BMA ARBEITSKREIS VALUATION

# Praxishinweis EBITDA-Normalisierung und Multiples

Stand Oktober 2026

BUNDESVERBAND MERGERS & ACQUISITIONS GEM. E.V.

# Über diesen Praxishinweis

Herausgeber: Bundesverband Mergers & Acquisitions gem. e.V. (BMA), Arbeitskreis Valuation. Der Praxishinweis wurde vom Arbeitskreis Valuation erarbeitet und gibt dessen Auffassung wieder.

Der Praxishinweis dient der Orientierung in der Transaktionspraxis. Er ersetzt weder eine Bewertung im Einzelfall noch eine rechtliche oder steuerliche Beratung; eine Haftung für die Anwendung im konkreten Fall ist ausgeschlossen. Angaben zu Kapitalmarktparametern geben den Stand vom 30. Juni 2026 wieder und sind vor einer Verwendung zu aktualisieren.

**Urheberrecht und Zitierhinweis**

© 2026 Bundesverband Mergers & Acquisitions gem. e.V. Alle Rechte vorbehalten. Die Weitergabe des unveränderten PDFs und das Zitieren unter Quellenangabe sind gestattet. Vervielfältigung, Bearbeitung und Übersetzung bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung des BMA. Zitiervorschlag: BMA Arbeitskreis Valuation (2026): Praxishinweis EBITDA-Normalisierung und Multiples, Stand Oktober 2026, www.bm-a.de.

**Disclaimer**

Der Praxishinweis stellt keine verbindliche Position des BMA und keinen Bewertungsstandard dar. Die Beispiele und Rechnungen sind illustrativ.

# Aufbau

Der Praxishinweis gliedert sich in eine Einleitung und zwei Hauptteile. Teil A behandelt das normalisierte EBITDA, Teil B die Multiples-Methodik. Zwei Anhänge enthalten einen Beispielkatalog möglicher Adjustments sowie eine Beispielrechnung.

| Abschnitt | Inhalt |
|---|---|
| **Einleitung** | Zielsetzung, Abgrenzung, Charakter des Hinweises, Wahl der Bezugsgröße, Verhältnis zur Kaufpreisbrücke, Perspektive |
| **Teil A (Regeln 1 bis 5)** | Normalisiertes EBITDA: Konsistenzgebot, Entscheidungsbaum, Adjustment-Typen, Owner Adjustments im Mittelstand, HGB und IFRS |
| **Teil B (Regeln 6 bis 10)** | Multiples: konzeptionelle Grundlage, Arten, Adjustierung, Bezugsbasis, Positionierung in der Bandbreite, Anbieterübersicht |
| **Anhang** | Anhang 1: Beispielkatalog möglicher Adjustments,<br>Anhang 2: Beispielrechnung |

# Einleitung

**Zielsetzung und Einordnung**

Mit dem ersten Praxishinweis zur Kaufpreisbrücke hat der Arbeitskreis Valuation die Überleitung vom Enterprise Value zum Equity Value systematisiert. Dieser zweite Praxishinweis richtet den Blick auf die beiden Größen, aus denen sich der Enterprise Value in der Praxis meist ableitet: die zugrunde gelegte Umsatz-/Ergebnisgröße und den darauf jeweils angewendeten Multiplikator. Die Ableitung beider Größen wird in der Transaktionspraxis sehr unterschiedlich gehandhabt und gerade die kreative Bandbreite der Ergebnisbereinigungen sowie die Verfügbarkeit und Qualität von Multiplikatoren führen regelmäßig zu Diskussionen zwischen Käufer und Verkäufer.

Ziel des Praxishinweises ist es, für diese Diskussion ein methodisch sauberes und zugleich praxistaugliches Handwerkszeug zu liefern. Der Praxishinweis soll die typischen Fragen strukturieren, die üblichen Fallstricke sichtbar machen und eine nachvollziehbare Begründung dafür geben, warum eine Position bereinigt wird und eine andere nicht. Er versteht sich ausdrücklich als Praktikerhilfe und nicht als wissenschaftliche Abhandlung.

**Gegenstand und Abgrenzung**

Im Mittelpunkt stehen zwei Themen, die eng zusammenhängen. Teil A behandelt die Frage, was ein normalisiertes Ergebnis überhaupt ist und welche Bereinigungen sachgerecht sind. Teil B behandelt die Frage, woher Multiplikatoren stammen, welche Eigenschaften sie haben und wie man sie sachgerecht anwendet und anpasst.

Nicht Gegenstand dieses Praxishinweises ist die grundsätzliche Methodenwahl zwischen einer Multiplikatorbewertung und einer barwertorientierten Unternehmensbewertung (z. B. mittels Discounted-Cashflow- oder Ertragswert-Verfahren). Sie wird nicht vertieft, auch wenn die Fokussierung auf Multiples bereits eine implizite Schwerpunktsetzung darstellt. Auf die konzeptionelle Nähe beider Verfahren wird an den relevanten Stellen hingewiesen.

**Charakter des Hinweises: ein Kompass, keine Formel**

Die im und für den Mittelstand verfügbaren Multiples beruhen regelmäßig auf einer Datengrundlage, die empirische und strukturelle Grenzen hat. Die öffentlich verfügbaren Werte sind regelmäßig stark aggregiert, anonymisiert und liefern in der Sache Tendenzaussagen, keine punktgenauen Faktoren. Diese Grenzen verschweigt der Praxishinweis nicht, sondern macht sie zum Ausgangspunkt. Wer eine Methode anwendet, deren Daten nur Tendenzen hergeben, ist besser beraten, mit Bandbreiten und mehreren Quellen zu arbeiten, als sich auf einen einzelnen Wert zu verlassen.

Dem entspricht der Anspruch des Hinweises. Er liefert keine Formel, die am Ende einen Kaufpreis ausrechnet, sondern einen Kompass, der die richtigen Fragen stellt und den Transaktionsparteien hilft, sachgerechte und argumentierbare Bewertungsergebnisse herzuleiten. Schon die Antwort auf die Frage, ob ein Unternehmen schneller oder langsamer wächst als seine Vergleichsgruppe, ist in der Praxis viel wert, auch wenn sich die genaue Höhe einer Anpassung selten exakt ableiten lässt.

**Wahl der Bezugsgröße: EBITDA, EBIT oder Umsatz**

Bevor über Bereinigungen gesprochen wird, ist zu klären, auf welche Bezugsgröße sich der Multiple bezieht. In der Praxis arbeiten die gängigen Bewertungsportale mit drei Größen, nämlich Umsatz, EBIT und EBITDA. Der Praxishinweis behandelt daher alle drei und empfiehlt das EBITDA als regelmäßig führende Größe, ohne die beiden anderen zu vernachlässigen.

Der Grund für die Bevorzugung des EBITDA ist konzeptioneller Natur. Für eine fundamentale Bewertung (DCF-Methode) ist letztlich der Cashflow maßgeblich, und unter den verfügbaren Ergebnisgrößen aus der Rechnungslegung liegt das EBITDA dem operativen Cashflow typischerweise am nächsten, während es zugleich einfach verfügbar und gut vergleichbar ist. Ein Umsatzmultiple berücksichtigt keine Profitabilität, ein auf das Nettoergebnis bezogener Multiple trägt dagegen die unternehmensindividuelle Finanzierungsstruktur in sich. Das EBITDA bildet hier einen sinnvollen Kompromiss aus Aussagekraft und Praktikabilität. Die Nähe zum Cashflow gilt allerdings nur im Regelfall und über längere Zeiträume. Veränderungen des Working Capital, etwa ein Lageraufbau, binden Liquidität, ohne sich im EBITDA niederzuschlagen; in der Transaktionspraxis wird der korrespondierende Werteffekt regelmäßig nicht über die Ergebnisgröße, sondern über die Kaufpreisbrücke erfasst (siehe hierzu den Praxishinweis zur Kaufpreisbrücke).

