

# UNTERNEHMENSBEWERTUNG VON FAMILIEN- UNTERNEHMEN (I)

## WIRD BEWERTET, WAS EIN UNTERNEHMEN WERT IST?

VON PROF. DR. HERMUT KORMANN UND DR. ERIC FELLHAUER

### ABSTRACT

In dieser Artikelfolge werden die verschiedenen Ansätze, den Wert eines Familienunternehmens zu ermitteln, gesichtet. Die maßgeblichen qualitativen Einflüsse, die zu Unterschieden im Wertansatz führen, werden aufgezeigt und auf Basis der verfügbaren Literatur größenordnungsmäßig abgeschätzt.

In diesem ersten Teil werden die Einflüsse bei der Bewertung von Unternehmen durch den Markt, insbesondere bei der Börseneinführung, erörtert. Im nachfolgenden, zweiten Teil werden die besonderen Bewertungseinflüsse bei Familienunternehmen herausgearbeitet. In einem dritten Teil werden verhandlungsbasierte und normenbasierte Bewertungsverfahren, die spezifisch für Familienunternehmen relevant sind, behandelt. Ferner ist dem dritten Teil das Literaturverzeichnis angefügt.

### I. Themenstellung

Die Frage „Was ist unser Familienunternehmen wert?“ interessiert manche Gesellschafter nur oberflächlich. Sie wollen das Unternehmen ohnehin nicht verkaufen. Andererseits muss ein Gesellschafter wissen, welcher Wert für das Unternehmen

anzusetzen ist, um in existenziellen Situationen richtig entscheiden zu können. Dies sind regelmäßig Entscheidungen, bei denen es um die Übertragung von wesentlichen Anteilen des Unternehmens geht. Solche Situationen verlangen die Kenntnis der maßgeblichen Wertansätze.

Zusätzlich zu dieser Unterstützung von Gestaltungsentscheidungen ist eine Systematisierung der Bewertungsfragen Voraussetzung dafür, dass in Gesellschaftsverträgen anschlussfähige, faire Regeln für gesellschaftsrechtliche Auseinandersetzungen entwickelt werden können. Ferner sind diese Betrachtungen notwendig, um in der sicher auch in Zukunft wichtigen Diskussion um die angemessene Erbschaftsteuer nachhaltig vertretbare Lösungen erreichen zu können.

Wir wollen hier keine Details von Bewertungsmethoden erörtern, sondern uns auf die unterschiedlichen konzeptionellen Ansätze von Bewertungen für Anteile an Unternehmungen konzentrieren, wie auch immer diese im Detail durchgeführt werden. Unterschiedliche Ansätze sollten im Idealfall zu einem – grosso modo – ähnlichen Bewertungsniveau konvergieren. Dies ist aber in der Regel nicht der Fall: Verschiedene Ansätze führen zu verschiedenen Niveaus der Bewertung.

Zu dieser Vielfalt der Ansätze für jede Bewertung kommt nun bei Familienunternehmen die von der neueren Forschung herausgearbeitete Frage, ob nicht für Familienunternehmen durch den Einfluss der Familie mit ihren eigenen Werten und emotionalen Bindungen eigenständige, zusätzliche Wertkomponenten bestehen und bei Bewertungen zu berücksichtigen sind. Eher nebenbei kommen wir auf die Bedeutung des Bewer-

### INHALT

- I. Themenstellung
- II. Größere Bedeutung des (Veräußerungs-)Wertes gegenüber der laufenden Ergebnisausschüttung
- III. Ansätze zur Ermittlung von Werten
- IV. Ansätze einer fundamentalen Bewertung
  1. Grundsätzliche Annahmen
  2. Cashflow, Wachstumsrate und Investitionserfordernisse als entscheidende Parameter
- V. Ansätze der marktpreisorientierten Bewertung
  1. Marktpreisorientierung bei der Preisbildung zum Zeitpunkt des IPOs eines Familienunternehmens
  2. Marktpreis etablierter Aktien unter dem fundamentalen Wert
  3. Marktpreise in Hot Markets und die Realoption in der Bewertung
  4. Weitere Bewertungszu- und -abschläge
  5. IPO-Abschlag bzw. Underpricing
- VI. Zwischenergebnis

tungsthemas bei den spanischen Ölmühlenbesitzern, deren existenzielle Situation Ausgangspunkt dafür war, das Konzept des „Socioemotional Wealth“ zu entwickeln.

