

## MULTIPLIKATOREN IN DER TRANSAKTIONSPRAXIS

Im Umfeld des Kaufs und Verkaufs von Unternehmen hat sich in den letzten Jahren eine Rechenart etabliert, die wir hier einmal etwas genauer beleuchten wollen: In finalen Verhandlungsrunden, aber auch schon bei der Abgabe von Angeboten, wird die Wert- oder Preiserwartung für die Anteile eines Unternehmens meist in Vielfachen von bestimmten Bezugsgrößen ausgedrückt. „Wir zahlen fünfmal Betriebsergebnis“ oder „Das Unternehmen ist zurzeit 6x EBITDA wert“ sind häufig zu hörende Aussagen in solchen Situationen. Nur selten wird die Frage gestellt: Wie belastbar sind solche Formeln wirklich?

Zunächst eine einfache Definition: Als „Multiplikatoren“ bezeichnet man Vielfältiger bestimmter, für das Geschäft relevanter Kennzahlen (z. B. Umsatz, EBITDA, EBIT u.a.). Die Rechenart der Multiplikation hat in der Praxis einen hohen Beliebtheitsgrad – sie ist einfach anzuwenden. Das scheint die Komplexität einer ohnehin schon diffizilen Unternehmenstransaktion zu vereinfachen.

### DOCH DIESER SCHEIN TRÜGT.

Leider herrscht bei vielen – offen gesagt oft der Mehrzahl der am Verhandlungstisch sitzenden – Personen reichliche Unkenntnis über die Herkunft der Mul-

tiplikatoren-Methode. Die Folge: Die allzu einfache Multiplikation wird leider oft falsch angewendet. Gerade bei schwierigen Verhandlungen kann das nicht nur zu erheblichen Dissonanzen, sondern letztlich sogar zum Scheitern einer Transaktion führen.

### DIE AM HÄUFIGSTEN ANZUTREFFENDEN PROBLEMFELDER SIND:

- 1) Unkenntnis über die finanzmathematische Herleitung eines Multiplikators.
- 2) Der Multiplikator passt nicht zur Überschussgröße.
- 3) Unterschiedliche Bilanzierungsvorschriften der Unternehmen einer Vergleichsgruppe (Peer Group) führen zu falschen Ergebnissen.
- 4) Marktintransparenz und fehlende Informationen führen zu falscher Schlussfolgerung.

Diese vier Felder wollen wir nun einmal strukturiert beleuchten:

### UNKENNTNIS ÜBER DIE FINANZMATHEMATISCHE HERLEITUNG EINES MULTIPLIKATORS

Multiplikatoren sind grundsätzlich Bestandteile der sog. Marktbewertungsmethode (Market Approach). Neben den in Wissenschaft und Praxis etablierten und häufig angewendeten Ertragswert- und Discounted Cashflow-Methoden (Income

Approach) sind sie ein mögliches Mittel, um die Unternehmensbewertungen im Gesamtbewertungsverfahren darzustellen. Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass Einzelbewertungsverfahren wie z.B. das Substanzwertverfahren (Asset Approach) – neben der Anwendung für steuerliche Zwecke – nur noch zur Validierung der Ergebnisse der vorgenannten Methoden beziehungsweise bei der Bewertung von Unternehmen in Krisen beziehungsweise Insolvenzsituationen zur Anwendung kommen.

Ausgangspunkt der Multiplikatorbewertung ist der Gedanke „Similar Assets should sell at similar Prices“.

In einer von Benchmarking und Best Practices geprägten Zeit ist Vergleichbarkeit ein enorm wichtiger Faktor. Dementsprechend kommt der Identifikation und Zusammenstellung vergleichbarer Preisrelationen eben auch bei der Preisfindung für Unternehmen oder Unternehmensteilen eine zentrale Bedeutung zu. Um diese Vergleichbarkeit herzustellen, wurde das Berechnen von Multiplikatoren eingeführt. Wobei auch hier angemerkt werden muss: Ganz so einfach ist es immer noch nicht.