Die Wahl des Multiples ist, neben den genannten konzeptionellen Vor- und Nachteilen, allerdings auch stark vom Geschäftsmodell abhängig und im jeweiligen Einzelfall zu prüfen. Bei kapitalintensiven Geschäftsmodellen, etwa bei hohem Leasing- oder Anlagenanteil, liegt eine große Differenz zwischen EBITDA und EBIT, sodass das EBITDA als Bezugsgröße irreführend sein kann. In solchen Fällen kann das EBIT die sachgerechtere Wahl sein. Entsprechend gilt: Wer auf EBIT abstellt, muss bei den Adjustments auch die Abschreibungen im Blick haben, und wer auf den Umsatz abstellt, muss nicht operative und nicht wiederkehrende Umsätze bereinigen. Die Bezugsgröße bestimmt also mit, welche Bereinigungen überhaupt greifen.

| Bezugsgröße | Vorteil | Nachteil | Besonders geeignet |
|---|---|---|---|
| Umsatz | Auch bei fehlender oder negativer Profitabilität verfügbar; breit vergleichbar | Bildet keine Profitabilität ab; Ergebnisse weichen regelmäßig stark von den Ergebnis-Multiples ab, Nachteile können durch Regression kompensiert werden | Frühphasen, stark wachsende oder noch nicht profitable Unternehmen, jedoch unter Inkaufnahme der genannten Nachteile |
| EBITDA | Cash-nah, einfach verfügbar, gut vergleichbar | Blendet Investitionsintensität und Abschreibungen aus | Regelfall im Mittelstand |
| EBIT | Berücksichtigt Abschreibungen und damit Kapitalintensität | Stärker von Bilanzierungswahlrechten beeinflusst | Kapitalintensive Geschäftsmodelle |

### Eignung des Multiplikatorverfahrens und Vergleichbarkeit zur Peer Group

Eine Multiplikatorbewertung ist ein verkürztes Barwertkalkül: Sie verdichtet die gesamte künftige Entwicklung auf eine einzige nachhaltige Ergebnisgröße und verzichtet auf die explizite Abbildung einzelner Planjahre und insbesondere des Terminal Values. Diese Vereinfachung ist zulässig, wenn sich das Unternehmen in einem eingeschwungenen Zustand befindet, also bei etablierten, stabilen Geschäftsmodellen mit einer gewissen Größe. Sie stößt an Grenzen, wenn sich die Ertragskraft über die Zeit strukturell verändert, etwa bei einer laufenden Restrukturierung, bei jungen oder stark wachsenden Unternehmen, bei absehbaren technologischen Umbrüchen mit steigendem Investitionsbedarf oder bei erheblichem Investitionsstau.

Vor der Anwendung sind daher zwei Fragen zu prüfen. Erstens: Befindet sich das Unternehmen in einem eingeschwungenen Zustand oder lässt sich zumindest ein sachgerechter Absprungpunkt finden? In der Praxis hilft man sich bei Sonderfällen, indem nicht das Ergebnis des ersten Planjahres, sondern das eines späteren, nachhaltigen Planjahres als Bezugsgröße dient. Die dazwischen liegenden Jahre, etwa mit restrukturierungsbedingt negativen Ergebnissen, sind dann gesondert in der Kaufpreisbrücke zu erfassen und auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren.

Zweitens: Ist das Unternehmen mit der Vergleichsgruppe vergleichbar, deren Multiples herangezogen werden? Das Multiplikatorverfahren unterstellt implizit, dass die Peer Group in einer ähnlichen Situation ist und ähnlich wächst wie das Bewertungsobjekt. Betrifft ein Umbruch die gesamte Branche, bleibt die Vergleichbarkeit gewahrt, weil Peer Group und Bewertungsobjekt gleichermaßen betroffen sind. Betrifft er dagegen nur das einzelne Unternehmen, etwa eine unternehmensspezifische Restrukturierung oder ein individueller Investitionsstau, ist Vorsicht geboten: Solche Faktoren beeinflussen den Multiplikator unmittelbar und sind auf der Verkäufer- wie auf der Käuferseite offen einzuordnen. Lässt sich weder ein eingeschwungener Zustand noch die Vergleichbarkeit zur Peer Group herstellen, ist ein Barwertkalkül mit expliziter Planung oft der aussagekräftigere Weg.

### Verhältnis zur Kaufpreisbrücke

> **Konsistenz mit dem Praxishinweis zur Kaufpreisbrücke**
> Dieses Dokument ist gemeinsam mit dem Praxishinweis zur Kaufpreisbrücke zu lesen. Jede Bereinigung des Ergebnisses kann Auswirkungen auf die Brücke haben und umgekehrt. Maßgeblich ist, dass derselbe wirtschaftliche Sachverhalt genau einmal in die Bewertung eingeht; welche Konstellationen dabei zu unterscheiden sind, behandelt Regel 1. Für die Abgrenzung der Brückenpositionen im Einzelnen wird auf den Praxishinweis zur Kaufpreisbrücke verwiesen.

### Perspektive: Standalone als Ausgangspunkt

Der Praxishinweis bewertet aus einer Standalone-Sicht, also aus der Perspektive des Unternehmens auf eigener Grundlage und ohne käuferspezifische Synergien. Diese Sicht dient als didaktischer Ausgangspunkt und als gemeinsame Verständigungsbasis. Bewusst verzichtet der Praxishinweis darauf, Wertbegriffe wie den objektivierten Wert (IDW S 1) oder den Fair Value (IFRS) zu prägen, da dies in das Feld der Bewertungs- und Rechnungslegungsstandards führen würde, die im Transaktionsumfeld eher weniger einschlägig sind. Im Transaktionsumfeld liegt der Fokus regelmäßig auf einem auszuverhandelnden Preis aus der individuellen Perspektive eines Transaktionspartners, in standardgebundenen Bewertungsanlässen stehen in der Regel complianceorientierte Sachverhalte im Vordergrund der Perspektive.

Zugleich ist klar, dass die wenigsten Transaktionen rein standalone stattfinden. Synergien sind fast immer Teil der Transaktionsrealität. Wie sie zu berücksichtigen sind, ist allerdings höchst fallspezifisch und eine Frage der Verhandlungsposition. Der Praxishinweis behandelt Synergien daher als einen zweiten, dem Standalone-Schritt nachgelagerten Schritt und greift das Thema bei der Positionierung innerhalb der Bandbreite in Regel 10 wieder auf.

Die folgende schematische Überleitung zeigt, wie sich der hier behandelte Standalone-Wert und das spätere Verhandlungsergebnis zueinander verhalten. Beide Größen sind Unternehmensgesamtwerte auf Ebene des Enterprise Value; der Kaufpreis für die Anteile ergibt sich erst nach der Überleitung über die Kaufpreisbrücke:

| Stufe | Erläuterung |
|---|---|
| Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value), Standalone | Normalisiertes Ergebnis (Teil A) multipliziert mit dem sachgerecht abgeleiteten Multiplikator (Teil B) |
| + / – käuferspezifische Synergien | Fallweise in einem zweiten Schritt; aus Verkäufersicht ein Argument für das obere Ende der Bandbreite (Regel 10) |

| Stufe | Erläuterung |
|---|---|
| + / – transaktionsbedingte Effekte | Etwa entfallende Verbundvorteile und Standalone-Kosten bei einem Carve-out |
| + / – Verhandlungseffekte | Wettbewerbsintensität im Prozess, Dringlichkeit, Verhandlungsgeschick der Parteien |
| = Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value), Verhandlungsergebnis | Ergebnis von Angebot und Nachfrage (zum Verhältnis von Wert und Preis siehe Regel 6) |

# Teil A: Das normalisierte EBITDA

**Regel 1: Konsistenzgebot zwischen normalisiertem Ergebnis und Kaufpreisbrücke**

Die wichtigste handwerkliche Regel der Normalisierung ist die Vermeidung von Doppelzählungen. Ergebnisgröße und Kaufpreisbrücke sind so aufeinander abzustimmen, dass derselbe wirtschaftliche Sachverhalt genau einmal in die Bewertung eingeht. Die Brückenposition kann dabei eine Abzugsposition sein, etwa eine Rückstellung, oder eine Hinzurechnungsposition, etwa ein gesondert angesetztes nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

