

Zum Modell des Übernahmenvorteils bei der Bewertung von Arzt- und Zahnarztpraxen

Von Thomas Sander (Lehrgebiet Praxisökonomie, Medizinische Hochschule Hannover, 2018)

Der folgende Aufsatz stellt einen Diskussionsvorschlag mit Erkenntnissen auf der Basis von Literaturstudien aus dem Bereich der Bewertungslehre im Hinblick auf die praktische Anwendung zur Wert- und Preisbestimmung von Arzt-/Zahnarztpraxen dar.

1. Einführung

Der immaterielle Wert einer Praxis ergibt sich aus ihren diskontierten Zukunftserträgen. Wenn ein Arzt eine Praxis erwirbt, die er ggf. noch mehrere Jahrzehnte betreibt und bei der keine wesentlichen Ertragsveränderungen erkennbar sind, ergibt sich der Wert aus den Nettoerträgen oberhalb eines Vergleichslohns über diese Zeit. Vereinfacht kann dies mit der Formel der „ewigen Rente“ ermittelt werden. Mit der Annahme eines für die Diskontierung angesetzten Zinssatzes einschließlich Risikoaufschlag in Höhe von beispielsweise 10%, ergibt sich mit einer Ertrags-Zukunftsprognose von 100.000 Euro (netto) pro Jahr ein Wert von $100.000 \text{ Euro} / 10\% = 1.000.000 \text{ Euro}$.

Zusätzlich wohnt der Praxis noch der Wert inne, der sich aus dem Steuervorteil für den Erwerber ergibt (TAB). Der daraus folgende Gesamtwert, der dann höher ist als 1.000.000 Euro, kann vom Käufer aus rationalen Überlegungen aufgewendet werden, um die betreffende Praxis zu erwerben. Die Alternativen „Praxiskauf“ und z.B. „Geldanlage“ sind äquivalent.

Diese Betrachtung entspricht der Sichtweise des Verkäufers. Dieser hat den Praxiswert „geschaffen“ und möchte den entsprechenden Erlös erzielen. Zumindest handelt es sich um einen Argumentationswert gegenüber dem gedachten Käufer; der Entscheidungswert des Verkäufers kann in der Regel nicht bewertungstheoretisch rational begründet werden, er wird höchst subjektiv festgelegt. Beeinflusst wird der mit der Formel der ewigen Rente ermittelte Wert auch dadurch, dass er am Markt nicht erzielt werden kann, weil sich nach allgemeiner Auffassung der Einfluss des Verkäufers „verflüchtigt“.

Der Käufer hingegen legt seinen Entscheidungswert rational begründet fest: Er ist nicht bereit, mehr zu bezahlen, als er mit der Investition in eine äquivalente Alternative aufwenden müsste. Er stellt sich im Käufermarkt – neben der Alternative der Übernahme einer anderen Praxis – die Frage nach der Vorteilhaftigkeit, wenn er eine vergleichbare Praxis selbst (neu) erstellen würde. Im Käufermarkt ist diese Sichtweise dominierend und auch preisführend. Zu beachten ist hierbei, dass bei der Wahl der Übernahme ein Steuervorteil aus der Abschreibung des Erwerbs des immateriellen Teils entsteht, der einen individuell berechenbaren Wert darstellt (Steuer-TAB). Auch aus der Abschreibung des Erwerbs des materiellen Teils entsteht ein Steuervorteil, wie auch bei der Erstellung der alternativen Neugründung. Diese Steuerbetrachtungen sind aber nicht Gegenstand des hier vorgelegten Beitrages.

In diesem Beitrag geht es um die Bestimmung des Wertes im o.g. Sinne aus Käufersicht (ohne Berücksichtigung des TAB). Speziell geht es um den Multiplikator des zukünftigen Reinertrages (beim Modifizierten Ertragswertverfahren MEWV: Ergebniszeitraum), denn bis hin zur Ermittlung des Reinertrages gibt es keinen Dissens zwischen dem MEWV und dem hier beschriebenen Modell. Dieser Multiplikator wird im Folgenden als Ergebnisfaktor bezeichnet.

