

Zum modifizierten Ertragswertverfahren: Verflüchtigung oder Reproduktion?

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

1. Einführung

Es herrscht in der Fachwelt weitgehend Übereinstimmung darin, dass der Wert einer Arzt-/Zahnarztpraxis auf der Basis eines Ertragswertverfahrens zu bestimmen ist. Weiterhin herrscht überwiegend Übereinstimmung darin, dass der Ertragswert nach Abzug eines Arzt-/Unternehmerlohns und nach typisierter Ertragssteuer (Nettoprinzip) auf der Basis einer sachverständig erstellten Zukunftsprognose hinsichtlich der zu erwartenden Erträge zu bestimmen ist (Übergewinn oder Goodwillrente). Diese zukünftigen Jahreserträge bzw. Reinerträge werden über die Dauer eines „Ergebniszeitraums“ aufsummiert bzw. bei konstant angenommenen Jahreserträgen durch Multiplikation eines Jahresertrages mit dem Ergebniszeitraum bestimmt. Die zukünftigen Erträge werden zu diesem Zweck abgezinst.

Der angenommene Ergebniszeitraum ist neben der Zukunftsprognose die wesentliche Einflussgröße auf den zu bestimmenden Wert. Über die Interpretation des Ergebniszeitraums im Allgemeinen und dessen Länge im Einzelfall herrscht in der Fachwelt keine Übereinstimmung (vgl. Graeser¹). Mit dieser Frage beschäftigt sich der folgende Aufsatz.

2. Grundsatz der Wertermittlung

Der Wert eines zum Verkauf stehenden Unternehmens besteht grundsätzlich darin, dass der (finanzierte oder tatsächliche) Käufer bereit ist, dem Verkäufer die zukünftigen Reinerträge (unbegrenzt) zu vergüten. Die Berechnung dieses Wertes erfolgt mit der Formel der ewigen Rente.

$$\text{Wert} = \frac{\text{Reinertrag}}{z}$$

mit z: Kalkulationszinssatz

Der Zinssatz z setzt sich zusammen aus einem Basiszinssatz (Vergleichszinssatz einer risikoarmen Anlage, z.B. gemessen an der Umlaufrendite öffentlicher Anleihen) und einem Risikozinssatz, der das allgemeine Marktrisiko abdeckt. Die Summe der beiden Zinssätze ist um die zum Stichtag herrschende Abgeltungssteuer zu kürzen, um das o.g. Nettoprinzip durchgängig anzuwenden. Je nachdem, inwieweit bereits bei der Ertragsprognose Risiken des Fortbetriebes der zum Verkauf stehenden Praxis berücksichtigt wurden, kann der Zinssatz noch um einen Risikozuschlag erhöht werden.

Mit den beispielhaften Annahmen, dass der Reinertrag 100.000 Euro und der Zinssatz z = 10% beträgt, ergibt sich als Wert

$$\text{Wert} = \frac{\text{Reinertrag}}{z} = \frac{100.000 \text{ Euro}}{0,1} = 1.000.000 \text{ Euro}$$

¹ Graeser, Maja (2018) Zur Ermittlung des immateriellen Wertes von Zahnarztpraxen, Dissertation an der Medizinischen Hochschule Hannover

Zu demselben Ergebnis gelangt man, wenn man den nachschüssigen Rentenbarwertfaktor a_n ermittelt und mit dem Reinertrag multipliziert:

$$a_n = \frac{1 - \left(\frac{1}{1+z}\right)^n}{z}$$

Mit $z=0,1$ und $n=\text{unendlich}$ ergibt sich a_n zu 10 und der Wert damit zu 10 mal 100.000 Euro = 1.000.000 Euro.