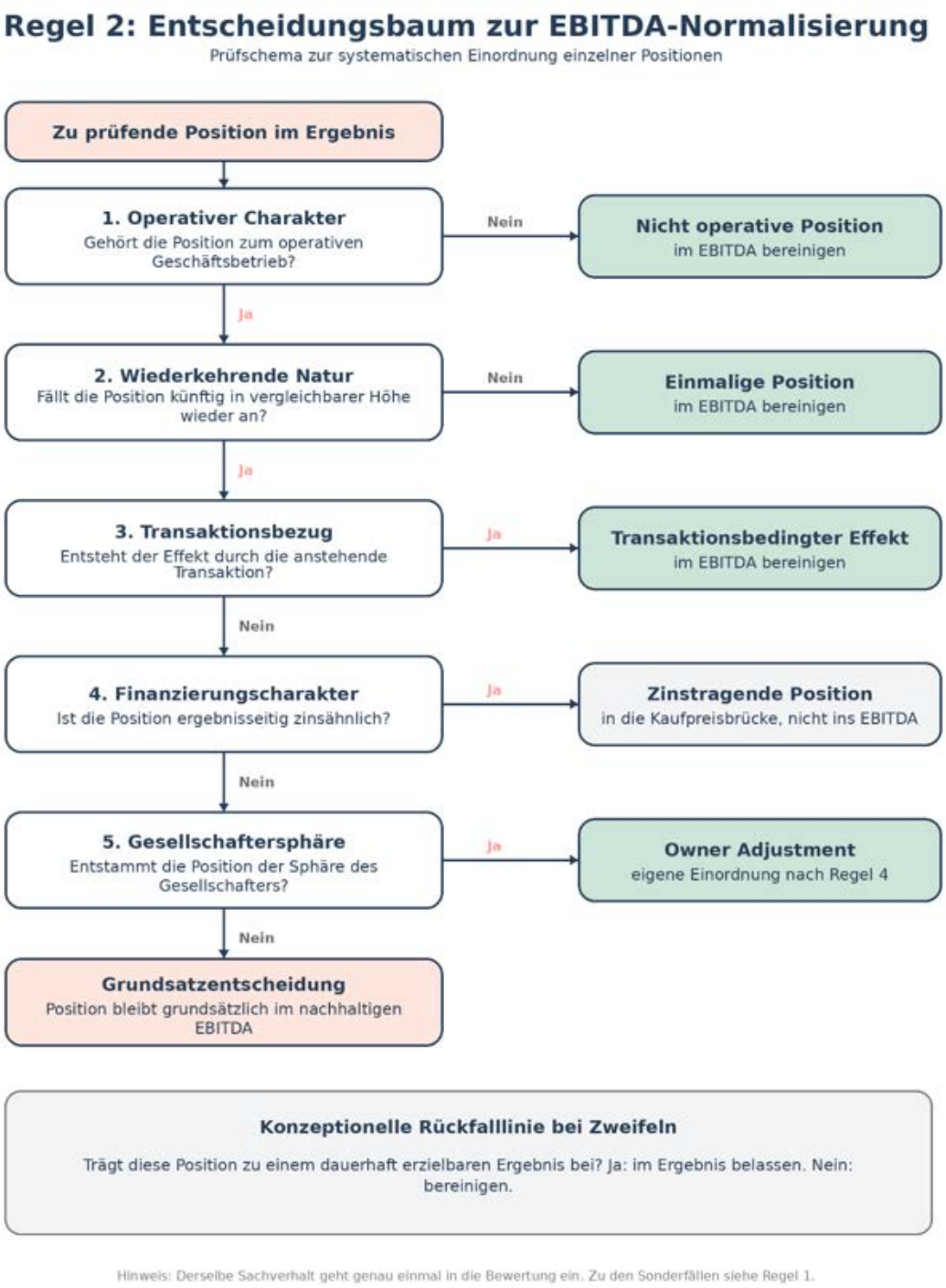
Entscheidend ist die Frage, ob die Stromgröße im nachhaltigen Ergebnis und die Bestandsgröße in der Brücke dieselbe wirtschaftliche Last beziehungsweise denselben wirtschaftlichen Nutzen abbilden oder ob zwei verschiedene Effekte betroffen sind. Bildet die laufende Ergebnisbelastung den Aufbau oder die Bedienung genau der Verpflichtung ab, die in der Brücke als Bestandsgröße angesetzt wird, ist eine Entscheidung zu treffen: Entweder bleibt die Belastung im Ergebnis, dann entfällt der Ansatz in der Brücke, oder sie wird bereinigt, dann gehört die Verpflichtung in die Brücke. Beides zugleich führt zur Doppelerfassung, weil der über den Multiplikator kapitalisierte Ergebniseffekt und die Bestandsgröße denselben Sachverhalt tragen.

Anders liegt der Fall bei einmaligen Aufwendungen, denen eine zum Stichtag noch offene Zahlungsverpflichtung gegenübersteht. Ein Restrukturierungsaufwand wird als nicht wiederkehrend zum Ergebnis hinzugerechnet, weil er die nachhaltige Ertragskraft nicht mindert. Die noch nicht ausgezahlte Restrukturierungsrückstellung ist davon unabhängig eine reale Verpflichtung, die der Erwerber zu tragen hat, und gehört als Abzugsposition in die Brücke. Beides nebeneinander ist hier kein Widerspruch, sondern die sachgerechte Behandlung: Die Hinzurechnung stellt die künftige Ertragskraft dar, die Brückenposition erfasst den noch zu leistenden Mittelabfluss. Zur Doppelzählung käme es umgekehrt, wenn der Aufwand das nachhaltige Ergebnis minderte und die Rückstellung zusätzlich über die Brücke abgezogen würde.

In der Praxis empfiehlt es sich, Bereinigungen und Brückenpositionen in einer gemeinsamen Übersicht zu führen, aus der für jede Position hervorgeht, ob sie im Ergebnis, in der Brücke oder bewusst in beiden Größen berücksichtigt wird. Diese gemeinsame Übersicht ist die einfachste Absicherung gegen Inkonsistenzen und zugleich die Schnittstelle zum Praxishinweis zur Kaufpreisbrücke.

**Regel 2: Systematische Klassifizierung durch einen Entscheidungsbaum**

Eine reine Aufzählung dessen, was man bereinigen darf und was nicht, gerät erfahrungsgemäß schnell in Vergessenheit, weil die Begründung fehlt. Wer nicht mehr versteht, warum eine Liste so aussieht, wie sie aussieht, wendet sie nicht mehr an. Der Praxishinweis stellt daher analog zum Entscheidungsbaum aus der Kaufpreisbrücke ein strukturiertes Prüfschema voran, das jede Position anhand weniger Leitfragen einordnet.




So einfach das Schema ist, so hilfreich ist es in Kombination mit den Beispielen aus dem Anhang. Es zwingt dazu, vor jeder Bereinigung die richtigen Fragen zu stellen, und liefert für die meisten Standardfälle bereits eine klare Antwort.

Bei der zweiten Prüfdimension ist zu beachten, dass eine Position auch dann anzupassen sein kann, wenn sie zwar wiederkehrt, künftig aber in deutlich abweichender Höhe anfällt. In diesen Fällen wird nicht die gesamte Position bereinigt, sondern nur der Teil, der über das nachhaltige Niveau hinausgeht.

Bei zweifelhaften Positionen, für die es kein passendes Beispiel gibt, hilft ein Rückgriff auf die konzeptionelle Grundlage. Eine Multiplikatorbewertung ist nichts anderes als ein verkürztes Barwertkalkül (siehe Regel 6). Gesucht ist also das Ergebnis, das das Unternehmen dauerhaft erzielen kann, weil der Multiplikator es wie einen Terminal Value kapitalisiert. Die entscheidende Frage lautet dann: Trägt diese Position zu einem dauerhaft erzielbaren Ergebnis bei? Diese Überlegung ist die letzte Begründungslinie, wenn die übrigen Kriterien nicht eindeutig greifen.

**Regel 3: Die Adjustment-Typen**

Bereinigungen sind nicht alle von gleicher Art. Sie unterscheiden sich darin, wie technisch eindeutig sie sind und wie viel Verhandlungsspielraum sie eröffnen. Der Praxishinweis ordnet sie daher in vier Typen auf zwei Ebenen. Die ersten beiden Typen sind technischer Natur und in der Regel wenig strittig. Die letzten beiden beruhen auf subjektiven Einschätzungen und Ermessensspielräumen und sind deutlich diskussionsbedürftiger. Genau diese Mehrstufigkeit ist es, die im M&A-Kontext und in der Quality-of-Earnings-Diskussion gebraucht wird, weil sie den Verhandlungsspielraum sichtbar macht.

| Typ | Ebene | Charakter | Beispiele |
|---|---|---|---|
| Normalisierung | technisch | Entfernt einmalige, nicht wiederkehrende und/oder nicht operative Posten | Abfindungen aus Restrukturierung, Einmalschäden, Transaktionskosten |
| Pro-forma-Anpassung | technisch | Stellt Historie und Planung vergleichbar, indem umgesetzte Maßnahmen rückwirkend einheitlich abgebildet werden | Run-Rate-Effekte umgesetzter Maßnahmen, Ganzjahreseffekte, rückwirkende Abbildung einer Standortverlagerung |
| Management Adjustment | diskussionsbedürftig | Beruht auf einer Management-Einschätzung zur Nachhaltigkeit | Erwartete, noch nicht realisierte Effekte; angenommene Run-Rate ohne belastbaren Nachweis; drohender Verlust angestellter Schlüsselpersonen |
| Owner Adjustment | diskussionsbedürftig | Betrifft die Gesellschaftersphäre und kann wiederkehrend sein, ist aber nach einem Eigentümerwechsel nicht nachhaltig | Geschäftsführervergütung nicht auf Marktniveau, Gehälter von Familienangehörigen, private Nutzung von Betriebsvermögen, Inhaberabhängigkeit (siehe Regel 4) |

Die Grenze zwischen einer Pro-forma-Anpassung und einem Management Adjustment liegt im Grad des Ermessensspielraums. Je größer die Bandbreite möglicher Ergebnisse, desto größer der Ermessensspielraum und desto höher der Diskussionsbedarf. Ist eine Maßnahme bereits umgesetzt und ihre Wirkung konkret nachvollziehbar, etwa eine vollzogene Standortverlagerung mit messbar geringerer Personalkostenquote, ist die Bandbreite schmal: Es handelt sich um eine Pro-forma-Anpassung, und die zugehörige einmalige Abfindung wird als Normalisierung berücksichtigt. Beruht die Anpassung dagegen auf einer Erwartung, deren Eintritt noch aussteht, ist sie ein Management Adjustment und entsprechend zu verargumentieren. Run-Rate-Effekte wirken überwiegend auf der Umsatzebene und erhöhen das Ergebnis, weshalb sie regelmäßig den größten Diskussionsbedarf auslösen. Die periodengerechte Zuordnung von Erträgen und Aufwendungen, in der Financial Due Diligence als Rephasing bezeichnet, zählt ebenfalls zu den technischen Anpassungen.