2. Basismodell des Übernahmenvorteils

Zunächst wird der zukünftige Netto-Reinertrag, der in den nächsten Jahren bei einer zum Kauf stehenden Praxis A erwartet wird, zu 1 (bzw. zu 100 Geldeinheiten GE) gesetzt. Es wird also zunächst davon ausgegangen, dass die Erträge konstant bleiben (going concern). Später kann auch davon abgewichen werden.

In Abb. 1 wird dies durch die blaue Säule (Reinertrag RE bei Übernahme) dargestellt. Der Reinertrag bleibt in diesem Beispiel wie oben beschrieben über die Betrachtungsdauer konstant.

Die Alternative ist die, bei der die betrachtete Praxis eben nicht gekauft wird, sondern unter sonst gleichen Voraussetzungen (Ort, Lage etc.) eine Praxis B neu gegründet wird. Dies unterstellt folgerichtig auch, dass A erhalten bleibt. Sie ist weiterhin marktrelevant. (Anmerkung: Wenn A verkauft werden „muss“, sinkt ihr Wert, weil sie voraussichtlich bald nicht mehr am Markt sein wird und somit mit Alternative B höhere Erträge erzielt werden können.) Diese Basissituation trifft gewöhnlich für Zahnarztpraxen ZAP und Arztpraxen AP in nicht gesperrten Gebieten zu.

Die Erlösentwicklung von B ist mit den ockerfarbenen Säulen (Reinertrag RE bei Neugründung) dargestellt.

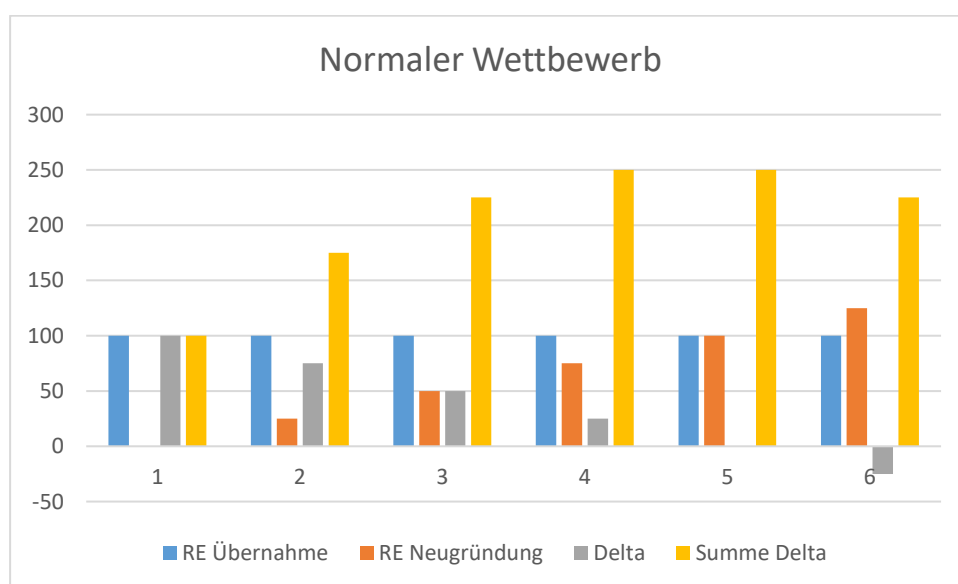


Abb. 1: Basismodell des Übernahmenvorteils (grafisch)

Die Differenz (grau, Delta) ist genau der Betrag, den der gedachte Übernehmer mehr erzielt, wenn er Alternative A (Übernahme) anstelle der Neugründung B wählt (dargestellt ist der Wert am Ende des jeweiligen Jahres). Es handelt sich um den Übernahmenvorteil. Er beträgt mit der Annahme, dass die Neugründung im ersten Jahr keinen positiven Reinertrag erwirtschaftet, genau 100 GE bzw. 1,0. Ab dem fünften Jahr in Abb. 1 wird angenommen, dass die Reinerträge aus Übernahme und Neugründung gleich sind. Bis dahin wird die Erlösentwicklung linear angenommen.

