

SEMINARARBEIT

Fernuniversität Hagen

Fakultät für Wirtschaftswissenschaft

Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Unternehmensgründung und
Unternehmensnachfolge

Univ.-Professor Dr. habil. Thomas Hering

„Die Multiplikatormethoden aus Sicht der funktionalen Bewertungslehre“

Themenausgabe: 7. September 2011

Themenabgabe: 7. November 2011

Dr.-Ing. Olaf Kintzel, Batroper Str. 13, 58765 Aachen, *12.12.1981

Tel.: 0177-2123457

E-Post: olaf.kintzel@net-income.de

Matr.-Nr.: 293492

Inhaltsverzeichnis

Symbolverzeichnis	3
1 Einleitung	4
2 Begriffliche Bestimmungen	4
2.1 Das Unternehmen	4
2.2 Die Unternehmensbewertung	5
3 Verschiedene Konzepte in der Unternehmensbewertung	5
3.1 Die objektive Unternehmensbewertungslehre	5
3.2 Die subjektive Unternehmensbewertungslehre	6
3.3 Die funktionale Unternehmensbewertungslehre	6
3.3.1 Grundlagen	6
3.3.2 Die Hauptfunktionen der funktionalen Bewertungslehre	7
3.3.3 Die Nebenfunktionen der funktionalen Bewertungslehre	8
4 Typische Methoden in der Unternehmensbewertung	8
4.1 Substanz- und Liquidationswert	9
4.2 Zukunftserfolgswertverfahren	10
4.3 Vergleichsverfahren	10
5 Multiplikatormethoden in der Unternehmensbewertungslehre	11
5.1 Grundlagen	11
5.2 Analyse des Zielunternehmens und Auswahl der Referenzunternehmen	14
5.3 Vorstellung gängiger Multiplikatormethoden	15
5.3.1 Equity-Verfahren (Marktkapitalisierung als Wertgröße)	15
5.3.1.1 Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	15
5.3.1.2 Das „Price-earnings-growth-ratio“ (PEG-Ratio)	15
5.3.1.3 Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)	16
5.3.1.4 Das Kurs-„Cashflow“-Verhältnis (KCFV)	16
5.3.2 Entity-Verfahren („Enterprise value“ (EV) als Wertgröße)	17
5.3.2.1 Entity-Verfahren auf Basis des Umsatzes („Sales“)	17
5.3.2.2 Entity-Verfahren auf Basis des EBIT	17
5.3.2.3 Entity-Verfahren auf Basis der EBDIT, EBITDA, EBITDAR	18
5.3.3 Nicht-finanzielle Bezugsgrößen als Werttreiber	18
5.4 Verdichtung der Werte	18
5.5 Zu- und Abschläge	19
6 Die Multiplikatormethode in der funktionalen Bewertungslehre	19
Literaturverzeichnis	21

Symbolverzeichnis

EBIT	„Earnings before interest and taxes“ , Operativer Verdienst vor Zinsen und Steuern
EBDIT	„Earnings before interest, taxes and depreciation“ , Operativer Verdienst vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (SA)
EBITDA	„Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization“ , Operativer Verdienst vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen (SA) und Amortisation (Geschäftswert)
EBDITAR	„Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization and rental costs“ , Operativer Verdienst vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen (SA) Amortisation (Geschäftswert) und Leasingkosten
JÜ	Jahresüberschuss (nach Rechnungslegungsvorschriften)
EK	Eigenkapital
FK	Fremdkapital
LM	Liquide Mittel
EW	Equity-Wert
M	Multiplikator
BG	Bezugsgröße
WG	Wertgröße
BO	Bezugsobjekt
VU	Vergleichsunternehmen
EV	„Enterprise value“ , Gesamtunternehmenswert mit Fremdkapital
KBV	Kurs-Buchwert-Verhältnis, P/B „Price-book-ratio“
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis, P/E „Price-earnings-ratio“
KCFV	Kurs-Cashflow-Verhältnis
PEG-Ratio	„Price-earnings-growth-ratio“
CCA	„Comparative Company Approach“
RAM	„Recent Acquisitions Method“
IPOM	„Initial Public Offering Method“
SPCM	„Similar Public Company Method“

1 Einleitung

Die vorliegende Seminararbeit stellt eine spezielle Form der Unternehmensbewertung vor, die auf so genannten Multiplikatormethoden beruht und ordnet sie funktionell im Rahmen der funktionalen Unternehmensbewertungslehre ein. Die Arbeit gliedert sich in sechs Abschnitte. Nach einer kurzen Einführung der Begriffe „Unternehmen“ und „Unternehmensbewertung“ wird auf die grundlegenden Konzepte der Unternehmensbewertung eingegangen. Dabei wird insbesondere die funktionale Unternehmensbewertungslehre näher beschrieben und im Lichte ihrer speziellen Haupt- und Nebenfunktionen beleuchtet. Nachfolgend werden die gebräuchlichsten Multiplikatormethoden vorgestellt und diese abschließend im Rahmen der funktionalen Bewertungslehre kritisch gewürdigt.

2 Begriffliche Bestimmungen

2.1 Das Unternehmen

Ein Unternehmen als Wirtschaftseinheit ist ein auf Dauer angelegtes wirtschaftliches Gebilde, das sozial, technisch, organisatorisch, finanziell und rechtlich eine Einheit darstellt¹ und einen bestimmten Betriebszweck verfolgt (z.B. Produktion bestimmter Güter oder Angebot von Dienstleistungen). Oder prägnanter: „Unternehmen sind zweckgerichtete Kombinationen von materiellen und immateriellen Werten, durch deren Zusammenwirken finanzielle Überschüsse erwirtschaftet werden sollen.“²

Wirtschaftliches Agieren basiert auf wirtschaftlicher Entscheidungsfreiheit, die einen finanziellen Freiraum durch eine ausreichende Menge an liquiden Mitteln (finanzielle Zahlungsfähigkeit) sowie einer angemessenen Ausstattung an Eigenkapital voraussetzt (keine Überschuldung). Um Überschüsse zu erwirtschaften und die finanzielle Solidität nachhaltig zu gewährleisten, muss das Unternehmen in der Lage sein, einen Mehrwert zu schaffen, d.h. Wachstum oder eine Wertschöpfung zu generieren, deren Wert der zu Grunde liegenden Vorleistungen vermehrt. „Der Wert eines Unternehmens wird deshalb nicht durch die Werte der einzelnen Bestandteile des Vermögens

¹Vgl. *MATSCHKE, BRÖSEL* Unternehmensbewertung (2007), S. 12.