**Abbildung subjektiver Risiken: transparent im Ergebnis statt versteckt im Multiple**

In der Praxis werden unternehmensindividuelle Risiken, allen voran die Inhaberabhängigkeit, häufig über einen pauschal erhöhten Kapitalisierungszinssatz oder einen pauschal gesenkten Multiplikator abgebildet. Das ist bequem, aber intransparent. Konzeptionell gehören in den Nenner nur Kapitalkostenrisiken; vieles, was dort in Form von Zu- und Abschlägen landet, ist der Sache nach ein Thema der Ergebnisgröße und damit des Zählers. Gleiches gilt für die korrespondierenden Multiples.

Der Praxishinweis empfiehlt daher, solche Risiken soweit möglich als transparentes Ergebnisadjustment abzubilden, im Beispiel der Inhaberabhängigkeit also den erwarteten Ergebniseffekt eines Ausscheidens offen zu beziffern und als eigenständigen Korrekturposten auszuweisen (siehe Regel 4). Diese Stoßrichtung entspricht auch dem IDW S 1, der für standardgebundene Bewertungsanlässe nahelegt, personenbezogene Erfolgsbeiträge als eigenständigen, zeitlich begrenzten Faktor sichtbar zu machen und dessen Ergebnisbeitrag gegebenenfalls planmäßig abzuschmelzen, statt das Risiko pauschal im Zinssatz zu verstecken.

Wo eine unmittelbare Quantifizierung im Ergebnis nicht gelingt, gilt als Mindeststandard ein Transparenzgebot: Jede Anpassung des Multiplikators oder der Kapitalkosten sollte einmal auf die Ergebnisgröße umgerechnet wer-

den, um sichtbar zu machen, welche implizite Ergebnisannahme in ihr steckt. Erst diese Umrechnung erlaubt ein Urteil darüber, ob die Anpassung plausibel ist. Von willkürlichen, nicht nachvollziehbaren Anpassungen, gleich ob im Zähler oder im Nenner, ist abzuraten.

Zu unterscheiden ist schließlich der Kontext. In gutachterlich geprägten, standardgebundenen Anlässen ist diese Transparenz Pflicht. In einer Verhandlungssituation kann eine Partei eine gewisse Intransparenz durchaus anstreben; ob sich ein Adjustment durchsetzen lässt, ist dann eine Frage der Verhandlungsposition. Das Konsistenzgebot gilt gleichwohl in beide Richtungen: Ein Risiko, das bereits als Ergebnisadjustment erfasst ist, darf nicht zusätzlich über einen Abschlag auf den Multiplikator berücksichtigt werden (siehe Regel 8).

**Regel 4: Owner Adjustments im Mittelstand**

Im Mittelstand verdient das Owner Adjustment besondere Aufmerksamkeit, weil sich Gesellschafter- und Unternehmenssphäre häufig vermischen. Die daraus folgenden Effekte können durchaus wiederkehrend sein, gehören aber dennoch nicht in ein nachhaltiges Ergebnis, weil sie der Sphäre des bisherigen Gesellschafters entstammen und für einen Dritten so nicht anfallen würden. Umgekehrt kann auch Ertragskraft der Sphäre des Gesellschafters entstammen und deshalb nicht auf einen Erwerber übergehen; auch das ist ein Owner Adjustment. Gerade die Anpassung der Geschäftsführervergütung auf ein fremdvergleichsübliches Niveau kann einen erheblichen Effekt auf das nachhaltige Ergebnis und damit auf den Wert haben und ist in der Verhandlung ein zentraler Hebel.

Zu den typischen Owner Adjustments gehören:

- Anpassung einer überhöhten oder zu niedrigen Geschäftsführervergütung auf einen fremdvergleichsüblichen Marktlohn
- Gehälter von Ehegatten und Familienangehörigen ohne erkennbare operative Funktion
- Private Nutzung betrieblicher Vermögensgegenstände wie Fahrzeuge, Immobilien oder Reisen
- Überhöhte Rückstellungsbildung oder Abschreibungsgestaltung aus steuerlichen Motiven
- Anpassung von Pensionszusagen an Gesellschafter-Geschäftsführer und gegebenenfalls enthaftende Übertragung mit den notwendigen Vermögenswerten auf eine eigene Rentnergesellschaft
- Verlust an übertragbarer Ertragskraft bei hoher Inhaberabhängigkeit

**Sonderfall: Inhaberabhängigkeit und Übertragbarkeit der Ertragskraft**

Eine zentrale Frage der Mittelstandsbewertung ist, welcher Teil der Ertragskraft an die Person des bisherigen Gesellschafters gebunden ist und deshalb nicht auf einen Erwerber übergeht. Betroffen sind typischerweise persönliche Kundenbeziehungen, technisches Spezialwissen, gewachsene Lieferantenkonditionen, ein über das übliche Maß hinausgehender Arbeitseinsatz und die Rolle als Entscheider im Tagesgeschäft. Soweit diese Beiträge mit dem Ausscheiden entfallen, mindern sie das nachhaltige Ergebnis und sind als Korrekturposten auszuweisen. Die Einordnung als Owner Adjustment folgt daraus, dass Arbeitseinsatz und persönliches Netzwerk wesentlich durch die Eigentümerfunktion motiviert sind. Hängt die Ertragskraft dagegen an angestellten Schlüsselpersonen, ist ein drohender Verlust als Management Adjustment zu behandeln.

Dieser Posten ist das Gegenstück zur Anpassung der Geschäftsführervergütung. Wer etwa bei Vergütung und Ergebnis über dem Marktniveau die Vergütung auf Marktniveau anpasst und das Ergebnis unverändert fortschreibt, unterstellt damit, dass ein angestellter Geschäftsführer zu marktüblichen Konditionen dieselbe Ertragskraft erzeugt. Trifft das nicht zu, führt die isolierte Vergütungsanpassung zu einer Fehlbewertung, in der Regel zu einer Überbewertung. Der Effekt kann aber auch in die Gegenrichtung gehen, etwa wenn ein professionell besetztes Management die Ertragskraft steigern kann. Beide Posten sind daher gemeinsam zu beurteilen.

Die Höhe der wegfallenden Ertragskraft lässt sich selten exakt bestimmen. Üblich ist, den erwarteten Ergebniseffekt eines Ausscheidens zu schätzen und dort, wo die Bindung über einen Übergangszeitraum abgebaut wird, planmäßig abzuschmelzen. Entscheidend ist, dass der Effekt offen ausgewiesen wird. Wird er an dieser Stelle erfasst, darf er nicht zusätzlich über einen Abschlag auf den Multiplikator berücksichtigt werden (siehe Regel 8).

**Sonderfall: betriebliche Nutzung privater Vermögensgegenstände und Sonderbetriebsvermögen**

Ein in der Praxis häufiger und offener Diskussionspunkt betrifft Vermögensgegenstände, die sich im Privatvermögen der Gesellschafter befinden, aber betrieblich genutzt werden, oft ohne marktübliche Miete. Typisch ist das Betriebsgrundstück, das einer Personengesellschaft gehört oder im Privatvermögen liegt und dem operativen Unternehmen überlassen wird. Bei Personengesellschaften, etwa einer GmbH & Co. KG, spielt es wirtschaftlich zunächst keine Rolle, ob eine ortsübliche Miete gezahlt wird, weil im Ergebnis dieselben Personen profitieren. Steuerlich spricht man hier von Sonderbetriebsvermögen.

Für die Bewertung gilt ein einfaches Konsistenzprinzip. Das operative Ergebnis wird stets so normalisiert, dass es eine marktübliche Miete enthält, und die Immobilie wird stets gesondert über ein Immobilienverfahren bewertet, damit der über den Multiplikator ermittelte operative Wert immobilienneutral bleibt. Enthält das Ergebnis bereits eine marktübliche Miete, ist auf der Ergebnisseite nichts zu tun; wird das Grundstück dagegen unentgeltlich oder zu niedrig überlassen, ist eine fiktive marktübliche Miete abzuziehen, weil ein fremder Dritter sie zahlen müsste, und das normalisierte EBITDA sinkt entsprechend. Ob der separat ermittelte Immobilienwert zum Kaufpreis hinzukommt, entscheidet allein die Frage, ob der Käufer das Grundstück mit erwirbt. Erwirbt er es mit, wird es zusätzlich angesetzt, da der Eigentümer das im Privatvermögen befindliche Grundstück nicht mit dem Unternehmen verschenkt; bleibt es beim Verkäufer, entfällt der Ansatz, und das Unternehmen mietet künftig zu der bereits berücksichtigten Marktmiete.

Entscheidend ist dabei, dass ein mietfreies Ergebnis und ein separater Immobilienwert nicht miteinander kombiniert werden dürfen. Enthält das Ergebnis keine marktübliche Miete und wird die Immobilie dennoch gesondert vergütet, zählt der Mietvorteil doppelt, nämlich einmal im zu hohen operativen Wert und ein zweites Mal im Immobilienwert; mietbereinigtes Ergebnis (also Anpassung auf ein marktübliches Mietniveau) und gesonderter Immobilienansatz gehören also zwingend zusammen. Da Immobilien zudem regelmäßig höhere Multiplikatoren tragen als ein mittelständisches Unternehmen, ist die Immobilie über ein Immobilienverfahren zu bewerten, etwa über den Verkehrswert oder den Barwert der Marktmiete, und nicht über den Unternehmensmultiplikator, der das Grundstück systematisch unterbewerten würde. Diese Abgrenzung des Bewertungsobjekts ist aus dem DCF-Umfeld vertraut und gehört methodisch an dieselbe Stelle.