Die gelben Säulen (Summe Delta) stellen die Kumulation der jährlichen Übernahmenvorteile dar. Der Maximalwert wird hier ab dem fünften Jahr erwartet, der Gesamtübernahmenvorteil beträgt 250 GE,

bzw. der Faktor beträgt 2,5. Ohne Berücksichtigung einer Diskontierung sind hier die Alternativen A und B äquivalent, wenn der Reinertrag von Praxis A mit 2,5 multipliziert wird. Ein gedachter Käufer wird unter rationalen Bedingungen so seinen Entscheidungswert bestimmen.

Die aus diesen Überlegungen abgeleitete Basisformel für den Übernahmevorteil lautet mit

$$\text{Delta} = \text{REÜ} - \text{REN} = 1 - \text{REN}$$

mit

Delta = Differenz zwischen REÜ und REN
 REÜ = normierter prognostizierter Reinertrag der zum Verkauf stehenden Praxis
 REN = normierter prognostizierter Reinertrag der alternativ neuen Praxis

$$\text{ÜV} = \sum_{i=1}^n \text{Delta}_i$$

ÜV = normierter Übernahmevorteil = Ergebnisfaktor
 n = Anzahl der betrachteten Jahre
 i = Jahr

Um zu einem normierten Wert im Basismodell zu gelangen, wird REÜ zu 1 gesetzt, d.h. der für die Dauer der Betrachtung angesetzte Zukunftserfolg wird konstant zu 1 angenommen. Der Praxiswert ergibt sich dann aus der Multiplikation des Reinertrages REÜ mit dem Ergebnisfaktor.

Im Hinblick auf die Entwicklung eines belastbaren Modells ist die Frage relevant, für welchen Zeitraum und mit welchem Verlauf diese Berechnung gewöhnlich durchzuführen ist. Der Verfasser hat für die Verlaufsdefinition des Übernahmevorteils Untersuchungen des IDZ¹ herangezogen. Danach ist eine neugegründete ZAP durchschnittlich nach 5 bis 6 Jahren wirtschaftlich erfolgreicher als eine übernommene Praxis. Weitere Studien dieser Art sind dem Verfasser nicht bekannt.

Für den Verlauf wird im Basismodell angenommen, dass bei einer Neugründung im ersten Jahr keine Reinerträge erwirtschaftet werden und dass der Verlauf vom zweiten bis zum fünften (sechsten) Jahr linear ist. Der o.g. Ergebnisfaktor von 2,5 (3,0) ist also insbesondere auf das Kauf-/Verkaufsverhalten für ZAP ausgerichtet und idealisiert.

Die vorzunehmende Diskontierung ergibt sich aus der Geldwertentwicklung einerseits und einem Risikozuschlag andererseits. Die Geldwertentwicklung kann mit einem geeigneten Index oder – wie üblich – mit der Rendite einer Alternativanlage erfasst werden. Außerdem ist bei der Berechnung mit der Alternativanlage noch ein Risikoaufschlag für das allgemeines Marktrisiko für Anlagen (FAUB: 5-6% nach Steuern) zu berücksichtigen. Weiterhin muss das individuelle (spezielle) Risiko für die geplante Transaktion berücksichtigt werden. Dies kann erfolgen mit der Erstellung der Zukunftsprognose, durch eine sachverständige Korrektur des Ergebnisfaktors oder eben bei der Diskontierung. Im Folgenden soll beispielhaft von einem kalkulatorischen Zinssatz z von 6% (nach Steuern) ausgegangen werden.

Mit der Erweiterung der Basisformel um die Diskontierung ergibt sich:

¹ Klingenberg, D, Becker, W: Ökonomische Analyse der Ausgangsbedingungen, Verlaufsmuster und Erfolgsfaktoren von zahnärztlichen Existenzgründungen - Ergebnisse der dritten Befragungswelle (AVE-Z-3), IDZ 2008

$$\ddot{U}V = \sum_{i=1}^n \frac{\text{Delta}_i}{(1+z)^i}$$

mit

z = Zinssatz

Mit den Annahmen von $n = 5$, $z = 6\%$ sowie dem linearen Verlauf der Übernahmevorteile ergibt sich ein Gesamtübernahmevorteil von $EF = 2,2$ (EF: Ergebnisfaktor = Gesamtübernahmevorteil).