Beträge in dieser Größenordnung werden am Markt für Freiberuflerpraxen nicht erzielt. Matschke² führt dazu aus:

„Die Charakteristika der Verfahren der Goodwillrenten sind, dass ein Übergewinn (eine Goodwillrente) konstatiert wird und dass diese Goodwillrente nur für eine begrenzte Dauer bei der Ermittlung eines Unternehmenswertes berücksichtigt wird. Begründet wird diese Begrenzung der Goodwillrentendauer (Ergebniszeitraum, Anmerkung des Verfassers) mit zwei voneinander zu trennenden Argumenten:

- 1) Das erste Argument begründet die Tatsache einer Goodwillrente mit dem Vorhandensein goodwillzeugender Faktoren und die Begrenzung ihrer Dauer mit dem Hinweis, dass diese Faktoren sich schnell verflüchtigen, wobei nicht zuletzt auch das Konkurrenzrisiko von Bedeutung ist. Die Goodwillrente sei besonders konkurrenzgefährdet; mit ihr könne grundsätzlich nicht auf Dauer gerechnet werden.
- 2) Das zweite Argument greift ebenfalls auf die Lehre von den goodwillzeugenden Faktoren zurück und schließt nicht aus, dass mit einer Goodwillrente auf Dauer gerechnet werden kann. Die Begrenzung der Dauer der Goodwillrente wird aber befürwortet, weil der Verkäufer einen Anspruch auf diejenige Goodwillrente habe, die sich noch auf seine Tätigkeit zurückführen lasse, deren Wirkung aber nach einem Verkauf immer geringer werde, je mehr Zeit nach diesem vergangen sei. Wenn auch in Zukunft eine Goodwillrente vorhanden sei, ist dies dann nicht dem Verkäufer zu verdanken, sondern den goodwillzeugenden und goodwillhaltenden Maßnahmen des Käufers. Dieses zweite Argument drückt also eine Gerechtigkeitsvorstellung aus.“

Als Zeitraum für eine befristete Berücksichtigung der Goodwillrenten werden nach Matschke et al. drei bis zehn Jahre vorgeschlagen, nach Mehrheitsmeinung so, dass diese innerhalb dieses Zeitraums in konstanter Höhe anfallen.

Den Wert einer Praxis auf der Basis dieser Grundsätze zu bestimmen, ist sachgerecht.

3. Dominanz des Verflüchtigungsansatzes

In der Bewertungspraxis erfolgt die Wertberechnung augenscheinlich zunächst auf der Basis des Verflüchtigungsansatzes. Sie wurde maßgeblich geprägt durch die „Hinweise der Bundesärztekammer“, bei der Ergebniszeiträume bzw. Faktoren von 2 bzw. 2,5 Jahren vorgegeben wurden (allerdings auf Brutto-Basis; umgerechnet auf den Netto-Ansatz wird etwa der von Matschke genannte kleinste Wert von 3 Jahren erreicht). In der Praxis werden entsprechend Ergebniszeiträume zwischen 2 und 5 Jahren angesetzt. Wenn davon ausgegangen wird, dass die Erträge der Vergangenheit stark von der Person des Abgebers geprägt waren und diesem dementsprechend in der Zukunft kaum ein Einfluss auf den Erfolg beizumessen ist, wird der Ergebniszeitraum eher kurz angesetzt. Der Zukunftserfolg ist

² Matschke MJ, Brösel G: Unternehmensbewertung, SpringerGabler 2013, S. 518

in diesem Fall eher den goodwillhaltenden Maßnahmen des Käufers zuzuschreiben und eher nicht dem Verkäufer zu verdanken. So wird beispielsweise für eine allgemeinmedizinische Praxis mit einem Vergangenheitserfolg, der z.B. auf einen hohen Anteil von individuellen Gesundheitsleistungen zurückzuführen ist und deren „Verkauf“ stark vom Abgeber beeinflusst wurde und/oder der die Patienten eng an sich gebunden hat, eher ein kurzer Ergebniszeitraum als angemessen empfunden werden, weil der Käufer selbst große Anstrengungen unternehmen muss, um diesen Erfolg fortzusetzen.

