewertung herangezogen.<sup>203</sup> Aufgrund dessen steht dem Bewerter, in Bezug auf die Auswahl und die Gewichtung der einzelnen Bezugsgrößen, ein großer Spielraum. Letztendlich entscheiden die Erfahrungen und Präferenzen des Bewerter über die Vorgehensweise und Auswahl der geeigneten Multiplikatoren. Daher empfiehlt es sich zur Kontrolle der Ergebnisse mehrerer Multiplikatoren zu verwenden, wobei diese wiederum entsprechend gewichtet werden müssen.

Mitunter ein wichtiger Faktor im Rahmen einer Bewertung anhand der SPC Methode ist der Einfluss von zeitweiligen Stimmungen und Spekulationen an den Kapitalmärkten, auf den Börsenkurs.<sup>204</sup>

Kurzum, eine Bewertung, bei der das Vergleichsobjekt vergleichbaren börsennotierten Unternehmen gegenübergestellt hat den Vorteil der relativ einfachen Datenbeschaffung. Der Nachteil liegt in der Annahme von identischen Unternehmen, welche mit Zu- und Abschlägen korrigiert werden müssen.<sup>205</sup>,

#### 4.1.2.2 Initial Public Offering Method

Der Initial Public Offering (IPO) Ansatz basiert im Prinzip auf dem selbem Bewertungskonzept wie die SPC Methode, wobei in diesem Fall die Emissionspreise für die, neu an der Börse eingeführten Unternehmen, als Vergleichsmaßstab herangezogen werden.<sup>206</sup> Die Bewertung auf Basis dieses Ansatzes kann nur dann durchgeführt werden, wenn genügend Neuemissionen stattfinden. Die Preise von Neuemissionen lassen sich zumeist relativ einfach

---

<sup>202</sup> Vgl. Matschke/Brösel [Unternehmensbewertung 2005], S. 547.

<sup>203</sup> Vgl. 4.1.3 Multiplikatoren.

<sup>204</sup> Vgl. Schultze [Methoden der Unternehmensbewertung 2003], S. 160.

<sup>205</sup> Vgl. Matschke/Brösel [Unternehmensbewertung 2005], S. 550.

<sup>206</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Böcking/Nowak [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 173f. Vgl. auch Matschke/Brösel [Unternehmensbewertung 2005], S. 553f.

durch die Wirtschaftspresse ermitteln.<sup>207</sup> Für die Ermittlung des potentiellen Marktpreises müssen ebenfalls Zu- und Abschläge vorgenommen werden, um zu einem endgültigen Unternehmenswert zu gelangen.<sup>208</sup>

Dieses Verfahren wird überwiegend bei Unternehmen durchgeführt, die vor einer Börsenemission stehen.<sup>209</sup> Für die Datenerhebung stehen in den USA verschiedenen Informationsdienste zur Verfügung, welche die Daten über vergangene Initial Public Offerings sammeln und öffentlich zur Verfügung stellen.<sup>210</sup> Die wichtigste Quelle in den USA ist der „IPO Reporter“ sowie der „IDD Information Services“. In Deutschland und Österreich führt die vergleichsweise geringe Anzahl an IPOs zu einer geringeren Bedeutung dieses Ansatzes in der Praxis.<sup>211</sup>

Dieser IPO Ansatz kommt nur im Zusammenhang mit Emissionspreisfindungen zur Anwendung.<sup>212</sup> Die Auswahl der Vergleichsunternehmen konzentriert sich daher auf den IPO Markt, der als sehr spekulativ gilt, großen Schwankungen unterliegt und dessen Werte sehr preispfindlich sind.

Da dieses Verfahren im Prinzip, bis auf die Herkunft des Vergleichspreises, ident mit dem SPC Ansatz ist, wird an dieser Stelle auf die Vor- und Nachteile des oben ausführlich dargestellten SPC Verfahrens verwiesen.

---

<sup>207</sup> Vgl. Behringer [Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe 2004], S. 118.

<sup>208</sup> Vgl. Böcking/Nowak hierzu und im folgenden [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 173f.

<sup>209</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Matschke/Brösel [Unternehmensbewertung 2005], S. 553.

<sup>210</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 2007], S. 264.

<sup>211</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Krolle/Schmitt/Schwetzer [Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung 2005], S. 7. In den beiden ersten Quartalen des Jahres 2007 gab es in Österreich einen Börsegang. An der deutschen Börse fanden im selben Vergleichszeitraum 17 Börsenemissionen statt. Insgesamt konnten am europäischen Markt 254 IPOs beobachtet werden. Vgl. o.V. [IPO Watch Europe Survey Q2 2007] S. 5.

<sup>212</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 294.

#### 4.1.2.3 Recent Acquisition Method

Als verwendete Vergleichsbasis dienen in diesem Fall nicht Marktpreise von börsennotierten Unternehmen sondern die tatsächlich gezahlte Transaktionspreise, d.h. Kaufpreise von zeitnahen Unternehmenskäufen.<sup>213</sup>

Vorraussetzung zu Durchführung einer Bewertung ist das Vorliegen von umfangreichem Datenmaterial. Als solches dienen Kaufpreisinformationen von zeitnah stattgefundenen Transaktionen vergleichbarer Unternehmen.<sup>214</sup> Diese werden in den USA von einigen Magazinen, wie dem „Mergerstat Review“ oder dem „The Merger & Acquisition Sourcebook“, aufbereitet, und sind somit öffentlich zugänglich. In Deutschland gibt es mittlerweile ebenfalls einige Zeitschriften, welche die Daten von Transaktionen veröffentlichen (z.B. „Finance Magazin“).

Die Recent Acquisition Methode eignet sich, aufgrund der Vergleichsbasis, vornehmlich für die Bewertung bei Unternehmenskäufen.<sup>215</sup> Der ermittelte Wert wird auch als „control value“ bezeichnet, da der Unternehmenserwerber in den meisten Fällen die Leitung und somit die Kontrolle über ein Unternehmen erlangt.<sup>216</sup> Die ermittelten Werte haben den Vorteil, dass sie Prämien (Kontrollprämien, Prämien für realisierte Synergieeffekte uvm.) die im Rahmen von Merger & Acquisition Transaktionen bezahlt werden, bereits beinhalten.<sup>217</sup> Ist die Verwendung von Zu- und Abschläge nicht ersichtlich erschwert dies die Nachvollziehbarkeit und Beurteilung des gezahlten Transaktionspreises.<sup>218</sup> Generell ist bei dieser Methode zu hinterfragen, inwieweit ein Preis der von

---

<sup>213</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Böcking/Nowak hierzu und im folgenden [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 174.

<sup>214</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 264. Vgl. auch Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 158f.

<sup>215</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 158f.

<sup>216</sup> Vgl. Küting/Eidel [Marktwertansatz contra Ertragswert- und Discounted Cash Flow Verfahren 1999], in: FB 9/1999 S. 229.

<sup>217</sup> Vgl. Coenenberg/Schultze [Das Multiplikator-Verfahren in der Unternehmensbewertung: Konzeption und Kritik 2002], in: FB 12/2002 S. 699.

<sup>218</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Krolle/Schmitt/Schwetzer [Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung 2005], S. 7.



zwei Parteien mit spezifischen Zielplänen und Aktionsräumen festgelegt wurde, für andere Akteure mit wiederum individuellen Vorstellungen vergleichbar sein kann.<sup>219</sup>

Transaction Comparables werden zumeist auch für die vorzeitige Einschätzung von zukünftigen Transaktionspreisen ermittelt um abwägen zu können in welcher Größenordnung sich eine Transaktion bewegen könnte.<sup>220</sup>

Spielräume ergeben sich bei dieser Methode, ähnlich wie bei dem SPC Verfahren, bei der Anzahl, Auswahl und Gewichtung der einzelnen Bezugsgrößen.<sup>221</sup> Multiplikatoren die anhand der RAM Methode ermittelt werden sind vergangenheitsorientiert.<sup>222</sup> Liegen Transaktionen einige Zeit zurück müssen Trendfortschreibungen vorgenommen werden, die wiederum im subjektiven Ermessen des Bewerter liegen.

#### 4.1.3 Multiplikatoren

Bei der Auswahl der Multiplikatoren steht eine Vielzahl von Kennzahlen zur Verfügung, die als Bezugsgrößen herangezogen werden können.<sup>223</sup> Aus der Sicht der Praxisorientierung gibt es einige Anforderungen an die Kennzahlen.<sup>224</sup> Primär sollten diese in einem engen Zusammenhang mit der Börsenbewertung eines Unternehmens stehen. Weiters sollten die Multiplikatoren eine gute Eignung für Unternehmens- und Zeitvergleiche aufweisen, d.h. diese sollten keine bilanztechnischen Verzerrungen aufweisen und unabhängig vom Verschuldungsgrad sein. Darüber hinaus sollten sie einfach zu ermitteln und prognostizieren sein.

---

<sup>219</sup> Vgl. Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2005], S. 271.

<sup>220</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Krolle/Schmitt/Schwetzer [Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung 2005], S. 7.

<sup>221</sup> Vgl. Matschke/Brösel [Unternehmensbewertung 2005], S. 555.

<sup>222</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2005], S. 271.

<sup>223</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 409.

<sup>224</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Modernen Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung], in: FB 10/1999 S. 301.

Inwieweit die verschiedenen Multiplikatoren diesen Anforderungen gerecht werden, und welche sonstigen Vor- und Nachteile die einzelnen Kennzahlen im Rahmen der Unternehmensbewertung aufweisen, soll in folgenden aufgezeigt werden

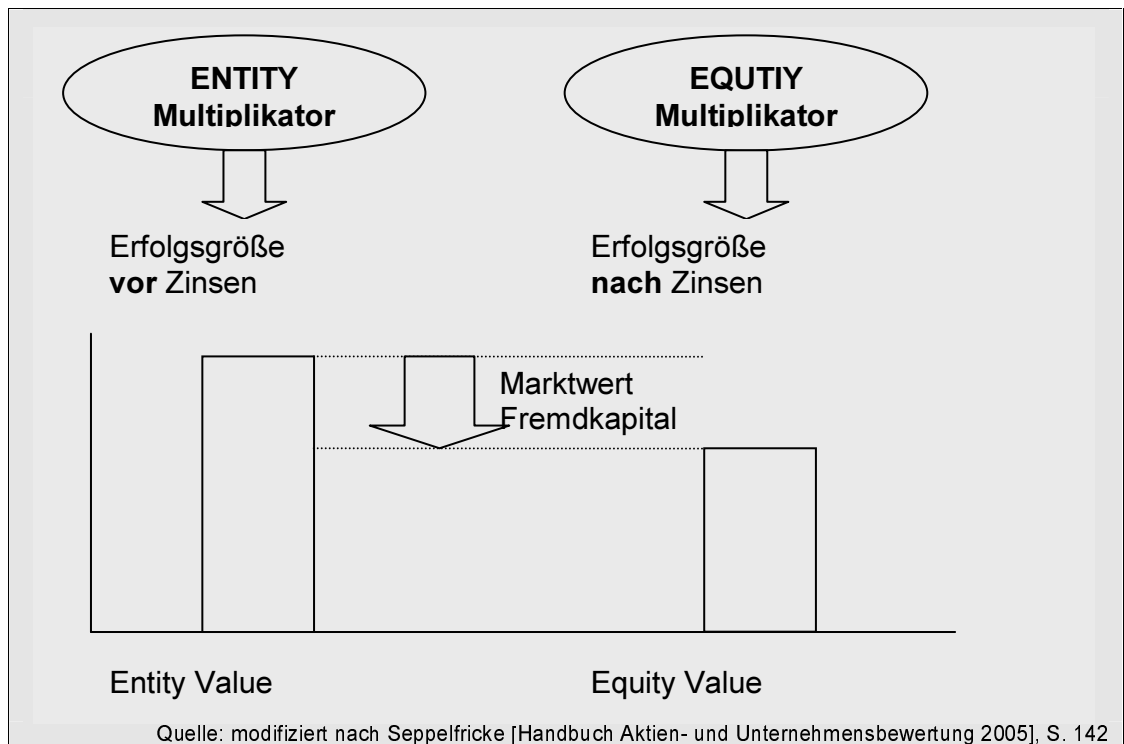
Grundsätzlich unterscheidet man zwischen Entity Multiplikatoren und Equity Multiplikatoren.<sup>225</sup> Die Unterscheidung dieser beiden Ansätze liegt, wie bei den DCF Verfahren, in der Zurechnung des jeweiligen Unternehmenswertes zum Eigen- oder Eigen- und Fremdkapitalgeber. Der ermittelte Marktwert, bei der Anwendung der Equity Multiplikatoren steht nur den Eigenkapitalgebern zur Verfügung. Beim Entity Ansatz hingegen, steht dieser Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung.<sup>226</sup> Unter Heranziehung des Equity Multiplikators wird daher das gesamte Eigenkapital bzw. die einzelne Aktie bewertet. Die Entity Multiplikatoren bewerten das gesamte Unternehmen, d.h. zusätzlich zum Eigenkapital wird der Wert des Fremdkapitals hinzugerechnet.<sup>227</sup> Der wesentliche Unterschied ist, dass bei der Bewertung des Eigenkapitals, eine Bezugsgröße herangezogen wird, bei der die Ansprüche der Fremdkapitalgeber bereits beglichen wurden. Die ermittelte Wert ist somit eine Erfolgsgröße nach Zinszahlungen (steht nur Eigenkapitalgebern zur Verfügung).

---

<sup>225</sup> Vgl. Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 409.

<sup>226</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 243.

<sup>227</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 142.



**Abbildung 8: Equity vs. Entity Multiplikatoren**

Equity Multiplikatoren vernachlässigen den Verschuldungsgrad, welcher den Marktwert des Eigenkapitals eines Unternehmens maßgeblich beeinflusst.<sup>228</sup> Unternehmen mit hohem Verschuldungsgrad weisen höhere Eigenkapitalkosten auf, als jene mit einem geringeren. Zu beachten ist, dass die Eigenkapitalgeber aufgrund des erhöhten Kapitalstrukturrisikos eine höhere Renditeforderung haben.<sup>229</sup> Daher sollten bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen nur solche herangezogen werden, die eine ähnliche Kapitalstruktur, wie das zu bewertende Unternehmen, aufweisen.<sup>230</sup> Der Vergleich mittels Equity Multiplikatoren würde somit bei unterschiedlich verschuldeten Unternehmen zu falschen Ergebnissen führen.<sup>231</sup>

<sup>228</sup> Vgl. Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 125.

<sup>229</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren 2003], in: FB 3/2003 S. 156.

<sup>230</sup> Vgl. Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren 2003], in: FB 3/2003 S. 156.

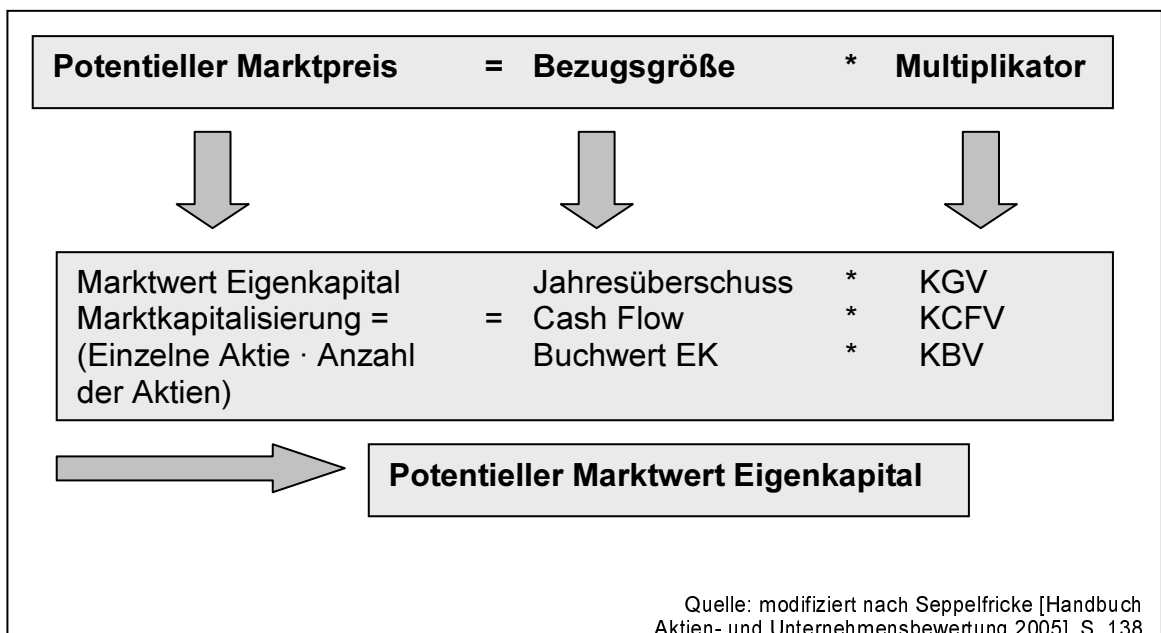
<sup>231</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 409.

Um diesen Problemen vorbeugen zu können, kommen die Entity Multiplikatoren zur Anwendung.<sup>232</sup> Als Referenzgröße wird bei diesen Kennzahlen der Marktwert des Gesamtkapitals herangezogen. Die verwendeten Kennzahlen bilden lediglich den operativen Bereich eines Unternehmens ab, d.h. sie enthalten keine Informationen über mögliche Zinszahlungen an die Fremdkapitalgeber.

Die in der Praxis am häufigsten vorkommenden Multiplikatoren werden in den folgenden Kapiteln vorgestellt.

#### 4.1.3.1 Equity Multiplikatoren

Die Equity Multiplikatoren ermöglichen eine Bewertung, die sich direkt auf den Marktwert des Eigenkapitals bezieht.<sup>233</sup> Der ermittelte Eigenkapitalwert wird dann in Beziehung zu den unterschiedlichen Unternehmenskennzahlen gesetzt.



**Abbildung 9: Equity Multiplikatoren**

Beim Similar Public Company (SPC) Ansatz und dem Initial Public Offering (IPO) Company Ansatz entspricht der Marktwert des Eigenkapitals dem Aktienkurs bzw. dem Emissionskurs der Aktien multipliziert mit der Anzahl der

<sup>232</sup> Vgl. folgenden Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001], S. 409.

<sup>233</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Achleitner/Nathusius [Venture Valuation - Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 128f.

Aktien.<sup>234</sup> Bei der Recent Aquisition Methode (RAM) ist zu prüfen ob der Marktwert des Eigenkapitals dem Transaktionspreis entspricht. Handelt es sich beim Verkauf um einen Share Deal<sup>235</sup>, entspricht der Transaktionspreis dem Marktwert des Eigenkapitals. Im Rahmen eines Asset Deal<sup>236</sup> muss genau überprüft werden, welche Verbindlichkeiten im Transaktionspreis berücksichtigt wurden. Gegebenenfalls müssen diese im Folgenden abgezogen werden um eine vergleichbare Berechnungsbasis zu erhalten.

#### 4.1.3.1.1 Kurs Gewinn Verhältnis

Setzt man den Kurs eines Unternehmens zu dessen Gewinn in Beziehung erhält man als Ergebnis das Kurs Gewinn Verhältnis (KGV), welches im angloamerikanischen Raum Price Earning Ratio (PER) genannt wird.<sup>237</sup>

$$\text{KGV} = \frac{\text{Börsenkurs}}{\text{Gewinn pro Aktie}} \text{ bzw. } \frac{\text{Marktkapitalisierung}}{\text{Jahresüberschuss}}$$

Quelle: Perridon/Steiner [Finanzwirtschaft der Unternehmung 1999], S. 222

#### Formel 16: Ermittlung Kurs Gewinn Verhältnis

Das KGV zeigt auf, wie oft der Gewinn einer Aktie bzw. der Jahresüberschuss im Börsenkurs enthalten ist bzw. zum wie vielfachen eines Gewinnes eine Aktie am Markt gehandelt wird.<sup>238</sup> Zu beachten ist, dass der Gewinn pro Aktie nicht mit der Dividende, jenem Teil des Gewinnes der tatsächlich ausgeschüttet wird, verwechselt werden darf.

Durch die Ableitung der am Aktienmarkt abgebildeten KGVs, vergleichbarer Unternehmen, soll theoretisch die Ausschüttungspolitik, das Risiko und das Wachstum des zu bewertenden Unternehmens widergespiegelt werden.<sup>239</sup>

<sup>234</sup> Vgl. Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 125.

<sup>235</sup> Kauf der Geschäftsanteile eines Unternehmens. Vgl. Leitner/Trinkl in Girkingner/Stiegler (Hrsg.) [Mergers & Acquisitions 2001], S. 319.

<sup>236</sup> Kauf der Wirtschaftsgüter eines Unternehmens. Sämtliche für die Fortführung des Unternehmens notwendigen Wirtschaftsgüter werden gekauft. Vgl. Leitner/Trinkl in Girkingner/Stiegler (Hrsg.) [Mergers & Acquisitions 2001], S. 316.

<sup>237</sup> Vgl. Perridon/Steiner [Finanzwirtschaft der Unternehmung 1999], S. 222.

<sup>238</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Olfert/Reichel [Investition 2006], S. 298.

<sup>239</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Aders/Galli/Wiedemann [Unternehmenswerte auf Basis der Multiplikatormethode? 2000], in: FB 4/2000 S. 197.