3. Individuelle Anpassungen

Es ist die Aufgabe des Gutachters, den Basisverlauf sachverständig und abhängig von seinen Erfahrungen an die jeweils konkrete Situation anzupassen oder zu typisieren. Dabei ist unbedingt darauf zu achten, dass keine Doppelbewertungen stattfinden. Sämtliche betriebswirtschaftlichen Faktoren fließen bereits in die Zukunftsprognose ein und dürfen beim Verlauf des Übernahmevorteils nicht zusätzlich berücksichtigt werden. Sollten sich die Praxislagen der zu übernehmenden Praxis und der gedachten Neugründung im Hinblick auf den wirtschaftlichen Erfolg unterscheiden, kann dies durch das Modell erfasst werden. Wenn die neu zugründende Praxis beispielsweise einen schnelleren Erfolg als oben beschrieben erwarten lässt (z.B. nach 4 Jahren), sinkt der Ergebnisfaktor (hier auf 1,5) und umgekehrt. Analoges gilt für die Arztdichte: Ist diese beispielsweise hoch, kann von einer längeren Dauer bis zur Auflösung des Übernahmevorteils ausgegangen werden. Wird beispielsweise angenommen, dass es 10 Jahre dauert bis zur Erfolgsgleichheit, beträgt der Ergebnisfaktor 4,1 (Zinssatz: 6%). Allerdings muss sich in diesem Fall der Sachverständige fragen, ob nicht der Verflüchtigungsansatz hier geeigneter ist, um einen angemessenen Wert zu bestimmen.

Aspekte wie hoher Privatpatientenanteil, starke Personengebundenheit der Patienten an den Abgeber, stabilisierende Auswirkung von Gemeinschafts- oder Mehrbehandlerpraxen, weitere Mitarbeit des Praxisinhabers etc. müssen in die Risikobetrachtung einfließen. Dies kann wie bereits beschrieben über die Zukunftsprognose erfolgen, durch Variation des Zinssatzes oder durch Auf- bzw. Abschläge beim Ergebnisfaktor. Bei der letzten Variante führt im Basismodell eine Veränderung des Risikozuschlages von 5% zu einer Veränderung des Ergebnisfaktors um ca. 0,2 Punkte.

Sollte angenommen werden, dass der Erfolg der zu übernehmenden Praxis während des betrachteten Zeitraums nicht konstant ist, kann dies durch Anpassung des Wertes von $RE\ddot{U} = 1$ erfolgen.

Die Berechnung der Praxiswerte mittels dieses Modells führen zu einer guten Übereinstimmung mit Transaktionswerten von Zahnarztpraxen aus den letzten Jahren (Graeser²), wobei Graeser allerdings von einem Basiswert von $EF=3,0$ ausgeht.

Weitere mögliche Werte für Ergebnisfaktoren sind:

- Wenn die zu übernehmende Praxis absehbar kurzfristig vom Markt genommen werden soll, wird der Zielertrag mit der Alternative (Neugründung) – abhängig von der sonstigen Wettbewerbssituation – schneller erreicht. Sollte es keine weiteren Wettbewerber geben, kann der Ergebnisfaktor Beträge kleiner 1 annehmen. Das ist im Extremfall z.B. dadurch gegeben, dass der Inhaber einer Praxis verstirbt und es ansonsten keine Praxis im Einzugsgebiet gibt. Dann wäre der Übernehmer nicht bereit, einen hohen Preis (in diesem Fall an die Erben) zu zahlen, weil er alternativ mit der

² Graeser, M (2018) Zur Ermittlung des immateriellen Wertes von Zahnarztpraxen, Dissertation an der Medizinischen Hochschule Hannover

Neugründung sehr schnell den Erfolg der vorhandenen Praxis erreichen könnte. Hier muss sachverständig abgewogen werden, ob das Reproduktionsmodell noch tragfähig ist oder ob beispielsweise das Verflüchtigungsmodell greifen sollte.