²Institut der Wirtschaftsprüfer, IDW S 1 (2008), S. 72, 4.2.

und der Schulden bestimmt, sondern durch das Zusammenwirken aller Werte“³

2.2 Die Unternehmensbewertung

Im Rahmen einer Unternehmensbewertung wird ein Unternehmen als Ganzes oder ausgewählte Unternehmensteile bewertet. Anlässe für eine Unternehmensbewertung können Konfliktsituationen sein, bei denen eine Änderung der Eigentumsverhältnisse angestrebt wird. Beispiele dafür sind Unternehmenstransaktionen vom Typ Kauf/Verkauf, vom Typ Fusion/Spaltung oder Eigentümerstrukturänderungen, wie sie sich z.B. bei einem Ausscheiden eines Gesellschafters einer Personengesellschaft ergeben können. Zwecke der Unternehmensbewertung, bei denen keine Änderung der Eigentümerverhältnisse angestrebt wird, werden unter den so genannten Nebenfunktionen der Unternehmensbewertung zusammengefasst, worauf in Abschnitt 3.3.3 noch näher eingegangen wird.

In all diesen Fällen existiert das beinahe unüberwindliche Problem, das wirtschaftlich vielfältige Bewertungsobjekt Unternehmen in einen eindimensionalen Wert bzw. Preis und/oder Grenzpreis zu überführen. Eine Unternehmenstransaktion vom Typ Kauf/Verkauf ist nur wirtschaftlich vorteilhaft, wenn der gebotene Preis eines präsumtiven Käufers höher ist als der geforderte Preis des präsumtiven Verkäufers.

3 Verschiedene Konzepte in der Unternehmensbewertungslehre

3.1 Die objektive Unternehmensbewertungslehre

Bis in die 1960'er Jahre hinein, war die objektive Unternehmensbewertung vorherrschend. Sie basiert auf einer Objektbezogenheit sowie einer Entpersonifizierung und beruht auf einer Gegenwarts- bzw. Vergangenheitsorientierung. Hier sollte der *„Wert eines Unternehmens möglichst losgelöst von konkreten Bezugspersonen als Bewertungsinteressenten und auf Basis von Faktoren ermittelt werden, die von „jedermann“ realisiert werden können.“*⁴

³Institut der Wirtschaftsprüfer, IDW S 1 (2008), S. 72, 4.2.

⁴MATSCHKE, BRÖSEL Unternehmensbewertung (2007), S. 12.

3.2 Die subjektive Unternehmensbewertungslehre

Ab Mitte der 1960'er Jahre wurde im Rahmen der subjektiven Unternehmensbewertungslehre speziell auf die subjektive Planung und Vorstellung eines konkreten Bewertungsinteressenten fokussiert.⁵ Sie basiert auf einer Subjektivität, einer Zukunftsbezogenheit und einer Gesamtbewertung. Subjektivität bedeutet, dass das Entscheidungsfeld durch vom Bewertungssubjekt bestimmbare Einflussgrößen bestimmt wird. Berücksichtigung finden somit positive oder negative Verbundeffekte, spezielle Verwertungsmöglichkeiten oder -beschränkungen sowie individuelle Kapitalverwertungs- und -beschaffungsmöglichkeiten.⁶ Das Prinzip der Gesamtbewertung beruht auf der Ansicht, dass der Unternehmenswert nicht allein von der Summe der Einzelwerte, sondern ganz stark von den individuellen Wertsteigerungspotenzialen bestimmt ist und sich somit im Hinblick auf zukünftige Gestaltungsmöglichkeiten des Subjekts als Zukunftserfolgswert ermitteln lässt.

3.3 Die funktionale Unternehmensbewertungslehre

3.3.1 Grundlagen

Seit der 1970'er Jahre wurden beide Entwicklungslinien faktisch vereint zur funktionalen Unternehmensbewertungslehre, die neben den Grundsätzen der subjektiven Unternehmensbewertungslehre nun auch eine Zweckabhängigkeit umfasste. Sie wurde durch zwei Arbeitskreise maßgeblich geprägt: dem Arbeitskreis der SCHMALENBACH-Gesellschaft, der die so genannte Kölner Funktionenlehre etablierte und dem Arbeitskreis des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW). Das IDW führte im Speziellen drei wesentliche Funktionen ein: Der Wirtschaftsprüfer soll zunächst in der Position eines neutralen Gutachters einen „objektivierten“ Unternehmenswert bestimmen, der einen intersubjektiv nachprüfbaren Zukunftserfolgswert aus Sicht der Anteilseigner darstellen soll. „Dieser ergibt sich bei Fortführung des Unternehmens auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts [...]“⁷ unter Berücksichtigung aller realistisch zu erwartenden Zukunftserwartungen. Erst dann soll auf Grundlage dieser Bewertung der Wirtschaftsprüfer als Berater auftreten können und einen subjektiven Wert ermitteln, der auch subjektbezogene Einflussgrößen berücksichtigt. Desweiteren ist

⁵Vgl. MATSCHKE, BRÖSEL Unternehmensbewertung (2007), S. 18.

⁶Vgl. MATSCHKE, BRÖSEL Unternehmensbewertung (2007), S. 18.

⁷Institut der Wirtschaftsprüfer, IDW S 1 (2008), S. 73, 4.4.2.

die Funktion des Schiedsgutachters und Vermittlers verankert. Nach der integrativen Sicht der Kölner Funktionenlehre wird hingegen eine allgemeinere Zweckbestimmtheit der Unternehmensbewertung propagiert, die sich nach bestimmten Haupt- und Nebenfunktionen richtet, die je nach Zweckbestimmung unterschiedliche Verfahren der Unternehmensbewertung nach sich ziehen. Diese Sicht der funktionalen Bewertungslehre wird im Folgenden eingenommen.

3.3.2 Die Hauptfunktionen der funktionalen Bewertungslehre

Man unterscheidet drei wesentliche Hauptfunktionen:

1. Die Entscheidungsfunktion,
2. Die Vermittlungsfunktion,
3. Die Argumentationsfunktion.

Der Entscheidungswert ist jener Wert, der gemessen an der günstigsten Alternativanlage den Nutzwert der Durchführung der Unternehmenstransaktion gerade nicht mindert und definiert als Grenzpreis die Grenze der Konzessionsbereitschaft des Bewertungssubjekts.⁸ Der Grenzzinsfuß ist dabei der Zinsfuß der Alternativanlage, die zuletzt verdrängt werden müsste, um globale Indifferenz zur Unternehmenstransaktion zu erhalten. Er bezieht die realen Gegebenheiten des Kapitalmarkts und der eigenen Finanzierungsmöglichkeiten sowie der potenziellen Realisierbarkeit von individuellen Verbundeffekten ins Kalkül mit ein.⁹ Dieser Entscheidungswert stimmt nicht mit dem subjektiven Unternehmenswert nach IDW S 1 überein, da die dort vorgeschlagenen Methoden der Barwertverfahren aus Sicht führender Vertreter der funktionalen Unternehmensbewertungslehre lediglich Argumentationswerte ermitteln können.¹⁰

Der Vermittlungs- oder Arbitriumwert ist ein von einem unparteiischen Gutachter vorgeschlagener Wert, der bei einer Konfliktlösung für beide Parteien akzeptabel ist und beiderlei Interessen wahrt.¹¹

⁸Vgl. *MATSCHKE, BRÖSEL* Unternehmensbewertung (2007), S. 51.