Nach unserer Kenntnis der Literatur berücksichtigen die Autoren der Forschung zur allgemeinen Unternehmensbewertung nur selten den Sonderfall „Familienunternehmen“,<sup>1</sup> allenfalls werden einzelne Aspekte wie z.B. die Fungibilität der Anteile behandelt. Bei den Autoren aus dem Forschungsgebiet der Familienunternehmen wird natürlich auf die spezifische Literatur zu Familienunternehmen eingegangen, aber nicht die Forschung zur allgemeinen Unternehmensbewertung verarbeitet. Hier soll zu einer Verbindung beider Forschungsbereiche beigetragen und zudem die praktische Erfahrung aus der Beratung im Investment Banking eingebracht werden. Das Ziel dieses Übersichtsbeitrags besteht darin, die vorhandene Praxis der Wertansätze zu *beschreiben*, zu *ordnen* und in deduktiven Ableitungen Zusammenhänge zu *erklären*. Die dabei eingesetzten Methoden sind die Sichtung der relevanten Literatur, die Befragung von Experten sowie modellanalytische Gedankenexperimente. Die Bewertungsverfahren sollen durch plausible Faustregeln veranschaulicht werden, wobei natürlich immer der konkrete Einzelfall betrachtet werden muss. Damit wird ein Forschungsfeld erst einmal strukturiert. Mögliche Forschungsergebnisse könnten hohe praktische Relevanz haben. Ein Ergebnis könnte sein, zu verhindern, dass Familiengesellschafter ihr Unternehmen zu einem zu niedrigen Preis verkaufen. Andere Ergebnisse können dazu beitragen, dass die Bewertungsregeln in Gesellschaftsverträgen klug abgefasst werden.

Wie immer bei Themen, die in ein juristisches System eingebettet sind, ist die Fokussierung auf das Gebiet eines Rechtssystems, hier Deutschlands und Österreichs, geboten.

## II. Größere Bedeutung des (Veräußerungs-) Wertes gegenüber der laufenden Ergebnisausschüttung

Für alle direkten Beteiligungen an unternehmerisch geführten Vermögenswerten – einschließlich land- und forstwirtschaftlicher Unternehmen sowie Immobilienportfolios – gilt, dass der entnahmefähige Gewinn bei maximal 2 % des Vermögenswertes liegt.<sup>2</sup> Die Dividendenrendite von DAX-Aktien liegt bei ±2,5 %, doch sind davon auch noch Verwaltungskosten abzuziehen. Die Rechnung bei Immobilien ist etwas komplizierter, ergibt aber eine ähnliche Größenordnung.<sup>3</sup>

Für die Steigerung des Wohlstands der Eigentümer kommt es daher nicht in erster Linie auf die Steigerung des aktuellen Gewinns und, davon abgeleitet, der Ausschüttungssumme an. Hohe Gewinne sind vor allem deshalb wohlstandssteigernd, weil aus ihnen der Bestandwert des Unternehmens gespeist wird.

Familienunternehmer wissen dies vermutlich instinktiv. Die laufende Ergebnisentwicklung wird im Guten wie im Schlechten eher gelassen betrachtet, solange nur die langfristige Entwick-

lung des Unternehmens positiv gestaltet werden kann. Schon bei 5 % Wachstum steigt der Wert des Unternehmens in 30 Jahren um 330 % (von 100 auf 433)<sup>4</sup>. Die Gewinnausschüttung von 160 während dieser 30 Jahre (von zwei auf 8,6 ansteigend) ist nur die Hälfte von diesem Zuwachs im Wert des Unternehmens. Oder kürzer: Der Wohlstand der Familie wird dominant durch die Wertentwicklung des Unternehmens bestimmt – und nicht durch die Gewinnausschüttung. Daher wird freigiebig investiert, um die künftige Entwicklung zu stärken.

Der Wert des Vermögensgutes selbst zeigt sich letztendlich erst dann, wenn das Eigentum an diesem Vermögensgut übertragen werden soll oder wenn dies – um die Wertentwicklung zu verfolgen – simuliert wird.

Diese situativen Gegebenheiten gehen in der Bewertungspraxis in verschiedene Zuschläge bzw. Abschläge ein. Die für die Bewertung von Familienunternehmen wichtigsten Zu- bzw. Abschläge werden unten erörtert.

Es ist offensichtlich, dass nur dann der höchstmögliche Wert realisiert werden kann, wenn der Verkäufer unabhängig in seiner Entscheidung ist, welchen Anteil er an dem Vermögensgut an wen verkaufen kann. Die Unabhängigkeit geht immer dann verloren, wenn ein neuer, nicht der Familie zugehöriger Eigenkapitalpartner aufgenommen wird: Er hat regelmäßig ein Vorerwerbsrecht oder zumindest ein Vorkaufsrecht.<sup>5</sup> Dies ist bei der Fallstudie zu bedenken, die für die Theoriebildung des Socioemotional Wealth maßgeblich war.

Die von allen Familienunternehmern hochgeschätzte Unabhängigkeit ihres Handelns hat insofern einen sehr rationalen Grund: Sie ist die Vorbedingung für den höchstmöglichen Wert ihres Unternehmens.

