



Preis ist nicht Wert

Nicht selten werden Übernahmen durch überhöhte Bewertungen nachträglich zum Misserfolg. Alternative Bewertungsmethoden können ein Ausweg sein.

Von Dr. Werner Gleißner

Der individuelle Wert eines Unternehmens für den Verkäufer ist der Geldbetrag, der sich seiner Erwartung nach aus den zukünftigen Erträgen (Cashflows) des Unternehmens ergibt. Dieser Wert bestimmt daher auch seine persönliche Verkaufspreisuntergrenze. Analog bestimmt auch ein potentieller Käufer einen solchen fundamentalen Unternehmenswert, also eine Obergrenze für den Kaufpreis. Im unvollkommenen (realen) Kapitalmarkt mit unterschiedlichen Informationsständen, Restriktionen und Handlungsmöglichkeiten bei Käufern und Verkäufern von Unternehmen dürften die berechneten Werte in der Regel voneinander abweichen. Eine M&A-Transaktion wird nur dann möglich, wenn sich die unter-

schiedlichen Wertvorstellungen von Käufern und Verkäufern zumindest so weit überschneiden, dass eine Einigung erzielt werden kann. Der letztlich vertraglich vereinbarte Transaktionspreis wird – je nach Verhandlungsgeschick – näher an den Wertvorstellungen des Käufers oder Verkäufers liegen.

Für die Bewertung, die „Preisschätzung“ oder Plausibilisierung der Kauf- und Verkaufspreise werden oft sogenannte Multiple-Verfahren verwendet – und gerade seit der Finanzkrise wird nun zunehmend gefragt, ob aus aktuellen Marktpreisen abgeleitete Multiplikatoren tatsächlich eine sinnvolle Bewertung ermöglichen. Zeigen die so ermittelten Schätzungen wirklich angemessene Unternehmenswerte? Beim Multiplikatorverfahren wird eine bestimmte Kenngröße des Unternehmens, mit einem meist branchenspezifischen Faktor multipliziert, ermittelt, der aus Kaufpreisen ähnlicher Unternehmen abgeleitet wird. Als Kenngröße des Unternehmens werden insbesondere EBIT-DA oder EBIT verwendet.

Die Multiplikatorverfahren zeigen aber bestenfalls, welcher Preis für ein Unternehmen voraussichtlich heute am Markt erzielbar ist. Der zukünftig mögli-

che Exitpreis einer Beteiligung bleibt unklar, da er vom (ebenfalls unsicheren) zukünftigen Bewertungsniveau abhängt. Gerade in Phasen spekulativer Überbewertungen an den Kapitalmärkten ist zu befürchten, dass ein aktuell „üblicher“ Preis für Unternehmen zu einem späteren Exitzeitpunkt, wenn das Bewertungsniveau gesunken ist, nicht mehr realisierbar sein wird.