⁹Vgl. *HERING* Unternehmensbewertung (2006).

¹⁰Vgl. *HERING, BRÖSEL* (2004), S. 937 ff.

¹¹Vgl. *MATSCHKE, BRÖSEL* Unternehmensbewertung (2007), S. 51.

Der Argumentationswert ist ein Wert, der in Vertragsverhandlungen eingebracht wird, um bei gleichzeitiger Tarnung des eigenen Entscheidungswertes möglichst weit an die Konzessionsgrenze des Verhandlungspartners heranzukommen und einen wirtschaftlichen Vorteil zu erlangen.¹² Er setzt Verfahren voraus, die allgemein akzeptiert sind und beherrscht werden. Aufgrund einer flexiblen Wahl der Kapitalisierungszinsfüße und der zukünftigen geldwerten Zuflüsse eignen sich insbesondere die gängigen Barwertverfahren als aber auch Multiplikatorverfahren¹³ für diesen Zweck.

3.3.3 Die Nebenfunktionen der funktionalen Bewertungslehre

Nebenfunktionen sind solche, bei denen keine Änderung von Eigentumsverhältnissen angestrebt wird. Nach der Kölner Funktionenlehre zählen dazu:¹⁴

1. Informationsfunktion,
2. Steuerbemessungsfunktion,
3. Vertragsgestaltungsfunktion.

Jedoch besteht keine Einigung über Anzahl und Inhalt der Nebenfunktionen. So unterscheidet z.B. BRÖSEL 8 verschiedene Nebenfunktionen.¹⁵

4 Typische Methoden in der Unternehmensbewertung

Man unterscheidet vier wesentliche Methoden in der Unternehmensbewertung. Ein Ansatz basiert entweder auf der Annahme einer teilweisen oder vollkommenen Reproduktion des reinen Unternehmensvermögens, die den Substanzwert definiert, oder auf der Annahme einer alsbaldigen Zerschlagung des Unternehmens, welche auf den Liquidationswert führt. Die zweite hier vorgestellte Methode umfasst die so genannten Vergleichsverfahren. Demnach wird anhand eines Vergleichs bestimmter Bezugsgrößen zwischen einem Zielunternehmen und einer Reihe von Referenzunternehmen ein annähernder Marktwert ermittelt. Die dritte Gruppe bilden die Zukunfterfolgswertverfahren, die auch Barwertverfahren genannt werden, nach denen

¹²Vgl. MATSCHKE, BRÖSEL Unternehmensbewertung (2007), S. 51.

¹³KROLLE et al. Multiplikatorverfahren (2005)

¹⁴Vgl. MATSCHKE, BRÖSEL Unternehmensbewertung (2007), S. 24.

¹⁵Vgl. MATSCHKE, BRÖSEL Unternehmensbewertung (2007), S. 65 ff.

zukünftig ausschüttbare Geldzuflüsse mit einem bestimmten Kalkulationszinsfuß auf den momentanen Zeitpunkt diskontiert werden. Die vierte Klasse kann als das vielleicht aussagekräftigste Modell der Unternehmensbewertung angesehen werden, der sich allerdings aufgrund seiner formalen Komplexität eher für die Ermittlung eines subjektiven Entscheidungswertes eignet. Hier wird ein Totalmodell gelöst, welches die realen Gegebenheiten des Kapitalmarkts und der eigenen Kapitalanlage- und -aufnahmemöglichkeiten sowie potenzielle individuelle Verbundeffekte ins Kalkül mit einbezieht. Ein Totalmodell kann durch die Methode der linearen Programmierung gelöst werden. Ziel ist es, den genauen Grenzpreis im Zustand der globalen Indifferenz zwischen der bestmöglichen Alternativanlage und jener unter Einschluss der Unternehmenstransaktion zu bestimmen.¹⁶

4.1 Substanz- und Liquidationswert

Gemäß dem Substanzwert wird der Reproduktionswert des Unternehmens oder seiner Unternehmensteile gesucht, indem die betriebsnotwendigen Vermögengegenstände mit ihren Wiederbeschaffungspreisen bewertet werden abzüglich der Schulden.¹⁷ Man unterscheidet den Teilreproduktionswert, der im Ganzen nur die greifbaren, materiellen Vermögengegenstände umfasst und den Vollreproduktionswert, der auch immaterielle Vermögenswerte wie z.B. den Geschäfts- oder Firmenwert in Form von Patenten, Lizenzen, Kundenstamm, etc. mit in die Bewertung einbezieht.¹⁸ Der Liquidationswert basiert auf der Annahme einer Zerschlagung des Unternehmens oder seiner Unternehmensteile. Der Substanzwert kann auch mit dem Liquidationswert verbunden werden, indem z.B. nicht betriebsnotwendiges Vermögen nach seinem Liquidationswert bemessen wird. Der Liquidationswert führt in der Regel zu geringeren Werten, wobei der vorhandene Zeitrahmen für die Liquidation eine wichtige Rolle spielt, da die sofortige Liquidation „regelmäßig zu geringeren Werten führt als solche, bei denen für die verschiedenen Wirtschaftsgüter [...] ohne Zeitdruck nach einem interessierten Käufer gesucht werden kann“.¹⁹

¹⁶Vgl. *HERING* Unternehmensbewertung (2006).

¹⁷Vgl. *HOMMEL, DEHMEL* Unternehmensbewertung (2010), S. 53 ff.

¹⁸Vgl. *HOMMEL, DEHMEL* Unternehmensbewertung (2010), S. 53 ff.

¹⁹*HOMMEL, DEHMEL* Unternehmensbewertung (2010), S. 61.