Denn die Marktbewertungs- oder Multiplikatormethode unterteilt sich je nach Art der Vergleichsdaten in drei Varianten:

Die **Comparable Companies-Methode** greift auf börsengehandelte Vergleichsunternehmen zurück. Die Notierung börsengehandelter Anteilsscheine von Unternehmen können in der Regel als Preise für die Erlangung von Minderheitsanteilen aufgefasst werden, denn der gewöhnliche Handel mit Aktien zielt grundsätzlich nicht auf die Erlangung von Kontrollmöglichkeiten, sondern nur auf eine an der Wertschöpfung beteiligte Anteilseignerschaft. Jedoch können durch entsprechende Zuschläge, die im Rahmen von Untersuchungen von Kontrollprämien ermittelt wurden, auch Rückschlüsse auf den Preis für Mehrheitsanteile gezogen werden. In der Transaktionspraxis kann



die Comparable Companies-Methode bei sachgerechter Anwendung, d. h. insbesondere bei zutreffender Auswahl der Vergleichsunternehmen (diese Auswahl nennt man gemeinhin die „Peer Group“) tatsächlich Hinweise auf den mindestens zu entrichtenden Preis für ein Zielunternehmen liefern. Allerdings ist auch hier zu berücksichtigen, dass es sich bei börsennotierten Anteilen um liquide Werte handelt, die in der Regel sehr kurzfristig an der Börse verkauft werden können. Womit wir bei einem wesentlichen Unterschied zur Preisfindung im Mittelstand wären: Anteile an einer mittelständischen Unternehmung können in der Regel nur mit zeitlichem Aufwand verkauft werden.

Eine weitere Methode ist die **Recent Acquisitions-Methode**, die auf Kaufpreise von zeitnah erfolgten Übernahmen vergleichbarer Unternehmen abstellt und aus diesen entsprechende Multiplikatoren ableitet. Bei Börsentransaktionen liegen hier in der Regel transparente Daten vor. Bei mittelständischen Unternehmen schränkt die begrenzte Verfügbarkeit von Transaktionswerten häufig die Auswahl ein – beziehungsweise macht das Heranziehen von „kürzlichen Transaktionen“ als Vergleichsbasis schwer möglich.

Die dritte verwendete Variante ist die sog. **IPO-Methode** (Initial Public Offering), wo Platzierungspreise von Börseneinführungen im Multiplikator verarbeitet werden. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass insbesondere bei Neuemissionen Banken aus plazierungstaktischen Überlegungen Abschläge einpreisen, um für Investoren eine Investition lukrativ darzustellen. In der Transaktionspraxis findet man die IPO-Methode eher selten.

Bei der Comparable Companies-Methode handelt es sich wie oben bereits beschrieben um Vergleiche mit Börsenpreisen, die oftmals von Kapitalmarktbewegungen, Zugehörigkeit zu Indizes und anderen kapitalmarktspezifischen Faktoren verzerrt werden. Dies alles ist bei der Anwendung der entsprechenden Methode zu beachten.

#### RECHNERISCHE BETRACHTUNG

Betrachtet man die genannten Methoden des so genannten Income Approaches so stellen sich diese finanzmathematisch grundsätzlich wie folgt dar:

$$UW = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{CF_{TV}}{(1+i)^n}$$

$$UW = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{TV}{(1+i)^n}$$

UW = Unternehmenswert  
 CFt = Cashflow zum Zeitpunkt t  
 i = Risikoäquivalenter Zinssatz  
 g = Wachstumsrate  
 TV = Terminal Value (Endwert)

Diese Formel kann im Hinblick auf die Zeitkomponente in zwei Abschnitte unterteilt werden. Den ersten Abschnitt bildet die Phase der Detailplanung; den zweiten Abschnitt bildet der so genannte Terminal Value. Letzter ist von seiner Herkunft her die Annahme einer „ewigen Rente“.

Eine „ewige Rente“ ist ein gleichbleibender Zahlungsstrom, der durch Division mit dem entsprechenden Zinssatz in die mathematische Unendlichkeit fortgeschrieben wird.

Durch einfache Umformung erhält man folgenden Ausdruck:

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

$$UW = E * \frac{1}{i}$$

Hier wird bereits der Multiplikator sichtbar. Nachfolgende Tabelle zeigt bei unterschiedlichen Zinssätzen die jeweiligen Multiplikatoren, die sich aus dieser Gleichung ergeben:

Zinssatz i	entspricht Multiplikator
5,0%	20,00 x
7,5%	13,33 x
10,0%	10,00 x
12,5%	8,00 x
15,0%	6,67 x
17,5%	5,71 x
20,0%	5,00 x

Der Kehrwert des oben verwendeten Kapitalisierungszinssatzes i (=1/i), ergibt eine Zahl, die als Multiplikator (z. B. Kurs-Gewinn-Verhältnis - KGV) im Rahmen der Unternehmensbewertung interpretiert werden kann.

