

Zahlungen unter die Lupe nehmen

Bei der Bewertung von Leasingfirmen kommt es insbesondere auf den Cashflow an – Vergleich ist schwierig



rücksichtigung der dahinter liegenden Vertragswerke mit den Kunden. Die Bewertung sollte dabei nach Geschäftsfeld separat erfolgen, um die Finanzströme und Risiken produktspezifisch zu erfassen.

Einen praktikablen Weg zur Bewertung hat Ende 2003 der Branchenverband – der Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen (BDL) – zur Diskussion gestellt: Dabei wird der Gegenwartswert des Leasing-Vertragsbestandes durch die Diskontierung zukünftiger Erträge und Aufwendungen aus den bestehenden Leasingverträgen abgeleitet. Wertrele-

vante Komponenten der Verträge, wie zum Beispiel die Leasingraten, die Restwertansprüche, die Verwaltungsaufwendungen und die Risikoabschläge für Ausfallrisiken werden eingepreist.

Das Neugeschäft wird bewertet

Dieser Ansatz kann als gedankliche Vorlage für eine umfassende Discounted-Cash-Flow-Bewertung für bestimmte Produktbereiche des Altgeschäftes eines Leasingunternehmens herangezogen werden. Der Wert des Neugeschäfts ist separat zu quantifizieren. In Abhängigkeit vom Geschäftsmodell müssen die relevan-

ten Werttreiber identifiziert werden. Zu den relevanten Werttreibern gehören beispielsweise bestehende Kundenbeziehungen und der gesetzliche Rahmen. Der Wert des Neugeschäfts ergibt sich aus der Prognose zukünftiger Leasingprodukte sowie deren Risikoprofil.

Anke Nestler ist Geschäftsführerin der O&R Corporate Finance Beratungsgesellschaft mbH mit Sitz in Frankfurt und Sachverständige für Unternehmensbewertung und für die Bewertung immaterieller Werte (Industrie- und Handelskammer Frankfurt am Main).

ANKNE NESTLER | FRANKFURT

Was ist ein Leasingunternehmen wert? Die Antwort auf diese Frage ist nicht einfach zu finden. Denn im Vergleich zu Industrie-Unternehmen ist die Bewertung von Leasinggesellschaften komplexer: Die unterschiedliche Ausrichtung der jeweiligen Geschäftsmodelle führt dazu, dass die einzelnen Leasingunternehmen nur schwer vergleichbar sind.

Die Bewertung von Unternehmen sowie die Ermittlung des Kaufpreises im Rahmen von Mergers-and-Acquisitions-Transaktionen erfolgt grundsätzlich international und in allen Branchen nach den gleichen Methoden. Im Rahmen von M&A-Transaktionen sind vor allem zwei Ansätze weit verbreitet: die Multiplikatormethode und die Discounted-Cashflow-Methode.

Typische Finanzdaten reichen nicht

Bei Leasinggesellschaften führen allerdings die zahlreichen Varianten der Produkte und Vertragsbeziehungen zu sehr unterschiedlichen Vermögens-, Finanz- und Ertragsstrukturen – die Finanzkennzahlen lassen sich deshalb nicht ohne weiteres miteinander vergleichen. Vor diesem Hintergrund müssen die Ansätze innerhalb der verschiedenen Bewertungsmethoden sorgfältig ausgewählt werden.

Für die marktorientierte Bewertung von Leasingunternehmen nach der Multiplikatormethode

ist die Auswahl der richtigen Bezugsgröße für den Multiplikator von großer Bedeutung. Der Kaufpreis wird über Multiplikatoren berechnet, die sich aus vergleichbaren Transaktionen oder aus dem Kapitalmarkt ableiten. So ergibt sich der Kaufpreis zum Beispiel als Vielfaches des Umsatzes – diese Kennzahl nennt man Umsatz-Multiple.

Typische Finanzdaten – wie der Umsatz des Unternehmens oder sein Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) – spiegeln das Wertpotenzial von Leasinggesellschaften in der Regel aber nicht vollständig wider. Vielmehr müssen Produkte nach homogenen Kriterien gebündelt werden.

Darüber hinaus müssen über beobachtbare Transaktionen und über den Kapitalmarkt geeignete Marktpreise gefunden werden, die als Referenzgröße dienen können. Entscheidend ist dabei, dass die Unternehmen der Referenzgruppe mit dem Bewertungsobjekt hinsichtlich des Geschäftsmodells und der Risikostruktur vergleichbar sind.

Bei der so genannten Discounted-Cashflow-Methode ergibt sich der Wert als Barwert durch die Diskontierung des erwarteten Cashflows des Zielunternehmens. In der Zielgesellschaft liegen oftmals vielschichtige Vertragsbeziehungen, die ein spezifisches Risikoprofil mit sich bringen. Dies erfordert eine detaillierte Analyse der Zahlungsströme unter der Be-