4.2 Zukunftserfolgswertverfahren

Zukunftserfolgswertverfahren, die auch Barwertverfahren genannt werden, basieren auf der Diskontierung zukünftig zu erwartender Geldzuflüsse („Cashflows“). Man unterscheidet Entity- und Equity-Verfahren, je nachdem, ob der Zufluss allen Kapitalgebern zusteht oder jeweils nur den Eigenkapitalgebern. Bei den Equity-Verfahren kann der Unternehmenswert direkt ermittelt werden, indem der Zufluss an die Eigenkapitalgeber unter Anwendung der Eigenkapitalrendite diskontiert wird. Bei den Entity-Verfahren wird der Unternehmenswert ermittelt, indem stattdessen der totale Zufluss an alle Kapitalgeber mit einer unter Berücksichtigung der Eigen- und Fremdkapitalquoten gewichteten durchschnittlichen Kapitalrendite diskontiert wird und anschließend das Fremdkapital abgezogen wird. Wesentliche Annahme ist die Gültigkeit einer Modellwelt unter Annahme eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarktes nach MODIGLIANI/MILLER²⁰, welche eine Arbitragefreiheit unterstellt. Nur unter der Anwendung dieses Kalküls führen alle im IDW S 1 vorgeschlagenen Barwertverfahren zu vergleichbaren Ergebnissen.²¹ Die Eigenkapitalrendite wird üblicherweise nach der angelsächsischen Praxis über ein marktorientiertes Modell gewonnen, bei dem ein risikoloser Basiszinsatz zuzüglich einer bestimmten Risikomarktprämie für das jeweilige Unternehmen betrachtet werden, wobei ein optimales Marktportfolio zu Grunde gelegt wird, das vollkommen risikodiversifiziert ist ohne Berücksichtigung des nicht-diversifizierbaren systematischen Risikos.²² Das in Deutschland bekannte Ertragswertverfahren kann zu den Equity-Verfahren gezählt werden, hat aber einen stärkeren Vergangenheitsbezug und berücksichtigt das Risiko nicht über einen marktorientierten Ansatz, sondern im Rahmen eines pauschalen Risikozuschlages auf den Kapitalzinsfuß. Alternativ kann das Risiko auch im Zähler durch die Anwendung der Sicherheitsäquivalenzmethode Berücksichtigung finden.²³

4.3 Vergleichsverfahren

Das wichtigste Vergleichsverfahren stellt die so genannte Multiplikatormethode dar. Dabei wird eine lineare Abhängigkeit zwischen der gesuchten Wertgröße (WG) und

²⁰Vgl. *BALLWIESER* Unternehmensbewertung (2011), S. 161.

²¹Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer, IDW S 1 (2008), S. 81 ff., 7.

²²Vgl. *HOMMEL, DEHMEL* Unternehmensbewertung (2010), S. 257 ff.

²³Vgl. *BALLWIESER* Unternehmensbewertung (2011), S. 132.

einer bestimmten Bezugsgröße (BG) angenommen.²⁴ Deren Verhältnis bezogen auf ein Vergleichsunternehmen (VU) ergibt den so genannten Multiplikator (M), der, multipliziert mit der entsprechenden Bezugsgröße des Zielunternehmens (BO), die gesuchte Wertgröße des Bezugsobjektes ergibt. Praktisch handelt es sich um die Anwendung eines einfachen Dreisatzes.²⁵ Dabei greift die Multiplikatormethode auf marktbezogene Referenzzahlen zurück. Das Prinzip ist das „Law of one price“, wonach auf funktionsfähigen Kapitalmärkten vergleichbare Güter den gleichen Preis haben²⁶. Es handelt sich somit um eine marktorientierte Bewertung.²⁷ Die Multiplikatormethoden sind populär geworden im Zuge des „New-Economy-Booms“ und wurden häufig von Investmentbanken angewendet, die auf die Annahme der Objektivität des Marktes grundlegend vertrauen.²⁸ Da ohne Vergleichen sich keinem Objekt ein Wert zumessen lassen könnte, da ein Maßstab fehlt, können strenggenommen auch die Barwertverfahren zu den Vergleichsverfahren gezählt werden, wobei hier das Vergleichsobjekt der Kalkulationszinsfuß ist, allerdings nur mittelbar durch Diskontierung, während der Vergleich bei den Multiplikatormethoden unmittelbar erfolgt.²⁹

5 Multiplikatormethoden in der Unternehmensbewertungslehre

5.1 Grundlagen

Die Multiplikatormethode genügt folgender Grundgleichung³⁰:

$$WG_{BO} = BG_{BO} \cdot \frac{WG_{VU}}{BG_{VU}} = BG_{BO} \cdot M_{VU}. \quad (1)$$

„Der Multiplikator ist eine Kennzahl, die aus einer Strom- (z.B. Gewinn, „Cash-flow“, Umsatz, etc.) oder Bestandsgröße (z.B. Buchwert des EK) sowie einer Wertgröße besteht.“³¹ Um Konsistenz zu wahren, müssen die Bezugs- und Wertgrößen zueinander konsistent sein, d.h. sich beide entweder auf eine Eigenkapital- oder Ge-

²⁴Vgl. *RADINGER* (2010), S. 65.

²⁵Vgl. *COENENBERG, SCHULTZE* (2002), S. 697.

²⁶Vgl. *HILLEBRANDT* (2001), S. 617.

²⁷Vgl. *SEPPELFRICKE* (1999), S. 301.

²⁸Vgl. *RADINGER* (2010), S. 65.

²⁹Vgl. *COENENBERG, SCHULTZE* (2002), S. 697.

³⁰Vgl. *PEEMÖLLER, BECKMANN* et al. (2004), S. 312.

³¹*COENENBERG, SCHULTZE* (2002), S. 698.

samtkapitalgröße beziehen.³² Man unterscheidet daher zwischen Equity- und Entity-Verfahren. Bezieht sich die Wertgröße auf eine Gesamtkapitalgröße (EV), so sind das Fremdkapital abzuziehen und die liquiden Mittel zu addieren, um den entsprechenden Equity-Wert (EW) zu erhalten³³:

$$EW = EV - FK + LM. \quad (2)$$

Da der so ermittelte Unternehmenswert einen Durchschnitt am Markt darstellt, handelt es sich um „einen „Stand-alone“-Wert, der eventuelle Synergieeffekte eines Akquisiteurs nicht berücksichtigt“, was gegen das Subjektivitätsprinzip der Unternehmensbewertung verstößt.³⁴ In der Praxis wird daher ein zweistufiger Prozess angewandt, indem zunächst der Vergleichswert ermittelt wird und dieser später durch bestimmte Zu- oder Abschläge, die „die subjektiven, investorspezifischen Handlungsmöglichkeiten und Zielsetzungen bewerten“³⁵, ergänzt wird.