Unter der Voraussetzung funktionierender Marktmechanismen wird angenommen, dass die am Aktienmarkt realisierten KGVs auf das zu bewertende Unternehmen übertragbar sind.

Der Jahresüberschuss stellt für die Bewertung eine einfach zu ermittelnde und logisch nachvollziehbare Größe dar.<sup>240</sup> Eine Vielzahl von bilanztechnischen Maßnahmen kann hingegen den Jahresüberschuss leicht beeinflussen, wodurch die Vergleichbarkeit der Unternehmen stark eingeschränkt wird. Die unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards und die Möglichkeiten der Bilanzpolitik können teilweise ausgeschaltet werden, indem das Ergebnis nach der, von der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung entwickelten und nach ihr benannten DVFA- Methode<sup>241</sup>, ermittelt wird. In einer vereinfachten Darstellung stellt sich die Ermittlung des Ergebnisses nach DVFA wie folgt dar:<sup>242</sup>

$$\begin{aligned}
 & \text{Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter} \\
 & + / - \text{Bereinigung nach DVFA} \\
 & \quad + / - \text{außergewöhnliche Aufwendungen / Erträge nach Steuern} \\
 & \quad + / - \text{ungewöhnliche Aufwendungen / Erträge nach Steuern} \\
 & \quad + / - \text{dispositionsbedingte Aufwendungen / Erträge nach Steuern} \\
 & = \text{Ergebnis nach DVFA} \\
 & \div \text{Anzahl der dividendenberechtigten Aktien} \\
 & = \text{Ergebnis nach DVFA/Aktie}
 \end{aligned}$$

Quelle: Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 143

#### Formel 17: Ermittlung Ergebnis nach DVFA

Die Verwendung dieser Methode, die den Jahresüberschuss um ungewöhnliche und dispositionsbedingte Komponenten zuzüglich der entsprechenden steuerlichen Veränderungen berücksichtigt, wird in der Literatur befürwortet.<sup>243</sup> Für die Ermittlung des potentiellen Marktwertes des zu bewertende Unternehmens bedeutet dies, dass das KGV des

<sup>240</sup> Vgl. Achleitner/Nathusius [Venture Valuation Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 125.

<sup>241</sup> Siehe Glossar: DVFA Methode

<sup>242</sup> Vgl. Aders/Galli/Wiedemann [Unternehmenswerte auf Basis der Multiplikatormethode?], in: FB 4/2000 S. 200f. Seppelfricke [Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung], in: FB 10/1999 S. 302.

<sup>243</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 143.

Vergleichsunternehmens bzw. das durchschnittliche KGV mehrerer Vergleichsunternehmen mit dem Ergebnis nach DVFA des zu bewertenden Unternehmens multipliziert werden muss.<sup>244</sup>

$$\text{KGV} = \frac{\text{Börsenkurs}}{\text{Ergebnis nach DVFA}}$$

$$\text{EK} = \text{Ergebnis nach DVFA} \cdot \text{KGV}$$

Quelle: Strauch/Lütke-Uhlenbrock  
[Unternehmensbewertungsverfahren beim Börsegang an  
den Neuen Markt], in: FB 6/2002 S. 369

**Formel 18: Ermittlung Marktwert  
Eigenkapital - KGV Multiplikator**

Als Bezugsgröße kann der Jahresüberschuss oder das Ergebnis nach DVFA aus der abgeschlossenen Periode herangezogen werden oder die prognostizierten Gewinne zukünftiger Perioden.<sup>245</sup> Zur Ermittlung eines entscheidungsrelevanten Unternehmenswertes empfiehlt die DVFA jedoch die Verwendung der zukünftig erwarteten Gewinne.<sup>246</sup> Bei einem Börsegang wird die Verwendung des Gewinnes des laufenden Jahres und des folgenden Jahres angeregt bzw. der beiden folgenden Geschäftsjahre, abhängig von dem Quartal in welchem der Börsegang stattfinden soll.

Aufgrund der Tatsache, dass der Börsenkurs im KGV enthalten ist, wird dieses von einigen nicht fundamental begründbaren und psychologischen Faktoren sehr stark beeinflusst.<sup>247</sup> Zu diesen zählen unter anderem das Kursniveau der Branche und des Gesamtmarktes, sowie die Marktposition, die Aktiengattung, die Qualität des Managements, der Auslandsanteil, der Bekanntheitsgrad und die Volatilität der Produkte sowie die Wachstumsrate. Unter Berücksichtigung dieser Faktoren sowie der individuellen Verhältnisse muss das KGV angepasst werden. Dies erfolgt zumeist über Zu- und Abschläge.

<sup>244</sup> Vgl. Strauch/Lütke-Uhlenbrock [Unternehmensbewertungsverfahren beim Börsegang an den Neuen Markt 2002], in: Finanz Betrieb 6/2002 S. 369.

<sup>245</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 197.

<sup>246</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Strauch/Lütke-Uhlenbrock [Unternehmensbewertungsverfahren beim Börsegang an den Neuen Markt 2002], in: FB 6/2002 S. 369.

<sup>247</sup> Vgl. hierzu und im folgenden [Aders/Galli/Wiedemann [Unternehmenswerte auf Basis der Multiplikatormethode? 2000], in: FB 4/2000 S. 200f.

Je höher das KGV, desto geringer ist das Risiko in einer Branche, da ein hohes KGV den Unternehmenswert ansteigen lässt.<sup>248</sup> Grundsätzlich davon ausgegangen werden, dass das KGV relativ eindeutige Markt- und Branchenverhältnisse widerspiegelt.

Das KGV ist eine der populärsten Kennzahlen zur Ermittlung des Unternehmenswertes mittels Vergleichsverfahren. Eine Studie<sup>249</sup> die im Jahr 2002 von *Strauch/Lütke-Uhlenbrock* durchgeführt wurde, zeigt dass bei mehr als 60% aller untersuchten Börseneinführungen das KGV für die Bewertung herangezogen wurde.<sup>250</sup>

Weiters handelt es sich beim KGV um eine häufig verwendete Kennzahl, da bei Annahme von konstanten Gewinnen, aus dem reziproken Wert des KGVs die Verzinsung des investierten Kapitals abgelesen werden kann.<sup>251</sup> Ein KGV von 10 entspricht demnach einer Verzinsung von 10%.

Eine Bewertung mittels KGVs führt nur unter Berücksichtigung der Folgenden Faktoren zu einem aussagekräftigen Ergebnis.<sup>252</sup>

- **Nachhaltig realistisch Ertragslage**: Das zu bewertende Unternehmen muss in den nächsten Jahren einen realistischen Gewinn erzielen, damit eine Bewertung auf Vergleichsbasis überhaupt sinnvoll ist. Somit eignen sich Unternehmen die sich in einer Turn- Around Situation befinden oder junge Wachstumsunternehmen nur begrenzt für eine Bewertung mittels KGV. Hat ein Unternehmen ein negatives

---

<sup>248</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Olfert/Reichel [Investition 2006], S. 273.

<sup>249</sup> Grundlage für die Untersuchung waren 363 Researchberichte die anlässlich einer Börseneinführung im Zeitraum vom 06.11.1997 bis 15.06.2002 von 238 Unternehmen am Neuen Markt durch 34 Emissionsbanken erstellt wurden.

<sup>250</sup> Vgl. Berner/Rohjan [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren 2003], in: FB 3/2003 S. 156.

<sup>251</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2006], S. 249. Arbenz [Unternehmensbewertung durch Market Multiples o.J.], S. 3.

<sup>252</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 197. Vgl. auch Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 144.



Jahresergebnis kann keine Bewertung mittels KGV durchgeführt werden.<sup>253</sup>

- **Ähnliche Kapitalstrukturen:** Stark abweichende Kapitalstrukturen bzw. Verschuldungsgrade schränken den Einsatz des KGVs ebenfalls ein.<sup>254</sup> Ein erhöhter Verschuldungsgrad führt zu einer höheren Renditeforderung der Eigenkapitalgeber. Aufgrund des negativen Zusammenhangs zwischen Renditeforderung und KGV ergibt sich, dass bei steigender Renditeforderungen das KGV sinkt. Daher sollte bei stark abweichenden Kapitalstrukturen auf die die Anwendung des KGV Multiplikators verzichtete werden.<sup>255</sup>
- **Ähnliche Wachstumsprofile:** Unterschiedliche Wachstumsprofile werden im KGV, das rein statischen Charakter hat, nicht miteinbezogen. Eine Bewertung eines jungen Wachstumsunternehmens mittels eines KGV liefert daher nur begrenzt aussagekräftige Ergebnisse.

Die Problematik der unterschiedlichen Wachstumsprofile hat dazu geführt, dass das Konzept des KGVs um eine dynamische Komponente erweitert wurde.

#### 4.1.3.1.2 Dynamisches Kurs Gewinn Verhältnis

Die in der Praxis beobachtbare, offensichtliche Bereitschaft der Investoren, eine höhere Prämie für ein signifikantes Wachstums und damit erwartete höhere Gewinne zu bezahlen, macht eine Integration der Gewinndynamik in das KGV unerlässlich.<sup>256</sup> Das Dynamische KGV errechnet sich aus der Division

---

<sup>253</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2006], S. 249.

<sup>254</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 197. Vgl. auch Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 144.

<sup>255</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2006], 249.

<sup>256</sup> Vgl. Wullenkord [New Economy Valuation 2000], in: FB 7-9/2000 S. 525.

der zukünftig erwarteten KGVs durch die annualisierte Wachstumsrate des Gewinns oder des Umsatz (Compound Annual Growth Rate oder CAGR).<sup>257</sup>

$$\text{KGV}_{(\text{dyn})} = \frac{\text{KGV}}{\text{CAGR (\%)}}$$

Quelle: Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 145

**Formel 19: Ermittlung  
Dynamisches KGV**

Die Berechnung des dynamischen KGVs erfolgt zumeist auf Basis des Wachstums der näheren Zukunft, welches für den Bewerter noch leichter zu prognostizieren ist.<sup>258</sup> In der Regel werden dafür die geplanten Gewinne oder Umsätze der kommenden drei Jahre herangezogen und daraus der Mittelwert errechnet. Das dynamische KGV gibt Aufschluss darüber, wie viel der Markt bereit ist für eine Einheit am Gewinn zu bezahlen, unter Berücksichtigung der entsprechenden Wachstumserwartungen.<sup>259</sup>

Nach der oben angeführten Formel, ergibt sich bei einem KGV von 10 und einer Wachstumsrate von 20% ein dynamisches KGV von 0,5.<sup>260</sup> Daraus kann man ableiten, dass je höher das Ertragswachstum bei einem gegebenen KGV ist, desto geringer ist „ceteris paribus“ das dynamische KGV. Je geringer das dynamische KGV ist, desto höher ist das Kurspotential. Damit wird jedoch impliziert, dass ein Anstieg der Wachstumsrate immer zu einer Erhöhung des Unternehmenswertes führt.<sup>261</sup>

*Bausch* nimmt dazu kritisch Stellung, indem er für die Untersuchung des Zusammenhanges zwischen KGV und Wachstum, den Einfluss der erwartete Eigenkapitalkosten und der erwarteten Eigenkapitalrendite, in die Analyse mit einbezieht. Er zeigt in seiner Untersuchung, dass im Falle eines wertneutralen

<sup>257</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 145.

<sup>258</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 207.

<sup>259</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2006], S. 249.

<sup>260</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Wullenkord [New Economy Valuation 2000], in: FB 7-8/2000 S. 525.

<sup>261</sup> Vgl. Schwetzler [Probleme der Multiple-Bewertung 2003], in: FB 2/2003 S. 81f.

Wachstums (Eigenkapitalkosten = Eigenkapitalrendite) kein Zusammenhang zwischen KGV und Wachstum besteht und, dass im Falle einer negativen Überrendite (Eigenkapitalkosten > Eigenkapitalrendite) sogar der gegenteilige Effekt eintritt: „Das KGV sinkt bei zunehmender Wachstumsrate.“<sup>262</sup> Für ihn ist das dynamische KGV daher nur begrenzt für die Unternehmensbewertung geeignet.<sup>263</sup> *Damodaran* merkt zudem an, dass ein Vergleich von Unternehmen mit deutlich abweichenden Wachstumsraten zu keinem befriedigenden Ergebnis führt.<sup>264</sup>

Bei der Verwendung des dynamischen KGVs ist darauf zu achten, dass bei der Berechnung der Wachstumsrate als Basis dieselbe Gewinngröße verwendet wird, wie bei der Berechnung des statischen KGVs.<sup>265</sup> Dies würde zu einer doppelten Erfassung des Wachstums führen und somit zu einem verfälschten Ergebnis für die Unternehmensbewertung. Verwendet man beispielsweise für die Berechnung des KGV die Ertragsgrößen aus den vergangenen Jahren und setzt sie mit der CAGR, welche auf Basis von zukunftsweiten berechnet wurde ins Verhältnis, so wird das Wachstum der ersten Periode sowohl im statischen KGV (im Jahresüberschuss), als auch in der CAGR, berücksichtigt.

Vor allem im Bereich der Wachstumsunternehmen ist das dynamische KGV dem statischen vorzuziehen, da diese im Vergleich stabiler und weniger sensitiv auf eine Veränderung der Wachstumsrate reagiert.<sup>266</sup> Entgegengesetzt verhält es sich bei Unternehmen mit eher geringem Wachstum, bei diesen Unternehmen ist das statische KGV dem dynamischen KGV, aufgrund der hohen Sensibilität auf das geringe Wachstum, vorzuziehen. Abzuleiten ist dies aus der Tatsache, dass das dynamische KGV von zwei gegenläufigen

---

<sup>262</sup> Schwetzler [Probleme der Multiple-Bewertung 2003], in: FB 2/2003 S. 82.

<sup>263</sup> Vgl. Schwetzler [Probleme der Multiple-Bewertung 2003], in: FB 2/2003 S. 81.

<sup>264</sup> Vgl. hierzu Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 207.

<sup>265</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 207.

<sup>266</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2006], S. 250.

Wachstumskomponenten beeinflusst wird, welche sich bei einem hohen Wachstum eher kompensieren als bei einem geringem.

Der Vorteil dieser Methode ergibt sich aus der zum DCF Verfahren ähnlichen, jedoch sehr vereinfachten Ermittlung des Unternehmenswertes, unter Berücksichtigung des Unternehmenswachstums.<sup>267</sup> Darüber hinaus ist die Datenbeschaffung ebenfalls sehr einfach, so müssen nur die aktuellen Aktienkurse, die Gewinnschätzungen und die Wachstumsrate ermittelt werden.

Der Anwendung dieser Methode sind jedoch Grenzen gesetzt.<sup>268</sup> Für die Berechnung der Wachstumsrate werden die Daten entweder aus der Vergangenheit in die Zukunft fortgeschrieben oder es wird die Branchenentwicklung 1:1 auf das zu bewertende Unternehmen übernommen. Beide Methoden liefern nur bedingt aussagekräftige Ergebnisse in Hinblick auf den potentiellen Unternehmenswert.

Alle anderen Aussagen, die bezüglich des statischen KGVs getroffen wurden, treffen auch auf das dynamische KGV zu.<sup>269</sup> Dies basiert auf der der Tatsache, dass das statische KGV, für die Berechnung des dynamischen KGVs Voraussetzung ist.<sup>270</sup>

#### 4.1.3.1.3 Kurs Cash Flow Verhältnis

Der Gewinn als Bewertungsmaßstab, ist wie bereits in den vorhergehenden Ausführungen deutlich wird, ein mehrdeutiger Begriff, dem durch das Handels- und Steuerrecht weite gesetzliche Spielräume eingeräumt werden.<sup>271</sup> Die unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards und Wertansätze haben daher

---

<sup>267</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2006], S. 250.

<sup>268</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Wullenkord [New Economy Valuation 2000], in: FB 7-8/2000 S. 525.

<sup>269</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2006], S. 250.

<sup>270</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 207.

<sup>271</sup> Vgl. Barthel [Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren 1996], in: Der Betrieb 4/1996 S. 158.

dazu geführt, dass zunehmend der Cash Flow als Bewertungsbasis herangezogen wird, d.h. aus dem Jahresüberschuss werden die Komponenten herausgerechnet, die durch bilanzpolitische Maßnahmen beeinflussbar sind.<sup>272</sup> Unterstützt wird die Entwicklung des Cash Flows als Bezugsgröße durch die Erstellung von Kapitalflussrechnungen im Rahmen der internationalen Rechnungslegungsstandards, die für börsennotierte Unternehmen mittlerweile verpflichtend sind.<sup>273</sup>

Der Cash Flow als Indikator für die unternehmerische Innenfinanzierungskraft überwindet also die Nachteile der buchhalterischen Bewertungs- und Bilanzwahlrechte und stellt damit den Mittelüberschuss dar, der sich durch die Bereinigung des Jahresüberschusses um ergebnis-, aber nicht zahlungswirksame Ertrags- und Aufwandspositionen ergibt.<sup>274</sup> Die Ermittlung erfolgt ähnlich wie beim KGV, nur das hier nicht der Gewinn, sondern der Cash Flow ins Verhältnis zum Aktienkurs gesetzt wird.<sup>275</sup>

$$\text{KCFV} = \frac{\text{Aktienkurs}}{\text{Cash Flow je Aktie}} = \frac{\text{Marktkapitalisierung}}{\text{Cash Flow}}$$

Quelle: Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren], in: FB 3/2003 S. 157

**Formel 20: Ermittlung Kurs Cash-flow Verhältnis**

„Das KCV bzw. K/CF wird allgemein als Indikator angesehen, der die Beziehung zwischen dem Kurswert der Aktie und dem dahinter stehenden leistungswirtschaftlichen Potential demonstriert.“<sup>276</sup>

Für die Ermittlung des Cash Flow schlägt das DVFA folgende Vorgehensweise vor, um den Jahresüberschuss nicht nur um die zahlungsunwirksamen Aufwendungen und Erträge zu berichtigen, sondern darüber hinaus noch alle

<sup>272</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 129

<sup>273</sup> Vgl. Auer [IAS versus. HGB 1999], S. 172.

<sup>274</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 145. Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren 2003], 3/2003, S. 157.

<sup>275</sup> Vgl. Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren 2003], 3/2003, S. 157.

<sup>276</sup> o.V. [Kurs Cash Flow Verhältnis o.J.], o.S.

ungewöhnlichen zahlungswirksamen Komponenten aus der Berechnung heraus zufiltern.<sup>277</sup>

Jahresüberschuss nach Anteilen

+ / - Abschreibungen auf das Sachanlagevermögen

+ / - Veränderungen langfristiger Rückstellungen

+ / - Bereinigung ungewöhnlicher zahlungswirksamer Auswendungen/Erträge

= Cash Flow nach DVFA

÷ Anzahl der dividendenberechtigten Aktien

= Cash Flow nach DVFA / Aktie

Quelle: Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 145

**Formel 21: Ermittlung Cash Flow nach DVFA**

Durch die Betrachtung der Zahlungsüberschussebene erhält man eine international gut vergleichbare Kennzahl zur Beurteilung der Ertrags- und Finanzlage eines Unternehmens.<sup>278</sup> Trotz der Vorzüge, die das KCF gegenüber dem KGV aufweist, stehen auch der Bewertung auf Basis des KCFV einige Probleme gegenüber.

- **Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad:** Der für die Ermittlung des KCFV benötigte Cash Flow, beinhaltet alle operativen aber auch alle nicht-operativen Zahlungsströme.<sup>279</sup> Er gibt aber keine Auskunft über die nachhaltige operative Ertragskraft eines Unternehmens. Ein erhöhter Verschuldungsgrad, und das damit verbundene erhöhte Insolvenzrisiko, machen sich in einem geringeren KCFV bemerkbar.
- **Internationale Vergleichbarkeit:** Im internationalen Wirtschaftsverkehr gibt es unterschiedliche Arten den Cash Flow zu berechnen, so erfasst beispielsweise der international gebräuchliche „Cash Flow from operations“ auch die Veränderungen des Nettoumlaufvermögens und der kurzfristigen Rückstellungen. Weiters eignet sich der Cash Flow nicht für die Bewertung von Unternehmen

<sup>277</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung 1999], in: FB 10/1999 S. 302.

<sup>278</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung 1999], in: FB 10/1999 S. 302.

<sup>279</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 146.

mit unterschiedlichen Kapitalintensitäten. Unternehmen mit einer hohen Kapitalintensität müssen mehr Cash für die Finanzierung der geplanten Investitionen bereithalten, als Unternehmen mit einem geringen Investitionsbedarf.

Ähnlich wie bei beim KGV, ergibt sich auch hier das Problem der Generierung von positiven Cash Flows zu Beginn eines Unternehmenslebenszyklus.<sup>280</sup> Junge Wachstumsunternehmen sind zumeist nicht in der Lage bereits zu Beginn Überschüsse zu erwirtschaften. Daher eignet sich diese Kennzahl für solche Unternehmen nur begrenzt. Alternativ kann auf erwartete Größen abgestellt werden, wobei sich dabei wieder das Prognoseproblem ergibt.

#### *4.1.3.1.4 Kurs Buchwert Verhältnis*

Bisher wurden immer nur Bestandsgrößen für die Bewertung herangezogen.<sup>281</sup> In einigen Fällen können jedoch auch Bestandsgrößen als Multiplikatoren verwendet werden. Der in diesem Zusammenhang am häufigsten verwendete Multiplikator ist das Kurs Buchwert Verhältnis.