Für die 2. Phase, den Terminal Value, ist ein nachhaltiges Ergebnis, das sich häufig aus den Ergebnissen der vorangegangenen Perioden ableitet zu ermitteln und

mit einem – um einen Wachstumsabschlag reduzierten – Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren. Unterstellt man, dass das nachhaltige Ergebnis aller zukünftigen Perioden (sowohl im Detailplanungszeitraum als auch im Terminal Value) konstant ist, so ermittelt sich der Unternehmenswert nach der Formel für den Barwert einer ewigen Rente.

Auch sollte man bei Anwendung der Multiplikatoren eine Rückwärtsrechnung anstellen und sich fragen, ob der sich so rechnerisch ergebende Zinssatz das angemessene Maß des Risikos für eine Investition in das Unternehmen darstellt. Wird z. B. in Verhandlungen ein Wert von 7,5 als relevanter Multiplikator für einen Enterprise-Value genannt, so entspricht dies einem Zinssatz in der Formel der „ewigen Rente“ von rund 13,3%. Zerlegt man nun den Zinssatz in seine einzelnen Komponenten der unten genannten Formel und auf Basis der bekannten Eigen- und Fremdkapitalrelation, so kann man aus vorhandenen, relativ unstrittigen Parametern die Faktoren der Formel herauslesen, die eventuell zu unterschiedlichen Risikoeinschätzungen führen. Das nachfolgende Beispiel zeigt vereinfachend die Überlegung:

Multiplikator	7,5
Sich hieraus ergebender Zinssatz	13,3%
Fremdkapital (in Währung)	80,0
Eigenkapital (in Währung)	120,0
Hieraus ergibt sich:	
Fremdkapital-Kosten	5,3%
Eigenkapital-Kosten <sup>1</sup>	8,0%
Gegeben sind:	
Risikoloser Zinssatz	4,0%
Marktrisikoprämie	5,0%
Summe	9,00%
Impliziter Beta-Faktor	0,8

<sup>1</sup> Eigenkapital-Kosten = Risikofreier Zins + (Marktrisikoprämie x Beta-Faktor)

An diese grobe Überschlagsrechnung schließt sich eine weitere Frage an: Ist das mit einem Beta-Faktor von 0,8 ausgedrückte Risiko des damit bewerteten Unternehmens geringer als das Risiko des Gesamtmarktes von 1,0?

Mit dieser groben Überschlagsrechnung ist somit ein Multiplikator in seine verschiedenen Komponenten zerlegt und lässt sich so plausibilisieren.

> > >

### DER MULTIPLIKATOR PASST NICHT ZUR ÜBERSCHUSSGRÖSSE.

Auch in der Unternehmensbewertung beziehungsweise Investitionsrechnung gilt der Grundsatz der Äquivalenz. Dieser Grundsatz besagt im Grunde soviel wie: Bei Vertragsbeziehungen müssen Leistung und Gegenleistung oder Ertrag und Risiko immer in einem angemessenen Verhältnis zueinander stehen.

Dieser einfache und jedermann einleuchtende Grundsatz ist auch bei der Anwendung von Multiplikatoren zu berücksichtigen. Daraus ergeben sich bestimmte „Feinheiten“ – hierzu ein Beispiel:

Dem Vorgenannten entsprechend muss somit der Multiplikator im Zusammenhang mit der Wertbasis stehen und umgekehrt. Der einfachste Multiplikator, den man vor Allem aus der Aktienbewertung kennt, ist das so genannte KGV, das Kurs-Gewinn-Verhältnis. In der Bezeichnung dieses Multiplikators sind bereits Überschussgrößen klar ersichtlich. Beim Kurs einer Aktie handelt es sich um den Preis für den jeweiligen Eigenkapitalanteil. Der Kurs einer Aktie ist der Bruchteil des Equity-Values (wirtschaftlicher Wert des Eigenkapitals) des gesamten Unternehmens. Hierbei handelt es sich um einen Wert nach Abzug des Fremdkapitals vom Gesamtunternehmenswert (siehe Schaubild).