**Sonderfall: Pensionszusagen an Gesellschafter-Geschäftsführer**

Pensionszusagen an Gesellschafter-Geschäftsführer verdienen aus zwei Gründen besondere Aufmerksamkeit. Zum einen belasten die laufenden Zuführungen zur Pensionsrückstellung das Ergebnis, ohne dass ihnen ein operativer Aufwand des fortzuführenden Geschäftsbetriebs gegenübersteht. Zum anderen ist die Verpflichtung selbst für den Käufer regelmäßig schwer kalkulierbar, was sich in der Kaufpreisverhandlung typischerweise zulasten des Verkäufers auswirkt.

In der Praxis empfiehlt sich daher ein zweistufiges Vorgehen. In einem ersten Schritt wird die Zusage angepasst, um die Verpflichtung kalkulierbar zu machen, etwa durch die Umstellung von einer laufenden Rentenzahlung auf eine Kapitalzahlung. In einem zweiten Schritt kann die Verpflichtung enthaftend, also schuldbefreiend, gemeinsam mit den zu ihrer Erfüllung erforderlichen Vermögenswerten auf eine eigene Rentnergesellschaft übertragen werden.

Für die Bewertung ist die zweite Stufe deshalb bedeutsam, weil eine unvollständige Übertragung zu einer Asymmetrie zulasten des Verkäufers führt. Verbleiben Verpflichtung und Deckungsvermögen, etwa eine Rückdeckungsversicherung oder ein Fondsguthaben, im Unternehmen, profitiert der Erwerber im Todesfall des Gesellschafter-Geschäftsführers doppelt: Die Pensionsrückstellung auf der Passivseite entfällt, während das Deckungsvermögen auf der Aktivseite im Unternehmen verbleibt. Praktisch relevant wird dies vor allem dann, wenn zwischen dem Vollzug der Transaktion und dem Rentenbeginn mehr als ein Jahr liegt und die Übertragung nicht innerhalb der Familie, sondern an einen externen Erwerber erfolgt.

Zu beachten ist schließlich das Konsistenzgebot aus Regel 1. Die Pensionsverpflichtung selbst ist regelmäßig ein Thema der Kaufpreisbrücke, während sich der Ergebniseffekt in den laufenden Zuführungen zeigt. Beide Wirkungen sind auseinanderzuhalten, damit derselbe Sachverhalt nicht zweimal erfasst wird.

**Regel 5: HGB, IFRS und die Wahl der richtigen Rechnungslegungsbasis**

Welche Bereinigungen sachgerecht sind, hängt davon ab, welche Rechnungslegungsnormen dem Ergebnis zugrunde liegen. Es muss daher von Anfang an klar sein, ob ein HGB- oder ein IFRS-Abschluss vorliegt, und es dürfen nur die jeweils passenden Adjustments vorgenommen werden. Dieser Punkt hängt unmittelbar mit dem Konsistenzgebot aus Regel 1 zusammen.

In bestimmten Branchen kann die Darstellung nach HGB ein verzerrtes Bild der operativen Ertragskraft ergeben, sodass eine Überleitung einzelner Positionen auf eine IFRS-Logik die Aussagekraft erhöht. Das gilt besonders bei international ausgerichteten Prozessen. Typische Anwendungsfälle sind die Umsatzrealisierung nach Percentage of Completion bei langlaufenden Projekten, die Leasingbilanzierung nach IFRS 16 sowie aktivierungspflichtige Entwicklungskosten. In Branchen mit langen Projektlaufzeiten kann die normalisierte Margenentwicklung nach IFRS ein deutlich anderes Bild ergeben als nach HGB.

Die Überleitung ist kein Pflichtbestandteil jeder Bewertung. Sie sollte aber als Option ausdrücklich adressiert werden, wenn die HGB-Darstellung und die operative Realität strukturell auseinanderfallen. Entscheidend ist die Konsistenz: Wird das Ergebnis auf IFRS-Basis dargestellt, muss auch der Multiple auf einer dazu passenden Basis ermittelt oder entsprechend angepasst werden, sonst werden uneinheitliche Größen miteinander multipliziert. So ist insbesondere zu berücksichtigen, dass die sogenannten Trading Multiples (siehe Regel 7) regelmäßig nicht auf HGB-Größen beruhen, da börsennotierte Gesellschaften überwiegend zur Rechnungslegung nach IFRS oder ähnlichen Standards wie beispielsweise US-GAAP verpflichtet sind. Bei den sogenannten Transaction Multiples (siehe Regel 7) hingegen fehlt die Information bezüglich des zugrunde liegenden Rechnungslegungssystems in der Regel.

# Teil B: Die Multiples-Methodik

**Regel 6: Konzeptionelle Grundlage des Multiples**

Ein Multiple-Verfahren ist kein eigenständiges Bewertungsverfahren. Es lässt sich konzeptionell zurückführen auf zwei Einflussgrößen des DCF-Verfahrens, nämlich die Kapitalkosten und die nachhaltige Wachstumsrate, die das nachhaltige Wachstum der relevanten Ergebnisgröße reflektiert. In die Kapitalkosten fließen, neben dem risikolosen Basiszinssatz[1] für die zeitliche Überlassung von Kapital, dabei zahlreiche qualitative Faktoren ein, die sich im Risikozuschlag[2] für die Übernahme unternehmerischer Risiken niederschlagen. Ein kleines Unternehmen mit hoher Inhaberabhängigkeit kann genau deshalb ein höheres Risiko tragen und rechtfertigt in dieser Logik einen geringeren Multiple, sofern die Abhängigkeit nicht bereits in der Bezugsgröße berücksichtigt wurde; andernfalls käme es zu einer Doppelerfassung (siehe Regel 8).

**Grundzusammenhang**

$$\text{Multiple} \approx 1 / ( k - g )$$

k = Kapitalkostensatz | g = nachhaltige Wachstumsrate

mit k als Kapitalkostensatz und g als nachhaltiger Wachstumsrate[3]. Aus der Barwertformel Wert gleich Cashflow geteilt durch (k minus g) folgt unmittelbar, dass das Verhältnis von Wert zu Cashflow, also der Multiple, dem Kehrwert von (k minus g) entspricht.

1 Beispielsweise der Zinssatz für 10-jährige Staatsanleihen oder gem. Vorgabe des FAUB des IDW als Drei-Monats-Durchschnitt mittels Svensson-Methode abgeleiteter Größen, in Deutschland regelmäßig monatlich angepasst, z. B. Stand per 30. Juni 2026 3,5 %.

2 Gem. Capital Asset Pricing Model das Produkt aus dem unternehmensindividuellen Beta-Faktor und der Marktrisikoprämie. Aktuelle Bandbreite der Marktrisikoprämie gem. Vorgabe des FAUB des IDW 5,25 % bis 6,75 % seit September 2025.

3 Dargestellte Formel ist die Summenformel für eine unendliche geometrisch uniform wachsende Reihe.

Diese Formel dient im Praxishinweis ausdrücklich nicht als Rechenanleitung, sondern als Begründungsgerüst. Sie liefert die Antwort auf die Frage, warum eine Anpassung eines Multiples in einem bestimmten Fall sinnvoll sein kann. Weil ein Wachstumsterm in der Formel steckt, ist es bei unterschiedlichen nachhaltigen Wachstumserwartungen folgerichtig, über eine Anpassung nachzudenken. Analog denkbar ist die Anpassung von Kapitalkosten aufgrund einer Risikoadjustierung als Ergebnis des DD-Prozesses. Wie die Kapitalkosten im Einzelnen berechnet werden, vertieft der Praxishinweis nicht; hierzu wird auf die einschlägige Bewertungsliteratur verwiesen. Für die meisten Leser ist das nachvollziehbare Verständnis des konzeptionellen Zusammenhangs wichtiger als die eigene Berechnung.

Wie stark der Multiplikator auf die Eingangsgrößen reagiert, zeigt bereits ein enger Prämissenrahmen: Bei einem Basiszins von 3,5 Prozent führen ein Beta-Faktor zwischen 1,0 und 1,4, eine Marktrisikoprämie zwischen 5,25 und 6,75 Prozent und ein nachhaltiges Wachstum zwischen 1 und 2 Prozent zu einer Multiplikator-Bandbreite von rund 8 bis 15. Ein vertiefendes Rechenbeispiel enthält die Beispielrechnung im Anhang.

Eine Anmerkung zum Verhältnis von Wert und Preis ist hier angebracht. Finale Transaktionspreise bilden sich am Markt über Angebot und Nachfrage, während eine Bewertung versuchen kann, diese Transaktionspreise konzeptionell nachzuvollziehen beziehungsweise zu begründen. Maßgeblich hierfür ist jedoch eine einheitliche Perspektive, hier die Marktperspektive.[4] In einer rein marktorientierten Perspektive sollten daher zu normalen Marktzeiten ein (berechneter) Ertragswert und ein über (beobachtete) Multiples gezogener Preis relativ eng beieinander liegen, denn andernfalls ließen sich weder Multiples noch Kapitalkosten unmittelbar von den Märkten ableiten. Weichen sie deutlich voneinander ab, ist das eher ein Anlass, die eigene Rechnung zu schärfen, als ein Beleg für einen prinzipiellen Unterschied. Außergewöhnliche Marktphasen wie eine Finanzkrise oder eine Spekulationsblase sind davon ausgenommen und kritisch zu würdigen, und zwar bei beiden Verfahren gleichermaßen.