## III. Ansätze zur Ermittlung von Werten

Ein Bestandwert kann sich auf vier unterschiedliche Ansätze stützen:

- Er kann in dem fundamentalen Wert gesehen werden, der sich aus dem Gegenwartswert der zukünftigen Liquiditätsströme ergibt. Hierbei wird entweder der gesamte Cashflow nach Eigenkapital und Fremdkapital aufgespalten, um dann aus den Zuflüssen für die Eigenkapitalgeber den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln, oder es wird der Gesamtunternehmenswert berechnet und davon die zinstragenden Verbindlichkeiten zur Ermittlung des Wertes des Eigenkapitals abgezogen.
- Er kann auf der Ermittlung voraussichtlicher Marktpreise für die Eigenkapitalanteile basieren. Für die Bewertung von Aktien auf den Finanzmärkten dominiert naturgemäß die Methode des Vergleichs mit den Marktpreisen ähnlicher Aktien. Dieser Ansatz wird regelmäßig auch auf nicht börsennotierte Unternehmen angewandt.
- Zwischen dem fundamentalen Wert und dem Marktwert kommen verschiedene Zu- und Abschläge zum Tragen.<sup>6</sup> ➤

1 Als Ausnahme sei Pratt (2007) genannt.

2 Vgl. Kormann (2013), S. 57 ff.

3 Bei Immobilienanlagen kann zusätzlich die Abschreibung entnommen werden, die dann regelmäßig zur Tilgung der Hypotheken verwendet wird.

4 Diese Werte ergeben sich aus der Zinseszinsrechnung mit 5 % Wachstumsrate p.a.

5 Zum Vorkaufsrecht vgl. §§ 463–473 BGB. Das Vorerwerbsrecht verstärkt durch gesellschaftsrechtliche Regelungen (Andienungspflicht) das Erwerbsrecht der Mitgesellschafter gegenüber einem verkaufswilligen Gesellschafter.

6 Ballwieser (2018); Pratt (2009); Damodaran (2001).

Wir gliedern diese in folgende Kategorien:

- Gesamtmarktbezogene Variatoren beziehen sich auf alle Unternehmen der gleichen industriellen Charakteristik, die zu dem gleichen Zeitpunkt im Angebot sind. Hierzu gehören:
  - Börsenlage im Aufschwung oder Abschwung
  - Branche des Bewertungsobjektes („Old Tech“, Unternehmen im Megatrend, z.B. Industrie 4.0); eine aussichtsreiche Branche wird als „Hot Market“ apostrophiert.

Diese Einflüsse sind nicht spezifisch für Familienunternehmen und werden daher hier nicht vertieft. Jedoch soll das Thema „Hot Market“ kurz erläutert werden, da es für junge Familienunternehmen beim Gang an die Börse relevant sein kann.

- Spezifische Aspekte des angebotenen Unternehmens und seiner Anteile. Hierher gehören:
  - Fungibilität der Anteile
  - Minderheits- oder Mehrheitsanteile
  - Größe des Unternehmens
  - Größe des Marktes der gehandelten Anteile (Freefloat)
  - Werterhöhung bzw. Wertverminderung durch das fortgesetzte Mitwirken der Altgesellschafter
- Entscheidungsdruck bei Verkäufer und Käufer:
  - Muss der Verkäufer verkaufen, z.B. weil er finanzielle Engpässe absieht (Hot Issue)?
  - Muss der Verkäufer verkaufen, z.B. weil ein Gesellschafter gekündigt hat?
  - Kann der Käufer die Entscheidung hinauszögern, weil es keine Konkurrenten gibt?

Diese Aspekte haben bei Familienunternehmen eine spezifische Bedeutung und werden daher im Verlauf der Ausführungen aufgenommen.

- Er kann als derjenige Wert angenommen werden, der sich aufgrund von Verhandlungsergebnissen zwischen zwei Parteien ergibt – wobei davon auszugehen ist, dass sich die Wertvorstellungen der Verhandlungspartner auf einen der anderen Ansätze stützen.
- Er kann sich auf die Anwendung vorgegebener Regeln stützen. Solche Bewertungsnormen werden funktionsgebunden für bestimmte Zwecke vorgesehen. Als solche kommen beispielsweise die Steuererhebung, die Verteilung von Erbmassen oder der Ausstieg von Gesellschaftern u.a. in Betracht. Durch die Regelgebundenheit soll die Rechtssicherheit erhöht werden.
- Eine besondere Kategorie von Zuschlägen, die allein der Verkäufer verlangt, ist gesondert hervorzuheben: der sozio-emotionale Wertzuschlag. Es wird postuliert, dass Familienunternehmer wegen ihrer emotionalen Bindung dazu neigen, ihr Unternehmen zu hoch zu bewerten, und daher keine Verkaufsneigung verspüren. Wir stellen zur Diskussion, dass es hierfür sehr rationale Argumente gibt, die auch ohne emotionale Begründung wirken.

Wir werden ferner versuchen, diese Ansätze in eine Rangordnung der relativen Werthöhe zu bringen. Hierbei zeigt sich, dass der Marktpreis in normalen Börsenlagen grundsätzlich unterhalb des fundamentalen Wertes liegt, der sich aus dem Discounted Cashflow-Verfahren ergibt. Dieser Bewertungsunter-

schied kann nur durch unterschiedliche Bewertungslogiken erklärt werden. Wir vermuten, dass diese Unterschiede grundsätzlich bestehen.