Dementsprechend muss die Überschussgröße ebenfalls einen Wert nach Fremd-

kapitalkomponenten (in den Ertragsgrößen dementsprechend nach Zinsaufwendungen) darstellen. Vereinfachend auf die Unternehmensbewertung übertragen bedeutet das Kurs-Gewinn-Verhältnis nichts anderes als ein Equity-Value Multiplikator, nämlich Equity-Value geteilt durch Jahresüberschuss.

Möchte man die Finanzierungsstruktur zunächst unberücksichtigt lassen bzw. vielleicht ebenfalls den durch Abschreibungen dargestellten Modernisierungsgrad des Unternehmens zunächst nicht berücksichtigen, so wählt man die Überschussgrößen EBIT (Earnings before Interest and Taxes = Ergebnis vor Zinsen und Steuern) bzw. EBITDA (Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization = Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (auch auf Firmenwert)). Die hierzu konsistente Wertbasis ist jedoch dann nicht der Equity-Value sondern der Gesamtunternehmenswert, der so genannte Enterprise-Value. Oftmals werden in der Praxis diese Faktoren vertauscht, sodass es zu Multiplikatoren wie Kaufpreis (Equity-Value) / EBIT oder Ähnlichen kommt.

Umsatzmultiplikatoren, die immer nur Enterprise-Value Multiplikatoren darstellen können, werden oftmals verwendet, um einerseits das Geschäftsvolumen in den Verhandlungen mit einzubringen. Darüber hinaus lassen sich Umsatzmultiplikatoren auch bei ertragsschwachen Unternehmen anwenden. Die eigentliche Herkunft kommt jedoch nicht von ertragsschwachen Unternehmen, sondern im Gegenteil von Unternehmen in Branchen, die feste, monopol- oder oligopol-

ähnliche Strukturen aufweisen. Diese Unternehmen haben, entweder aufgrund der Marktstruktur oder im Hinblick auf feste Vergütungsregeln (wie z. B. bei Arztpraxen, Steuerberaterkanzleien oder Ähnlichem) feste Umsatz-Ertrags-Relationen. Wenn beispielsweise in einer Branche eine EBIT-Marge von 15% grundsätzlich erreicht werden kann, so kann man auch einen einfach zu kommunizierenden Umsatzmultiplikator von 1 wählen, entspricht er doch ungefähr dem 6,7-fachen EBIT.

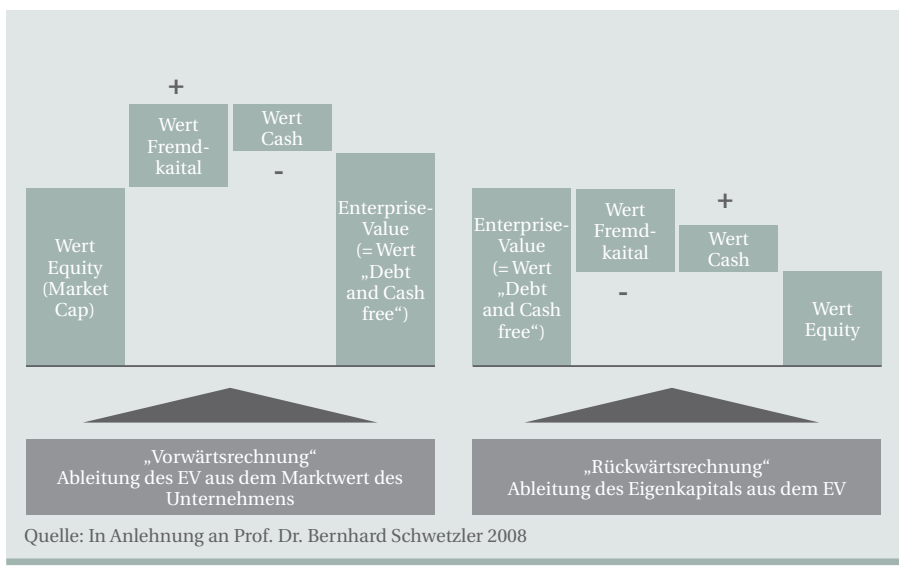
Letztendlich sind nach Auffassung des Verfassers die so angewandten Umsatzmultiplikatoren immer auch angestrebte Ertragsmultiplikatoren. Im Einzelfall gilt es jedoch bei Anwendung zu prüfen, ob die herangezogenen Vergleichsunternehmen tatsächlich vergleichbare Umsatz-Erlös-Strukturen aufweisen. Das wird aufgrund der wenig transparenten Marktdatenlage im Mittelstand schwierig zu zeigen sein.