Die Multiplikatormethoden können wie folgt klassifiziert werden: Der Oberbegriff ist der „Comparative Company Approach“ (CCA), der sich zum einen in die „Recent Acquisitions Method“ (RAM) auf Basis vergangenheitsbezogener tatsächlicher Transaktionen und in börsenkursbasierte Methoden aufspaltet. Letztere können in die „Initial Public Offering Method“ (IPOM), die auf tatsächliche Börsenemissionswerte am Primärmarkt zurückgreift, und die „Similar Public Company Method“ (SPCM), die den Börsenkurs auf Sekundärmärkten bestimmt, untergliedert werden.³⁶ Die Praxisrelevanz der IPOM bzw. der RAM kann aufgrund einer zu großen Zeitdifferenz zwischen der Neuemission bzw. Transaktion und dem Zeitpunkt der Unternehmensbewertung eingeschränkt sein,³⁷ so dass die SPCM eine größere Bedeutung für die multiplikatorbasierte Unternehmensbewertung hat. Allerdings ist deren Anwendbarkeit durch eine limitierte Zahl an börsennotierten Unternehmen in den einzelnen Branchen am deutschen Kapitalmarkt begrenzt. Aufgrund der zu begrüßenden Konvergenz der internationalen Rechnungslegungsstandards kann allerdings auch auf ausländische Vergleichsunternehmen zurückgegriffen wer-

³²Vgl. COENENBERG, SCHULTZE (2002), S. 698.

³³Vgl. SCHMIDBAUER (2004), S. 148.

³⁴HILLEBRANDT (2001), S. 621.

³⁵PEEMÖLLER, BECKMANN et al. (2004), S. 316.

³⁶Vgl. PEEMÖLLER, BECKMANN et al. (2004), S. 311.

³⁷Vgl. BERNER, ROJAHN et al. (2003), S. 156.

den.³⁸ Die RAM erlaubt ebenso die Berücksichtigung ausländischer Transaktionen, jedoch ist die Kenntnis der genauen Transaktionsbedingungen sowie der Anzahl der Interessenten als auch der gegebenen Verhandlungsmacht der Parteien und deren entsprechenden Einflüsse auf den Transaktionspreis gering.³⁹ Aktuelle Börsenkurse von Unternehmen werden oftmals im Rahmen der SPCM herangezogen, um durch das Aufdecken von relativen Über- oder Unterbewertungen am Kapitalmarkt auf Grund von Fehlbewertungen Arbitragegewinnmöglichkeiten zu entdecken.⁴⁰

Wie im Folgenden noch genauer erörtert wird, ist die Auswahl der Vergleichsunternehmen, der sogenannten „Peer group“, von ausschlaggebender Bedeutung. Auch die Anwendung der jeweils am besten geeigneten Bezugsgröße ist von großer Wichtigkeit. Keinenfalls kann dazu geraten werden, vereinfachend einen Mittelwert der auf Basis unterschiedlicher Bezugsgrößen ermittelten Unternehmenswerte zu bilden.

Die typische Unternehmensbewertung unter Anwendung der Multiplikatormethode vollzieht sich in 4 Schritten⁴¹, die in Schlagworten wie folgt charakterisiert werden können:

1. Analyse des Zielunternehmens (Bezugsobjekts (BO))
 - Umweltanalyse und Unternehmensanalyse
2. Auswahl der Referenzunternehmen (Vergleichsunternehmen (VU))
 - Theoretische Anforderungen an die Vergleichbarkeit
 - Auswahlkriterium Branchenzugehörigkeit
 - Auswahlkriterium Fundamentalfaktoren
3. Auswahl der geeigneten Multiplikatormethode
 - Equity-Wert-Multiplikatoren oder „Enterprise value“-Multiplikatoren
4. Wertermittlung

³⁸Vgl. PEEMÖLLER, BECKMANN et al. (2004), S. 315.

³⁹Vgl. PEEMÖLLER, BECKMANN et al. (2004), S. 316.

⁴⁰Vgl. BECKMANN et al. (2003), S. 105.

⁴¹Vgl. PEEMÖLLER, BECKMANN et al. (2004), S. 312.

- Verdichtung und Zu- und Abschläge

Diese Schritte werden im Folgenden kurz erläutert.

5.2 Analyse des Zielunternehmens und Auswahl der Referenzunternehmen

Am Anfang jeder Unternehmensbewertung steht zunächst eine Analyse des Zielunternehmens. Da eine Ähnlichkeit zwischen dem BO und dem VU vorhanden sein sollte, bilden die Auswahlkriterien für das VU zugleich die Grundlagen der Analyse des BO, so dass beide Punkte nachfolgend gemeinsam abgehandelt werden. Von Bedeutung sind ein ähnliches Umsatzwachstum, eine vergleichbare Margenentwicklung sowie vergleichbare Kapitalkosten, die letztere durch eine ähnliche Kapitalstruktur (Verhältnis FK zu EK und zum EV) abgebildet wird.⁴² Die Kapitalstruktur und damit der vorhandene Verschuldungsgrad definieren das operative Risiko. Die Margenentwicklung wird durch die bekannten fünf Wettbewerbskräfte nach PORTER (Wettbewerbsintensität, Markteintrittsbarrieren, Verhandlungsmacht von Abnehmern und Zulieferern sowie die Gefahr von Substituten) beeinflusst.⁴³ Diese können je nach Branche unterschiedlich sein, so dass die Branchenzugehörigkeit wesentlich ist. Weiterhin kommt es auf die Unternehmensgröße, eine vergleichbare Kosten- und Kundenstruktur und auf das Vorhandensein oder Nichtvorhandensein einer Saisonalität des Geschäfts an.⁴⁴ Gerade in Bezug auf Wachstumsunternehmen ist der Zeitpunkt im Lebenszyklus des Unternehmens (Reifegrad) oder der vorhandenen Produktlebenszyklen von Bedeutung.⁴⁵ In Beziehung zum letztgenannten Kriterium ist das Ausmaß an Ersatz- oder Erweiterungsinvestitionen zu beachten.⁴⁶ Das Geschäftsmodell ist zu untersuchen hinsichtlich der Gestaltung von Einkauf, von Absatz und Marketing sowie der Unternehmensorganisation. Die Frage der Tiefenstruktur der Wertschöpfung (Fremd- oder Eigenbezug) kann Einfluss auf die Bruttomarge haben.⁴⁷ Die Ähnlichkeit in den Vertriebskanälen kann ebenso von Bedeutung sein.⁴⁸ Weitere Kriterien können die finanziellen, rechtlichen und steuerlichen Rahmenbe-

⁴²Vgl. PEEMÖLLER, MEISTER et al. (2002), S. 199.

⁴³Vgl. PEEMÖLLER, MEISTER et al. (2002), S. 203.

⁴⁴Vgl. RADINGER (2010), S. 67.

⁴⁵Vgl. PEEMÖLLER, MEISTER et al. (2002), S. 204.