**Regel 7: Arten von Multiples und was in ihnen steckt**

Bevor über Anpassungen gesprochen wird, ist die wichtigste Unterscheidung die zwischen Trading Multiples und Transaction Multiples. Trading Multiples werden aus den Börsenkursen notierter Vergleichsunternehmen abgeleitet und beruhen damit auf einer breiten, homogenen und laufend verfügbaren Datenbasis. Transaction Multiples werden aus tatsächlichen Unternehmenstransaktionen abgeleitet und liegen damit näher am Geschehen einer Akquisition, beruhen aber auf einer deutlich kleineren Zahl von heterogenen Beobachtungen.

Der entscheidende inhaltliche Unterschied liegt darin, was in den Multiples enthalten ist. So sind in Transaction Multiples in aller Regel Synergien des damaligen Käufers mitbezahlt, in Trading Multiples sind diese regelmäßig nicht enthalten. Wie hoch ein Synergieanteil ist, lässt sich kaum verallgemeinern, weil er höchst individuell ist.

**Wie groß der Synergieeffekt im Multiple sein kann**
Ein anonymisiertes Beispiel aus der Transaktionspraxis verdeutlicht die Größenordnung. Bei einer Transaktion entsprach der gezahlte Kaufpreis etwa dem Dreißigfachen des EBIT, das die Zielgesellschaft auf eigener Grundlage erwirtschaftete. Derselbe Kaufpreis entsprach rund dem Vierfachen des Ergebnisses, das der Erwerber nach Realisierung seiner Synergien erwartete. Der Preis war in beiden Betrachtungen identisch, verändert hat sich allein die Bezugsgröße. Veröffentlicht worden wäre der Faktor dreißig, weil nur das Standalone-Ergebnis der Zielgesellschaft öffentlich zugänglich ist. Wer einen so entstandenen Multiplikator unbesehen auf ein Standalone-Ergebnis anwendet, überträgt einen synergiehaltigen Faktor auf eine synergiefreie Basis. Hier liegt der Kern der Inkonsistenz, die es zu vermeiden gilt.

Eine weitere Schwierigkeit betrifft die Bezugsbasis des veröffentlichten Multiples selbst. In vielen Fällen ist nicht erkennbar, ob ein veröffentlichter Multiple auf einem bereinigten oder einem unbereinigten EBITDA beruht. Diese Unsicherheit ist offen anzusprechen, weil sie die Vergleichbarkeit unmittelbar betrifft.

Die Konsequenz ist nicht, das Verfahren zu verwerfen, sondern Transparenz zu schaffen. Die Leser sollen die Multiples nicht blind übernehmen, sondern wissen, wo die Grenzen liegen, und daraus ableiten, warum man besser nicht mit einem einzelnen Multiple-Satz arbeitet, sondern mit zwei oder drei Quellen trianguliert und das Ergebnis nicht als Gesetz nimmt.

4 Die ältere deutsche Diskussion hat, vor dem Hintergrund einer ursprünglich bewertungssubjektbezogenen investitionstheoretischen Perspektive, subjektive Entscheidungswerte und Transaktionspreise sachgerecht als grundsätzlich verschiedene Dinge behandelt, da beiden Konzepten unterschiedliche Perspektiven zugrunde liegen.

**Regel 8: Adjustierung der Multiples**

Steht die Art des Multiples fest, schließt sich die Frage der Anpassung an. Viele der hier einschlägigen Überlegungen sind aus dem Bereich der Kapitalkosten und der Discounted-Cashflow-Verfahren vertraut, weil ein Multiple über den beschriebenen Zusammenhang aus Kapitalkosten und Wachstum dieselben Effekte abbildet. Die Anpassungsthemen gelten dabei grundsätzlich für Trading und Transaction Multiples gleichermaßen.

| Faktor | Wirkungsrichtung | Anmerkung zur Höhe |
|---|---|---|
| Wachstum | Höheres erwartetes Wachstum als die Vergleichsgruppe spricht für einen höheren, geringeres für einen niedrigeren Multiple | Der am ehesten quantifizierbare Faktor. Sektorspezifische Wachstumsraten aus Massendatenanalysen können eine Orientierung geben, soweit sie verfügbar sind |
| Größe (Size Premium) | Kleinere Unternehmen handeln tendenziell zu niedrigeren Multiples | Aus den DCF-Verfahren gut belegt; über den Multiple-Zusammenhang messbar |
| Inhaberabhängigkeit | Hohe Abhängigkeit von Schlüsselpersonen senkt den Multiple | Vorrangig als Ergebnisadjustment abzubilden (siehe Regel 4); siehe zudem Datenqualitätshinweis unten |
| Kundenkonzentration | Hohe Abhängigkeit vom größten Kunden senkt den Multiple | Tendenzaussage |
| Marktliquidität | Geringe Liquidität des Transaktionsmarktes mindert die Belastbarkeit der Daten | Bei wenigen Transaktionen entsteht ein zusätzliches Datenqualitätsproblem |

Der Praxishinweis benennt zu diesen Faktoren jeweils die Wirkungsrichtung und, soweit die Datenlage es zulässt, einen Anhaltspunkt zur Größenordnung. Die Leser erwarten zu Recht eine gewisse Orientierung und nicht nur den Hinweis, dass „irgendwie" anzupassen sei. Am Beispiel des Wachstums lässt sich das am ehesten konkretisieren, etwa über die Frage, welcher Auf- oder Abschlag bei einem dauerhaft um einige Prozentpunkte höheren oder niedrigeren Wachstum angemessen ist. Schon die richtige Richtung, also die Antwort auf die Frage, ob das eigene Unternehmen schneller oder langsamer wächst als die Vergleichsgruppe, bewahrt davor, in die falsche Richtung zu hebeln.

**Konsistenzgebot zwischen Ergebnisadjustment und Multiple-Anpassung**
Mehrere der hier genannten Faktoren, insbesondere die Inhaberabhängigkeit, können entweder als Adjustment auf der Ergebnisseite (siehe Regeln 3 und 4) oder als Anpassung des Multiplikators berücksichtigt werden. Beides zugleich führt zu einer Doppelerfassung desselben Sachverhalts und damit zu einer systematisch verzerrten Bewertung. Es gilt daher dieselbe Logik wie in Regel 1 gegenüber der Kaufpreisbrücke: Ein Sachverhalt wird an genau einer Stelle erfasst, und es ist offenzulegen, an welcher. Der Praxishinweis empfiehlt, dem transparenteren Weg über die Ergebnisgröße den Vorzug zu geben.

**Praxishinweis zur Datenqualität**
Bei den im Mittelstand verfügbaren Multiples lässt sich oft nicht erkennen, ob ein Effekt wie die Inhaberabhängigkeit in der Datenbasis bereits bereinigt wurde oder nicht. Das hat unmittelbare Folgen für die Anwendung. Bei einer lehrbuchmäßigen Übergabe ohne Verlust an Ertragskraft passen die KMU-Multiples häufig nicht, während sie bei hoher fortbestehender Inhaberabhängigkeit besser passen. Während sich Trading und Transaction Multiples konzeptionell sauber trennen lassen, ist die Qualität der zugrunde liegenden Datenbasis nur eingeschränkt zu beurteilen. Dieser Punkt ist offen zu benennen, und es bleibt zunächst eine offene Frage, worauf sich ein bezogener Multiple genau bezieht.

**Regel 9: Bezugsbasis und Bezugsjahr-Konsistenz**

Eine eigene und vergleichsweise unkritische, aber wichtige Frage betrifft das Bezugsjahr. Sie ist im Kern deskriptiv: Welches Jahr liegt dem Multiple zugrunde, und passt es zu dem Jahr, aus dem das eigene nachhaltige, zu multiplizierende Ergebnis stammt? Die Konsistenz muss auf beiden Seiten gewahrt sein, also sowohl beim Multiple als auch beim nachhaltigen Ergebnis.

| Bezugsbasis des Multiples | Passendes eigenes Ergebnis | Typischer Fehler |
|---|---|---|
| Historisch (zuletzt erzielt) | Zuletzt erzieltes oder über die Vergangenheit gemitteltes Ergebnis | Anwendung eines historisch ermittelten Multiples auf ein stark steigendes Planergebnis |
| Forward (Planjahr 1 oder 2) | Ergebnis des entsprechenden Planjahres | Anwendung eines Forward-Multiples auf ein historisches Ergebnis, wodurch das Wachstum doppelt berücksichtigt wird |

In der Praxis ist häufig nicht eindeutig erkennbar, ob ein veröffentlichter Multiple historisch oder vorausschauend gerechnet ist. Wo das der Fall ist, ist die Unsicherheit offen auszuweisen. Der praktische Rat lautet, die Bezugsbasis des verwendeten Multiples offenzulegen, mit Bandbreiten zu arbeiten und nach Möglichkeit aus mehreren Perspektiven zu triangulieren, statt sich auf einen einzelnen Wert zu stützen.