## IV. Ansätze einer fundamentalen Bewertung

### 1. Grundsätzliche Annahmen

In der Rechtsprechung gibt es das Konstrukt des „wirklichen“ oder „wahren“ Wertes des Anteilseigentums, der den „wirklichen Wert des lebenden Unternehmens einschließlich der stillen Reserven und des good will“<sup>7</sup> erfassen soll. Die Forschung stellt Argumente und Methoden zur Verfügung, um diesen Wert zu ermitteln.<sup>8</sup>

Ein solcher Wert kann allerdings nur gefunden werden, wenn eine bestimmte Situation für den Bewertungsanlass angenommen wird. In der rechtlichen Diskussion werden unterschiedliche Grundannahmen vertreten<sup>9</sup>: Die „Liquidationshypothese“ verlangt die Annahme einer „bestmöglichen Verwertung“ eines Unternehmens als „lebende Einheit“<sup>9</sup>. Hingegen geht das „Partizipationsmodell“<sup>9</sup> von einem Verhandlungsprozess zwischen den Beteiligten aus, wobei zu klären ist, was es einem Mehrheitsgesellschafter „wert“ ist, einen Minderheitsgesellschafter loszuwerden. In beiden Fällen mag im Hintergrund die Frage stehen, welcher Preis für das Unternehmen bei einem an der Fortführung interessierten Erwerber zu erzielen sei.

Diese beiden Fälle werden in der Praxis noch mit weiteren Annahmen kombiniert, sodass sich eine erstaunliche Vielfalt unterschiedlicher Bewertungsverfahren ergibt.<sup>10</sup> Ungeachtet dieser Verzweigungen in den Annahmen bauen letztlich alle Bewertungsansätze zur Ermittlung eines „wahren“ Wertes auf der Methode des Discounted Cashflow (DCF) auf. Der Discounted Cashflow spiegelt das Potenzial des Unternehmens wider, langfristig freien, d.h. prinzipiell ausschüttungsfähigen Cashflow zu generieren.<sup>11</sup>

### 2. Cashflow, Wachstumsrate und Investitionserfordernisse als entscheidende Parameter

Der Unternehmenswert im DCF-Verfahren wird entscheidend von folgenden drei Größen bestimmt:

- Cashflow, typischerweise als EBITDA (*earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) definiert,
- Wachstumsrate,
- Investitionserfordernisse, um die angenommenen EBITDA-Ansätze und Wachstumsraten zu ermöglichen.

Die Wachstumsrate wirkt bei der Bewertung allerdings nur dann positiv, wenn der Cashflow hoch genug ist, um die Investitionserfordernisse finanzieren zu können. Hoher Investitionsbedarf bei unzureichender EBITDA-Rendite drückt den Unternehmenswert – es sei denn, man kann auf einen hohen Verkaufs-

7 S. Hüttemann (2016) mit Zitat aus BGH vom 24.09.1984 – II ZR 256/83, WM 1984, S. 1506 (Fußnote 6 auf S. 467).

8 IDW (2018); Baetge et al. (2015); Peemöller (2015); Ballwieser (2013).

9 Vgl. z.B. Hüttemann (2016).

10 Welfonder/Bensch (2017).

11 Wir konzentrieren uns hier auf die klassischen Industrieunternehmen, bei denen das Sachanlagevermögen, Produkte und etablierte Vertriebswege die Bewertung entscheidend beeinflussen. Zu den besonderen Herausforderungen bei der Bewertung von wissensbasierten Unternehmen s. Zingales (2000) sowie die Anmerkung zur Bewertung von Realoptionen im Abschnitt 7b.