Die Ermittlung erfolgt folgendermaßen:<sup>282</sup> Der Marktwert des Eigenkapitals wird durch den Buchwert des Eigenkapitals geteilt. Der Buchwert des Eigenkapitals ergibt sich aus dem Buchwert des Vermögens abzüglich des Buchwerts der Verbindlichkeiten.<sup>283</sup> Die Differenz die daraus resultiert stellt die Wertgenerierung über die Kapitalkosten hinweg dar, unter der Bedingung dass der Buchwert des Eigenkapitals dem Substanzwert des Eigenkapitals entspricht.

---

<sup>280</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 130.

<sup>281</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 146.

<sup>282</sup> Vgl. hierzu Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 207.

<sup>283</sup> Vgl. Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 130.

Das ausgewiesene Eigenkapital stellt unter gewissen Voraussetzungen einen guten Indikator für die Substanz eines Unternehmens dar.<sup>284</sup> Eine ähnliche Bilanzierungsstruktur, sowie das Nichtvorhandensein von Vermögen und Schulden, die nicht in der Bilanz abgebildet sind, sind nur zwei der Bedingungen, die für die Ermittlung eines aussagekräftigen potentiellen Unternehmenswertes auf Basis des Kurs-Buchwert-Verhältnisses, erfüllt sein sollten. Zumeist sind die Kurs-Buchwert-Verhältnisse aber aufgrund dieser Anforderungen sehr schwer vergleichbar.

Die Anwendung dieses Multiplikators führt in der Bewertungspraxis nur selten zu zufrieden stellenden Ergebnissen.<sup>285</sup> Darüber hinaus findet in der Kurs-Buchwert-Betrachtung keine Bewertung des zukünftigen Unternehmenspotentials statt. Daher eignet sich diese Form der Bewertung vorwiegend für Bewertungsanlässe, die von einer baldigen Liquidation oder Zerschlagung eines Unternehmens ausgehen.

#### 4.1.3.2 Entity Multiplikatoren

Um die Abhängigkeit des Ergebnisses von der Finanzierungsstruktur aus der Bewertung zu entfernen und „um die Ertragskraft der eigentlichen Geschäftstätigkeit zu bewerten“<sup>286</sup>, werden in der Praxis zunehmend Multiplikatoren ermittelt, die operative Ergebnisgrößen abbilden.<sup>287</sup> Diese operativen Ergebnisse stehen denn Eigen- und Fremdkapitalgebern zur Verfügung. Demzufolge macht es wenig Sinn, dieses Ergebnis der Marktkapitalisierung (siehe Equity Multiplikatoren), gegenüberzustellen, vielmehr wird ein so genannter Enterprise Value als Referenzgröße ermittelt, der sich aus dem Marktwert des Eigenkapitals und dem Marktwert des Fremdkapitals zusammensetzt. „Dieser Vorgehensweise liegt die Theorie von Modigliani/Miller über die Irrelevanz der Kapitalstruktur für den

---

<sup>284</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 146.

<sup>285</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 207.

<sup>286</sup> Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 147.

<sup>287</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 147ff.



Unternehmenswert zugrunde<sup>288</sup>: In dieser Theorie errechnen sich diese Enterprise Value Multiplikatoren unter der Annahme eines unverschuldeten Unternehmens.<sup>289</sup> Dementsprechend werden auch für die Ermittlung des Multiplikators Erfolgsgrößen vor Zinszahlungen herangezogen (EBIT, EBITDA oder EBDIT).

Für eine zweckmäßige Bewertung mittels operativer Erfolgsgrößen sollte nun bei der Verwendung des Enterprise Value, darauf acht gegeben werden, dass dieser nicht das gesamte zur Verfügung stehende Kapital abbildet, sondern nur jenen den Teil, der den Marktwert des operativen Geschäftes vor Steuern widerspiegelt.<sup>290</sup> So sollten Vermögensgegenstände, die nichts zur Erzielung der Bezugsgröße (Beteiligungen, Wertpapiere oder nicht betriebsnotwendige Grundstücke) beitragen, eliminiert werden. Anteile Dritter sind in den Erfolgsgrößen wie EBIT und EBITDA bereits berücksichtigt und müssen daher, um eine konsistente Betrachtung gewährleisten zu können, bei der Ermittlung des Enterprise Value, ebenfalls hinzugezählt werden.

Darüber hinaus hat sich in den letzten Jahren die Betrachtungsweise durchgesetzt, dass Pensionsrückstellungen und Leasingverbindlichkeiten wie Finanzverbindlichkeiten zu behandeln sind, und daher ebenfalls berücksichtigt werden müssen.<sup>291</sup> Werden diese beiden Faktoren in die Berechnung mit einbezogen, muss darauf geachtet werden, dass die Zinsaufwendungen dieser Verbindlichkeiten nicht bereits im operativen Ergebnis enthalten sind. Ist dies dennoch der Fall, muss das operative Ergebnis um diese Aufwendungen nach

---

<sup>288</sup> Löhnert/Böckmann in Peemöller [Handbuch der Unternehmensbewertung 2004], S. 412.

<sup>289</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Löhnert/Böckmann in Peemöller [Handbuch der Unternehmensbewertung 2004], S. 412.

<sup>290</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 148.

<sup>291</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2004], S. 412.

oben korrigiert werden.<sup>292</sup> Für die Ermittlung des Enterprise Value haben sich folgende Berechnungsschemata durchgesetzt:<sup>293</sup>

<p>Marktkapitalisierung  + Wert des Fremdkapitals  + Anteile Dritter  - Wert der nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände  (+ Barwert der Leasingverpflichtung)  (+ Verpflichtungen aus Pensionsrückstellungen)</p> <hr/> <p>= Enterprise Value</p>
---

Quelle: Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 149

**Formel 22: Ermittlung Enterprise Value I**

Eine weitere, vereinfachende Berechnung geht davon aus, dass die nicht operativen Vermögensgegenstände ausschließlich aus den Finanzanlagevermögen bzw. aus den liquiden Mittel bestehen.<sup>294</sup> Für die Ermittlung dieser so genannten Nettofinanzverbindlichkeiten wird von der Summe aller verzinslichen Fremdkapitalposten der gesamte Bestand an liquiden Mitteln abgezogen.<sup>295</sup>

<p>Marktkapitalisierung  + Nettofinanzverbindlichkeiten  (Zinstragende Verbindlicheite - Finanzanlagen bzw. liquide Mittel)  + Anteile Dritter  - Wert der nicht betriebsnotwendigen Vermögensgegenstände  (+ Barwert der Leasingverpflichtung)  (+ Verpflichtungen aus Pensionsrückstellungen)</p> <hr/> <p>= <b>Enterprise Value</b></p>
--

Quelle: Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 149

**Formel 23: Ermittlung Enterprise Value II**

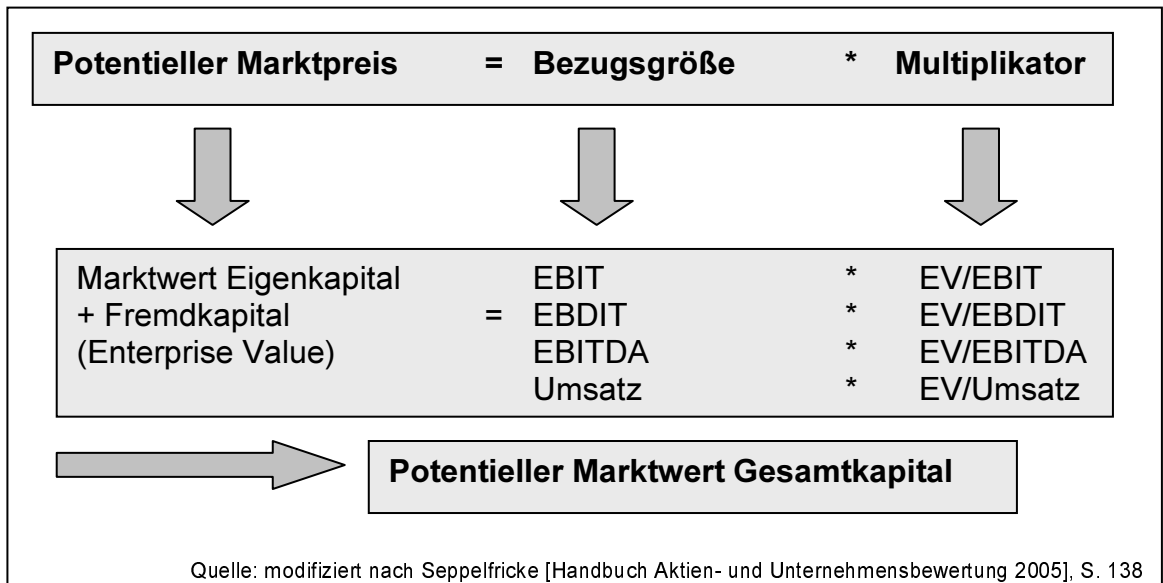
<sup>292</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 148. .

<sup>293</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung 1999], in: FB 10/1999 S. 306.

<sup>294</sup> Vgl. Seppelfricke [Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung 1999], in: FB 10/1999 S. 306.

<sup>295</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2006], S. 250.

Mittels Entity Multiplikatoren ergibt sich nun folgende Vorgehensweise zur Ermittlung des potentiellen Unternehmenswertes des zu bewertenden Unternehmens:



**Abbildung 10: Equity Multiplikatoren**

Verwendet man die Similar Public Company oder Initial Public Offering Methode, stellt die Ermittlung des Gesamtkapitals, wie oben bereits dargestellt keine großen Schwierigkeiten dar.<sup>296</sup> Hingegen muss analog zu der Vorgehensweise bei den Entity Multiplikatoren bei der Recent Acquisition Methode darauf geachtet werden, ob es sich beim Unternehmenskauf um einen Share Deal oder Asset Deal handelt. Beim Share Deal werden die Nettofinanzverbindlichkeiten zum Eigenkapitalwert hinzugezählt. Bei einem Asset Deal gestaltet sich die Ermittlung des Gesamtkapitalwertes hingegen etwas schwieriger. Es muss genau überprüft werden, welches Vermögen und welche Verbindlichkeiten den Transaktionspreis bereits beeinflusst haben.

#### 4.1.3.2.1 Enterprise Value/EBIT

Der Entity Multiplikator, der in der Praxis am häufigsten verwendet wird, basiert auf dem EBIT.<sup>297</sup> Hier wird das Unternehmenswert (Enterprise Value) ins Verhältnis zum operativen Ergebnis vor Zinsen und Steuern gesetzt. Es erfolgt eine Bewertung der operativen Geschäftstätigkeit vor

<sup>296</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 130.

<sup>297</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 412.

Finanzierungseinflüssen.<sup>298</sup> Das EBIT ist eine gute Basis um eine fundierte Prognose über die zukünftige Ertragskraft eines Unternehmens ohne Verzerrungen aufgrund von unterschiedlichen Verschuldungsgraden und unterschiedlichen Steuersätzen, abbilden zu können.<sup>299</sup>

Bilanzpolitische Spielräume in den verschiedensten Aufwandspositionen können die Aussagekraft des EBIT Multiplikators erheblich einschränken.<sup>300</sup> „Da Abschreibungen Bestandteil des EBIT sind, kann das Bewertungsergebnis durch unterschiedliche Bewertungsmethoden bei den Unternehmen verfälscht werden.“<sup>301</sup> Eine Bewertung mittels EBIT Multiplikatoren bietet sich daher vorwiegend für Unternehmen an, die kaum bis gar keine Unterschiede in der Abschreibungspraxis aufweisen.<sup>302</sup>

Unternehmen die eine unterschiedliche Kapitalintensität aufweisen, können anhand des EBIT Multiplikators hingegen wieder sehr gut miteinander verglichen werden, da diese über die Abschreibungskomponente des EBIT mitberücksichtigt wird.<sup>303</sup>

#### 4.1.3.2.2 Enterprise Value/EBDIT

Um die Unternehmensbewertung von möglichen stark schwankenden Abschreibungen oder unterschiedlichen Abschreibungsmethoden zu bereinigen, wird eine Bewertung mittels EBDIT (Earnings before Depreciation, Interest and Taxes) verwendet.<sup>304</sup> Bei dieser Methode wird die operative

---

<sup>298</sup> Vgl. Arbenz [Unternehmensbewertung durch Market Multiples o.J.], S. 3.

<sup>299</sup> Vgl. Seppelfricke [Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung 1999], in: FB 10/1999 S. 306.

<sup>300</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung 1999], in: FB 10/1999 S. 306.

<sup>301</sup> Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 130.

<sup>302</sup> Vgl. Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 130.

<sup>303</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 253.

<sup>304</sup> Vgl. folgenden Seppelfricke [Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung 1999], in: FB 10/1999 S. 306.

Ertragskraft des Unternehmens dargestellt, indem das Ergebnis vor Zinsen und Steuern, noch zusätzlich um die Abschreibung bereinigt wird.<sup>305</sup> Das EBDIT stellt somit annähernd einen operativen bzw. Brutto Cash Flow dar, der sich relativ einfach berechnen lässt und sich daher auch gut für umfangreiche Vergleiche der Ertrags- und Finanzkraft eines Unternehmens eignet. Die Kapitalstruktur eines Unternehmens wird, wie bei allen anderen Entity Multiplikatoren ebenfalls, außer Acht gelassen.<sup>306</sup>

#### 4.1.3.2.3 Enterprise Value/EBITDA

Eine weitere Verfeinerung des EBIT bzw. des EBDIT Ansatzes erhält man, wenn man zusätzlich zur gewöhnlichen Abschreibung, die Abschreibung auf immaterielle Gegenstände in die Berechnung des operativen Ergebnisses mit einbezieht.<sup>307</sup> Das Ergebnis wird somit um die Abschreibung auf immaterielle Vermögensgegenstände bereinigt. Insbesondere die Abschreibung auf den entgeltlich erworbenen immateriellen Firmenwert spielt in diesem Zusammenhang eine wichtige Rolle.

Die Bewertung mittels eines EBDITA Multiplikators ist daher unabhängig von jeder Art von Abschreibung.<sup>308</sup> Somit lassen sich grobe, rein buchhalterische Unterschiede in der Ermittlung des operativen Ergebnisses, und demzufolge in der Ermittlung des passenden Multiplikators, für die Bewertung eines Unternehmens eliminieren. Diese Vorgehensweise ist auch in der Bereinigung nach DVFA-Methode vorgesehen.<sup>309</sup> Das EBITDA eignet sich daher ausgezeichnet für den grenzüberschreitenden Vergleich von Unternehmen, da alle, die Unternehmensbewertung beeinflussenden Positionen auf internationaler Ebene (Abschreibungspolitik, Firmenwertbehandlung, Finanzierungspolitik), aus dem operativen Ergebnis eliminiert werden.

---

<sup>305</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 150.

<sup>306</sup> Vgl. Olfert/Reichel [Investition 2006], S. 276.

<sup>307</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 150.

<sup>308</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 197.

<sup>309</sup> Vgl. Seppelfricke [Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung], in: FB 10/1999 S. 303.

Um Unternehmen mittels EBITDA Multiplikatoren vergleichen zu können, müssen diese ähnliche Kapitalintensitäten bzw. ähnliche Abschreibungsquoten aufweisen.<sup>310</sup> Die Abschreibung stellt den Wertverzehr der Aktiva dar und beeinflusst damit das operative Ergebnis, sowie den Cash Flow. In der Betrachtungsweise mittels EBITDA Multiplikatoren werden eben diese Einflüsse nicht berücksichtigt. So kann es sein das zwei Unternehmen derselben Branche völlig unterschiedliche EBITDA Multiplikatoren aufweisen.<sup>311</sup> Dies ist z.B. in der Strombranche möglich, wenn ein Unternehmen den Strom selbst erzeugt und ein anderes Unternehmen den Strom extern zukauf, ergeben sich für diese beiden Unternehmen völlig unterschiedliche EBITDA Multiplikatoren aufgrund der unterschiedlichen Kapitalintensität. Bei unterschiedlichen Kapitalintensitäten ist daher die Verwendung des EBIT Multiplikators zu bevorzugen.

Der Vorteil des EBITDA Multiplikators ist die Unabhängigkeit von den Wahlrechten bei der Abschreibung, die Bereinigung um die Amortisation und die Nichtberücksichtigung der Kapitalstruktur.<sup>312</sup> Demgegenüber zu stellen ist die vergleichsweise schwierige Datenbeschaffung, vor allem von nicht börsennotierten Unternehmen und die Anwendbarkeit, die nur bei Unternehmen mit ähnlicher Kapitalintensität gegeben ist.

---

<sup>310</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 208.

<sup>311</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.)[Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 252.

<sup>312</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.)[Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 252.

<p>Gesamtleistung</p> <p>- Materialaufwand</p> <p>- Personalaufwand</p> <p>- Abschreibungen</p> <p>+ / - sonstige betriebliche Aufwendungen/ Erträge</p> <p><b>EBIT (Earnings before interest and taxes)</b></p> <p>+ Abschreibung auf das Sachanlagevermögen</p> <p><b>EBDIT (Earnings before depreciation, interest and taxes)</b></p> <p>+ Abschreibung auf immaterielle Vermögensgegenstände</p> <p><b>EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)</b></p>
--

Quelle: Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 151

**Formel 24: Ermittlung EBIT, EBDIT und EBITDA**

In der Literatur gibt es noch eine Vielzahl von weiteren Multiplikatoren, die das operative Ergebnis verfeinern bzw. abändern, um bestimmte buchhalterische Einflüsse aus der Bewertung heraus zu eliminieren. Dazu zählen beispielsweise das EBITA (earnings before interest, taxes and amortization) oder das EBITDAR (earnings before interest taxes, depreciation, amortization and Rent/operative Lease).

*4.1.3.2.4 Enterprise Value/Umsatz*

Der Enterprise Value/Sale Multiplikator ergibt sich aus der Division des Unternehmenswertes durch die Umsatzerlöse.<sup>313</sup>

Der Umsatz Multiplikator ist relativ einfach zu berechnen und darüber hinaus eine leicht verständliche Kennzahl.<sup>314</sup> Der Umsatz stellt eine stabile Größe gegenüber bilanztechnischen Spielräumen und unterschiedlichen Rechnungslegungssystemen dar.<sup>315</sup> In aktuellen Analysen gibt es jedoch

<sup>313</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 251.

<sup>314</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 251.

<sup>315</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 208.

Hinweise darauf, dass auch die Umsatzrealisation ein zentrales Instrument zur Gewinngestaltung ist.<sup>316</sup>

Die internationale Vergleichbarkeit ist einer der wesentlichsten Vorteile des Umsatz Multiplikators. Darüber hinaus ermöglicht dieser eine Bewertung von Unternehmen, deren Gewinne nicht bekannt sind oder die bisher noch keinen Gewinn erwirtschaftet haben.<sup>317</sup> Die Datenbeschaffung ist vor allem auch bei kleinen Unternehmen relativ einfach möglich.<sup>318</sup>

Ein weiterer Vorteil des Umsatzes als Bezugsgröße ist die Möglichkeit der Anwendung bei vorhandenen Verlusten des Bewertungsobjektes bzw. des Vergleichsunternehmens.<sup>319</sup> Viele junge Wachstumsunternehmen generieren bereits Umsätze, sind aber noch nicht in der Lage Gewinne zu erwirtschaften.<sup>320</sup>

Aufgrund der Tatsache, dass die Bewertung ohne Berücksichtigung von Ertragskomponenten vorgenommen wird, müssen die ausgewählten Vergleichsunternehmen einen sehr hohen Grad an Ähnlichkeit aufweisen, um einen aussagekräftigen Unternehmenswert zu erhalten.<sup>321</sup> Eine annähernd identische Gewinnmarge und Wachstumsrate zählen dabei zu den wichtigsten Merkmalen. Anzumerken ist, dass eine Bewertung alleine auf Basis eines Umsatzmultiplikators nicht zu zufrieden stellenden Ergebnissen führen kann, da

---

<sup>316</sup> Vgl. Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren 2003], in: FB 3/2003 S. 158. Vgl. auch Küting/Weber/Pilhofer [Umsatzrealisation als modernes bilanzpolitisches Instrumentarium im Rahmen des Gewinnmanagements 2002], in: FB 2002 S. 310ff.

<sup>317</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 131.

<sup>318</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 251.

<sup>319</sup> Vgl. Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren], in: FB 3/2003 S. 158.

<sup>320</sup> Vgl. Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 131.

<sup>321</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren 2003], in: FB 3/2003 S. 158. Siehe Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 208.



die Kostenseite völlig außer Acht gelassen wird und damit auch die Ertragskomponente eines Unternehmens nicht in die Bewertung mit einfließt.<sup>322</sup>

#### 4.1.3.3 Exkurs – Irrelevanz der Finanzierungsstruktur

Wie bereits erwähnt, bedienen sich die Entity Multiplikatoren der von Modigliani und Miller entwickelten Theorie über die Irrelevanz der Finanzierungsstruktur.<sup>323</sup>

Die Verschuldungseffekte ohne Berücksichtigung der Steuern gleichen sich aus, d.h. die Chancen auf eine höhere Verzinsung des Eigenkapitals aufgrund des Leverage Effektes steigen im gleichen Ausmaß, wie das Risiko der Eigenkapitalgeber und die damit verbundene, von ihnen geforderte Rendite. Erst die Miteinbezugnahme der Steuern wirkt sich aufgrund der steuerlichen Begünstigung der Fremdfinanzierung gegenüber der Eigenfinanzierung auf den Unternehmenswert aus. Die zusätzlichen Erfolge, die dem Eigner aufgrund der Fremdfinanzierung zufließen, werden Tax Shields genannt.