- Bei geringem Wettbewerb führt die Alternative schnell dazu, dass der ermittelte Reinertrag der zu übernehmenden Praxis schnell erreicht wird. Es werden Ergebnisfaktoren um 1 erwartet.
- Bei starkem Wettbewerb wird mit der Alternative der ermittelte Reinertrag nur langsam, ggf. erst später als in 5-6 Jahren erreicht. Es werden Ergebnisfaktoren größer 3 erwartet.
- Bei extrem am Markt verwurzelten Überweiser-Praxen (als Beispiel dient hier eine MKG-Praxis mit Klinikbindung, die einen extrem hohen Reinertrag hat und praktisch nicht nachgebildet werden kann) würde mit der Alternative langfristig nur ein Teil der Erträge der Übernahmepraxis erzielt werden können. Hier werden Ergebnisfaktoren teilweise größer 5 erwartet. Es muss sachverständig abgewogen werden, ob das Reproduktionsmodell dann noch tragfähig ist oder ob beispielsweise das Verflüchtigungsmodell greifen bzw. andere Bewertungsverfahren angesetzt werden sollten.

4. Grenzen des Modells

Die Bestimmung des Ergebnisfaktors bzw. Ergebniszeitraums kann formelmäßig nicht erfasst werden (vgl. auch Stabenow und Leuner³), weil es abgesehen von der Arbeit von Graeser keine wissenschaftlichen Studien über einen modellierbaren Zusammenhang zwischen Zukunftserträgen und Verkehrswerten bei Arzt-/Zahnarztpraxen gibt. Allerdings wird es diese vermutlich auch nicht geben, solange der Markt unvollkommen ist und die Beweggründe für den Erwerb und damit dem Kaufpreis insbesondere durch persönliche Motive geprägt werden⁴. Dies ist ein Ausschlusskriterium, weil der Verkehrswert gerade dadurch definiert ist, dass er unabhängig von den persönlichen Verhältnissen gebildet wird. Außerdem würde die angestrebte Modellierung erheblich durch die nicht in einer abstrakt zusammenzubringenden Kombination von Parametern auf der einen Seite und dem – ebenfalls ziemlich vage ermittelten – Zukunftsertrag auf der anderen Seite erschwert werden.

Es gehört zu den Aufgaben des Sachverständigen, seine Auftraggeber über diesen Sachverhalt aufzuklären, damit der Eindruck der „Scheinrationalität“⁵ des Ertragswertverfahrens nicht begründet wird. Weiterhin muss der Sachverständige erklären, warum er sich ggf. schließlich auf genau einen Wert festlegt.

³ Stabenow, H; Leuner, R: Objektivierung der Bemessung des Ergebniszeitraums – Eine kritische Betrachtung; Betriebswirtschaft im Blickpunkt (BBP 3-2014)

⁴ Graeser, M (2018) Zur Ermittlung des immateriellen Wertes von Zahnarztpraxen, Dissertation an der Medizinischen Hochschule Hannover

⁵ Vom OLG Stuttgart (14.10.2010, 20 W 16/06) wurde festgestellt: „Daneben ist die – nahezu beliebig zu erhöhende – Komplexität der Parameter eines Ertragswertgutachtens mit gravierenden Problemen für die Vorhersehbarkeit der Resultate, die deshalb mitunter auch als beliebig empfunden werden, verbunden. Der Aspekt der Detailkomplexität wiegt umso einschneidender, wenn berücksichtigt wird, dass bei einzelnen Bewertungsparametern lediglich ausnahmsweise eindeutige Daten in Ansatz zu bringen sind, im Regelfall jedoch bestenfalls auf als vertretbare zu bezeichnende Bandbreiten zurückgegriffen werden kann. Die sich daraus ergebenden Bewertungsunterschiede sind immens und werden zum Anlass genommen, dem Ertragswertverfahren eine „Scheinrationalität“ zu attestieren.“