⁴⁶Vgl. HILLEBRANDT (2001), S. 617.

⁴⁷Vgl. PEEMÖLLER, MEISTER et al. (2002), S. 204.

⁴⁸Vgl. PEEMÖLLER, BECKMANN et al. (2004), S. 313.

dingungen darstellen (wie Kapital- und Eigentümerstruktur, Art und Ausmaß der zu erwartenden Geldzuflüsse („Cashflows“), Steuer- und Rechnungslegungssysteme).⁴⁹ Auch makroökonomische Kriterien können eine Rolle spielen (wie Inflation).

5.3 Vorstellung gängiger Multiplikatormethoden

Wie bereits angesprochen, wird zwischen Equity- und Entity-Verfahren unterschieden. Die entsprechenden Multiplikatoren werden im Folgenden vorgestellt.

5.3.1 Equity-Verfahren (Marktkapitalisierung als Wertgröße)

5.3.1.1 Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

Das Kursgewinnverhältnis setzt den Marktwert einer Aktie (WG) mit dem Gewinn pro Aktie (BG) ins Verhältnis. Alternativ kann auch die totale Marktkapitalisierung, die sich über den Börsenkurs multipliziert mit der Anzahl an Aktien ergibt, durch den Gewinn des Unternehmens JÜ nach gewissen Bereinigungen (wie ungewöhnliche und dispositionsbedingte Komponenten) geteilt werden. Die Anzahl der Aktien bestimmt sich dabei als Jahresdurchschnitt der dividendenberechtigten Aktien.⁵⁰ Praktisch gesehen handelt es sich beim KGV um „die Anzahl der Jahre, die es dauert, bis ein Investor sein Kapital in Form von auf Unternehmensebene versteuerten Gewinnen zurückerhalten kann“.⁵¹ Negativ ist die mangelnde Vergleichbarkeit auf Grund unterschiedlicher Wahrnehmung von Rechnungslegungsvorschriften auf Basis des Gläubigerschutzes insbesondere im internationalen Vergleich. „Unterschiedliche Verschuldungsgrade und unterschiedliche Besteuerungen [...] erschweren (ebenso) die Identifikation und Prognose der Ertragsdynamik des originären Geschäfts“⁵²

5.3.1.2 Das „Price-earnings-growth-ratio“ (PEG-Ratio)

Da PEG-Ratio ermittelt sich als Verhältnis des KGV und einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate einer bestimmten Anzahl von Folgejahren (üblicherweise der nächsten drei Jahre). Damit verbessert sich die Vergleichbarkeit von Unternehmen mit unterschiedlichen Wachstumsprofilen. Negativ ist die erforderliche

⁴⁹Vgl. *RADINGER* (2010), S. 67.

⁵⁰Vgl. *SEPPELFRICKE* (1999), S. 302.

⁵¹Vgl. *RADINGER* (2010), S. 65.

⁵²Vgl. *SEPPELFRICKE* (1999), S. 302.

Schätzung des durchschnittlichen Gewinnwachstums.⁵³

5.3.1.3 Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)

Das KBV ergibt sich als Verhältnis zwischen der Marktkapitalisierung (WG) und dem Buchwert des bilanziellen EK (BG). Allerdings hängt der bilanzielle Eigenkapitalausweis von der vergangenen Ausschüttungspolitik sowie der Geschäftspolitik in der Vergangenheit ab und erlaubt keine Aussagen über die zukünftige Ertragskraft. Der Buchwert entspricht nicht dem Substanzwert aufgrund des Anschaffungskostenprinzips und unterschiedlicher Bilanzierungspraxen (wie z.B. Nichtaktivierung bestimmter Aktivapositionen).⁵⁴ Ein KBV unter 1 kennzeichnet eine starke Unterbewertung und lädt ein zur Zerschlagung des Unternehmens.⁵⁵

5.3.1.4 Das Kurs-„Cashflow“-Verhältnis (KCFV)

Das KCFV wird ermittelt über den Quotient aus der Marktkapitalisierung (WG) und der Geldzuflussgröße („Cashflow“) aus operativen und nicht-operativen Mittelüberschüssen (BG).⁵⁶ Der „Cashflow“ ergibt sich durch Bereinigung des JÜ von nicht zahlungswirksamen Aufwands- und Ertragspositionen und „stellt einen guten Maßstab zur Bewertung der Ertrags- und Finanzkraft eines Unternehmens“⁵⁷ dar, der auch international vergleichbar ist.⁵⁸ Aufgrund des Bewertungsstichtagsprinzips ist die Identifikation einer nachhaltigen operativen Ertragsstärke jedoch eingeschränkt.⁵⁹ Mit den „Cashflows“ der Zeiterfolgswertverfahren ist diese Definition des „Cashflows“ nicht vergleichbar, da nach der angelsächsischen Praxis das Umlaufvermögen mit in die Betrachtung eingeht.⁶⁰ Wie auch das KBV ist das KCFV abhängig vom Verschuldungsgrad (dem so genannten „Leverage“).⁶¹

⁵³Vgl. PEEMÖLLER, MEISTER et al. (2002), S. 207.

⁵⁴Vgl. PEEMÖLLER, MEISTER et al. (2002), S. 207.

⁵⁵Vgl. RADINGER (2010), S. 65.

⁵⁶Vgl. BERNER (2003), S. 157.

⁵⁷Vgl. SEPPELFRICKE (1999), S. 302.

⁵⁸Vgl. BERNER (2003), S. 157.

⁵⁹Vgl. SEPPELFRICKE (1999), S. 302.

⁶⁰Vgl. BERNER (2003), S. 157.

⁶¹Vgl. SEPPELFRICKE (1999), S. 302.