Folgendes Beispiel soll die Auswirkung der unterschiedlichen Kapitalstrukturen bei der Anwendung von unterschiedlichen Multiplikatoren aufzeigen.

<p>Man betrachtet zwei Unternehmen mit gleicher operativer Geschäftstätigkeit, aber mit unterschiedlicher Finanzierungsstruktur. Beide Unternehmen gleichen sich bis auf die Kapitalstruktur. Das für die Bewertung herangezogenen Vergleichsunternehmen X wird lediglich mit Eigenkapital finanziert, hingegen das zu bewertende Unternehmen wird mit 1000 GE fremdfinanziert.</p>		
	<b>Unternehmen X</b>	<b>Unternehmen Y</b>
Eigenkapital	1600	?
Fremdkapital	0	1000
EBIT – Gewinn vor Zinsen	200	200

<sup>322</sup> Vgl. Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 131.

<sup>323</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Schultze [Methoden der Unternehmensbewertung 2003], S. 168f.

Jahresüberschuss Gewinn nach Zinsen	– 200	100
KGV	8	?
EV/EBIT	8	?

Würde man nun für die Bewertung den Gewinn nach Zinsen mit dem KGV multiplizieren ( $8 \cdot 100 \text{ GE}$ ) ergäbe sich ein Eigenkapitalwert von 800 GE. Der Unternehmensgesamtwert würde sich anhand dieser Berechnung auf ( $800 \text{ GE} + 1000 \text{ GE}$ ) 1800 GE errechnen, während der Gesamtwert des Unternehmens X sich auf „nur“ 1600 GE beläuft. Da der einzige Unterschied zwischen diesen beiden Unternehmen in der Kapitalstruktur liegt, kann dieses Ergebnis nicht korrekt sein.

Zieht man nun für die Berechnung des Unternehmenswertes eine Ertragsgröße vor Zinsen heran, ergibt sich folgendes. Man multipliziert den Gewinn vor Zinsen mit dem EV/EBIT Multiplikator ( $8 \cdot 200$ ) des Vergleichsunternehmens und daraus ergibt sich der Unternehmenswert für Y in Höhe von **1600 GE**. Der Eigenkapitalwert ergibt sich anschließend aus der Subtraktion des Fremdkapitals vom Unternehmensgesamtwert ( $1600 \text{ GE} - 1000 \text{ GE}$ ).

Da sich diese beiden Unternehmen lediglich in ihrer Finanzierungsstruktur unterscheiden und Steuern in diesem Beispiel nicht berücksichtigt werden, ist dieses Ergebnis korrekt.

Quelle: in Anlehnung an Küting/Eidel [Marktwertansatz contra Ertragswert- und Discounted Cash-flow Verfahren 1999] in: FB 9/1999 S. 229f. Siehe auch Schultze [Methoden der Unternehmensbewertung 2003], S. 169

**Abbildung 11: Beispiel Ermittlung Unternehmenswert EBIT (Kapitalstruktureffekt)**

#### 4.1.3.4 Spezielle Multiplikatoren

Neben den oben angeführten am häufigsten vorkommenden Multiplikatoren, gibt es aber in der Praxis noch eine ganze Reihe von weiteren Multiplikatoren.<sup>324</sup> Die dafür verwendeten Bezugsgrößen müssen nicht immer

<sup>324</sup> Vgl. Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005], S. 253.

aus der Rechnungslegung eines Unternehmens abgeleitet werden.<sup>325</sup> Es gibt auch andere Indikatoren die Aufschluss über die zukünftige Entwicklung eines Unternehmens geben können. Den Möglichkeiten bei der Entwicklung von Multiplikatoren sind keine wirklichen Grenzen gesetzt, bis auf jene, die sich aufgrund des zumeist nur begrenzt verfügbaren Datenmaterials ergeben.

Einer dieser speziellen Multiplikatoren ist beispielsweise der so genannte **Kundenwertmultiplikator**, der vor allem in der Telekommunikationsbranche in letzter Zeit sehr häufig verwendet wurde.<sup>326</sup> Bei der Bewertung von Mannesmann oder beim Börsegang von T-Online wurde der Unternehmenswert unter anderem, über einen Wert pro Kunden begründet. Diese Kundenwertmultiplikatoren nehmen an, dass die Anzahl der Kunden die Ausgangsbasis für die Höhe der zukünftigen Umsätze und Gewinne ist. Mit einem solchen Umsatz können unter anderem auch Unternehmen bewertet werden, die bisher noch keine Umsätze generiert haben.

Die Vorgehensweise ist jener der Equity Multiplikatoren sehr ähnlich, durch die Division der Marktkapitalisierung durch die Anzahl der Kunden erhält man den Wert eines Kunden, welcher dann mit der Anzahl der Kunden des Bewertungsobjektes multipliziert wird.<sup>327</sup> Daraus erhält man dann einen potentiellen Unternehmenswert des Bewertungsobjektes, welcher wie bei allen anderen Multiplikatoren ebenfalls, nur einen Näherungswert darstellen kann. Dividiert man diesen Wert noch durch die Anzahl der Aktien, kann man damit auch einen potentiellen Emissionskurs ermitteln. Die Voraussetzungen für die Verwendung eines Kundenwertmultiplikators sind dieselben wie bei allen anderen Multiplikatoren auch. Es müssen wirklich vergleichbare Unternehmen herangezogen werden, um zu einem aussagekräftigen Ergebnis zu gelangen.

Eine in der Praxis noch nicht eingesetzte, jedoch zukunftsorientierte Vorstellung zur Bewertung eines Unternehmens, ist die Verwendung eines

---

<sup>325</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch der Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 155.

<sup>326</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Wullenkord [New Economy Valuation 2000], in: FB 7-8/2000 S. 525.

<sup>327</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Wullenkord [New Economy Valuation 2000], in: FB 7-8/2000 S. 525.

**mitarbeiterorientierten Multiplikatoren.**<sup>328</sup> Qualität und Dynamik eines Mitarbeiters werden immer wichtiger und sollte daher ebenfalls in die Bewertung eines Unternehmens mit einfließen. So investieren New Economy Unternehmen zumeist nur relativ wenig Kapital in Maschinen, Gebäude und Produktionsverfahren, hingegen haben diese Unternehmen meist einen qualitativ sehr hochwertigen Vorrat an „intellectual capital“, welches in einer fundierten Unternehmensbewertung berücksichtigt werden sollte. Mögliche Kennzahlen in diesem Zusammenhang könnten die Wertschöpfung pro Mitarbeiter oder der Übergewinn pro Mitarbeiter in Relation zur Marktkapitalisierung. Statische bzw. empirische Nachweise über den Einsatz solcher Multiplikatoren in der Bewertungspraxis liegen jedoch bis dato noch nicht vor, und machen daher eine genaue Analyse dieses Multiplikator noch nicht möglich.

#### 4.1.4 Beurteilung

Folgende Übersicht stellt eine kurze Zusammenfassung der gebräuchlichsten Multiplikatoren, mit ihren jeweiligen Vor- und Nachteilen dar.

<b>Equity Multiplikatoren</b>		
<b>Bezugsgröße</b>	<b>Vorteile</b>	<b>Nachteile</b>
Kurs Gewinn Verhältnis (KGV)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Steht zur Ausschüttung zur Verfügung</li> <li>✓ Leicht zu ermitteln</li> <li>✓ Reziproke Ermittlung der Verzinsung des eingesetzten Kapitals</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Beeinflussung durch zahlreiche bilanztechnische Maßnahmen</li> <li>✓ Beeinflussung durch Verschuldungsgrad</li> <li>✓ Der Kurs einer Aktie kann von vielen nicht fundamental begründbaren Faktoren beeinflusst werden</li> </ul>
Dynamisches Kurs Gewinn Verhältnis	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Berücksichtigung des Unternehmenswachstums</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Keine Aussagekraft bei Unternehmen mit wenig Wachstum</li> <li>✓ Beeinflussung durch den Verschuldungsgrad</li> <li>✓ Ermittlung der Wachstumsrate</li> </ul>
Kurs Cash Flow Verhältnis (KCFV)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Stellt auf die Generierung von Einzahlungsüberschüssen ab</li> <li>✓ Keine Beeinflussung durch</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ Unterstellt identische Kapitalintensitäten bei den Referenzunternehmen und zu</li> </ul>

<sup>328</sup> Vgl. Wullenkord [New Economy Valuation 2000], in: FB 7-8/2000 S. 527.

	unterschiedliche Abschreibungsregelungen	bewertendem Unternehmen ✓ Beeinflussung durch den Verschuldungsgrad ✓ Internationale Unterschiede in der Berechnung des Cash Flow
Kurs Buchwert Verhältnis (KBV)	✓ Anwendung bei Liquidation oder Zerschlagung eines Unternehmens	✓ Substanzwertbetrachtung – keine Betrachtung der Ertragskraft eines Unternehmens ✓ Beeinflussung durch den Verschuldungsgrad
<b>Entity Multiplikatoren</b>		
EBIT	✓ Berücksichtigt unterschiedliche Kapitalintensitäten	✓ Verfälschung durch mögliche unterschiedliche Abschreibungsverfahren
EBDIT	✓ Keine Beeinflussung durch unterschiedliche Abschreibungsmethoden	✓ Keine Berücksichtigung der Abschreibung auf immaterielle Vermögensgegenstände
EBITDA	✓ Keine Beeinflussung durch unterschiedliche Abschreibungsmethoden	✓ Unterstellt identische Kapitalintensitäten bei referenzunternehmen und zu bewertendem Unternehmen
Umsatz	✓ Anwendung auch möglich wenn Gewinn noch nicht bekannt ✓ Auch bei unprofitablen Unternehmen positiv	✓ Berücksichtigt nicht unterschiedliche Margen bei Referenzunternehmen und zu bewertendem Unternehmen
Quelle: angelehnt an Löhnert/Böckmann in Peemöller(Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 412f		

**Abbildung 12: Zusammenfassung der wichtigsten Multiplikatoren**

Eine Empfehlung, welcher Multiplikator wann anzuwenden ist, existiert nicht.<sup>329</sup>

Vielmehr ist auf folgendes bedacht zu nehmen:

*„Die konkrete **Auswahl der verwendbaren Multiplikatoren** hängt von Branchenzugehörigkeit, dem Wachstumsprofil, Rechnungslegungsunterschieden, sowie der Ertragssituation des zu bewertenden Unternehmens ab.“<sup>330</sup>*

Weisen Vergleichsunternehmen beispielsweise unterschiedliche Kapitalintensitäten aus, so ist ein EBIT Multiplikator einem EBDITA Multiplikator

<sup>329</sup> Vgl. Hayn in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 501.

<sup>330</sup> Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 414.

sicherlich vorzuziehen.<sup>331</sup> Darüber hinaus wird es in stark wachsenden Branchen sinnvoller sein mit einem dynamischen KGV zu rechnen, als mit einem statischen.

Zusammenfassend betrachtet zeigt sich, dass je tiefer die Bezugsgröße in der Gewinn- und Verlustrechnung angesiedelt ist, desto gravierender sind die Rechnungslegungsunterschiede zwischen den Vergleichsunternehmen.<sup>332</sup> Während der Umsatz eine Größe ist, die von den unterschiedlichen Bilanzierungstechniken beinahe unabhängig ist, ist der Jahresüberschuss am Ende der Gewinn- und Verlustrechnung, zahlreichen Ansatz- und Bewertungswahlrechten ausgesetzt, die das Ergebnis erheblich verändern können.

Den „richtigen“ Multiplikator gibt es nicht.<sup>333</sup> Welcher Multiplikator verwendet wird und wie die dafür notwendigen Daten ermittelt werden, liegt alleine im Ermessen des Bewerter.

## 4.2 Market Multiples

Market Multiples erfreuen sich seit geraumer Zeit an zunehmender Beliebtheit in der Bewertungspraxis.<sup>334</sup> Marktorientierung, hohe Verbreitung und Akzeptanz unter den Bewertungsadressaten, sowie gute Vergleichbarkeit, sind nur einige der Vorteile die im direkten Zusammenhang mit diesem Verfahren stehen. Eine Umfrage aus dem Jahre 2004 die von *Peemöller/Beckmann/Heyke* durchgeführt wurde, zeigt das die Anwendungshäufigkeit der Markt Multiples (93%) mittlerweile mit der des DCF Verfahren (ebenfalls 93%) gleichzusetzen ist. Darüber hinaus prognostizieren die oben genannten Autoren, dass

---

<sup>331</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 414. Vgl. auch Hayn in Peemöller (Hrsg.) Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 501f.

<sup>332</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 414.

<sup>333</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Hayn in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 502.

<sup>334</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Barthel [Unternehmenswert: Auswahl der Bezugsgrößen bei Market Multiples 2007], in: FB 11/2007 S. 666.

aufgrund der Internationalisierung und Harmonisierung, die Bedeutung dieser Verfahren noch weiter zunehmen wird.

In den USA werden diese Verfahren auch „rules of thumb“ genannt und schon seit längerer Zeit für die Bewertung von vor allem Klein- und Mittel Unternehmen, herangezogen.<sup>335</sup> Mittlerweile haben sich diese Verfahren auch im deutschsprachigen Raum etabliert.<sup>336</sup> Für die freiberuflichen Unternehmen wie Ärzte, Rechtsanwälte, Steuerberater sowie für die Bewertung von jungen Unternehmen, haben sich solche branchentypischen Multiplikatoren, vor allem aber der Umsatzmultiplikator, in den letzten Jahren als außerordentlich praktikabel erwiesen.<sup>337</sup> Diese Multiplikatoren werden in diversen Wirtschaftsmagazinen sowie von Industrie und Handelsorganisationen veröffentlicht.<sup>338</sup> Einige Multiplikatoren werden kostenlos im Internet zur Verfügung gestellt, andere werden von spezialisierten Anbietern in zumeist kostenpflichtigen Datenbanken gesammelt. In Österreich gibt es bisher leider kaum Veröffentlichungen von gebräuchlichen Multiplikatoren.<sup>339</sup>

Der potentielle Unternehmenswert errechnet sich beim Market Multiple Verfahren, anhand von branchentypischen Multiplikatoren.<sup>340</sup> Dieses Verfahren, welches in der Praxis auch sehr gerne als Praktiker- oder Faustformelverfahren oder Daumenregel, bezeichnet wird, bedient sich dabei an branchentypischen Multiplikatoren, die sich aufgrund von Erfahrungssätzen gebildet haben.

---

<sup>335</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens und Beteiligungskaus 2002], S. 102f.

<sup>336</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 45.

<sup>337</sup> Vgl. Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2005], S. 268. Vgl. auch Hayn in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 495ff. Vgl. auch Englert in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 527ff. sowie 541ff.

<sup>338</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Matschke/Brösel [Unternehmensbewertung 2005], S. 556.

<sup>339</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 272.

<sup>340</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens und Beteiligungskaus 2002], S. 102.

Market Multiples verfügen über eine so genannte „versteckte Intelligenz“.<sup>341</sup> Versteckt in dem Sinne, dass die aktuellen Kapitalkosten, der marktübliche Risikozuschlag und das aktuelle Verhältnis von Angebot und Nachfrage auf dem Markt für Unternehmen, anhand eines Multiplikators zum Ausdruck kommen.

Die Erfahrungssätze, die sich aus den in der Vergangenheit realisierten bezahlten Marktpreisen innerhalb einer Branche ableiten, werden als Orientierungshilfen für den potentiellen Marktpreis eines Unternehmens derselben Branche eingesetzt.<sup>342</sup> Der potentielle Unternehmenswert errechnet sich dabei aus der Multiplikation einer bestimmten Größe des zu bewertenden Unternehmens, mit dem zu dieser Größe passenden branchentypischen Multiplikator. Das Entscheidungskriterium für die Zuordnung der Vergleichsunternehmen ist einzig und alleine die Branche.<sup>343</sup> Eine konkrete Auswahl der Vergleichsunternehmen für den einzelnen Bewertungsfall findet bei diesem Verfahren nicht mehr statt. Eben so wenig wie der Rückgriff auf tatsächlich realisierte einzelne Transaktionspreise oder Börsenkurse.<sup>344</sup>

Die Multiplikatoren können sich je nach Geschäftszweig auf unterschiedliche Kenngrößen beziehen.<sup>345</sup> Am häufigsten für die Bewertung herangezogen werden Gewinn, Cash Flow und Umsatzgrößen. In manchen Branchen sind auch mengenmäßige Multiplikatoren durchaus gebräuchlich, wie etwa die Verkaufsflächen von Einzelunternehmen, die bebaute Fläche bei landwirtschaftlichen Betrieben u.v.m.<sup>346</sup>

---

<sup>341</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Behringer [Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe 2004], S. 114.

<sup>342</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 45.

<sup>343</sup> Vgl. Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2005], S. 268.

<sup>344</sup> Vgl. Matschke/Brösel [Unternehmensbewertung 2005], S. 555.

<sup>345</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaus 2002], S. 103. Vgl. auch Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 45.

<sup>346</sup> Vgl. Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2005], S. 269. Vgl. auch Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 266.



Wie auch beim Comparativ Company Approach muss bei den Market Multiples darauf geachtet werden, auf welche buchhalterische Größe abgestellt wird.<sup>347</sup> Verwendet man für die Bewertung eine Kenngröße **nach Zinsen und Steuern**, erhält man den Wert eines verschuldeten Unternehmens, verwendet man im Gegensatz dazu einen Wert **vor Zinsen und Steuern**, erhält man den Wert eines fiktiv unverschuldeten Unternehmens. Nimmt man beispielsweise den Gewinn vor Steuern und Zinsen (EBIT) als Vergleichsgröße, ermittelt sich der potentielle Unternehmenswert des zu bewertenden Unternehmens wie folgt:

$UW_B = EBIT_B \cdot m_{EBIT}$ <p> <math>UW_B</math> = Unternehmenswert des zu bewertenden Unternehmens  <math>EBIT_B</math> = Gewinn vor Zinsen und Steuern des zu bewertenden Unternehmens  <math>m_{EBIT}</math> = Branchentypischer Multiplikator                 </p> <p style="font-size: small; text-align: center;">Quelle: Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 266</p>
---

**Formel 25: Ermittlung Unternehmenswert – Market Multiples**

Stellt man bei der Bewertung auf Umsatz oder andere mengenmäßige Indikatoren ab, führt die Anwendung oftmals zum potentiellen Preis für den Goodwill des Unternehmens.<sup>348</sup> Bei einer solchen Vorgehensweise muss zusätzlich noch die Substanz in die Bewertung mit aufgenommen werden. So ergibt sich bei der Ermittlung des potentiellen Unternehmenswertes anhand eines Umsatzmultiplikators folgende Formel:

$UW_B = U_B \cdot m_U + SW$ <p> <math>UW_B</math> = Unternehmenswert des zu bewertenden Unternehmens  <math>U_B</math> = Umsatz des zu bewertenden Unternehmens  <math>m_U</math> = Branchentypischer Multiplikator - Umsatz  <math>SW</math> = Substanzwert des zu bewertenden Unternehmens                 </p> <p style="font-size: small; text-align: right;">Quelle: Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 46</p>
--

**Formel 26: Ermittlung Unternehmenswert - Market Multiples (Goodwill)**

<sup>347</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 266.

<sup>348</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 45f.

Um zu einem aussagekräftigen und fundierten Ergebnis für den potentiellen Marktpreis eines Unternehmens zu gelangen, muss vor allem darauf geachtet werden, dass die Definition der Vergleichsgröße mit der des jeweiligen Multiplikators exakt übereinstimmen.<sup>349</sup> Dabei handelt es sich vor allem um Gewinn und Cashflow Größen die um außerordentliche Ergebnisse, oder nicht wiederkehrende Komponenten, bereinigt werden.

Wichtig ist die Stabilität der Multiplikatoren.<sup>350</sup> Die Zeitnähe zwischen den abgeleiteten Marktdaten und dem Bewertungsstichtag soll so gering wie möglich sein, um eine präzise marktorientierte Bewertung gewährleisten zu können.

Multiplikatoren werden sehr oft in Bandbreiten angegeben.<sup>351</sup> Ebenfalls wie beim Comparative Company Approach liegt es alleine im Ermessen des Bewerter, unter Berücksichtigung von zusätzlichen Informationen über beispielsweise die Margenentwicklung, Zustand des Betriebes und seiner persönlichen Erfahrungen, den für die zugrunde liegende Bewertung richtigen Wert, heranzuziehen.<sup>352</sup>

#### **4.2.1 Bewertungsablauf**

Folgende Abbildung ist ein Auszug, der aktuellen EBIT und Umsatz Branchenmultiplikatoren (10/2007), die monatlich im Finance Magazine veröffentlicht werden. Dieses Magazin veröffentlicht eine Bandbreite von möglichen Multiplikatoren, die auf Basis von Expertenschätzungen aus den Bereichen Investmentbanking, Wirtschaftsprüfung und Unternehmensberatung, beruhen.<sup>353</sup>

---

<sup>349</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 266.