## Linie gleicher Unternehmenswerte

Beispiel: WACC 10% über 20 Jahre

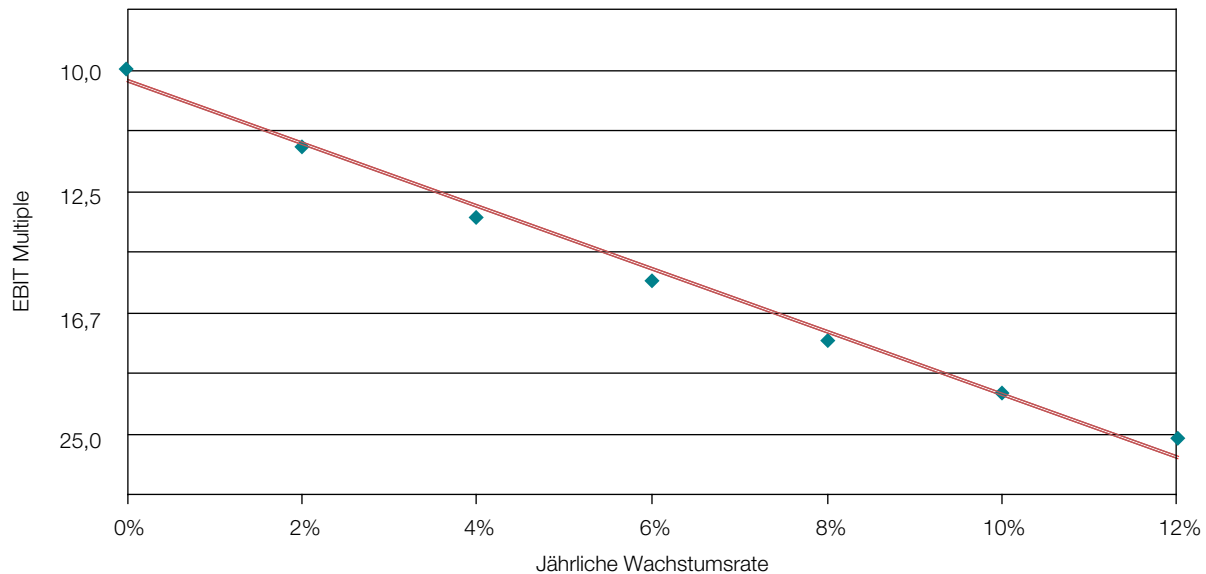


Abb. 1: Abhängigkeit der EBIT-Multiples von der Wachstumsrate; Quelle: Eigene Darstellung der Autoren

wert am Ende des Planungszeitraums „spekulieren“. Im groben Durchschnitt wird dieser Wert zur Hälfte durch die aktuelle Ertragskraft und zur anderen Hälfte durch die zu erwartenden Wachstumsraten bestimmt.<sup>12</sup> Bei hohen Wachstumsraten über 10 % trägt die wachstumsbestimmte Wertkomponente einen noch höheren Anteil zum Einfluss des Wachstums auf den Unternehmenswert bei.<sup>13</sup>

Die obige Darstellung veranschaulicht, wie sich der Kaufpreis im Verhältnis zum EBIT (*earnings before interest and taxes*) erhöht, wenn die Wachstumsrate steigt – bei gleichbleibender interner Rendite des erworbenen Unternehmens. Dies macht deutlich, dass die Angabe einer üblichen Relation zwischen Unternehmenswert und Gewinn oder Cashflow nur aussagefähig ist, wenn die Wachstumsrate ebenfalls angegeben wird.

## V. Ansätze der marktpreisorientierten Bewertung

### 1. Marktpreisorientierung bei der Preisbildung zum Zeitpunkt des IPOs eines Familienunternehmens

Die Verfahren zur Preisbildung bei einer erstmaligen Börseneinführung (Initial Public Offering; IPO) eines Familienunternehmens werden von einer breiten wissenschaftlichen Literatur behandelt.<sup>14</sup> Hier können nur einige Einflussgrößen dem Grunde nach rekapituliert und in der Höhe exemplarisch angedeutet werden.

Die Preisbildung bei einem IPO geht zunächst von der Logik der Marktpreisbildung für etablierte Aktien aus. Dabei dominiert heute die vergleichsorientierte Bewertung auf der Basis des Kurs-Cashflow-Verhältnisses gegenüber dem früher stärker im Vordergrund stehenden Kurs-Gewinn-Verhältnis. In der Praxis hat sich das EBITDA-Multiple, also der Gesamtunternehmenswert als Vielfaches des Gewinns vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen, wegen der leichteren Handhabbarkeit gegenüber dem Cashflow-Multiple durchgesetzt. Es können aber auch andere Bezugsgrößen herangezogen werden, insbesondere das Kurs-Umsatz-Verhältnis.<sup>15</sup> In der Praxis werden meist mehrere Multiple-Bewertungen nebeneinander durchgeführt und daraus eine plausible Bandbreite der Bewertung abgeleitet. Die Dominanz der Multiple-Methode wird durch einige Vorteile erklärt, von denen Schreiner<sup>16</sup> folgende hervorhebt:<sup>17</sup>

- einfache Ermittlung, ohne detaillierte Annahmen über längerfristige Trends der Performance, der Wachstumsraten oder der Risiken machen zu müssen,
- im Fall der Kurs-Gewinn-Relation eine direkte Ermittlung der Preise des Eigenkapitals, ohne die Kapitalstruktur analysieren zu müssen,
- leichte Verständlichkeit auch für wenig geschulte Investoren,
- ständige Verfügbarkeit der Vergleichswerte, weil diese in den meisten Analystenreports enthalten sind und von allen Informationsdiensten zu Aktien ermittelt werden, sowie
- Einbeziehung der jeweils aktuellen Marktstimmung in die Preisbildung.<sup>18</sup> »

<sup>12</sup> Diese Logik ist nicht zu verwechseln mit dem quasi mechanischen Output von DCF-Kalkulationen, bei dem regelmäßig der Terminal Value 70 % bis 80 % vom Gesamtwert ausmacht, da auch der Terminal Value wesentlich von der derzeitigen Ertragskraft bestimmt wird.