5.3.2 Entity-Verfahren („Enterprise value“ (EV) als Wertgröße)

Der Gesamtunternehmenswert (EV) gemäß der Entity-Verfahren ergibt sich als Summe der Marktkapitalisierung, des Wertes des verzinslichen FK sowie der Anteile Dritter unter Abzug der LM und des Wertes der nicht betriebsnotwendigen (nicht-operativen) Vermögensgegenstände.⁶² Der Vorteil der Entity-Verfahren liegt in der Berücksichtigung des Kapitalstrukturrisikos (Verschuldungsgrad) in der bereits angesprochenen M./M.-Modellwelt, während die Equity-Verfahren nur bei annähernd gleicher Kapitalstruktur des BO im Vergleich zum VU sinnvoll anwendbar sind.⁶³ Einmalige Erträge und Aufwendungen ohne großen Informationsgehalt sind üblicherweise zu bereinigen.⁶⁴

5.3.2.1 Entity-Verfahren auf Basis des Umsatzes („Sales“)

Der Vorteil der Verwendung des Umsatzes (operativer Verdienst) als BG liegt darin, auch bei negativem Gewinn (wie z.B. bei Wachstumsunternehmen in frühen Phasen ihres Lebenszyklusses) anwendbar zu sein. Da keine Abschreibungen berücksichtigt werden, ist diese BG sehr robust gegenüber bilanzpolitischen Manipulationen, allerdings werden auch hohe Anforderungen an die Vergleichbarkeit gestellt (wie z.B. ähnliche Gewinnmargen und Gewinnmargenentwicklungen), da der unternehmensspezifische Informationsgehalt sehr gering ist.⁶⁵ So werden z.B. die Kostenstruktur und damit die Rentabilität der Unternehmen vernachlässigt.⁶⁶

5.3.2.2 Entity-Verfahren auf Basis des EBIT

Das EBIT als BG berücksichtigt neben dem operativen Verdienst, den zahlungswirksamen Aufwendungen (wie z.B. Material- und Personalaufwand) auch sämtliche Abschreibungen auf Sachanlagen und den Firmenwert („Goodwill“).⁶⁷ Bilanzpolitische Spielräume wirken sich hier besonders stark aus. Allerdings ist die internationale Vergleichbarkeit gut, da auch die Zukunftserfolgswertverfahren auf operativen Ergebnisgrößen basieren. Verzerrungen durch unterschiedliche Verschuldungsgrade

⁶²Vgl. *HILLEBRANDT* (2001), S. 620.

⁶³Vgl. *BECKMANN* et al. (2003), S. 104.

⁶⁴Vgl. *RADINGER* (2010), S. 66.

⁶⁵Vgl. *PEEMÖLLER, MEISTER* et al. (2002), S. 208.

⁶⁶Vgl. *RADINGER* (2010), S. 66.

⁶⁷Vgl. *BALLWIESER* Unternehmensbewertung (2011), S. 137.

und unterschiedliche Steuerquoten werden ausgeschaltet.⁶⁸

5.3.2.3 Entity-Verfahren auf Basis der EBDIT, EBITDA, EBITDAR

Um auch Verzerrungen auf Grund unterschiedlicher Abschreibungspolitiken für einen grenzüberschreitenden Bewertungsvergleich auf internationaler Ebene zu eliminieren, können bestimmte Abschreibungen herausgenommen werden. Je nach Art erhält man kumuliert entweder eine EBDIT (ohne Abschreibungen auf SA), einen EBDITA (ohne Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände wie z.B. den Firmenwert) oder EBITDAR (ohne Leasingkosten). Um eine Vergleichbarkeit zu sichern, sollten die Kapitalintensitäten bzw. Abschreibungsquoten der Unternehmen ähnlich sein.⁶⁹ Wie bei dem PEG-Ratio können unterschiedliche Wachstumsraten durch eine Dynamisierung berücksichtigt werden, indem der entsprechende Multiplikator mit dem EBITDA-Wachstum ins Verhältnis gesetzt wird.⁷⁰

5.3.3 Nicht-finanzielle Bezugsgrößen als Werttreiber

Es können auch Kenngrößen als BG gewählt werden, die für die Branche wichtige Leistungskriterien darstellen, wie z.B. die Anzahl der Kunden mit Prepaid-Vertrag bei Telefonanbietern, Anzahl der Betten bei Hotels oder Anzahl der „Web-Links“, „Page-Views“ oder der Benutzer bei Internetunternehmen.⁷¹

5.4 Verdichtung der Werte

In der Regel wird man bei Betrachtung nur einer BG eine Bandbreite möglicher Multiplikatoren erhalten, die anschließend zu einer Schätzgröße verdichtet werden müssen. Dazu kann man das arithmetische Mittel oder eine lineare Regression wählen. Vorher sollten Ausreißer eliminiert werden, um eine Verzerrung zu vermeiden. Es kann alternativ auch der Median gewählt werden. Bezüglich der Ergebnisse bei unterschiedlichen BG kann eine Gewichtung erfolgen oder lediglich eine Bandbreite bestimmt werden.⁷²

⁶⁸Vgl. *SEPPELFRICKE* (1999), S. 303.

⁶⁹*SCHMIDBAUER* (2004), S. 151.

⁷⁰Vgl. *PEEMÖLLER, MEISTER* et al. (2002), S. 208.

⁷¹Vgl. *RADINGER* (2010), S. 65.

⁷²*PEEMÖLLER, BECKMANN* et al. (2004), S. 314.

5.5 Zu- und Abschläge

Nach erfolgter Ermittlung des Marktwertes können spezielle Zu- oder Abschläge vorgenommen werden, um den Unternehmenswert individuell anzupassen. Dazu zählen Aufschläge für z.B. Marktführerschaft, Erreichen einer Mehrheitskontrolle (Kontrollprämie) oder wegen besonderer Rentabilitäts- oder Wachstumsaussichten und Abschläge wegen z.B. mangelnder Fungibilität der Unternehmensanteile (keine Börsennotierung) oder einer Anteilminderheit.⁷³ Bei der RAM sind individuelle Synergieeffekte und Kontrollprämien bereits eingepreist, was demnach eine bestimmte Ähnlichkeit der Bewertungssituation mit der Referenzsituation verlangt.⁷⁴

6 Die Multiplikatormethode in der funktionalen Bewertungslehre

Die Multiplikatormethode ist praxisnah, einfach, leicht verständlich und genießt eine hohe Akzeptanz besonders im Investmentgeschäft.⁷⁵ Nachteile sind deren eingeschränkte Aussagekraft bei nicht absolut vergleichbaren Referenzunternehmen. Außerdem ist diese Methode eher vergangenheitsorientiert und bezieht nur eine bestimmte Periode in die Wertbestimmung mit ein. Bezüglich der Börsennotierung ist eine starke Abhängigkeit von momentanen Marktstimmungen zu konstatieren. Auch wenn ein effizienter Kapitalmarkt unterstellt wird, ist diese Voraussetzung in der Realität nicht gegeben.

Um eine Einordnung in die funktionale Unternehmensbewertungslehre zu finden, ist zunächst die spezielle Haupt- oder Nebenfunktion (Zweckbestimmung) zu klären. Offenbar eignet sich die Multiplikatormethode nicht zur Bestimmung eines Entscheidungswertes, da eine Subjektivität, die nur im Rahmen globaler Zu- oder Abschläge erreichbar ist, nur begrenzt berücksichtigt werden kann. Demnach kann auch kein ultimativer Grenzpreis ermittelt werden, da diese Methoden zu grob sind und überhaupt ein theoretisches Unterscheidungsproblem haben zwischen Wert und Preis. Die Multiplikatormethode eignet sich hingegen als Argumentationshilfe in Verhandlungen, da eine bestimmte Flexibilität bei der Wertbestimmung gegeben ist als auch eine allgemeine Akzeptanz in der Praxis vorausgesetzt werden kann. Da die Metho-

⁷³Vgl. *RADINGER* (2010), S. 67.