<sup>350</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Barthel [Unternehmenswert: Auswahl der Bezugsgrößen bei Market Multiples 2007], in: FB 11/2007 S. 669.

<sup>351</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaus 2002], S. 103.

<sup>352</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 268.

<sup>353</sup> Vgl. Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 120.

Branche	Expertenmultiples Small Cap*				Expertenmultiples Mid/Large Cap*				Börsenmultiples	
	EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple		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	13,6 ↑	1,96 ↑
Telekommunikation	5,4	8,3	0,66	1,29	6,1	9,4	0,74	1,62	13,7 ↑	1,27 ↑
Medien	6,1	8,9	0,61	1,50	6,7	9,5	0,63	1,69	9,2 ↓	1,38 ↓
Handel/E-Commerce	5,1	9,3	0,42	1,28	5,0	10,4	0,46	1,24	12,2 ↑	0,63 ↑
Transport/Logistik	4,4	7,0	0,38	0,78	5,4	8,2	0,44	1,10	8,1 ↓	0,63 ↓
Elektrotechnik/Elektronik	5,5	8,3	0,49	0,96	6,1	9,2	0,60	1,07	9,5 ↑	0,95 ↑
Fahrzeugbau und -zubehör	5,3	8,2	0,52	0,94	6,0	9,1	0,52	0,90	11,1 ↑	0,68 ↑
Maschinen- und Anlagenbau	4,8	7,4	0,41	0,82	5,5	8,7	0,50	0,93	10,3 ↑	0,77 ↑
Chemie	5,9	8,4	0,51	1,05	7,2	10,3	0,68	1,32	8,0 ↓	1,12 ↑
Pharma	6,2	9,3	0,70	1,53	7,6	12,0	0,90	1,96	6,9	2,51 ↑
Textil und Bekleidung	4,1	7,0	0,44	0,84	4,9	8,1	0,52	1,03	11,6 ↑	1,15 ↑
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	16,0 ↑	1,42 ↑
Umwelttechnologie/ Entsorgung/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	9,6 ↓	1,36 ↓

\* SmallCap: Unternehmensumsatz unter 50 Mio. Euro; Mid/Largecap über 50 Mio. Euro; Pfeile zeigen niedrigeren/gestiegenen Wert gegenüber vorherigem Wert.  
\*\* Die Börsenmultiples der Branche Nahrungs- und Genussmittel konnten wegen einer zu geringen Transaktionszahl nicht bestimmt werden und bleiben unverändert

Quelle: leicht modifiziert nach o.V. [Das ist ihr Unternehmen wert 2007], in: Finance Magazin 11/2007 S. 4

Abbildung 13: Market Multiples (EBIT, Umsatz)

Anhand dieser Multiplikatoren soll kurz die Vorgehensweise bei einer Bewertung mittels Market Multiples dargestellt werden:

- Im ersten Schritt wird die Bandbreite ermittelt in der sich der potentielle Unternehmenswert bewegt, ermittelt.<sup>354</sup> Grundlage dafür sind beispielsweise die oben angeführten branchentypischen Umsatz und EBIT Multiplikatoren.
- Im zweiten Schritt muss durch eine genaue Unternehmensanalyse festgestellt werden, wo das zu bewertende Unternehmen innerhalb dieses Rahmens anzusiedeln ist.<sup>355</sup> Die Adjustierung innerhalb des Rahmens hängt stark von den Fundamentaldaten eines Unternehmens ab. Je stärker ein Unternehmen in diesen Daten aufgestellt ist, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Unternehmenswert näher bei der oberen Grenze des Bewertungsspielraumes liegt.

<sup>354</sup> Vgl. Seefelder [Was ist mein Unternehmen wert? 2006], S. 122.

<sup>355</sup> Vgl. Seefelder [Was ist mein Unternehmen wert? 2006], S. 124f.

Folgendes Beispiel soll diese Vorgehensweise kurz darstellen:

Ein zu bewertendes Kleinunternehmen hat in der beratenden Dienstleistungsbranche einen Umsatz von EUR 80.000 erwirtschaftet. Der Branchenmultiplikator bezogen auf den Umsatz beträgt zwischen 0,55 und 1,25. Daraus ergibt sich ein Bewertungsspielraum zwischen EUR 44.000 und EUR 100.000

$$80.000 \times 0,55 = 44.000 \quad 80.000 \times 1,25 = 100.000$$

Nach einer eingehenden Unternehmensanalyse, wird der Unternehmenswert des zu bewertenden Unternehmens auf EUR 75.000 festgelegt.

Quelle: Seefelder [Was ist mein Seefelder wert? 2006], S. 125

**Abbildung 14: Beispiel Market Multiples**

#### 4.2.2 Bewertungsmethoden

Die in der Praxis am häufigsten vorkommenden Multiplikatoren sind, wie bereits erwähnt das Kurs Gewinn Verhältnis, Kurs Cash Flow Verhältnis sowie Gewinn- und Umsatzmultiplikatoren.<sup>356</sup> Aufgrund der ausführlichen Darstellung der einzelnen Kennzahlen in den vorhergehenden Kapiteln<sup>357</sup> wird an dieser Stelle auf eine nochmalige Erläuterung der einzelnen Kennzahlen verzichtet.

#### 4.2.3 Beurteilung

Es scheint, als basiere die Multiplikatormethode auf zahlreichen Vereinfachungen und führt daher nur zu einer groben Abschätzung des potentiellen Unternehmenswertes.<sup>358</sup> Diese Auffassung, die in der Literatur unter anderem auch vom IDW vertreten wird, meint, dass Market Multiples lediglich zur Plausibilitätsbeurteilung und nur zusätzlich zu einem anderen theoretisch fundierten Bewertungsverfahren verwendet werden können.<sup>359</sup>

<sup>356</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 102.

<sup>357</sup> Siehe 4.1.3. Multiplikatoren.

<sup>358</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 273.

<sup>359</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Barthel [Unternehmenswert: Auswahl der Bezugsgrößen bei Market Multiples 2007], in: FB 11/2007 S. 668f.

Hingegen vertritt *Barthel* die These, unter Bezugnahme auf die „Similarity Theorie“, dass die Verwendung der Market Multiples durchaus als eigenständiges Verfahren betrachtet werden kann. Dabei stehen die Ähnlichkeit des Vergleichsobjektes und des Bewertungsobjektes und deren Bezugsgrößen (Umsatz, Gewinn, Cash Flow usw.) im Vordergrund. Das Bewertungsergebnis entspricht dieser Theorie nach umso mehr dem potentiellen Unternehmenswert, je größer die Ähnlichkeit der verwendeten Bezugsgröße zu jener Bezugsgröße ist, die bei der Preisfindung ähnlicher Unternehmen verwendet wurde.

Darin liegt auch der Vorteil diese Methode gegenüber dem Comparative Company Approach.<sup>360</sup> Die Bewertung ist unabhängig von der Kenntnis über tatsächlich realisierte Kaufpreise und Börsenkurse und es muss keine gezielte Auswahl der Vergleichsunternehmen vorgenommen werden. Die damit verbundene Ableitung eines passenden Multiplikators entfällt ebenfalls. Die wichtigste Entscheidung die getroffen werden muss, ist die richtige Zuordnung des Unternehmens zu einer bestimmten Branche. Unter Bedachtnahme auf diese Vorteile, muss darauf hingewiesen werden, dass die branchentypischen Multiplikatoren immer nur grobe Wertschätzungen repräsentieren, welche keine Rücksicht auf die individuellen Besonderheiten eines Unternehmens nehmen.

Der Vorteil einer Bewertung anhand von Branchenmultiplikatoren ist die einfache und schnelle Ermittlung von potentiellen Marktwerten.<sup>361</sup> Die Daten werden ganz einfach aus vorhandenen Tabellen entnommen und dann auf das zu bewertende Unternehmen übertragen. Probleme können sich ergeben, wenn das zu bewertende Unternehmen in mehreren Branchen gleichzeitig tätig ist, oder wenn es sich um ein relativ junge Wachstumsunternehmen handelt, für welche es noch keine eigenen Branchen Multiplikatoren gibt.

---

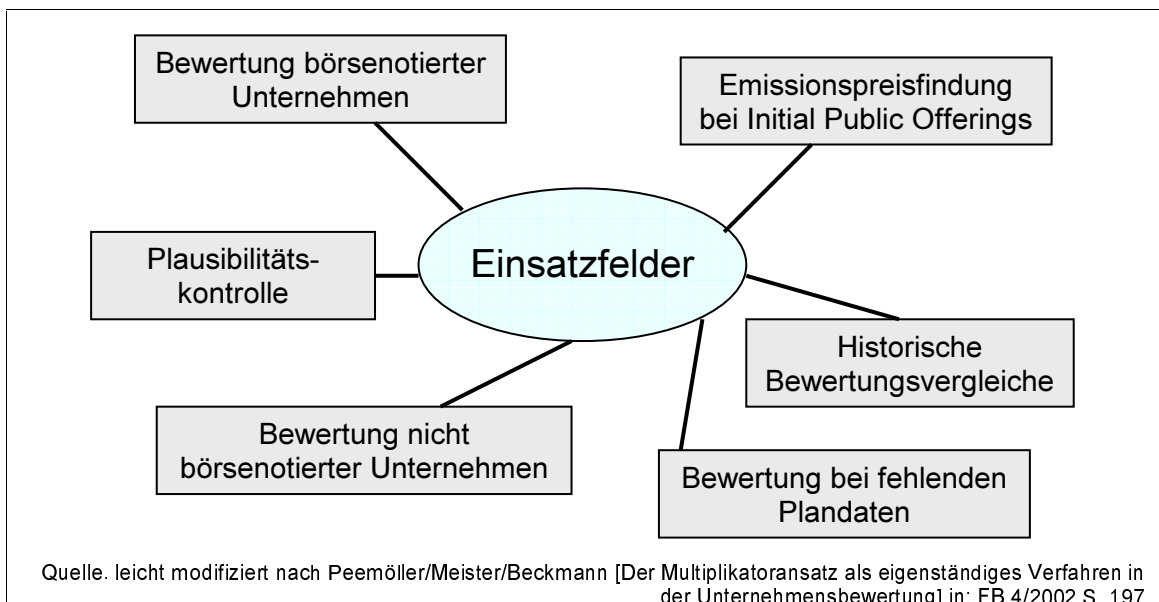
<sup>360</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens und Beteiligungskaufs 2002], S. 103.

<sup>361</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 121.

Nicht ganz ohne Bedenken ist darüber hinaus der Einsatz von internationalen Branchen Multiplikatoren zu betrachten.<sup>362</sup> Nationale Rahmenbedingungen haben immer noch einen starken Einfluss auf die Geschäftstätigkeiten der einzelnen Branchen und können daher nicht immer uneingeschränkt übertragen werden.

### 4.3 Anwendungsfelder

Aufgrund der geringen Komplexität und Marktnähe gibt es prinzipiell für die marktorientierten Unternehmensbewertungsmodelle keine Beschränkungen bei der Auswahl des Einsatzgebietes, jedoch gibt es einige Teilbereiche in der Unternehmensbewertungspraxis für die sich diese Verfahren besonders eignen.<sup>363</sup>



**Abbildung 15: Anwendungsfelder vergleichsorientierter Bewertungsverfahren**

#### Bewertung börsennotierter Unternehmen

Eines der häufigsten Anwendungsgebiete der marktorientierten Verfahren sind Bewertungen von börsennotierten Unternehmen.<sup>364</sup> Das Ergebnis eines Vergleiches kann bestehende Unter- oder Überbewertungen aufzeigen und damit eine Entscheidungsgrundlage für einen Investor darstellen. Darüber

<sup>362</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 121.

<sup>363</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien und Unternehmensbewertung 2005], S. 133.

<sup>364</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 198.

hinaus sind Multiplikatoren aus einer professionellen fundamentalen Aktienanalyse heute nicht mehr wegzudenken.<sup>365</sup>

### **Emissionspreisfindung von IPOs**

Beim Preisfindungsprozess, der im Rahmen einer Börseneinführung durchgeführt wird, werden heute bereits regelmäßig mitunter Multiplikatoren verwendet.<sup>366</sup> Man vergleicht das zukünftig an der Börse notierende Unternehmen mit bereits notierenden Unternehmen. Ein IPO kann nur dann als erfolgreich angesehen werden, wenn es gelingt die unterschiedlichen Wertvorstellungen der Investoren in einem angemessenen Marktpreis darzustellen.<sup>367</sup> Die unterschiedlichen Wertvorstellungen kommen sehr gut in den unterschiedlichen Marktwerten vergleichbarer Unternehmen zum Ausdruck. Die stark schwankenden Börsen verlangen daher eine Orientierung an Marktwerten. Der am häufigsten verwendete Multiplikator bei Börseneinführungen ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) und der Umsatzmultiplikator.

### **Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen**

Bei der Bewertung von nicht an der Börse notierten Unternehmen werden ebenfalls vergleichsorientierte Verfahren eingesetzt.<sup>368</sup> Die mangelnde Fungibilität der Anteile an nicht börsennotierten Unternehmen, muss dabei mittels Zu- und Abschlägen berücksichtigt werden. Weiters können mögliche entstehende Mehrheiten durch Kontrollprämien berücksichtigt werden.

### **Historische Bewertungsvergleiche**

---

<sup>365</sup> Vgl. Seppelfricke [Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung 1999], in: FB 10/1999 S. 301.

<sup>366</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 198.

<sup>367</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch Aktien und Unternehmensbewertung 2005], S. 134.

<sup>368</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB: 4/2002 S. 198.

Sehr oft werden Multiplikatoren auch eingesetzt um ein Gefühl für die Bewertung im Zeitablauf zu erhalten.<sup>369</sup> Die aktuelle Bewertung eines Marktes kann mit Bewertungen aus der Vergangenheit verglichen werden, um somit einen Überblick über das aktuelle Bewertungsniveau zu erhalten. Ein historischer Bewertungsvergleich anhand von Vergleichswerten eignet sich vor allem für Unternehmen in zyklischen Branchen. So können anhand von Analysen von Boom- und Krisensituationen mögliche bestehende Unter- oder Überbewertungen ermittelt werden.

### **Bewertung bei fehlenden Plandaten**

Eine Unternehmensbewertung mittels DCF-Verfahren oder Ertragswertverfahren benötigt detaillierte Plandaten.<sup>370</sup> Gerade in Situationen, in denen diese Daten nicht zur Verfügung stehen, drängt sich eine Bewertung mittels Vergleichsverfahren nahezu auf. Planrechnungen sind dazu zumeist sehr zeitaufwendig, daher verwenden viele Finanzanalysten bei der Anfertigung von Kurzanalysen oder zur kurzfristigen Ermittlung von vorläufigen Bewertungsanhaltspunkten, die Vergleichsverfahren.

### **Plausibilitätskontrolle**

Obwohl die jüngeren Meinungen in der Lehre den vergleichsorientierten Verfahren eigenständigen Charakter beimessen, werden sie sehr oft noch als Kontrollverfahren beschrieben. Die häufige Anwendung dieser Verfahren, lässt aber darauf schließen, dass die Prognoseschwierigkeiten der zukunftsorientierten Bewertungsverfahren derart massiv sein müssen, dass ein Plausibilitätsscheck sehr oft gewünscht ist.<sup>371</sup>

Bei Bewertung mittels Ertragswert oder DCF-Verfahren stellen die vergleichsorientierten Verfahren ein nützliches Instrument zur Überprüfung der

---

<sup>369</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 199.

<sup>370</sup> Vgl. Seppelfricke [Handbuch Aktien und Unternehmensbewertung 2005], S. 134.

<sup>371</sup> Vgl. Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003], in: FB 2/2003 S. 103.



Plausibilität dar.<sup>372</sup> Anhand der Multiplikatoren können die Barwerte der zukünftigen Einzahlungsüberschüsse geschätzt werden. Führt eine Unternehmensbewertung mittels Multiplikatoren zu einem differierenden Ergebnis als eine Bewertung mittels Ertragswertverfahren oder DCF-Verfahren, so liegt es nahe, dass der Bewerter bei einem oder mehreren den Wert stark beeinflussenden Kriterien, eine andere Entscheidung getroffen hat, als jene die am Kapitalmarkt vorherrscht. Dabei kann es sich um den Diskontierungssatz, Wachstumsraten oder Brancheneinschätzung handeln. Beim Eintreten einer solchen Situation sollte eine Überprüfung der wertbeeinflussenden Parameter vorgenommen werden.

#### **4.4 Herausforderungen**

Die meisten Schwierigkeiten, die im Laufe einer Unternehmensbewertung mittels marktorientierter Vergleichsverfahren auftreten können, wurden bereits in den vorangehenden Kapiteln angesprochen. Die Anwendungsprobleme, die die größte Herausforderung im Rahmen einer marktorientierten Bewertung darstellen, werden im Folgenden kurz zusammengefasst.

##### **Auswahl der passenden Vergleichsunternehmen**

Im Rahmen des CCA stellt die Auswahl der passenden Vergleichsunternehmen wohl die größte Herausforderung im Zusammenhang mit der Ermittlung von potentiellen Unternehmenswerten dar. Market Multiples sind von diesem Kritikpunkt weniger betroffen, da die Auswahl der Vergleichsunternehmen bereits von Experten übernommen wird die diese bereits zu Branchenmultiplikatoren aggregiert haben<sup>373</sup> Eine Auswahl und Analyse der Vergleichsunternehmen ist daher nicht mehr notwendig.<sup>374</sup>

---

<sup>372</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 408. Vgl. auch Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 135.

<sup>373</sup> Vgl. Achleitner/Nathusius [Venture-Valuation Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 119f.

<sup>374</sup> Vgl. Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 102.

In der Untersuchung von *Beckmann/Meister/Meitner* gaben über 40 % der Befragten an, dass die Auswahl des oder der richtigen Vergleichsunternehmen im Rahmen des CCA als durchaus problematisch einzustufen ist.<sup>375</sup> Die Kritik bezieht sich darauf, dass es nicht möglich ist zwei identische Unternehmen in der Praxis zu finden.<sup>376</sup> Streng genommen stellt in der Realität jedes Unternehmen ein Unikat dar. Eine völlige Verwerfung des Ansatzes aufgrund dieses Argumentes würde zu einer zu engen Auslegung der Zielsetzung einer Unternehmensbewertung führen. Jedes Bewertungsergebnis unterliegt in der praktischen Beurteilung einer gewissen Unsicherheit. Die damit verbundene Reduktion der Komplexität darf aber in keinem Fall mit Ungenauigkeit oder fehlender Akribie verwechselt werden.

Daher ist es wichtig ähnliche Vergleichsunternehmen zu finden, die Unterschiede zum Bewertungsobjekt herauszufinden und gegebenenfalls mittels Zu- und Abschlägen zu berücksichtigen.<sup>377</sup>

Die Qualität einer Bewertung steht und fällt mit der Entscheidung über bzw. der Auswahl der passenden Vergleichsunternehmen.<sup>378</sup> Entscheidendes Kriterium bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen ist, die Vergleichbarkeit der Branche, da Unternehmen einer Branche in der Regel ähnliche Wachstumspotentiale und Risiken aufweisen.<sup>379</sup> Die Branche als Hauptkriterium ist jedoch noch kein Garant für eine geeignete Vergleichsgruppe.<sup>380</sup> Innerhalb einer Vergleichsgruppe kann es auch zu groben Unterschieden bei bewertungsrelevanten Merkmalen, wie Umsatz, Marge oder

---

<sup>375</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003], in: FB 2/2003 S. 104.

<sup>376</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 199.

<sup>377</sup> Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 199.

<sup>378</sup> Vgl. Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren 2003], in: FB 3/2003 S. 155.

<sup>379</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 414f.

<sup>380</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren 2003], in: FB 3/2003 S. 155.

Kosten, kommen. Am Ende ist eine Unternehmensgruppe herauszufiltern, deren Zahlungsströme, Wachstumsaussichten und Risiko dem des zu bewertenden Unternehmens am ähnlichsten sind.<sup>381</sup>

Nicht nur im operativen Bereich sind Gemeinsamkeiten des Bewertungsobjektes und dem Vergleichsunternehmen von Bedeutung, auch die Kapitalstruktur spielt eine wichtige Rolle bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen.<sup>382</sup> Unterschiedliche Kapitalstrukturen, führen zu unterschiedlichen Kapitalkosten und damit zu unterschiedlichen Unternehmenswerten.

### **Auswahl der geeigneten Multiplikatoren**

Die Auswahl der geeigneten Multiplikatoren ist ein ebenso komplexer Vorgang wie die Auswahl der passenden Vergleichsunternehmen.<sup>383</sup> So halten ca. 20 % der Befragten, in der Studie von *Beckmann/Meister/Meitner*, die Auswahl der geeigneten Multiplikatoren für problematisch. Die angeführten Autoren schlagen dabei einen zweistufigen Prozess für die Ermittlung der passenden Multiplikatoren vor. In einem ersten Schritt soll eine Entscheidung darüber getroffen werden, ob im Rahmen der vorliegenden Bewertung die Verwendung eines Entity- oder Equity Multiplikators, aussagekräftigere Ergebnisse liefern. Bei ähnlichen Kapitalstrukturen eignen sich eher Equity Multiplikatoren aufgrund ihrer einfacheren Ermittlung. Weisen die Unternehmen unterschiedliche Kapitalstrukturen auf, so sind Entity Multiplikatoren besser geeignet, da diese sich auf den Gesamtwert eines Unternehmens beziehen. In diesem Zusammenhang sei aber angemerkt, dass auch ein Entity Multiplikator nicht in der Lage ist stark abweichende Kapitalstrukturen zu kompensieren.<sup>384</sup> *Beckmann/Meister/Meitner* vertreten die Meinung, dass das Kapitalstrukturrisiko nicht überbewertet werden sollte, da im Rahmen einer

---

<sup>381</sup> Vgl. Damodaran [The dark side of valuation 2001], S. 266.