Hingegen baut bei Praxen, deren Vergangenheitserfolge eher ohne den persönlichen Einfluss des Inhabers auf die Patienten erzielt worden sind, z.B. bei apparateintensiven Praxen, der Käufer auf diese Losgelöstheit von der Person auf und ist eher bereit, lange Ergebniszeiträume zu akzeptieren, weil er selbst keine besonderen Anstrengungen unternehmen muss, um den Zukunftserfolg sicherzustellen.

Zusammengefasst ergeben sich nach den Erfahrungen des Verfassers folgende Richtwerte für den Verflüchtigungszeitraum:

- Standardfall Allgemein- und Zahnmedizin, kleine Facharztpraxen: 2,0 bis 3,0 Jahre, in von Ärzten stark nachgefragten Regionen bis zu 3,5
- Gemeinschaftspraxen, mehrere Behandler und/oder Apparatedizin (reduziertes Risiko): bis zu 4,0, ggf. teilweise bis zu 5,0 Jahre
- Minimalwert, z.B. bei starker Personengebundenheit (erhöhtes Risiko): 2,0 Jahre
- Maximalwert, z.B. bei besonders langer Nachwirkung des Abgebers (Praxis kann durch den Übernehmer nicht vollständig reproduziert werden): bis zu 8 Jahre (Achtung: Übergang zum klassischen Ertragswertverfahren)

Übereinstimmung herrscht in der Fachwelt darin, dass die Goodwillrenten innerhalb der genannten Zeiträume in konstanter Höhe anfallen.

Hinweis: Da die theoretische Basis für dieses Modell der oben beschriebene Gerechtigkeitsansatz ist, entzieht es sich jeder formelmäßigen Berechnung, die zu einem mathematisch begründbaren, scheinbar eindeutigen Betrag des Verflüchtigungszeitraumes führt (vgl. auch Stabenow und Leuner³). Es gehört zu den Aufgaben des Sachverständigen, seine Auftraggeber über diesen Sachverhalt aufzuklären, damit der Eindruck der „Scheinrationalität“⁴ des Ertragswertverfahrens nicht begründet wird. Weiterhin muss der Sachverständige erklären, warum er sich ggf. schließlich auf genau einen Wert festlegt.

Der Verflüchtigungsansatz ist dementsprechend bei der Wertbestimmung führend. Dies wird ggf. nur dann eingeschränkt, wenn sich die Praxis in einer Wettbewerbssituation befindet. Dies kann sein in überversorgten, aber ansonsten gesperrten Gebieten, die auf eine von Ärzten bevorzugte Lage hinweist, und in Gebieten oder Branchen ohne Beschränkungen, wie z.B. bei Zahnarztpraxen. Auch ergibt sich eine Beeinflussung des Verflüchtigungsansatzes, wenn sich die Praxis in einem unterversorgten Gebiet befindet, in dem der Käufer die Praxis selbst gar nicht kaufen muss, um dort tätig zu werden, sondern lediglich eine neue Praxis eröffnen muss. Dann werden Ansätze dominierend, die

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

⁴ 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.“

danach fragen, welchen Vorteil der Kauf einer Praxis gegenüber einer Neugründung („Reproduktion“) hat. Dieser Ansatz ist allerdings nicht anwendbar bei Käufen in gesperrten Gebieten, weil die Alternative „Neugründung“ dort nur eingeschränkt möglich ist. In der o.g. „attraktiven“, aber gesperrten, Lage wird der Faktor (Ergebniszeitraum auf der Basis des Verflüchtigungsansatzes) eher höher ausfallen, weil die Käufer eben aus persönlichen Gründen dorthin wollen und mit anderen Käufern im Wettbewerb stehen.