<sup>13</sup> Vgl. Rudolf/Witte (2002); Achleitner/Nathusius (2004); Adams et al. (2004); McKinsey & Company et al. (2015); Schreiner (2007); Christofi et al. (2015); Schieszl et al. (2015).

<sup>14</sup> Zur Übersicht vgl. Schreiner (2007).

<sup>15</sup> Zur Übersicht vgl. Barthel (1996); Berner/Rojahn (2003).

<sup>16</sup> Schreiner (2007), S. 2 f.

<sup>17</sup> Vgl. auch Liu et al. (2002); Krolle et al. (2005); Löhnert/Böckmann (2015).

<sup>18</sup> Barthel (1996), S. 149.

Bei der Berechnung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses, aber auch bei der Ermittlung des Kurs-Cashflow-Verhältnisses wird der aktuelle Kurs entweder zum Gewinn der letzten zwölf Monate oder zu dem für das nächste, allenfalls noch für das übernächste Geschäftsjahr prognostizierten Gewinn bzw. Cashflow in Relation gesetzt. Natürlich können mit bestimmten Annahmen auch Verbindungen zwischen beiden Bewertungsansätzen hergestellt werden<sup>19</sup>. Hierbei spielt, wie schon erwähnt, die angenommene Wachstumsrate eine entscheidende Rolle<sup>19</sup>. Längerfristige Wachstumsaussichten gehen normalerweise nur insoweit in die Bewertung ein, als sie über das angenommene Branchenwachstum in das Branchen-Multiple einbezogen sind. Natürlich kann auch ein Familienunternehmen einen IPO in einen Hot Market hinein lancieren oder in den Genuss einer hohen Optionsbewertung kommen. Aber auch in diesem Fall basieren exotisch hohe Bewertungen auf dem Vergleich mit anderen IPOs.

## 2. Marktpreis etablierter Aktien unter dem fundamentalen Wert

Der Marktpreis etablierter Aktien liegt normalerweise unterhalb der fundamentalen Bewertung. Dies bestätigen sowohl Auskünfte von Experten aus der Bewertungspraxis als auch die üblichen Zuschläge der Bieter bei Übernahmeangeboten. In der Literatur zur Bewertung werden folgende Ursachen zur Erklärung der Bewertungsdifferenzen genannt:

- Während sich die fundamentale Bewertung auf die Gesamtheit aller Anteile bezieht, bewertet die Börse den Preis von Minderheitsanteilen ohne Einflussrechte.
- Der Börsenmarkt orientiert sich bei seiner Bewertung stark an der Bewertung vergleichbarer Unternehmen der Branche. Damit werden branchenübliche, durchschnittliche Ertragsrelationen und Wachstumsrelationen auch für das neu zu bewertende, individuelle Unternehmen angenommen. Außerordentliche Erwartungen des Managements werden so auf den branchenüblichen Durchschnitt adjustiert.
- Bei der Marktpreisbildung für diversifizierte Unternehmen wird ein Konglomeratsabschlag unterstellt, während die fundamentale Bewertung von der Summe der Bewertungen („sum of parts“) der einzelnen Geschäftsaktivitäten ausgeht<sup>20 21</sup>. Für den Konglomeratsabschlag wurden empirisch 11 % bis 17 % ermittelt<sup>22</sup>.
- Dem Abschlag bei der Börsenbewertung steht möglicherweise ein Fungibilitätszuschlag beim IPO gegenüber.

Der entscheidende Grund für die Irrelevanz eines Gutachtens zum fundamentalen Wert bei der Prognose des voraussichtlichen Marktpreises liegt darin, dass sie sich auf die Planung des Managements stützt. Diese wird durch externe Daten plausibilisiert bzw. ergänzt (insbesondere hinsichtlich der Extrapolation über den Planungszeitraum hinaus). Das Management – so wird angenommen – tendiert jedoch grundsätzlich dazu, zu optimistisch zu planen. Kurzfristig können gleichwohl kon-

servative Planungsansätze eingearbeitet sein, um die Glaubwürdigkeit der Planung abzusichern (oder möglicherweise eine niedrige Basis für ihre Incentive-Programme zu erreichen). Langfristig hingegen treten häufig sogenannte „Hockey Sticks“ auf, bei denen am Ende des Planungshorizonts eher „Stretched Goals“ als realistische Erwartungen angenommen werden. Da diese in die Berechnung des Terminal Values eingehen, der einen großen Teil des Gesamtwerts ausmacht, kommt es zu einer Überbewertung des fundamentalen Werts. Zudem bezieht die Planung des Managements in den seltensten Fällen konjunkturelle Rückschläge oder gar Rezessionen ein, die zu negativen Wachstumsraten führen können.