<sup>382</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 200.

<sup>383</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003], in: FB 2/2003 S. 104.

<sup>384</sup> Vgl. Coenenberg/Schultze [Das Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung: Konzeption und Kritik 2002], in: FB 12/2002 S. 697.

professionellen Unternehmensbewertung ein Vergleichsunternehmen mit stark abweichender Kapitalstruktur, bereits bei der Auswahl der geeigneten Vergleichsunternehmen, ausscheiden müsste.

Ein anderer Aspekt ist die Auswahl der Multiplikatoren bei Unternehmen die sich in einer Verlustsituation, oder die gerade erst am Anfang des Unternehmenslebenszyklus stehen, da zum Bewertungszeitpunkt sehr oft noch keine positiven Bezugsgrößen herangezogen werden können.<sup>385</sup> Für diese Unternehmen bieten sich vor allem nicht-finanzielle Multiplikatoren an, die jedoch, aufgrund der fehlenden Abbildung der Ertragskraft auch wieder in Kritik geraten.<sup>386</sup>

### **Auswahl der Bewertungszu- und Abschläge**

Mehr als 58 % der befragten Analysten gaben in der Untersuchung von Beckmann/Meister/Meitner an, das Bewertungszu- und Abschläge in der Praxis zu großen Problemen führen.<sup>387</sup> Die endgültige Wertfindung im Rahmen einer vergleichsorientierten Unternehmensbewertung lässt sich sehr oft nur mittels Zu- und Abschläge ermitteln.<sup>388</sup> Sie dienen dazu verbliebene Unterschiede zwischen dem Bewertungsobjekt und der Gruppe der Vergleichsunternehmen zu kompensieren, oder sie dienen dazu unterschiedliche Transaktionssituationen auszugleichen.<sup>389</sup> Folglich wird entweder der Multiplikator oder der Transaktionspreis an die individuellen Verhältnisse des zu bewertenden Unternehmens angepasst. Die in der Praxis am häufigsten verwendeten Zu- und Abschläge sind einmal der Kontrollzuschlag, der im

---

<sup>385</sup> Vgl. Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003], in: FB 2/2003 S. 104. Vgl. auch Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 133.

<sup>386</sup> Vgl. Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 133.

<sup>387</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003], in: FB 2/2003 S. 105.

<sup>388</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 205.

<sup>389</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003], in: FB 2/2003 S. 105.

Rahmen von der Übernahme von Mehrheitsanteilen bezahlt wird, oder der Fungibilitätsabschlag der bei nicht börsennotierten Unternehmen zu berücksichtigen ist.<sup>390</sup> Im Rahmen der Kontrollprämien kann auf Erfahrungswerte zurückgegriffen werden, eine pauschale Vorgehensweise wird jedoch weitgehend abgelehnt.<sup>391</sup> Eine genaue Betrachtung des Einzelfalls bleibt dem Bewerter nicht erspart.

### **Mangelnde Vergleichbarkeit aufgrund unterschiedlicher Rechnungslegungsnormen**

Eine Problematik, die sich vor allem im Bereich der länderübergreifenden marktorientierten Unternehmensbewertung ergibt, ist der Einfluss unterschiedlicher Rechnungslegungsgrundsätze (IFRS, UGB und US-GAAP) und von bilanzpolitischen Spielräumen.<sup>392</sup> Die unterschiedliche Verwendung der Abschreibungsmöglichkeiten führt beispielsweise zu unterschiedlichen Gewinnsausweisen, die das Ergebnis deutlich verzerren können. Diese Problematik kann in der Praxis mittels der Auswahl von entsprechenden abweichenden Multiplikatoren, sprich Cash Flow orientierten Bezugsgrößen, begegnet werden. Hingewiesen sei an dieser Stelle auch auf die Möglichkeit bilanzpolitisch bereinigte Größen (z.B. Ergebnis nach DVFA) zu verwenden, um eine bessere Vergleichbarkeit gewährleisten zu können.

## **5 Kritische Analyse der marktorientierten Verfahren**

Im Wesentlichen gibt es zwei Hauptkritiken die in der Literatur immer wieder gegen den Einsatz der marktorientierten Verfahren vorgebracht werden.<sup>393</sup> Dies sind zum einen die fehlende Kapitalmarkteffizienz und zum anderen der Verlust an Subjektivität für mehr Objektivität.

---

<sup>390</sup> Vgl. Matschke/Brösel [Unternehmensbewertung 2005], S. 547.

<sup>391</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003], in: FB 2/2003 S. 105.

<sup>392</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 205.

<sup>393</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Krolle/Schmitt/Schwetzer [Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung 2005], S. 7.

## Mangelnde Effizienz der Kapitalmärkte

Die Verwendung der marktorientierten Verfahren setzt einen effizienten Kapitalmarkt, sowie eine große Anzahl an börsennotierten Unternehmen voraus.<sup>394</sup> Den nur unter der Prämisse vollkommener Effizienz am Kapitalmarkt spiegelt ein Börsenkurs alle Informationen über ein Unternehmen wider.<sup>395</sup> In der Literatur steht man dieser Tatsache eher skeptisch gegenüber. Es herrscht eine Informationsasymmetrie zwischen dem Bewerter und dem Kapitalmarkt. Auf einem ineffizienten Kapitalmarkt unterscheiden sich die zukünftig erwarteten Erträge aus einem Unternehmen vom Börsenkurs. Sind die Vergleichsunternehmen ineffizient bewertet, ist es auch nicht möglich, eine effiziente Bewertung des Bewertungsobjektes vorzunehmen.<sup>396</sup>

Am amerikanischen Markt deuten mittlerweile einige Studien darauf hin, dass der Kapitalmarkt zumindest in mittelstrenger Form effizient ist.<sup>397</sup> Für den deutschen Kapitalmarkt kann abgeleitet werden, dass dieser im Allgemeinen bisher als wenig effizient eingeschätzt wird. Die Effizienz konnte in den letzten Jahren aufgrund der Stärkung der Börseninfrastruktur sowie des regulatorischen Rahmens deutlich gesteigert werden.<sup>398</sup> In Österreich kann schwer von einem effizienten Kapitalmarkt gesprochen werden, da bereits die Anzahl der börsennotierten Unternehmen ein Problem darstellt (ca. 120 Unternehmen).<sup>399</sup> In Österreich wird eine zunehmende Kapitalmarktorientierung beobachtet, welche zu einer Effizienzsteigerung am österreichischen Kapitalmarkt führen könnte.

---

<sup>394</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 265.

<sup>395</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 105.

<sup>396</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 199.

<sup>397</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Krolle/Schmitt/Schwetzer [Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung 2005], S. 8. Vgl. auch Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 199.

<sup>398</sup> Vgl. Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 407.

<sup>399</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 265.

Eine voreilige Ablehnung des Multiplikatorverfahrens aufgrund von ineffizienten Kapitalmärkten wäre zu voreilig, vielmehr sollte man sich im Einzelfall eine Beurteilung über einen Markt bzgl. dessen Effizienz vornehmen.<sup>400</sup> Als entscheidende Kriterien können in diesem Zusammenhang die Liquidität des Handels, Indexnotierungen oder die Anzahl der gelisteten Unternehmen, herangezogen werden.<sup>401</sup> Darüber hinaus ist zu beachten, dass ein Börsenkurs immer Schwankungen unterliegt, die nicht im Zusammenhang mit Informationen erklärt werden können.

Anders stellt sich die Situation im Rahmen einer Bewertung auf Basis der RAM Methode dar.<sup>402</sup> Zumeist sind bei dieser Art der Marktpreisbildung nur zwei Parteien involviert, sodass die Aussagekraft im Vergleich zu Börsenkursen deutlich eingeschränkt ist.

### **Verstoß gegen das Bewertungsprinzip der Subjektivität**

In der Literatur wird manchmal davon gesprochen, dass die vergleichsorientierten Verfahren nicht zwischen den Begriffen Preis und Wert unterscheiden, und damit gegen das Bewertungsprinzip der Subjektivität verstoßen.<sup>403</sup> Die Grundprinzipien der Bewertung verlangen die Ermittlung eines subjektiven Entscheidungswertes, der die persönlichen Verhältnisse und Präferenzen der Investoren berücksichtigt. Der auf einen Markt realisierte Preis entspricht jedoch nicht dem individuellen Entscheidungswert eines Investors.<sup>404</sup> Der Entscheidungswert stellt einen Grenzpreis dar.<sup>405</sup> Führt man die Transaktion mit dem Entscheidungswert durch, ändert sich an der Situation

---

<sup>400</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 199.

<sup>401</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Krolle/Schmitt/Schwetzer [Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung 2005], S. 8.

<sup>402</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 199.

<sup>403</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 199.

<sup>404</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 274.

<sup>405</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 199.

eines Investors nichts. Ein Preis ist das Ergebnis der Transaktion, die die Erwartungen, Risikoeinschätzungen und Möglichkeiten der Investoren beinhaltet.<sup>406</sup> Dem Multiplikatorverfahren kann somit ein Gewinn an Objektivität zugesprochen werden, muss aber im Gegenzug dazu die Kritik einstecken, die subjektive Komponente einer zukunftsorientierten Unternehmensbewertung zu vernachlässigen. *Novak* führt dazu aus. "Die angestrebte Objektivität der Vergleichsverfahren durch die Verwendung tatsächlicher Marktpreise wird also durch einen Verlust der Subjektivität erkaufte."<sup>407</sup> *Peemöller/Meister/Meitner* teilen diese Meinung nur teilweise.<sup>408</sup> Sie gehen von einer zweistufigen Vorgehensweise aus, bei der zuerst ein objektivierter Wert ermittelt wird, der im zweiten Schritt um die subjektive Komponente (Synergieeffekte, Präferenzen etc.) erweitert wird. Ihrer Meinung nach steht das Subjektivitätsprinzip nicht im Widerspruch zu den marktorientierten Vergleichsverfahren.

#### **Weitere Kritische Anmerkungen in der Literatur:**

*Ballwieser* führt zur an, dass die vergleichsorientierten Verfahren die Komplexität reduzieren können, aber nur in dem Sinne, dass man auf einfache Art und Weise in die Nähe des Wertes gelangt, der mit einem aufwändigeren Verfahren berechnet wird.<sup>409</sup> Weiters kritisiert er die Annahme, dass mittels vergleichsorientierter Verfahren das Problem der Prognose der zukünftigen Erträge entfällt. Er verweist darauf, dass nur Unternehmen mit gleichen Zahlungsströmen miteinander vergleichbar sind und daher diese prognostiziert werden müssen.

*Kuhner/Maltry* hingegen führen die Reduktion der Komplexität als einen der Hauptvorteile der vergleichsorientierten Verfahren an.<sup>410</sup> Sie meinen, dass die

---

<sup>406</sup> Vgl. Krolle/Schmitt/Schwetzier [Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung 2005], S. 9.

<sup>407</sup> Böcking/Nowak [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999], in: FB 8/1999 S. 170.

<sup>408</sup> Vgl. hierzu Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 199.

<sup>409</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Ballwieser [Eine neue Lehre der Unternehmensbewertung? 1997], in: Der Betrieb 1/1997 S. 191.

<sup>410</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2006], S. 271.



Reduktion der Komplexität bei den Vergleichsverfahren durchaus gegeben ist, weil sie das Prognoseproblem vollkommen umgehen. Offen bleibt ihrer Meinung nach, ob man mit der Einfachheit und der leichten Anwendung der Verfahren nicht mit der Aussagekraft der ermittelten Ergebnisse bezahlt.

Ein weiterer Ansatz für Kritik wird unter dem Schlagwort „black box“ behandelt.<sup>411</sup> Im Rahmen der marktorientierten Verfahren wird die Kenntnis von Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen vorausgesetzt. So führt *Moxter* an, dass der Unternehmensmarkt von hoher Intransparenz gekennzeichnet ist, und dass die erzielten Marktpreise nur einem kleinen Personenkreis zugänglich sind. Er verweist darauf, dass die Aussagekraft der Marktpreise nicht mit jenen, die auf vollkommenen Märkten zustande kommen, vergleichbar ist.<sup>412</sup> Weiters führt *Moxter* das Problem der Zeitinkonsistenz der Multiplikatoren an. „In der gleichen Branche, bei ungefähr gleicher Unternehmensgröße und zu ungefähr gleichen Zeitpunkten sind z.B. Umsatzmultiplikatoren von 5, aber auch von 20 feststellbar.“<sup>413</sup>

Auch der Rückgriff auf branchentypische Kennzahlen bleibt in der Literatur nicht ohne Kritik. Die Tatsache, dass die Branchenzugehörigkeit die Risikostruktur eines Unternehmens vernachlässigt sowie die individuelle Struktur des Bewertungsobjektes und die Abhängigkeit eines strategischen Unternehmenserfolges von der Geschäftsleitung, führt bei einer Bewertung mittels Market Multiples zu Irritationen.<sup>414</sup> Weiters ist darauf hin zuweisen, dass unter der Annahme, dass eine anerkannte Branchenklassifizierung in Österreich und Deutschland existiert, zu bezweifeln ist, dass das Bewertungsobjekt und der Branchendurchschnitt überhaupt zueinander in positiver Verbindung stehen.

---

<sup>411</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Hommel/Braun [Fallbuch Unternehmensbewertung 2002], S. 87.

<sup>412</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Moxter [Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung 1983], S. 134.

<sup>413</sup> Moxter [Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung 1983], S. 134.

<sup>414</sup> Vgl. Hommel/Braun [Fallbuch Unternehmensbewertung 2002], S. 88.

Die Studie von *Nelles/Berner/Rojahn* hat sich in einem weiteren Schritt mit dem Zusammenhang zwischen Multiplikator und Fehlbewertungen an der Börse beschäftigt.<sup>415</sup> Mehr als 35 % der befragten Analysten halten die Multiplikatormethode für mitverantwortlich bei Fehlbewertungen an den Börsen. Wenn die Aktienkurse der Vergleichsunternehmen steigen, erscheinen andere Unternehmen als relativ billig. Diese günstigen Unternehmen werden aber aufgrund der Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen relativ hoch bewertet und zu diesen teuren Marktwerten gekauft. Daraufhin steigt der Kurs des vormals günstigeren Unternehmens, d.h. steigende Kurse der Vergleichsunternehmen ziehen andere Kurse mit sich. Zu Fehlbewertungen führt die Multiplikatormethode nur dann, wenn nicht nur marktspezifische Faktoren unbedarft auf das zu bewertende Unternehmen übertragen werden, sondern auch unternehmensspezifische Faktoren.

---

<sup>415</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003], in: FB 2/2003 S. 105.

## 6 Zusammenfassung

Die Unternehmensbewertung zählt bereits seit Jahrzehnten zu den in der Theorie und Praxis am kontrovers diskutiertesten Teilbereichen der Betriebswirtschaft.<sup>416</sup> In der deutschen und österreichischen Betriebswirtschaftslehre hat sich das Ertragswertverfahren als allgemein gültiges Bewertungsverfahren durchgesetzt.<sup>417</sup> Das ursprünglich aus dem angelsächsischen Raum stammende DCF-Verfahren erfreut sich, ebenfalls seit geraumer Zeit zunehmender Bedeutung.

Diese theoretisch überzeugenden Konzepte, Ertragswertverfahrens und DCF-Verfahren, neigen in der praktischen Umsetzung zu einigen Problemen, vor allem in Bezug auf die detaillierte Planung der mehrperiodigen Ertragsüberschüsse, sowie bei der Ermittlung des risikoadäquaten Diskontierungssatzes.<sup>418</sup> Weitere Kritikpunkte stellen die Zirkularitätsproblematik und die Bestimmung des Continue Values dar. Die Ermittlung des Continue Value ist eine der sensibelsten Bereiche der Unternehmensbewertung, da sie einen dominierenden Anteil am Gesamtergebnis der Bewertung einnimmt.

Die meisten der im Zusammenhang mit den zukunftsorientierten Bewertungsverfahren auftretenden Probleme, resultieren aus der Komplexität der Zusammenhänge und der Prognoseunsicherheit.<sup>419</sup> Die Probleme, die auf den subjektiven und unbekanntem Zielvorstellungen des Bewerter beruhen, können durch den Einsatz von vergleichsorientierten Verfahren teilweise überwunden werden.<sup>420</sup> Durch das Zurückgreifen auf objektiv beobachtbare

---

<sup>416</sup> Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 268.

<sup>417</sup> Vgl. Löhnert/Böckmann in Peemöller(Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 505.

<sup>418</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren 2003], in: FB 3/2003 S. 155.

<sup>419</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 197.

<sup>420</sup> Vgl. Hommel/Braun [Fallbuch Unternehmensbewertung 2002], S. 86.

Marktdaten wird versucht, die subjektiven Komponenten der zukunftsorientierten Verfahren zu kompensieren.

Folglich haben die Schwächen der traditionellen Ansätze dazu beigetragen, dass die Vergleichsverfahren in der Praxis immer mehr an Bedeutung gewonnen haben.<sup>421</sup> Die marktorientierten Verfahren versuchen einen einfacheren Weg zu gehen.<sup>422</sup> Sie verarbeiten bereits am Markt zustande gekommene Preise. Im Vergleich zum Ertragswertverfahren und dem DCF-Verfahren ermitteln sich die Unternehmenswerte bei den Vergleichsverfahren relativ einfach und schnell.<sup>423</sup>

*„Bei der Bewertung eines Huhns kann man den künftigen, auf den Bewertungsstichtag diskontierten Nutzen aus dem Verkaufserlös der Eier nach Abzug der Futter- und Lohnkosten, sowie den (diskontierten) Wert des Alt-Huhns (Hühnerfleisch) am Ende des Planungshorizontes ermitteln; man kann aber den Wert des Huhns allerdings auch sehr viel einfacher unmittelbar (vergleichend) ermitteln.“<sup>424</sup>*

Warum sind die vergleichsorientierten Verfahren so populär?<sup>425</sup>

### **Praktikabilität**

Insgesamt betrachtet zeichnen sich die marktorientierten Verfahren durch eine sehr einfache und schnelle Vorgehensweise aus. Mit bereits geringem Aufwand kann ein potentieller Unternehmenswert

---

<sup>421</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren 2003], in: FB 3/2003 S. 155.

<sup>422</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 197.

<sup>423</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 163.

<sup>424</sup> Barthel [Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren 1996], in: Der Betrieb 4/1996 S. 155.

<sup>425</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Damodaran [The dark side of valuation 2001], S. 252.

errechnet werden.<sup>426</sup> Die methodische Grundidee ist leicht verständlich.<sup>427</sup>

### **Akzeptanz**

Die marktorientierten Vergleichsverfahren zählen zu den am häufigsten eingesetzten Verfahren in der Bewertungspraxis.<sup>428</sup> Die einfache Nachvollziehbarkeit führt zu einer hohen Akzeptanz auch bei Nichtfachleuten.<sup>429</sup>

### **Marktorientierung**

Eine Bewertung mittels Vergleichsverfahren liefert unmittelbar aus den Kapitalmarktdaten abgeleitete Ergebnisse.<sup>430</sup> Die vergleichsorientierten Verfahren dienen der Abschätzung eines Marktpreises, d.h. des möglichen erzielbaren Verkaufs- oder Kaufpreis.<sup>431</sup>

Besonders eignen sich die marktorientierten Vergleichsverfahren für Anwendungsbereiche, in denen eine exakte Bewertung nicht möglich ist, bzw. diese in einem unangemessenen Verhältnis zum Bewertungszweck stehen.<sup>432</sup> Darüber hinaus müssen im Rahmen der marktorientierten Verfahren keine expliziten Annahmen über den Kalkulationszinssatz, inklusive Basismarktzins, Risikozuschlag und Kapitalstruktur getroffen werden. Diese Annahmen werden

---

<sup>426</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 139ff.

<sup>427</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 208.

<sup>428</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004], S. 139ff.

<sup>429</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Widmann in Hölter (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 104.

<sup>430</sup> Vgl. Krolle/Schmitt/Schwetzer [Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung 2005], S. 9.

<sup>431</sup> Vgl. Damodaran [The dark side of valuation 2001], S. 699.

<sup>432</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Coenenberg/Schultze [Das Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung: Konzeption und Kritik 2002], in: FB 12/2002 S. 700.

im Rahmen der Multiplikatormethode ebenso unbewusst, denn all diese Annahmen sind in den Multiplikatoren implizit bereits enthalten.<sup>433</sup>

In der Literatur gibt es eine Reihe von Multiplikatoren, die in ihrer Anwendung unterschiedliche Vor- und Nachteile aufweisen. Die Unterteilung in Entity und Equity bringt den Vorteil der unterschiedlichen Miteinbezugnahme der Kapitalstruktur eines Unternehmens, in die Bewertung mit sich. **Entity Multiplikatoren** gehen von der Annahme eines fiktiv unverschuldeten Unternehmens aus (Kapitalstruktur wird nicht beachtet), wobei hingegen die **Entity Multiplikatoren** einen Wert für die Bewertung als Basis heranziehen, der nur den Eigenkapitalgebern zur Verfügung steht (Kapitalstruktur wird beachtet). Konkrete Richtlinien über den Einsatz der einzelnen Multiplikatoren gibt es nicht. Die Auswahl der Multiplikatoren und deren Gewichtung liegen alleine im Ermessen des Bewerter.