Von dieser rein zeitlichen Zuordnungsfrage zu trennen ist die vorgelagerte Frage, ob sich ein Multiplikatorverfahren für den konkreten Fall überhaupt eignet. Verändert sich die Ertragskraft strukturell, hilft auch die Wahl eines anderen Bezugsjahres nur begrenzt weiter; hierzu siehe die Ausführungen zur Eignung des Verfahrens und zur Vergleichbarkeit mit der Peer Group in der Einleitung.

**Der Multiple als eine Eingangsgröße unter mehreren**
Es lohnt sich, die Rolle des Multiples richtig einzuordnen. Im Transaktionsumfeld steht selten eine Bewertung für die Ewigkeit im Vordergrund. Für Finanzinvestoren ist der spätere Verkauf fester Bestandteil des Kalküls, für strategische und familiengeführte Erwerber dagegen regelmäßig nicht. Jeder Käufer muss für sich rechnen, bei welcher Bewertung der Deal Sinn ergibt. Ein Finanzinvestor kalkuliert dabei über ein LBO-Modell die erwartete Verzinsung auf das eingesetzte Eigenkapital, und der Multiple ist dort eine Eingangsgröße unter mehreren. Je nach Finanzierungsstruktur und Höhe des einzusetzenden Eigenkapitals kann ein Investor mit einem höheren Eintrittsmultiple arbeiten und seine Zielverzinsung dennoch erreichen. Der Multiple ist damit ein Proxy und eine Eingangsgröße, nicht der allein ausschlaggebende Faktor.

**Regel 10: Positionierung innerhalb der Bandbreite**

In der Praxis steht selten ein einzelner Multiple zur Verfügung, sondern eine Bandbreite, etwa vom viereinhalbfachen bis zum sechsfachen EBITDA. Die Positionierung innerhalb dieser Bandbreite ist letztlich ein Verhandlungsergebnis und keine Formel. Der Praxishinweis liefert daher nicht die Lösung, sondern einen Argumentationsrahmen, der die Einordnung versachlicht. Anhand einiger Leitfragen lässt sich begründen, ob man sich eher am unteren oder am oberen Ende bewegt:

- Inhaberabhängigkeit und Schlüsselpersonenrisiko
- Kundenkonzentration und Abhängigkeit vom größten Kunden
- Lieferantenabhängigkeit und Resilienz der Lieferkette
- Produkt- und Markenstärke sowie Wettbewerbsposition
- Wachstumstrend der letzten Geschäftsjahre und Margenstabilität
- Skalierbarkeit des Geschäftsmodells

An dieser Stelle wird auch das in der Einleitung aufgeworfene Synergiethema wieder aufgegriffen. Ein Käufer, der dem Zielunternehmen branchennah ist und entsprechende Synergien heben kann, hat ein höheres Interesse und damit eine schwächere Position, eine niedrige Bewertung durchzusetzen. Für den Verkäufer ist das ein Argument, sich am oberen Ende der Bandbreite zu positionieren. Die genaue Höhe der Synergien bleibt fallspezifisch und in der Praxis aus Verkäufersicht schwer zu bewerten, weil der Käufer seine Synergien nicht offenlegt. Der Praxishinweis bleibt daher bei der Aussage, dass Synergien in einem zweiten Schritt fallweise zu berücksichtigen sind, und verortet ihre Wirkung in der Positionierung innerhalb der Bandbreite.

Diese Trennung schließt zugleich den Kreis zum Unterschied von Trading und Transaction Multiples. Gerade weil in Transaction Multiples Synergien enthalten sein können und in Trading Multiples nicht, ist die Synergiefrage eine der konzeptionellen Begründungen dafür, warum beide auseinanderfallen können. Damit fügt sich die Bandbreitenpositionierung in die Systematik des gesamten Teils B ein.

**Anbieterübersicht: Quellen für Multiples im DACH-Raum**

Erst nachdem die Arten, die technischen Anpassungsfragen und die Bezugsbasis geklärt sind, ergibt die Übersicht über die Anbieter ihren vollen Sinn. Die in den vorangehenden Regeln entwickelten Kriterien bilden gleichsam einen Anforderungskatalog, an dem sich die einzelnen Quellen messen lassen. Die folgende Übersicht ordnet die gängigen Quellen ein und benennt jeweils, ob es sich um Trading oder Transaction Multiples handelt und welche Stärken und Schwächen damit verbunden sind.[5]

| Quelle | Art | Zugang | Einordnung |
|---|---|---|---|
| FINANCE Multiples | überwiegend Transaction | kostenpflichtig | Breit etablierte Marktreferenz im DACH-Raum, monatliche Erhebung, stark aggregiert |
| DUB Multiples | überwiegend Transaction | kostenlos | Methodisch weitgehend vergleichbar mit FINANCE, leicht abweichender Teilnehmerkreis und Branchenschnitt, quartalsweise Erhebung |
| KPMG Valuation Data Source | Trading und Transaction | Abonnement, teils Freemium-Ausschnitte | Umfangreiche Datenbasis inklusive Kapitalkosten und Premiums, Daten quergeprüft und bereinigt |
| European Business Valuation Magazine | teils enthalten | kostenpflichtig | Enthält im Anhang regelmäßig Multiples |
| Börsenmultiples (selbst erhoben) | Trading | öffentlich | Objektivierbar und laufend verfügbar, aber für KMU nur bedingt vergleichbar; Größen- und Synergieanpassungen erforderlich |

Zu prüfen ist zudem, auf welche Bezugsgrößen sich die jeweilige Quelle bezieht, da nicht alle Anbieter Umsatz, EBIT und EBITDA gleichermaßen ausweisen. Bei der Stärken-Schwächen-Betrachtung gilt durchgängig, dass höhere Quantität durch eine größere Stichprobe und höhere Qualität durch geprüfte und bereinigte Daten ihren Preis haben. Die Übersicht behandelt alle Anbieter gleichrangig und ohne Wertung.

Daneben existieren Bewertungstools wie beispielsweise Smart Zebra oder Valutico, die im Rahmen einer Gesamtbewertung ebenfalls Multiples bereitstellen, bei denen die Multiples aber regelmäßig nicht isoliert bezogen werden können.

Die Übersicht erfolgt ohne Wertung. Einzelne Mitglieder des Arbeitskreises sind für genannte Anbieter oder Quellen tätig.

**Wie die veröffentlichten Multiples entstehen und was sie leisten**

Für das richtige Verständnis der Grenzen lohnt ein Blick auf die Erhebung. Die veröffentlichten Transaction Multiples werden oft bei Partnern aus M&A-Beratungshäusern abgefragt, die für eine gewisse Zahl von Transaktionen stehen, und in einem regelmäßigen Zyklus zu einem Marktbild verdichtet, je nach Anbieter monatlich oder quartalsweise. Die Partner liefern diese Angaben mit geringem Aufwand und mit einem hohen Anonymisierungsgrad. Konkrete Transaktionsdaten, aus denen sich tatsächliche Kaufpreise einzelner Deals ableiten ließen, werden regelmäßig bewusst nicht weitergegeben.

Daraus folgt unmittelbar der Aussagegehalt. Die Werte sind oft stark aggregiert und mit Durchschnitten gebildet, sodass sie in der Sache belastbare Tendenzaussagen erlauben, aber keine punktgenauen Faktoren. Man kann aus ihnen ableiten, dass etwa IT-Systemhäuser zu höheren Multiples gehandelt werden als Automobilzulieferer, und man kann im Zeitverlauf erkennen, ob die Multiples einer Branche steigen oder sinken. Man kann aus ihnen aber nicht ableiten, dass ein Maschinenbauunternehmen einer bestimmten Größe im Schnitt zu einem ganz bestimmten Faktor verkauft wird. Diese Erwartung würde die Daten überfordern, und genau hier ist Transparenz gegenüber dem Leser geboten. Hiervon zu unterscheiden sind Transaction Multiples etablierter Datenanbieter, denen in der Regel homogenere Daten zugrunde liegen, was die Aussagequalität entsprechend erhöhen kann.

5 Die Übersicht erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

# Anhang 1: Beispielkatalog möglicher Adjustments

Der folgende Katalog sammelt typische Bereinigungspositionen und dient als Nachschlagehilfe zu den Regeln 2 bis 5. Er beruht unter anderem auf dem atares Praxisratgeber Unternehmensbewertung sowie auf den Beiträgen aus dem Arbeitskreis. Der Katalog ist nicht abschließend. Die Darstellung im Haupttext bleibt bewusst knapp; die Vertiefung der Beispiele erfolgt an dieser Stelle.