Aus diesen Phänomenen resultiert eine Tendenz zur fundamentalen Überbewertung gegenüber einem möglichen Marktwert. Der Effekt ist gemäß Aussagen von Experten signifikant, aber nicht näher quantifizierbar und kann in Einzelfällen (abhängig vom Umfang der konservativen oder pessimistischen Einstellung des Managements) auch in die gegenteilige Richtung gehen. In der Praxis der Beratung durch das Investment Banking spielen vorliegende Gutachten zum fundamentalen Wert eine völlig untergeordnete Rolle.

## 3. Marktpreise in Hot Markets und die Realoption in der Bewertung

Es gibt Fälle, in denen die Marktbewertung weit über dem fundamental begründeten Niveau liegt. Ein Tobins Q (Verhältnis des Marktwertes zum Buchwert des Eigenkapitals) von drei oder vier setzt bereits hohe Wachstumsraten voraus. Nun kann man vielleicht bei jungen Unternehmen, die in hochdynamischen Märkten auf aussichtsreichen Startpositionen stehen, durchaus mit hohen Wachstumsraten rechnen. Aber auch solche hohen Wachstumsraten rechtfertigen noch keine Bewertungen, wie sie ein „Einhorn“ im Markt der digitalen Geschäftsmodelle oder im Markt von Industrie 4.0 erzielen kann. Hier gibt es noch ein Element in der Bewertung, das vielleicht durch das Konstrukt der Realoption erklärt werden kann<sup>23</sup>: Wenn sich ein solches Start-up von „Zero to One“<sup>24</sup> entwickelt, erhält man das Hundertfache des Einsatzes zurück; wenn nicht, hat man die Optionsprämie vergebens bezahlt.

## 4. Weitere Bewertungszu- oder -abschläge

Gegenüber der Marktpreisbildung für vergleichbare etablierte Aktien gibt es bei der Preisfindung für einen IPO noch weitere Einflüsse:

- Grad der Reservebildung bei der veröffentlichten Ergebnisplanung<sup>25</sup> („Prospectus Profit Forecast“): Durch einen konservativen Ansatz wollen Management und Eigner vermeiden, dass bereits im ersten Jahr eine negative Performanceabweichung auftritt. Nach empirischen Erhebungen liegt der Vorsichtsabschlag im Schnitt bei 6 % vom tatsächlich erzielten Wert;<sup>26</sup>

19 Schreiner (2007), S. 32–33 ff.

20 Rajan et al. (2000).

21 Dieser gilt selbstredend nur für Konglomerate und nicht für auf einen Produktbereich fokussierte Unternehmen, wie sie gerade unter deutschen Familienunternehmen (z.B. den sogenannten Hidden Champions) häufig vorkommen.

22 Gold/Luchs (1993); Martin/Sayrak (2003).

23 Koch (1999); Bernhard (2000); Mostowfi (2000); Damodaran (2001); Rudolf/Witt (2002), S. 201 ff.; Erhardt/Merland (2004).

24 Thiel (2014).

25 Zu beachten ist, dass beim IPO keine explizite Ergebnisplanung gezeigt werden darf, sondern nur historische Zahlen. Das Management darf jedoch den Analysten und Investoren eine Guidance geben, aus der diese dann die Ergebnisplanung einigermaßen verlässlich ableiten können.

26 McGuinness (2016).

- besonders nachteilig ist das Kurs-Gewinn-Multiple-Verfahren, wenn durch einen IPO vor allem die Bilanzstruktur verbessert werden soll. In diesem Fall wird der Nettogewinn nur um den Zinseffekt aus der Kapitalmaßnahme erhöht;
- eingeführte Aktiegattung (Vorzüge, Stämme) und Unternehmensverfassung (z.B. KGaA), wobei allerdings heute weder die Emission von Vorzugsaktien noch die KGaA mit nennenswerten Abschlägen „bestraft“ werden;
- Umfang der Platzierung von Aktien der Altgesellschafter;
- Platzierungsverfahren und Modus der Preisfestsetzung (z.B. Bookbuilding);
- weiterhin reduziert noch der sogenannte IPO-Abschlag den Einführungspreis. Dieser ist einerseits ein Kaufanreiz, damit die Erstzeichner bereits in den ersten Tagen eine „Emissionsrendite“ oder „Zeichnungsrendite“ erzielen.<sup>27</sup> Andererseits handelt es sich um einen Vorsichtsabschlag, da die Investoren im Gegensatz zu den gelisteten Vergleichsunternehmen noch keinerlei Erfahrungen mit dem IPO-Kandidaten haben, z.B. hinsichtlich Corporate Governance, Budgettreue oder Performance in verschiedenen Marktphasen. In der Praxis wird der IPO-Abschlag mit durchschnittlich 10 % beziffert<sup>28</sup>. Bei Familienunternehmen ist dieser Abschlag aus verschiedenen Gründen höher als bei anderen Börseneinführungen.<sup>29</sup> Vor allem bei Familienunternehmen kommen auch „Ausreißer“ vor, mit Zeichnungsrenditen von über 20 %;
- schließlich fallen auch noch ca. 5 % Emissionskosten und Beratungsgebühren an.