Allerdings zeigen die Ausführungen, dass es auch einige Herausforderungen und Kritik im Zusammenhang mit der Anwendung der vergleichsorientierten Verfahren, gibt. So stellt die Auswahl der adäquaten Vergleichsunternehmen die wohl schwierigste Aufgabe im Laufe einer Bewertung dar. Aber auch die Auswahl und Gewichtung der einzelnen Multiplikatoren gewähren dem Bewerter einiges an Bewertungsspielraum. Zu- und Abschläge liegen ebenfalls im subjektiven Ermessen des Bewerter und sollten daher immer erst als „ultima ratio“ bei der Bewertung eingesetzt werden. Darüber hinaus herrscht in der Literatur keine Einigkeit über die einzelnen Vor- und Nachteile der marktorientierten Vergleichsverfahren. Einige Autoren sprechen von einer „Zauberformel“, andere hingegen sehen in den vergleichsorientierten Verfahren keine unmittelbar besseren Ergebnisse, die nicht auch mit anderen Verfahren zu erzielen wären.

Obwohl die Vorteile einer Bewertung mittels Vergleichsverfahren offensichtlich überwiegen, gibt es laut Meinung der Verfasserin im Zusammenhang mit der Anwendung dieser, einige offene Fragen.

---

<sup>433</sup> Vgl. Damodaran [The dark side of valuation 2001], S. 262.

In der überwiegenden Lehre werden die Komplexitätsreduktion und der Wegfall der Prognoseunsicherheit als eindeutige Vorteile dieser Verfahren, betrachtet. Bei einer kritischen Betrachtung dieser wird sehr schnell klar, dass die vergleichsorientierten Verfahren nicht weniger komplex sind, als die andere Verfahren<sup>434</sup> Die Kritik an den der ineffizienten Kapitalmärkte kann ebenfalls nicht vollständig ausgeräumt werden.<sup>435</sup>

Der Marktwertansatz und der Zukunftserfolgswertansatz sollten daher nicht als zwei in Konkurrenz miteinander stehende Verfahren betrachtet werden.<sup>436</sup> Vielmehr sollten sie als komplementäre Verfahren zur Unternehmensbewertung eingesetzt werden. Beide Methoden liefern fundierte Daten für eine Bewertung. Während der Marktwertansatz eine Bewertung anhand von vorhandenen Marktdaten vornimmt, werden bei den Zukunftserfolgswertverfahren die einzelnen den zukünftigen Wert bestimmenden Faktoren genau untersucht. Kurzum, werden beide Verfahren gemeinsam verwendet, können die jeweiligen methodischen Schwächen des anderen Verfahrens eliminiert werden. Die amerikanische Bewertungspraxis zeigt, dass die treffendsten Unternehmenswerte erzielt werden, wenn bei einer Bewertung marktwertorientierte und zukunftserfolgswertorientierte Verfahren parallel angewendet werden.

Letztendlich soll das Ziel einer professionell durchgeführten Unternehmensbewertung „eine umfassende Wertanalyse zu garantieren“<sup>437</sup>, mittels Methodenpluralismus versucht werden zu erreichen.<sup>438</sup>

---

<sup>434</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003], in: FB 2/2003 S. 105.

<sup>435</sup> Vgl. Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 208.

<sup>436</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Küting/Eidel [Marktwertansatz contra Ertragswert- und Discounted Cash Flow-Verfahren 1999], in: FB 9/1999 S. 231.

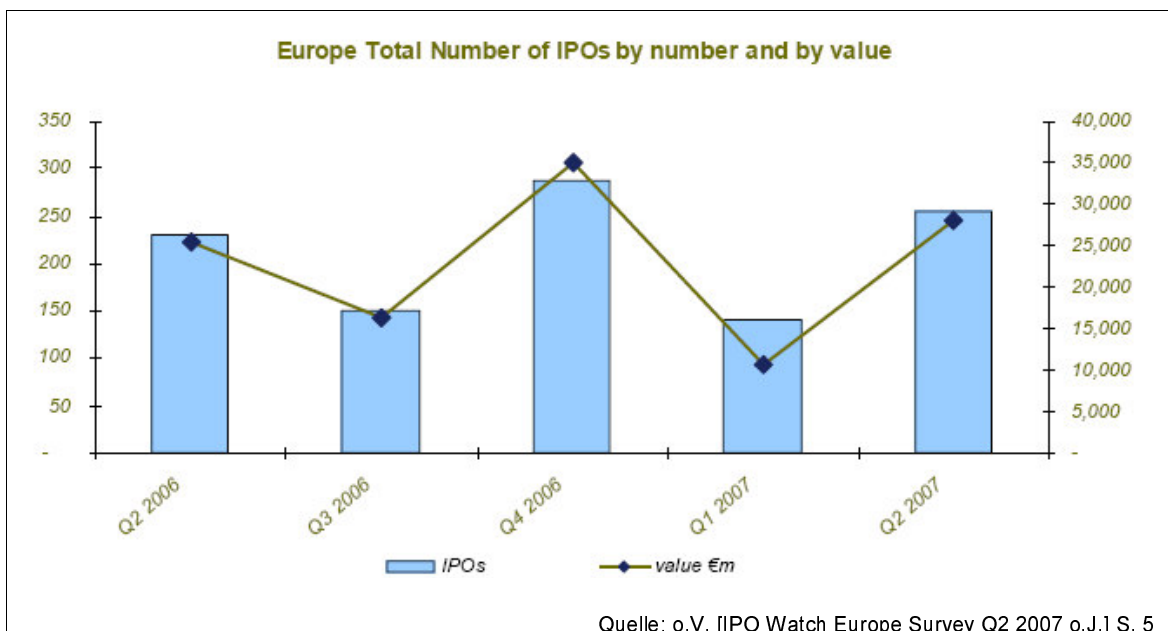
<sup>437</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 197.

<sup>438</sup> Vgl. Moser/Auge-Dickhut [Unternehmensbewertung: Der Informationsgehalt von Marktpreisabschätzungen auf Basis von Vergleichsverfahren 2003], in: FB S. 22.

## 7 Ausblick

Es konnte gezeigt werden, dass der Multiplikatoransatz ein fundierter Bewertungsansatz ist, der sich auch in der bisherigen Bewertungspraxis durchsetzen konnte.

- Im Rahmen der internationalen M&A Transaktionsvolumina wurde im ersten Quartal 2007 die unglaubliche 1 Bio. USD Grenze durchbrochen.<sup>439</sup> Dies bedeutet eine Steigerung von 23% gegenüber dem Vergleichszeitraum aus dem Jahre 2006 darstellt. Ein Ende dieses Trends ist vorerst noch nicht in Sicht.
- Der von PriceWaterhouseCoopers veröffentlichte IPO Watch zeigt einen deutlichen Anstieg der IPO Aktivitäten in Europa.<sup>440</sup> So konnten im zweiten Quartal 2007 254 IPOs im europäischen Raum beobachtet werden, welcher im Vergleich zum Vorjahr eine Steigerung von 10,4 % bedeutet.



**Abbildung 16: Entwicklung IPOs Q2 2006-Q2 2007**

Die steigende Kapitalmarktorientierung und die zu beobachtende stetige Weiterentwicklung der europäischen Kapitalmärkte, führen zunehmend zu einer

<sup>439</sup> Vgl. Voss [Übernahmen erreichen neues Rekordniveau im ersten Halbjahr 2007], S. 317.

<sup>440</sup> Vgl. hierzu und im folgenden o.V. [IPO Watch Europe Survey Q2 2007 o.J.] S. 5



größeren Anzahl an börsennotierten, möglichen Vergleichsunternehmen.<sup>441</sup> Die Vereinheitlichung der europäischen und der internationalen Rechnungslegungsvorschriften werden ebenfalls zu einer Verbesserung der Effizienz der Märkte beitragen.

**All diese Entwicklungen sprechen für die vergleichsorientierten  
Verfahren.**

Sobald die Informationsquellen eine weitere Verbreitung finden werden und die Nutzung auch kostengünstiger vorgenommen werden kann, ist auch mit einem weiteren Anstieg dieser Verfahren in Österreich und Deutschland zu rechnen.<sup>442</sup>

---

<sup>441</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002], in: FB 4/2002 S. 209.

<sup>442</sup> Vgl. Barthel [Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren 1996] in: Der Betrieb 4/1996 S. 162.

## 8 Glossar

### Objektive Unternehmensbewertung

Gemäß der objektiven Werttheorie verfügen Gegenstände über einen Wert der ihre Eigenschaften widerspiegelt.<sup>443</sup> Im Rahmen einer objektiven Unternehmensbewertung werden also primär vergangene und gegenwärtige Verhältnisse bewertet.<sup>444</sup> Zukünftige Entwicklungen sowie die subjektiven Erwartungen der bewertenden Person werden nicht mitberücksichtigt. Dem Substanzwert kommt bei diesem Verfahren eine besondere Bedeutung zu.

### Subjektive Unternehmensbewertung

In der subjektiven Werttheorie wird der Wert eines Gutes anhand des Gebrauchswertes bestimmt.<sup>445</sup> Die subjektive Unternehmensbewertung umfasst die subjektiven Ziele, Möglichkeiten und Erwartungen eines Bewertungssubjektes.<sup>446</sup> Der subjektive Unternehmenswert kann als Grenzpreis interpretiert werden. Die Zukunftsbezogenheit einer Unternehmensbewertung wird damit in den Vordergrund gestellt.

### Funktionelle Unternehmensbewertung

Die funktionelle Unternehmensbewertung hat sich aus der Kontroverse zwischen der objektiven und subjektiven Unternehmensbewertung herausgebildet.<sup>447</sup> Der Unternehmenswert wird dabei versucht unter einer gegebenen Zielssetzung und unter Berücksichtigung des Entscheidungsfeldes

---

<sup>443</sup> Vgl. Peemöller in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 4.

<sup>444</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 7. Vgl. auch Widmann in Hölterers (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 79.

<sup>445</sup> Vgl. Peemöller in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 6.

<sup>446</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997], S. 7f. Vgl. auch Widmann in Hölterers (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002], S. 79.

<sup>447</sup> Vgl. Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 2007], S. 9.

des Bewertenden abzuleiten.<sup>448</sup> Die funktionelle Unternehmensbewertung ist die Basis für die Abgrenzung nach den Bewertungsfunktionen. Eine Bewertung wird damit abhängig vom Zweck.

### **Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland**

Das Institut der Wirtschaftsprüfer Deutschland ist eine freiwillige Vereinigung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften Deutschlands mit der Aufgabe der Interessensvertretung der deutschen Wirtschaftsprüfer auf nationaler und internationaler Ebene.<sup>449</sup>

### **2-Phasenmodell**

Die Prognose der zukünftigen Erträge ist ein zentrales Problem im Rahmen einer zukunftsbezogenen Unternehmensbewertung.<sup>450</sup> Abhilfe schafft in diesem Zusammenhang die Phasen Methode, die eine Zerlegung des Planungszeitraumes in unterschiedliche Phasen vorsieht. In den meisten Fällen wird eine 2 Phasenplanung vorgenommen. Die erste Phase umfasst einen überschaubaren Zeitraum von drei bis fünf Jahren, die eine detaillierte Planungsrechnung umfasst. Die 2. Phase beruht im Großen und Ganzen auf einer pauschalen Fortschreibung der detaillierten Planung aus der ersten Phase.

### **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**

Um einen möglichst marktgerechten und subjektiven Risikozuschlag im Rahmen der Bewertung zu ermitteln, bedienen sich die DCF Verfahren des CAPM.<sup>451</sup> Das CAPM ist ein Modell aus der modernen Portfoliotheorie.<sup>452</sup> Ziel

---

<sup>448</sup> Vgl. Peemöller in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 7f.

<sup>449</sup> Vgl. o.V. [IDW Wir über uns 2007], o.S.

<sup>450</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Mandl/Rabl in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 58.

<sup>451</sup> Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 290f.

<sup>452</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Pankoke/Petersmeier in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005,], S. 107. Vgl. auch

diese Models ist es, die Preisbildung von risikobehafteten Investitionen auf dem Kapitalmarkt zu erklären. Gemäß dem CAPM ergibt sich die Rendite eines Wertpapiers in Abhängigkeit von dessen Risiko. Das Risiko im Rahmen des CAPM erfasst nur das systematische (unvermeidbare) Risiko. Das unsystematische Risiko kann durch Diversifizierung verdrängt werden. Die Renditeerwartung der Eigenkapitalgeber für eine risikobehaftete Anlage setzt sich zusammen aus dem risikolosen Zinssatz, und einer Risikoprämie für jede Einheit an übernommenem systematischem Risiko.

### **Tax Shield**

Die Kapitalstruktur eines Unternehmens hat Einfluss auf den Unternehmenswert.<sup>453</sup> Die Zinsaufwendungen die aufgrund einer Fremdfinanzierung verursacht werden, führen zu einer Reduzierung der steuerlichen Bemessungsgrundlage und reduzieren damit die Steuerlast. Diese Steuerersparnis beeinflusst den Unternehmenswert und muss daher berücksichtigt werden.<sup>454</sup>

### **Zirkularitätsproblem**

Bei der Anwendung des WACC-Ansatzes im Rahmen des DCF-Verfahrens ergibt sich das Problem, dass für die Berechnung der gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten der Wert des Eigenkapital und des Fremdkapitals bereits bekannt sein müssen.<sup>455</sup> In der Literatur werden vor allem zwei Methoden zur Lösung dieses Problems verwendet.<sup>456</sup> Einmal durch Festlegung einer marktgewichteten Zielkapitalstruktur oder mittels mathematischer Iteration.

---

Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 290f.

<sup>453</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Müller [Die steuerliche Ungleichbehandlung von Kapitalgesellschaften 2007], in: FB 7-8/2007, S. 419.

<sup>454</sup> Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 272.

<sup>455</sup> Vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005], S. 274.

<sup>456</sup> Vgl. hierzu und im folgenden Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005], S. 78.

**DVFA - Methode**

Diese Methode hat das Ziel eine möglichst objektive Beurteilung der Ertragskraft eines Unternehmens, unabhängig von den Rechnungslegungsvorschriften festzulegen, um unter anderem eine international bessere Vergleichbarkeit der Unternehmen herzustellen, aber auch um eine geeignete Ausgangsgröße für eine Kursbeurteilung zu erhalten.<sup>457</sup>

---

<sup>457</sup> Vgl. hierzu und im folgenden o.V. [Ergebnis nach DVFA/SG o.J], o.S.

## Literaturverzeichnis

### Fachbücher

#### **Achleitner/Nathusius [Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen 2004]**

Achleitner, Ann-Kristin/Nathusius; Eva: Venture Valuation – Bewertung von Wachstumsunternehmen. Klassische und neue Bewertungsverfahren mit Beispielen und Übungsaufgaben, 1.Auflage, Kösel Krugzell 2004.

#### **Auer [IAS versus. HGB 1999]**

Auer, Kurt: IAS versus. HGB, Ein Vergleich für Einzel- und Konzernabschluss, 1, Auflage, Wien 1999.

#### **Ballwieser [Unternehmensbewertung 2004]**

Ballwieser, Wolfgang: Unternehmensbewertung Prozesse, Methoden und Probleme. 2 Auflage, München 2004.

#### **Ballwieser [Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion 1990]**

Ballwieser, Wolfgang: Unternehmensbewertung und Komplexitätsreduktion, 3.Auflage, Wiesbaden 1990.

#### **Behlinger/Vahl [Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis 1992]**

Behlinger, Bernhard/Vahl, Günther: Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis, 2. Auflage, Wiesbaden 1992.

#### **Behringer [Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe 2004]**

Behringer, Stefan: Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe. Betriebswirtschaftliche Verfahrensweisen, 3. Auflage, Berlin 2004.

#### **Damodaran [The dark side of valuation 2001]**

Damodaran, Aswath: The dark side of valuation. Valuing Old Tech, New Tech, and New Economy Companies, 1 Edition, London u.a. 2001.

**Eiffe/Mölzer [Mergers & Acquisitions 1993]**

Eiffe, Franz/Mölzer, Wolfgang: Mergers & Acquisitions: Leitfaden zum Kauf und Verkauf von Unternehmen, 1. Auflage, Wien 1993.

**Haeseler/Kros [Unternehmensbewertung 2002]**

Haeseler, Herbert/Kros, Franz: Unternehmensbewertung – Grundlagen der Bewertung von Unternehmen und Beteiligungen, 1. Auflage, Wien 2002.

**Helbling [Unternehmensbewertung und Steuern 1998]**

Helbling, Carl: Unternehmensbewertung und Steuern in Theorie und Praxis, insbesondere die Berücksichtigung der Steuern aufgrund der Verhältnisse in der Schweiz und in Deutschland, 9. Auflage, Düsseldorf 1998.

**Hommel/Braun [Fallbuch Unternehmensbewertung 2002]**

Hommel, Michael/Braun, Inga [Fallbuch Unternehmensbewertung, 1. Auflage, Frankfurt 2002.

**Hommel/Braun [Unternehmensbewertung case by case 2005]**

Hommel, Michael/Braun, Inga: Unternehmensbewertung case by case, 1. Auflage, Frankfurt am Main 2005.

**Kleber [Prognoseprobleme in der Unternehmensbewertung 1989]**

Kleber, Peter: Prognoseprobleme in der Unternehmensbewertung, 1. Auflage, Wiesbaden 1989.

**Krolle/Schmitt/Schwetzler [Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung 2005]**

Krolle, Sigrid/Schmitt, Günter /Schwetzler Bernhard: Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung. Anwendungsbereiche, Problemfälle, Lösungsalternativen, 1. Auflage, Stuttgart 2005.

**Kuhner/Maltry [Unternehmensbewertung 2006]**

Kuhner, Christoph/Maltry, Helmut: Unternehmensbewertung, 1. Auflage, Berlin, Heidelberg 2006.

**Mandl/Rabl [Unternehmensbewertung 1997]**

Mandl, Gerwald/Rabl, Klaus: Unternehmensbewertung. Eine praxisorientierte Einführung, 1. Auflage, Wien 1997.

**Matschke/Brösel [Unternehmensbewertung 2005]**

Matschke, Jürgen/Brösel, Gerrit: Unternehmensbewertung. Funktionen – Methoden – Grundsätze, 1. Auflage, Wiesbaden 2005.

**Moxter [Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung 1983]**

Moxter, Adolf: Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2. Auflage, Wiesbaden 1983.

**Olfert/Reichel [Investition 2006]**

Olfert, Klaus /Christoph, Reichel: Investition, 10. Auflage, Leipzig 2005.

**Perridon/Steiner [Finanzwirtschaft der Unternehmung 1999]**

Perridon, Louis/Manfred, Steiner: Finanzwirtschaft der Unternehmung, 10. Auflage, München 1999.

**Schmalenbach [Beteiligungsfinanzierung 1954]**

Schmalenbach, Eugen: Beteiligungsfinanzierung, 8. Auflage, Köln 1954.

**Schultze [Methoden der Unternehmensbewertung 2003]**

Wolfgang, Schultze: Methoden der Unternehmensbewertung: Gemeinsamkeiten, Unterschiede, Perspektiven, 2. Auflage, Düsseldorf 2003.

**Seefelder [Was ist mein Unternehmen wert? 2006]**

Seefelder, Günther: Was ist mein Unternehmen wert?, 1. Auflage, Bonn 2006.



**Seppelfricke [Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung 2005]**

Seppelfricke, Peter: Handbuch Aktien- und Unternehmensbewertung. Bewertungsverfahren, Unternehmensanalyse, Erfolgsprognose, 2. Auflage, Stuttgart 2005.

**Tichy [Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis 1994]**

Tichy, Geiserich: Unternehmensbewertung in Theorie und Praxis: 1. Auflage, Wien 1994.

**Zeitschriften****Aders/Galli/Wiedemann [Unternehmenswerte auf Basis der Multiplikatormethode? 2000]**

Aders, Christian/Galli, Albert/Wiedemann, Florian: Unternehmenswerte auf Basis der Multiplikatormethode?, in: Der Finanz Betrieb 4/2000 S. 197-204.

**Ballwieser [Eine neue Lehre der Unternehmensbewertung? 1997]**

Ballwieser, Wolfgang: Eine neue Lehre der Unternehmensbewertung? – Kritik an den Thesen von Barthel-, in: Der Betrieb 4/1997 S. 185–191.

**Barthel [Unternehmenswert die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren 1996]**

Barthel, Carl: Unternehmenswert: Die vergleichsorientierten Bewertungsverfahren. Vergleichswert schlägt Ertragswert, in: Der Betrieb, Jg. 49, 4/1996, S. 149-163.

**Barthel [Unternehmenswert: Auswahl der Bezugsgrößen bei Market Multiples 2007]**

Barthel, Carl: Unternehmenswert: Auswahl der Bezugsgrößen bei Market Multiples, in: Der Finanz Betrieb 11/2007 S. 666-674.