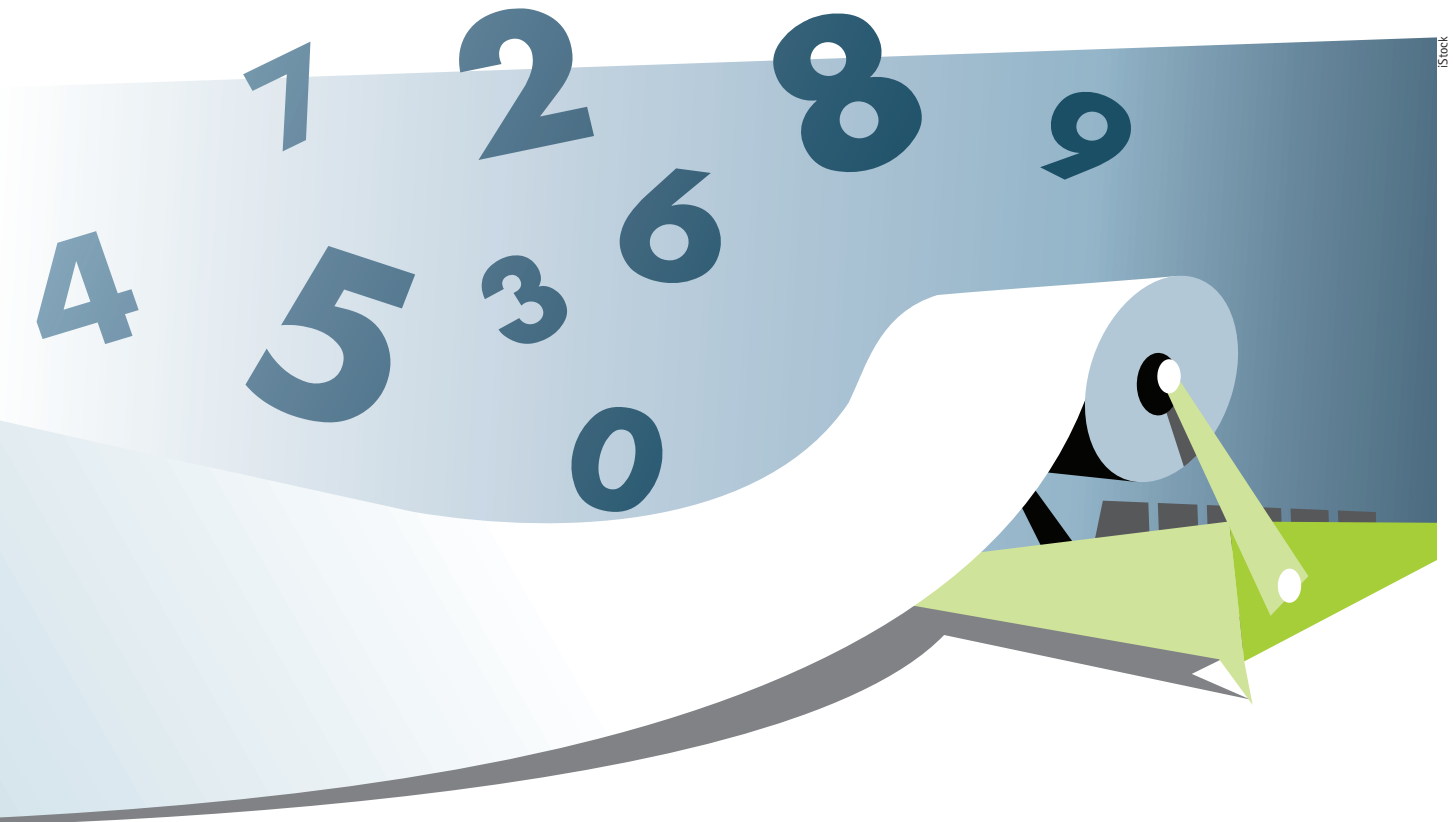
Richtig schätzen

Für die Bestimmung des unsicheren Exitpreises kann man beispielsweise vereinfachend davon ausgehen, dass das betrachtete Unternehmen ab dem Verkaufszeitpunkt eine Zukunftsperspektive im volkswirtschaftlichen Durchschnitt aufweist – mangels anderer Informationen im Allgemeinen eine gute Hypothese. Auf diese Weise kann der Exitpreis mit einem stochastischen Multiplikatorverfahren bestimmt werden, bei dem statt sicherer Werte „Bandbreiten“ der zukünftig möglichen Erträge einfließen.

Es bleiben zwei Quellen für die Unsicherheit hinsichtlich des Exitpreises: zum einen die Situation des Unternehmens

■ Weiterführende Literatur

Gleißner, W. (2011): Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen – Controlling, Unternehmensstrategie und wertorientiertes Management, 2. Auflage, Vahlen



zum Verkaufszeitpunkt, ausgedrückt durch Betriebsergebnis und Nettoverbindlichkeiten, und zum anderen das zukünftige Bewertungsniveau, das auch von volkswirtschaftlichen Variablen wie dem risikolosen Zinssatz und der Marktrisiko-prämie abhängt. Die Unsicherheit bezgl. des Betriebsergebnisses ist abhängig von den unternehmerischen Chancen und Gefahren (Risiken), die Abweichungen von den Planwerten auslösen können. Diese Risiken müssen identifiziert, quantifiziert und mittels Simulation aggregiert werden. Bei einer derartigen Simulation wird eine große, repräsentative Zahl möglicher Zukunftsszenarien berechnet und ausgewertet, um so die Bandbreite der Ertragsentwicklung und der damit möglichen Exitpreise zu bestimmen.

Die Obergrenze des für einen Käufer akzeptablen Kaufpreises ergibt sich aus der risikogerechten Diskontierung des unsicheren Exitpreises. Die Grundidee einer risikogerechten (simulationsbasierten) Bewertung bei Kenntnis der Bandbreite des zukünftigen Exitpreises folgt einer einfachen Logik: Mehr Risiko führt zu potentiell mehr (negativen) Planabweichungen („Eigenkapitalbedarf“), was höhere Kapitalkosten (Diskontierungszinssatz) und da-

mit einem niedrigeren fundamentalen Wert zur Folge hat.

Besser informiert

Traditionelle, kapitalmarkt-basierte Verfahren sind nur anwendbar, wenn überhaupt Kapitalmarktinformationen vorliegen und die (historischen) Aktienrenditen, wie sie sich im Betafaktor des CAPM widerspiegeln, die zukünftigen Risiken des Unternehmens tatsächlich adäquat beschreiben. In der Realität ist dagegen zu erwarten, dass der Bewertende aus der Due Diligence mehr Informationen besitzt (z.B. bezüglich der Risiken), als am Kapitalmarkt verfügbar sind.

Bei der Bewertung von Unternehmen sollte also explizit zwischen dem fundamentalen Wert, der sich unter Berücksichtigung sämtlicher verfügbare Informationen berechnen lässt, und potentiellen Marktpreisen, die bestenfalls den Informationsstand des Kapitalmarkts zeigen und auch dessen jeweiliges Bewertungsniveau widerspiegeln, unterschieden werden. Der maximal akzeptable Kaufpreis ist dabei für einen Finanzinvestor in der Regel das Minimum dieser beiden Werte.

Im Allgemeinen kann man insbesondere bei Finanzinvestoren davon ausgehen, dass in der Zukunft ein Weiterverkauf des Übernahmeobjekts vorgesehen ist. Daher ist eine Abschätzung des künftig möglichen Verkaufspreises notwendig, was eine Prognose zur Bandbreite der zukünftigen Erträge und des zukünftig realistischen Bewertungsniveaus, ausgedrückt in einem Bewertungs-Multiple, erfordert. Nur ein derart zukunftsorientiertes Verfahren kann gewährleisten, dass bei einer temporären Überbewertung am Aktienmarkt, die meist alle Unternehmen einer Peergroup trifft, keine Preise bezahlt werden, die später beim „Exit“ nicht mehr realisiert werden können. ||



Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG in Leinfelden-Echterdingen.

kontakt@FutureValue.de