### UNTERSCHIEDLICHE BILANZIERUNGSVORSCHRIFTEN DER UNTERNEHMEN

Die Aussage, die wir eingangs getroffen hatten: Unterschiedliche Bilanzierungsvorschriften der Unternehmen einer Vergleichsgruppe (Peer Group) führen zu falschen Ergebnissen. Auch dies will erklärt sein:

Insbesondere bei der Anwendung von Umsatzmultiplikatoren, die noch am ehesten aus öffentlich zugänglichen Informationen gewonnen werden können, kommt es zu Fehlinterpretationen: Während im deutschen Handelsrecht Umsätze erst zum Zeitpunkt der Gewinnrealisierung ausgewiesen werden dürfen, werden z. B. im Anlagenbau, nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften, Umsätze bereits bei Erbringung der Leistung ausgewiesen und für den noch nicht erbrachten Leistungsteil entsprechende Rückstellungen gebildet (Percentage of Completion-Methode).

Aus diesen unterschiedlichen Methoden der Bilanzierung ergibt sich erneut ein Vergleichbarkeitsproblem: Bildet man auf einem nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften erstellten Jahresabschluss einen Umsatzmultiplikator und wendet diesen wiederum auf ein Unternehmen, das nach deutschem Handelsgesetzbuch bilanziert an, so er-



geben sich für das deutsche Unternehmen deutlich nachteilige Bewertungen. Entweder ist der Multiplikator zu erhöhen oder die Umsatzgröße des deutschen Unternehmens zu bereinigen. Ebenso sind bei Ergebnismultiplikatoren umfangreiche Bereinigungen vorzunehmen. Auch hier zeigt sich also: Die Bewertung mit Multiplikatoren ist doch nicht so einfach wie angenommen.

#### MARKTINTRANSPARENZ UND FEHLENDE INFORMATIONEN

Das Problem, das wir bereits angesprochen haben: Markttransparenz und fehlende Informationen führen oft zu falschen Schlussfolgerungen.

Auch hierzu eine Erklärung: Bei mittelständischen Transaktionen sind oftmals die Daten von vergleichbaren Unternehmenstransaktionen unvollständig. Meist sind nur die Anteilsquoten und Kaufpreisbandbreiten zu erfahren. Selbst bei Vorliegen des exakten Kaufpreises sind die Garantien und Gewährleistungen im Kaufvertrag nicht bekannt, die den Kaufpreis möglicherweise maßgeblich beeinflusst haben.

Dementsprechend können die sich aus dem Kaufpreis ergebenden Verhältniszahlen / Multiplikatoren nicht unbedingt auf eine andere Transaktion mit unterschiedlicher Gewährleistungs- und Garantiestruktur angewendet werden. Darüber hinaus fehlt auch bei professionellen im M&A-Bereich verwendeten Datenbanken oftmals eine statistisch relevante Zahl von vergleichbaren Transaktionen.

Natürlich: Die Liste der möglichen Unschärfen bei der Anwendung von Multiplikatoren auf mittelständische Transaktionen wäre noch eine ganze Weile fortzuführen. Wir wollen es hier bei der Andeutung weiterer Problemfelder belassen: Beispielsweise, dass die Zusammensetzung des Umsatzes (und daraus resultierend der Erträge) bei einem multinationalen Konzern aus verschiedenen Währungen entsteht. Die für Finanzanalysten relevanten Quartals- oder Jahresabschlusszahlen werden oftmals mit einem Stichtagskurs umgerechnet. Die sich daraus wiederum ableitenden Preise und dementsprechend Multiplikatoren können nur schwer angewendet werden auf ein zwar von der Branche her vergleich-

		Diskontsätze					
		6%	8%	10%	12%	14%	16%
Multiple bzw. Annahme der Jahre	3	2,7x	2,6x	2,5x	2,4x	2,3vx	2,2x
	4	3,5x	3,3x	3,2x	3,0x	2,9x	2,8x
	5	4,2x	4,0x	3,8x	3,6x	3,4x	3,3x
	8	6,2x	5,7x	5,3x	5,0x	4,6x	4,3x
	10	7,4x	6,7x	6,1x	5,7x	5,2x*	4,8x

\* Bei einem Zinssatz von 12% entspricht das 5,2-fache des EBITDA dem Barwert der EBITDA-Zahlungen der nächsten 10 Jahre

bares Unternehmen, das jedoch z. B. nur in einer Währung seine Umsätze erzielt.