### 5. IPO-Abschlag bzw. Underpricing

Das „Underpricing“ beim IPO ist in einer ungewöhnlichen Tiefe untersucht. Das mag daran liegen, dass die Daten hierfür relativ leicht zugänglich sind. Für die Forscher zu Familienunternehmen ist dieses Phänomen besonders verwunderlich, da es dem Konstrukt des Socioemotional Wealth zu widersprechen scheint.<sup>30</sup>

Wegen des insgesamt niedrigen Marktpreisniveaus gegenüber der fundamentalen Bewertung bei einem Mehrheitserwerb gibt es immer wieder Fälle, bei denen ein IPO zunächst vorbereitet und dann abgesagt wird, um das Unternehmen an einen strategischen Investor zu verkaufen. Der Verkauf des Pharmaunternehmens Madaus war ein solches Beispiel. Aktuell ist der Fall des Internetportals iZettle, dessen IPO mit einem Volumen von 1,1 Mrd. US-Dollar abgesagt wurde, zugunsten eines Verkaufs an den strategischen Käufer PayPal, der zu dem doppelten Preis von 2,2 Mrd. US-Dollar führte (Handelsblatt, 2018).

Die generell niedrigere Bewertung bei einem IPO schließt natürlich nicht aus, dass es Fälle von „Hot Issues“ gibt. Dies sind sanierungsbedürftige Unternehmen, bei denen der nicht offengelegte fundamentale Wert unter dem IPO-Angebotspreis

liegt. Auf der anderen Seite gibt es auch die oben erwähnten Fälle von „Hot Markets“ (vgl. 7b), bei denen der Marktpreis über den fundamentalen Werten liegt.

Im Durchschnitt erfolgt ein IPO jedoch mit einem deutlichen Abschlag gegenüber dem fundamentalen Wert. Sowohl Käufer als auch Verkäufer scheinen an einem konservativen Wertansatz interessiert zu sein. Wenn die Marktteilnehmer ihre Wertvorstellungen allgemein nach der Multiple-Bewertung bilden, dann *muss* ein Erstzeichner, der sein Portfolio später umschichten, also wieder verkaufen will, diese Wertbasis auch für seine Einkaufsentscheidung berücksichtigen. Gleichzeitig ist der Verkäufer auf seine Reputation bedacht, die ja auch wichtig für künftige Kapitalerhöhungen ist.

In der Summe können sich alle Abschläge bei einem IPO gegenüber dem fundamentalen Wert auf über 30 % aufaddieren, sodass lediglich 70 % gegenüber einem fundamentalen Wert von 100 % verbleiben. Wird nun eine Kapitalerhöhung um 100 % durchgeführt, sodass die neuen Aktionäre 50 % der Anteile erhalten (man würde natürlich nur 49 % platzieren), dann erhöht sich der Unternehmenswert auf 170 %. Damit würde allerdings auch die Kapazität zur Cashflow-Generierung nur um 70 % gesteigert, und nicht um 100 %. Da gleichzeitig die Hälfte des Cashflows an die neuen Aktionäre abgetreten wird, reduziert sich der Wert der Anteile der Altgesellschafter – obschon sie keine Anteile verkauft haben. Es tritt eine Verwässerung ihrer Anteile ein.

### VI. Zwischenergebnis

Bereits die „normale“ Bewertungslogik ohne den spezifischen Einfluss aus der Mehrheitsbeteiligung einer Unternehmerfamilie zeigt eine große Spannweite der Bewertungseinflüsse. Tendenziell zeigt sich, dass die Börse die Anteile an einem Unternehmen eher „unter ihrem Wert“ bewertet. Nun müssen wir uns der weiterführenden Frage zuwenden, ob der Einfluss der Familie den Wert weiter drückt oder vielmehr erhöht. ♦



Prof. Dr. Hermut Kormann ist Privatdozent und Honorarprofessor an der Zeppelin-Universität sowie der Universität Leipzig.

Dr. Eric Fellhauer ist Co-Head Investment Banking Lazard Deutschland.

#### KEYWORDS

Abfindung von Gesellschaftern • IPO • Socioemotional Wealth (SEW) • Unternehmensbewertung

27 Für Deutschland vgl. Ljungqvist (1997).

28 In der Praxis ist ein offensichtlicher Zusammenhang zwischen Marktvolatilität und IPO-Abschlag zu beobachten: In sehr stabilen Marktphasen mit einer Volatilität zwischen 10 % und 15 % wie in den Jahren 2016/17 kann er bis auf 5 % sinken. In Phasen unruhiger Märkte mit einer Volatilität von mehr als 30 % gelten IPOs als undurchführbar.

29 Leitterstorf/Rau (2015); Signori et al. (2015); Kotlar et al. (2018).

30 Signori et al. (2015); Kotlar et al. (2018).