**Bausch [Die Multiplikator Methode 2000]**

Bausch, Andreas: Die Multiplikator Methode. Ein betriebswirtschaftlich sinnvolles Instrument zur Unternehmenswert- und Kaufpreisfindung, in: Der Finanz Betrieb 7-9/2000 S. 448-459.

**Beckmann/Meister/Meitner [Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003]**

Beckmann, Christoph/Meister, Jan/Meitner, Matthias: Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis 2003, in :Der Finanz Betrieb 2/2003 S. 103-105.

**Böcking/Nowak [Marktorientierte Unternehmensbewertung 1999]**

Böcking, Hans-Joachim/Nowak, Karsten: Marktorientierte Unternehmensbewertung. Darstellung und Würdigung der marktorientierten Vergleichsverfahren vor dem Hintergrund der deutschen Kapitalmarktverhältnisse, in: Der Finanz Betrieb 8/1999 S. 169-176.

**Berner/Rojahn [Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren 2003]**

Berner, Christian/Rojahn, Joachim: Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren, in: Der Finanz Betrieb 3/2003 S. 155-162.

**Coenenberg/Schultze [Das Multiplikator-Verfahren in der Unternehmensbewertung: Konzeption und Kritik 2002]**

Coenenberg, Adolf/Schultze, Wolfgang: Das Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung: Konzeption und Kritik, in: Der Finanz Betrieb 12/2002 S. 697-703.

**Dombret/Mager/Reinschmidt [Übernahmepremien bei M & A-Transaktionen: Länder vs. Brancheneinfluss 2006]**

Dombret, Andreas/Mager, Ferdinand/Reinschmidt, Timo: Übernahmepremien bei M & A-Transaktionen: Länder vs. Brancheneinfluss, in: Der Finanz Betrieb 12/2006 S. 764-768.

**Goedeckemayer [Europas Banken im Übernahmefieber 2007]**

Goedeckemayer, Karl-Heinz: Europas Banken im Übernahmefieber, in: Bankenmagazin, 08/2007, S. 30-32.

**[IDW S1 2000]**

IDW S1 2000: Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland E.V. Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, verabschiedet vom HFA am 28. Juni 2000, in: Die Wirtschaftsprüfung, Nr. 17, S. 825–842.

**Küting/Eidel [Marktwertansatz contra Ertragswert- und Discounted Cash Flow Verfahren 1999]**

Küting, Karlheinz/Eidel, Ulrike: Marktwertansatz contra Ertragswert- und Discounted Cash Flow-Verfahren 1999], in: Der Finanz Betrieb 9/1999 S. 225-231.

**Küting/Weber/Pilhofer [Umsatzrealisation als modernes bilanzpolitisches Instrumentarium im Rahmen des Gewinnmanagements 2002]**

Küting, Karlheinz/Weber, Claus-Peter/Pilhofer, Jochen: Umsatzrealisation als modernes bilanzpolitisches Instrumentarium im Rahmen des Gewinnmanagements (earnings management). Analyse vor dem Hintergrund der Fälle Comroad und Xerox, in: Der Finanz Betrieb 5/2002 S. 310-329.

**Moser/Auge-Dickhut [Unternehmensbewertung: Der Informationsgehalt von Marktpreisschätzungen auf Basis von Vergleichsverfahren 2003]**

Moser, Ulrich/Stefanie, Auge-Dickhut: Unternehmensbewertung: Der Informationsgehalt von Marktpreisschätzungen auf Basis von Vergleichsverfahren in: Der Finanz Betrieb: 1/2003 S. 11- 22.

**Müller [Die steuerliche Ungleichbehandlung von Kapitalgesellschaften 2007]**

Müller, Jens: Die steuerliche Ungleichbehandlung von Kapitalgesellschaften 2007, in: Der Finanz Betrieb 7-8/2007, S. 415-426.

**Nelles/Rojahn/Berner [Unternehmensbewertungsverfahren im Rahmen von Börsegängen am Neuen Markt 2001]**

Nelles, Michael/Rojahn, Joachim/Berner, Christian: Unternehmensbewertungsverfahren im Rahmen von Börsegängen am Neuen Markt. Eine empirische Untersuchung und kritische Würdigung der gängigen Verfahren, in: Der Finanz Betrieb 5/2001 S. 322-327.

**o.V. [Das ist ihr Unternehmen wert 2007]**

o.V.: Das ist ihr Unternehmen wert 2007, in: Finance Magazin 11/2007 S. 4.

**o.V.: [Das Jahr 2005 und der Jahresbeginn 2006]**

o.V.: Das Jahr 2005 und der Jahresbeginn 2006, in: Die Wiener Börse und ihre Emittenten 06/2006 S. 6-11.

**Peemöller/Meister/Beckmann [Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung 2002]**

Peemöller, Volker/Meister, Jan/Beckmann, Christoph: Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung, in: Der Finanz Betrieb 4/2002 S. 197-208.

**Schuppener/Krause [Unternehmensübernahmen – Auf der Suche nach dem richtigen Preis 2000]**

Schuppener, Jörg/ Krause, Peter: Unternehmensübernahmen – Auf der Suche nach dem richtigen Preis, in: Bankmagazin 05/2000 S. 34-36.

**Schwetzer [Probleme der Multiple-Bewertung 2003]**

Schwetzer, Bernhard: Probleme der Multiple-Bewertung, in: Der Finanz Betrieb 2/2003, S. 79-90.

**Seppelfricke [Moderne Multiplikatorenverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung 1999]**

Seppelfricke, Peter: Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung, in: Der Finanz Betrieb 10/1999 S. 301-307.

**Strauch/Lütke-Uhlenbrock [Unternehmensbewertungsverfahren beim Börsengang an den Neuen Markt]**

Strauch, Joachim/Lütke-Uhlenbrock, Christian: Unternehmensbewertungsverfahren beim Börsengang an den Neuen Markt, in: Der Finanz Betrieb 6/2002 S. 366-376.

**Wullenkord [New Economy Valuation 2000]**

Wullenkord, Axel: Economy Valuation. Moderne Bewertungsverfahren für Hightech-Unternehmen, in: Der Finanz Betrieb 7-9/2000 S. 522–527.

**Aufsätze in Sammelbänden:****Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001]**

Baetge, Jörg/Niemeyer, Kai/Jens, Kümmel: Bewertungsverfahren Teil B. Darstellung der Discounted Cashflow Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel, in: Peemöller, Volker (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 1. Auflage, Herne/Berlin, 2001 S. 264-359.

**Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Baetge, Jörg/Niemeyer, Kai/Kümmel, Jens: Bewertungsverfahren Teil B. Darstellung der Discounted Cashflow Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel, in: Peemöller, Volker (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Herne/Berlin, 2005 S. 268-360.

**Englert in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Englert, Joachim: Sonderaspekte der Unternehmensbewertung, Teil A: Besonderheiten beim Bewertungsobjekt .Bewertung von Steuerberaterkanzleien und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, in: Peemöller, Volker (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Herne/Berlin, 2005 S. 527-539.

**Englert in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Englert, Joachim: Sonderaspekte der Unternehmensbewertung, Teil A: Besonderheiten beim Bewertungsobjekt. Bewertung von Arztpraxen, in: Peemöller, Volker (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Herne/Berlin, 2005 S. 527-539.

**Hayn in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Hayn, Marc: Sonderaspekte der Unternehmensbewertung, Teil A: Besonderheiten beim Bewertungsobjekt . Bewertung von jungen Unternehmen, in: Peemöller, Volker (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Herne/Berlin, 2005 S. 495-525.

**Leitner/Trinkl in Girkinger/Stiegler (Hrsg.) [Mergers & Acquisitions 2001]**

Leitner, Reinhard/Trinkl Andrea: Finanzierung und steuerrechtliche Probleme von M & A, in Girkinger, Willibald/Stiegler, Harald (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Konzeption – Instrumentarium – Fallstudien, Universitätsverlag Rudolf; Linz/Trauner, 2001, S. 295-338.

**Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001]**

Löhnert, Peter/ Böckmann, Ulrich: Bewertungsverfahren Teil E: Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in Volker H. Peemöller (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 1. Auflage, Herne/Berlin, 2001 S. 401-425.

**Löhnert/Böckmann in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Löhnert, Peter/ Böckmann, Ulrich: Bewertungsverfahren Teil E: Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, in Volker H. Peemöller (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Herne/Berlin, 2005 S. 401-428.

**Losbichler in Girkinger/Stiegler (Hrsg.) [Mergers & Acquisitions 2001]**

Losbichler, Heimo: Auftritt der Grossen – Auf der Suche nach der kritischen Unternehmensgrösse, in: Girkinger, Willibald/Stiegler, Harald (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Konzeption – Instrumentarium – Fallstudien; Linz/Trauner, 2001, S. 1-35.

**Mandl in Kofler/Nadvornik/Pernsteiner (Hrsg.) [Betriebswirtschaftliches Prüfungswesen in Österreich 1996]**

Mandl, Gerwald: Discounted Cash-flow Verfahren: Ein Verfahrenvergleich, in: Kofler, Herbert/Nadvornik, Wolfgang/Pernsteiner, Helmut (Hrsg.): Betriebswirtschaftliches Prüfungswesen in Österreich, Festschrift für Karl Vodrazka zum 65. Geburtstag, 1.

Auflagen, Wien, 1996, S. 404-425.

**Mandl/Rabl in: Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2001]**

Mandl, Gerwald/ Rabl, Klaus in: Grundlagen der Unternehmensbewertung. Teil D. Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick), in: Peemöller, Volker (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Herne/Berlin, 2005, S. 50- 84.

**Mandl/Rabl in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Mandl, Gerwald/Klaus, Rabl in: Grundlagen der Unternehmensbewertung Teil D. Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick), in: Peemöller, Volker (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Herne/Berlin, 2005, S. 48-88.

**Mokler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005]**

Mokler, Michael: Ertragswert- und Discounted Cash-flow -Verfahren im Vergleich, in: Schacht, Ulrich/Fackler, Matthias (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung – Grundlagen, Methoden und Fallbeispiele, 1. Auflage, Wiesbaden 2005, 215-235.

**Nadvornik/Strasser in Girkinger/Stiegler (Hrsg.) [Mergers & Acquisitons 2001]**

Nadvornik, Wolfgang/Renate Strasser: Die Bewertung börsennotierter Unternehmen nach dem Discounted-Cash-Flow-Verfahren – Erkenntnisse für die Wertermittlung von KMUs, in: Girkinger, Willibald/Stiegler, Harald (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Konzeption – Instrumentarium – Fallstudien, Linz/Trauner, 2001, S. 109-140.

**Nölle in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Nölle, Jens: Grundlagen der Unternehmensbewertung: Anlässe, Funktionen, Verfahren und Grundsätze, in: Schacht, Ulrich/Fackler, Matthias (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung – Grundlagen, Methoden und Fallbeispiele, 1. Auflage, Wiesbaden 2005, S. 13-31.

**Pankoke/Petersmeiser in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005]**

Pankoke, Tim /Petersmeiser, Kerstin: Der Zinssatz in der Unternehmensbewertung, in: Schacht, Ulrich/Fackler, Matthias (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung – Grundlagen, Methoden und Fallbeispiele, 1. Auflage, Wiesbaden 2005, 103-132.

**Peemöller in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Peemöller, Volker: Grundlagen der Unternehmensbewertung. Teil A: Wert und Werttheorien, in: Peemöller, Volker (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Herne/Berlin, 2005 S. 3-14.

**Peemöller in Peemöller (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Peemöller, Volker: Grundlagen der Unternehmensbewertung. Teil B: Anlässe der Unternehmensbewertung, in: Peemöller, Volker (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 1. Auflage, Herne/Berlin, 2001 S. 17-25.

**Peemöller/Kunowski in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Peemöller, Volker/Kunowski, Stefan: Bewertungsverfahren. Teil A: Ertragswertverfahren nach IDW, in Peemöller, Volker (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Herne/Berlin, 2005 S. 204-262.

**Schacht/Fackler in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch Unternehmensbewertung 2005]**

Schacht, Ulrich/Fackler, Matthias Unternehmensbewertung auf Basis von Multiplikatoren in: Schacht, Ulrich/Fackler, Matthias (Hrsg.): Praxishandbuch Unternehmensbewertung – Grundlagen, Methoden und Fallbeispiele, 1. Auflage, Wiesbaden 2005, S. 237-261.



**Schwarzecker/Spandl in Nemeč/Reicheneder (Hrsg.) [Der Unternehmenskauf und seine Abwicklung in der Praxis 1994]**

Schwarzecker, Josef/Spandl, Friedrich : Unternehmensbewertung als Instrument der Preisfindung, in: Nemeč, Edith/Reicheneder, Thomas (Hrsg.): Der Unternehmenskauf und seine Abwicklung in der Praxis, 1. Auflage, Wien, 1994, S. 73-94.

**Serf in Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Serf, Christoph: Ertragswertverfahren. Eine Einführung, in Schacht, Ulrich/Fackler, Matthias (Hrsg.): Praxishandbuch der Unternehmensbewertung – Grundlagen, Methoden und Fallbeispiele, 1. Auflage, Wiesbaden 2005, S. 155-184.

**Sieben/Maltry in Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Sieben, Günther/Maltry Helmut: Bewertungsverfahren. Teil D: Der Substanzwert der Unternehmung, in: Peemöller, Volker (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Herne/Berlin, 2005, S. 379- 401.

**Widmann in Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 2002]**

Widmann, Bernd : Teil II Bewertung in Hölters, Wolfgang (Hrsg.) : Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs: Grundfragen – Bewertung – Finanzierung – Steuerrecht –Arbeitsrecht – Vertragsrecht – Kartellrecht – Vertragsbeispiele, 4. Auflage, Köln, 1996, S. 71-174.

**Sammelbände****Girkinger/Stiegler (Hrsg.) [Mergers & Acquisitions 2001]**

Girkinger, Willibald/Stiegler, Harald (Hrsg.): Mergers & Acquisitions. Konzeption – Instrumentarium – Fallstudien, Universitätsverlag Rudolf; Linz/Trauner, 2001.

**Hölters (Hrsg.) [Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs 1996]**

Hölters, Wolfgang (Hrsg.) : Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs. Grundfragen – Bewertung – Finanzierung – Steuerrecht –Arbeitsrecht – Vertragsrecht – Kartellrecht – Vertragsbeispiele, 4 Auflage, Dr. Otto Schmiedt Verlag, Köln, 1996.

**Kofler/Nadvornik/Pernsteiner (Hrsg.) [Betriebswirtschaftliches Prüfungswesen in Österreich Jahreszahl]**

Kofler, Herbert/Nadvornik, Wolfgang/Pernsteiner, Helmut (Hrsg.): Betriebswirtschaftliches Prüfungswesen in Österreich, Festschrift für Karl Vodrazka zum 65. Geburtstag, 1. Auflagen, Linde Verlag, Wien, 1996.

**Nemec/Reicheneder (Hrsg.) [Der Unternehmenskauf und seine Abwicklung in der Praxis 1994]**

Nemec, Edith/Reicheneder, Thomas (Hrsg.): Der Unternehmenskauf und seine Abwicklung in der Praxis, Service Fachverlag; Wien, 1994.

**Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2001]**

Volker Peemöller (Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 1. Auflage, Herne/ Berlin 2001.

**Peemöller (Hrsg.) [Handbuch der Unternehmensbewertung 2005]**

Volker Peemöller(Hrsg.): Handbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage, Herne/ Berlin, 2005.

**Schacht/Fackler (Hrsg.) [Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 2005].**

Ulrich Schacht und Matthias Fackler: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung – Grundlagen, Methoden und Fallbeispiele, 1, Auflage, Wiesbaden 2005.

## Internetquellen

### **Arbenz [Unternehmensbewertung durch Market Multiples o.J]**

Arbenz, Beat: Unternehmensbewertung durch Market Multiples, in msmgroup.ch, o.J., Online im WWW unter URL: [www.msmgroup.ch/docsPublications/Aufsatz%20Market%20Multiples.pdf](http://www.msmgroup.ch/docsPublications/Aufsatz%20Market%20Multiples.pdf). [Stand 14.09.2007].

### **Damodaran [Valuation Approaches and Metrics 2006]**

Damodaran, Aswath: Valuation Approaches and Metrics: A survey of the Theory and Evidence, in: Online Papers der Stern School of Business 2006. Online im WWW unter URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> Research and papers, [Stand 10.10.2007].

### **Kraus/Wende [Entwicklung von Multiplikatoren 2003]**

Kraus,Peter/Wende, Volker: Entwicklung von Multiplikatoren, in: O&R Corporate Finance Bulletin Special vom Dezember 2003, Online im WWW unter URL: [www.msmgroup.ch/docsPublications/Aufsatz%20Market%20Multiples.pdf](http://www.msmgroup.ch/docsPublications/Aufsatz%20Market%20Multiples.pdf). [Stand 14.09.2007].

### **o.V. [Barclays kauft ABN Amro 2007]**

o.V: Barclays kauft ABN Amro, in: [www.n-tv.de](http://www.n-tv.de) vom 23.04.2007. Online in WWW unter URL: <http://www.n-tv.de/793718.html>, [Stand 01.09.2007].

### **o.V. [Ergebnis nach DVFA/SG o.J]**

o.V: Ergebnis nach DVFA/SG, in [www.dvfa.de](http://www.dvfa.de) o.J., Online im WWW unter URL: [http://www.dvfa.de/die\\_dvfa/standards/ergebnis\\_nach\\_dvfa/dok/35334.php](http://www.dvfa.de/die_dvfa/standards/ergebnis_nach_dvfa/dok/35334.php) [Stand 08.10.2007]

### **o.V. [IDW Wir über uns 2007]**

o.V.: IDW Wir über uns, in: [www.idw.de](http://www.idw.de) vom Oktober 2007 Online im WWW unter URL: <http://www.idw.de/idw/portal/n281334/n379162/index.jspe>. [Stand 12.11.2007].

### **o.V. [IPO Watch Europe Survey Q2 2007]**

o.V.: IPO Watch Europe Survey Q1 2007 (January – March): Full Analysis, in: IPO Watch Europe Quarter One 2007 veröffentlicht von PriceWaterhouseCoopers. Online im WWW

unter URL: <http://www.ukmediacentre.pwc.com/Content/Detail.asp?ReleaseID=2316&NewsAreaID=2> [Stand 07.11.2007].

#### **o.V. [Kurs Cash Flow Verhältnis o.J.]**

o.V.: Kurs Cash Flow Verhältnis.KCF oder KC/F, in: wirtschaftslexikon24.net o.J., Online im WWW unter URL: <http://www.wirtschaftslexikon24.net/d/kurs-cash-flow-verhaeltnis-kcv-oder-k-cf/kurs-cash-flow-verhaeltnis-kcv-oder-k-cf.htm>

#### **o.V.: [Porsche erhöht VW-Anteile auf über 30 % 2007]**

o.V.: Porsche erhöht VW-Anteile auf über 30%, in: [www.ma-online.de](http://www.ma-online.de) vom 05/2007. Online im WWW unter URL: <http://www.ma-online.de/> Topdeals Mai 2007, [Stand 08.08.2007].

**o.V: [voestalpine AG erreicht 79,2 % an Böhler-Uddeholm AG 2007]** o.V.: voestalpine AG erreicht 79,2 % an Böhler-Uddeholm AG, in: [www.voestalpine.com](http://www.voestalpine.com), vom 07.09.2007. Online in WWW unter URL: [http://www.voestalpine.com/ag/de/ir/adhoc\\_news/voestalpine\\_AG\\_reaches\\_\\_\\_\\_\\_in\\_Boehler-Uddeholm\\_AG.html](http://www.voestalpine.com/ag/de/ir/adhoc_news/voestalpine_AG_reaches_____in_Boehler-Uddeholm_AG.html), [Stand 02.10.2007].

#### **Stock [Cerberus schnappt sich die Bawag 2006]**

Oliver Stock: Cerberus schnappt sich die Bawag, in: [www.handelsblatt.com](http://www.handelsblatt.com) vom 15.12.2006. Online in WWW unter URL: [http://www.handelsblatt.com/news/Unternehmen/Banken-Versicherungen/\\_pv/\\_p/200039/\\_t/ft/\\_b/1185966/default.aspx/cerberus-schnappt-sich-die-bawag.html](http://www.handelsblatt.com/news/Unternehmen/Banken-Versicherungen/_pv/_p/200039/_t/ft/_b/1185966/default.aspx/cerberus-schnappt-sich-die-bawag.html), [Stand 01.09.2007].

#### **Tschöke/Hellmich [Der globale M&A Markt im ersten Quartal 2007]**

Tschöke, Kai /Hellmich, Volkmar: Der globale Markt im ersten Quartal 2007. Quartalsrückblick auf den weltweiten M&A Markt, in: [www.ma-online.de](http://www.ma-online.de) 05/2007. Online im WWW unter URL: [www.ma-online.de/mar/dateien/IC\\_0507.pdf](http://www.ma-online.de/mar/dateien/IC_0507.pdf) [Stand 10.10.2007].

#### **Voss [Übernahmen erreichen neues Rekordniveau im ersten Halbjahr 2007]**

Voss, Inga: Übernahmen erreichen neues Rekordniveau im ersten Halbjahr 2007, in: [www.ma-online.de](http://www.ma-online.de) 07/2007. Online im WWW unter URL: <http://www.ma-online.de/mar/dateien/Halbjahr0707.pdf>. [Stand. 01.10.2007].