#### ERHEBLICHER BEREINIGUNGSAUFWAND

Multiplikatoren finden in der Transaktionspraxis vor allem deshalb so häufige Anwendung, weil sie sehr einfach erscheinen. Bei genauerer Betrachtung fällt auf, dass nicht nur beim Bilden von Vergleichsgruppen börsennotierter Unternehmen (Comparable Companies) oder bei der Betrachtung vergleichbarer Transaktionen (Recent Acquisitions) ein erheblicher Arbeitsaufwand für die Bereinigungsrechnung entsteht – außerordentliche Effekte, die im jeweiligen Bewertungsjahr die Ergebnissituation des Unternehmens außerordentlich beeinflussen, sind zu bereinigen. Darüber hinaus ist ja auch die grundsätzliche Verfälschung des Aktienmarktes zu einem bestimmten Zeitpunkt sowie die Zahlungsmodalitäten bei vergleichbaren Unternehmenstransaktionen zu berücksichtigen. Es ist eben ein Unterschied, ob z. B. ein Minderheitsanteil verkauft wird, eine wesentliche Vertragskomponente ein zu erreichender (oder eben nicht zu erreichender) Earn-out (variabler Kaufbestandteil) ist oder der Kaufpreis in bar oder in eigenen Anteilen beglichen wurde. All die oben aufgeführten und darüber hinausgehenden Faktoren müssen korrekterweise bei der Berechnung eines Vergleichsmultiplikators betrachtet werden. Allzu selten wird das wirklich getan.

Eines der einfachsten und wohl auch schlagendsten Argumente für den vorsichtigen Umgang mit Multiplikatoren wie „x-facher EBIT“ mag jedem einleuchten: Oftmals wird auch der Multiplikator mit der Anzahl der Jahre, die das entsprechende Ergebnis verdient werden muss gleichgesetzt. 5x EBIT wird dann vom Verkäufer gleichgesetzt mit dem Gedanken, dass man das gleiche Ergebnis auch nach fünf Jahren Fortführen der Unternehmertätigkeit erhalten würde und dementsprechend der Multiplikator viel-

leicht doch zu schlecht sei. Ganz abgesehen davon, dass fünf Jahre in der heutigen Zeit eine sehr, sehr lange Zeit sind, verleitet diese allzu vereinfachende Darstellung auch dazu, den Zeitwert des Geldes ebenso außer Acht zu lassen wie die Tatsache des Mittelzuflusses beim Anteilseigner: Während der Kaufpreis dem Erwerber direkt zufließt, ist der EBIT eine Ergebnisgröße, die dem Anteilseigner i.d.R. nicht unmittelbar als Liquidität zur Verfügung steht.

Um auch dies einmal greifbar zu machen zeigt die obenstehende Tabelle welcher Multiplikator bei unterschiedlichen Zinssätzen nach wie vielen Jahren zum entsprechenden Äquivalent führt.

#### Fazit

*Das waren jetzt viele, zugegebenermaßen sehr komplizierte Erklärungen zu einem scheinbar einfachen und von jedem beherrschbaren Thema. Wie sich zeigte, liegen in der allzu vereinfachenden Sicht der Dinge zahlreiche Fallstricke und Risiken.*

*Aus Sicht des Verfassers können Multiplikatoren am Ende einer Vertragsverhandlung, bei Vorliegen von Kaufpreisdifferenzen angewendet werden, um beispielsweise Earn-out-Komponenten zu definieren oder um eine Abstraktion herzustellen, die transaktionsfördernd sein kann. Sie können jedoch die detaillierte Betrachtung des Ertrages und der Liquidität in Form einer Discounted Cashflow-Analyse und -Bewertung nicht ersetzen. Die Tatsache, dass diese Bewertungsmethode in der rechnerischen Ausführung und Darstellung deutlich komplexer ist, gebietet im einen oder anderen Fall zwar, die Ergebnisse dieser Discounted Cashflow-Methode in einen Multiplikator zu transformieren, der wiederum einfacher in der Verhandlungspraxis eingesetzt werden kann. Allerdings nur – und wirklich nur – als Ausdruck einer im Hintergrund gelaufenen soliden und angemessenen Bewertungsmethode! ]*