**Gewinnmindernde Positionen (Hinzurechnung)**

Personalbedingt:
- Abfindungen und Sozialpläne aus Restrukturierungsmaßnahmen
- Über Marktniveau liegendes Geschäftsführergehalt
- Gehälter von Ehegatten und Familienangehörigen ohne operative Funktion
- Einmalprämien ohne wiederkehrenden Charakter

Sonstige betriebliche Aufwendungen:
- Sonderaufwendungen aus Produktmängeln und Gewährleistungsfällen
- Überhöhte Aufwendungen für Fahrzeuge, IT oder Marketing mit privatem Anteil
- Überhöhte Rückstellungsbildung aus steuerlichen Motiven
- Aufwendungen für Firmenjubiläen und Einmalveranstaltungen
- Verluste aus Anlageabgängen bei nicht betriebsnotwendigem Vermögen

Außerordentliche Aufwendungen:
- Restrukturierungs- und Sanierungsaufwendungen
- Transaktionskosten im Zusammenhang mit Akquisitionen
- Aufwendungen aus Rechtsstreitigkeiten und Schadensfällen
- Verluste aus Wechselkursveränderungen, soweit nicht operativ
- Ergebniswirksame Steuernachzahlungen aus Betriebsprüfungen

Abschreibungen (EBITDA-neutral, aber EBIT-relevant):
- Sonderabschreibungen aus dauerhafter Wertminderung
- Abschreibungen auf den Firmenwert ohne operativen Bezug

**Gewinnerhöhende Positionen (Abzug)**

Sonstige betriebliche Erträge:
- Auflösung passiver Abgrenzungen für Subventionen und Zuschüsse
- Erträge aus Anlageabgängen betriebsnotwendiger Vermögensgegenstände

Außerordentliche Erträge:
- Erträge aus Rechtsstreitigkeiten und Schadensausgleich
- Erträge aus Wechselkursveränderungen, soweit nicht operativ
- Steuererstattungen aus Betriebsprüfungen
- Erträge aus Anlageabgängen nicht betriebsnotwendigen Vermögens
- Auflösung steuerfreier Rücklagen

Zuschreibungen:
- Zuschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände nach Wegfall der Wertminderung
- Zuschreibungen im Sachanlagevermögen nach Impairment-Test

**Konzernbezogene Sondereffekte**

Konzernbezogene Effekte bilden eine eigene Gruppe, weil sie strukturell aus der Konzernzugehörigkeit resultieren und weder klassische Einmaleffekte noch Owner-Themen sind. Praktisch relevant werden sie vor allem dann, wenn ein Tochterunternehmen aus einem Konzernverbund herausgelöst wird.

- Verrechnungspreise für konzerninterne Leistungen und Lieferungen, anzupassen auf Fremdvergleichspreise
- Zinsen für Konzerndarlehen, anzupassen oder in die Brücke zu überführen
- Konzernumlagen ohne direkten Leistungsbezug
- Standalone-Kosten für bisher vom Konzern bereitgestellte Funktionen

Owner Adjustments
- Anpassung der Geschäftsführervergütung auf einen fremdvergleichsüblichen Marktlohn
- Entfernung von Gehältern nicht aktiver Familienangehöriger
- Bereinigung privater Nutzungsanteile bei Fahrzeugen, Immobilien und Reisen
- Fiktive Marktmiete für betrieblich genutzte private Vermögensgegenstände sowie gesonderter Wertansatz bei Miterwerb (Sonderbetriebsvermögen, siehe Regel 4)
- Verlust an übertragbarer Ertragskraft bei hoher Inhaberabhängigkeit
- Anpassung von Pensionszusagen an Gesellschafter-Geschäftsführer und gegebenenfalls enthaftende Übertragung mit den notwendigen Vermögenswerten auf eine eigene Rentnergesellschaft

# Anhang 2: Beispielrechnung vom Kapitalkostenkalkül zum Multiplikator

Das folgende Rechenbeispiel veranschaulicht den in Regel 6 beschriebenen Zusammenhang, wonach ein Multiplikator näherungsweise dem Kehrwert von (k minus g) entspricht. Es zeigt zugleich, warum theoretisch abgeleitete Multiplikatoren deutlich über den in der Praxis beobachteten Werten liegen. Die verwendeten Parameter sind illustrativ. Der Einfachheit halber wird das nachhaltige EBITDA als nachhaltiger Cashflow angesetzt.

**Annahmen zur Parameterwahl**
Der Basiszins entspricht mit 3,5 Prozent dem nach der Svensson-Methode abgeleiteten Drei-Monats-Durchschnitt für Deutschland (Stand 30. Juni 2026). Die Marktrisikoprämie variiert zwischen den Bewertungshäusern in der Praxis nur in engeren Grenzen und wird hier innerhalb der aktuellen FAUB-Bandbreite mit 5,25 beziehungsweise 6,75 Prozent angesetzt. Das unternehmensindividuelle Risiko wird bewusst ganz überwiegend über den Beta-Faktor abgebildet, da es sich hierbei um den unternehmensspezifischen Parameter handelt; die Marktrisikoprämie ist dafür nicht das geeignete Instrument. Zusätzlich wird die nachhaltige Wachstumsrate variiert, um die Sensitivität des Multiplikators auch insoweit sichtbar zu machen. Mit der vollen Bandbreite der Marktrisikoprämie wird die Größenordnung des Effekts bewusst deutlich gemacht; zwischen den Bewertungshäusern fallen die Unterschiede in der Praxis geringer aus.

| Parameter | Ausgangsfall (risikoarm) | Variante (höheres Risiko) |
|---|---|---|
| Nachhaltiges EBITDA (vor Miete) | 1.000.000 EUR | 1.000.000 EUR |
| Fremdübliche Miete (Abzug) | 100.000 EUR | 100.000 EUR |
| Nachhaltiger Cashflow (Annahme) | 900.000 EUR | 900.000 EUR |
| Basiszins | 3,50 % | 3,50 % |
| Beta-Faktor | 1,0 | 1,4 |
| Marktrisikoprämie | 5,25 % | 6,75 % |
| Kapitalkosten k | 8,75 % | 12,95 % |
| Nachhaltiges Wachstum g | 2,0 % | 1,0 % |
| Unternehmenswert | 13,33 Mio. EUR | 7,53 Mio. EUR |
| Impliziter Multiplikator | 14,81 | 8,37 |

Die beiden Fälle unterscheiden sich im unternehmensindividuellen Risiko und in der nachhaltigen Wachstumserwartung. Im Ausgangsfall wird ein etabliertes, risikoarmes Unternehmen unterstellt. In der Variante steigt der Beta-Faktor von 1,0 auf 1,4, und die Marktrisikoprämie wird am oberen Rand der Bandbreite angesetzt; zugleich sinkt das nachhaltige Wachstum von 2,0 auf 1,0 Prozent. Die Kapitalkosten steigen dadurch von 8,75 auf 12,95 Prozent, und der implizite Multiplikator sinkt von 14,81 auf 8,37, obwohl sich am nachhaltigen Cashflow nichts geändert hat. Bereits eine Veränderung weniger Eingangsgrößen innerhalb realistischer Bandbreiten verändert den Multiplikator also erheblich.

**Warum die Multiplikatoren in der Praxis deutlich niedriger liegen**

Das Modell unterstellt ein stabiles ewiges Wachstum. In der Realität wirken darauf mehrere dämpfende Effekte:

- Unternehmen wachsen nicht konstant.
- Wettbewerb drückt die Margen.
- In der Reifephase nähert sich das Wachstum häufig der Inflationsrate an, also etwa 1 bis 3 Prozent.[6]

Viele Analysten rechnen daher konservativer, etwa mit einem niedrigeren g, mit kürzeren Wachstumsphasen oder mit höheren Risikoaufschlägen für Markt, Branche und Unternehmen. Im Ergebnis wird für die Kapitalkosten, anders als im Ausgangsfall, effektiv oft eine Größenordnung von 12 bis 18 Prozent zugrunde gelegt, besonders bei kleinen oder risikoreichen Unternehmen. Die Variante des Rechenbeispiels erreicht mit 12,95 Prozent bereits den unteren Rand dieses Bereichs.

**Anhaltspunkt zur Einordnung**
Ein Multiplikator von 5 entspricht rechnerisch einem (k minus g) von rund 20 Prozent, also 1 geteilt durch 5. Bei geringem nachhaltigem Wachstum liegt die Renditeerwartung damit in ähnlicher Höhe. Solche Werte sind typisch für Small Caps, riskante Märkte und unsichere Cashflows.

6 Über die Höhe der nachhaltigen Wachstumsrate lässt sich trefflich streiten. Entscheidend ist zudem, welche Größe eigentlich wächst: Bei einem auf die Dividende bezogenen Multiple ist das Wachstum im Sinne des Gordon-Growth-Modells einschlägig, bei ergebnis- oder cashflowbezogenen Multiples handelt es sich regelmäßig um das inflationsbedingte Wachstum der jeweiligen Bezugsgröße.

**Herausgeber:**

Bundesverband Mergers & Acquisitions gem. e.V. (BMA), c/o M&A Media Services GmbH, Habenschadenstraße 16, 82049 Pullach i. Isartal. Sitz des Vereins: München, Registergericht München, VR 208363. Vorstand: Jan Pörschmann (Vorsitzender), Martina Farkas (stellv. Vorsitzende), Ralf-Georg Mittler, Dr. Hartmut Ruh, Prof. Dr. Florian Bauer. Kontakt: verwaltung@bm-a.de, www.bm-a.de

BUNDESVERBAND
MERGERS &
ACQUISITIONS GEM. E.V.

Bundesverband Mergers & Acquisitions gem. e.V. (BMA)
www.bm-a.de | verwaltung@bm-a.de