⁷⁴Vgl. *COENENBERG, SCHULTZE* (2002), S. 699.

⁷⁵Vgl. *RADINGER* (2010), S. 67.

de jedoch nur auf einperiodische Vergangenheitswerte zurückgreift, ist die Zukunftsbezogenheit nicht gesichert. Daher eignet sich die Multiplikatormethode eher zur Plausibilitätskontrolle zur nachträglichen Absicherung bereits mit anderen Verfahren ermittelter Unternehmenswerte, was sich auch mit empirischen Untersuchungen deckt.⁷⁶ Das Prinzip der Gesamtbewertung ist nur erfüllt, wenn die Vergleichbarkeit der Unternehmen gewährleistet ist und die entsprechenden Wertsteigerungspotenziale vergleichbar sind. Je nach gegebenem Informationsstand muss diejenige Methode (Equity- oder Entity-Verfahren) ausgewählt werden, welche die beste Prognosegüte erwarten lässt. Trotz der formalen Einfachheit des Verfahrens setzt dies eine große Erfahrung und Marktkenntnis der Referenzunternehmen voraus. Der Pool an ausgewählten Vergleichsunternehmen sollte ausreichend groß sein, um aussagefähige Ergebnisse liefern zu können. Zusammenfassend bleibt zu sagen, dass, wie auch in der entsprechenden Literatur festgestellt, die Multiplikatormethoden eine wichtige Stellung in der Unternehmensbewertung einnehmen, deren Bedeutung in der Praxis mit Sicherheit angemessen groß ist und zunehmen wird.⁷⁷

⁷⁶Vgl. *BECKMANN et al.* (2003), S. 103.

⁷⁷Vgl. *PEEMÖLLER, BECKMANN et al.* (2004).

Literaturverzeichnis

- BALLWIESER, W.* (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung, Prozeß - Methoden - Probleme, 3. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag, 2011.
- BECKMANN, CH., MEISTER, J.M., MEITNER, M.* (*BECKMANN et al.*): Das Multiplikatorverfahren in der kapitalmarktorientierten Unternehmensbewertungspraxis, in: Der Finanzbetrieb, Jg. 5., Heft 2, 2003, S. 103-105.
- BERNER, Ch., ROJAHN, J.* (*BERNER, ROJAHN*): Anwendungseignung von marktorientierten Multiplikatoren, in: Der Finanzbetrieb, Jg. 5, Heft 3, 2003, S. 155-161.
- COENENBERG, A.G., SCHULTZE, W.* (*COENENBERG, SCHULTZE*): Das Multiplikator-Verfahren in der Unternehmensbewertung: Konzeption und Kritik, in: Der Finanzbetrieb, Jg.4, Heft 12, 2002, S. 697-703.
- HERING, Th., BRÖSEL, G.* (*HERING, BRÖSEL*): Der Argumentationswert als „blinder Passagier“ im IDW S 1 - Kritik und Abhilfe, in: WPg, 57. Jg. (2004), S. 936-942.
- HERING, Th.* (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Oldenbourg Wissenschaftsverlag, 2006.
- HILLEBRANDT, F.* (*HILLEBRANDT*): Multiplikatorverfahren, in: Die Betriebswirtschaft DBW, Band 61, Heft 5, 2001, S. 617-621.
- HOMMEL, M., DEHMEL, I.* (Unternehmensbewertung): Unternehmensbewertung, case by case, 5. Aufl., Verlag Recht und Wirtschaft GmbH, 5. Aufl., 2010.
- IDW Standard* (Institut der Wirtschaftsprüfer, IDW S 1): Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, IDW S 1 i.d.F. 2008, in: WPg Supplement 3, 61. Jg., 2008, S. 68-89.
- KROLLE, S., SCHMITT, G., SCHWETZLER, B.* (*KROLLE et al.*): Multiplikatorverfahren in der Unternehmensbewertung, Anwendungsbereiche - Problemfälle - Lösungsalternativen, 1. Aufl., Schäffer-Poeschel Verlag 2005.
- MATSCHKE, M.J., BRÖSEL, G.* (*MATSCHKE, BRÖSEL*): Unternehmensbewertung, Funktionen - Methoden - Grundsätze, 3. Aufl., Wiesbaden, 2007.
- PEEMÖLLER, V.H., BECKMANN, CH., HEYKE, B.* (*PEEMÖLLER, BECKMANN et al.*): Der Multiplikatoransatz in der Unternehmensbewertung - Praxisrelevanz der einzelnen Verfahren wird in Zukunft noch weiter steigen -, in: Unternehmensberatung & Management, Heft 8, 2004, S. 310-319.
- PEEMÖLLER, V.H., MEISTER, J.M., BECKMANN, CH.* (*PEEMÖLLER, MEISTER et al.*): Der Multiplikatoransatz als eigenständiges Verfahren in der Unternehmensbewertung, in: Der Finanzbetrieb, Jg. 4, Heft 4, 2002, S. 197-209.

- RADINGER, G. (RADINGER)*: Unternehmenswertermittlung über Multiplikatoren, in: Controller Magazin, Vol. 35, Heft 4, 2010, S. 65-67.
- SEPPELFRICKE, P. (SEPPELFRICKE)*: Moderne Multiplikatorverfahren bei der Aktien- und Unternehmensbewertung, in: Der Finanzbetrieb, Jg. 1, Heft 10, 1999, S. 300-307.
- SCHMIDBAUER, R. (SCHMIDBAUER)*: Marktbewertung mithilfe von Multiplikatoren im Spiegel des Discounted-Cashflow-Ansatzes, in: Betriebs-Berater, Vol. 59, Heft 3, 2004, S. 148-153.

Eidesstattliche Erklärung

Hiermit versichere ich an Eides statt, dass ich die Seminararbeit selbstständig und ohne Inanspruchnahme fremder Hilfe angefertigt habe. Ich habe dabei nur die angegebenen Quellen und Hilfsmittel verwendet und die aus diesen wörtlich oder inhaltlich entnommenen Stellen als solche kenntlich gemacht. Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen. Ich erkläre mich damit einverstanden, dass die Arbeit mit Hilfe eines Plagiatserkennungsdienstes auf enthaltene Plagiate überprüft wird.

gez. der Verfasser Dr.-Ing. Olaf Kintzel