4. Der Reproduktionsansatz

Dieser Ansatz dominiert unter Marktbedingungen den Verflüchtigungsansatz. Hier spielt der „Gerechtigkeitsansatz“ keine oder nur eine untergeordnete Rolle. Ein Käufer ist lediglich bereit, nur den Preis zu bezahlen, der ihm gegenüber der Neugründung vorteilhafter erscheint. Dieser Ansatz kann nur greifen bei Zahnarztpraxen, Tierarztpraxen oder bei sonstigen Praxen in nicht gesperrten Gebieten. Wörtlich genommen kann dabei eigentlich nicht von Reproduktion gesprochen werden, weil die Wertbestimmung unter der Voraussetzung erfolgt, dass im Vergleich zwischen Neugründung und Übernahme die zur Übernahme stehende Praxis im Markt verbleibt. Es handelt sich also im Wortsinn um eine „Produktion“. Im Folgenden soll aber weiter der Begriff „Reproduktion“ verwendet werden, weil er allgemein so wie beschrieben verstanden wird.

Der Reproduktionsansatz wurde ausführlich von Sander⁵ (2018, Der Übernahmevorteil, Sander-Kollegen.de) dargestellt. Danach ergibt sich bei Zahnarztpraxen ein Übernahmevorteil, wenn der Ergebniszeitraum (auch als Ergebnisfaktor beschrieben) im Normalfall kleiner als etwa 2,5 bis 3,0 Jahre beträgt. Dies wird damit begründet, dass bei Zahnarztpraxen eine Neugründung im Mittel nach fünf bis sechs Jahren erfolgreicher ist als eine Übernahme⁶. Der Ergebnisfaktor ist nur dann zu korrigieren, wenn begründet davon ausgegangen werden muss, dass eine Neugründung früher oder später erfolgreicher sein wird als nach fünf Jahren. Ein früherer Erfolg kann beispielsweise dadurch realisiert werden, dass zu erwarten ist, dass die zum Verkauf stehende Praxis im Fall des Nicht-Kaufs kurzfristig vom Markt verschwindet. Dies führt zu einer entsprechenden Verkürzung des Ergebnisfaktors. Andererseits kann es sein, dass davon ausgegangen werden muss, dass der prognostizierte Erfolg der neuzugründenden Praxis mittelfristig nicht den Erfolg der zur Übernahme stehenden Praxis erreicht. Dadurch wird der Ergebnisfaktor ggf. so groß, dass der Verflüchtigungsansatz dominierend wird.

Sonstige betriebswirtschaftliche Parameter spielen keine Rolle, weil sie in der Prognose erfasst werden. Faktoren wie z.B. die Praxislage können durch das Modell erfasst werden. Risikofaktoren wie ein hoher Privatanteil oder eine starke Personengebundenheit des Abgebers (wertsenkend) oder der Einstieg in eine Gemeinschaftspraxis oder eine weitere Mitarbeit des Abgebers (wertsteigernd) können in die Prognose, in den Ergebnisfaktor oder in den Risikozinssatz einfließen. Der Einfluss z.B. der Arztdichte (Wettbewerb) und der Altersstruktur der Patienten wird durch das Modell erfasst.

Sander⁷ kommt fallabhängig zu Ergebnisfaktoren kleiner als 1 bis zu größer als 5.

⁵ Sander, Th: Zum Modell des Übernahmevorteils bei der Bewertung von Arzt- und Zahnarztpraxen; sander-kollegen.de (2018)

⁶ Klingenberger, D, Becker, W: Ökonomische Analyse der Ausgangsbedingungen, Verlaufsmuster und Erfolgsfaktoren von zahnärztlichen Existenzgründungen - Ergebnisse der dritten Befragungswelle (AVE-Z-3), IDZ 2008

⁷ Sander, Th: Zum Modell des Übernahmevorteils bei der Bewertung von Arzt- und Zahnarztpraxen; sander-kollegen.de (2018)

5. Fazit

Bei der Wertermittlung von Praxen mit einem Ertragswertverfahren wird eine Verflüchtigung des Einflusses vom Verkäufer auf den Goodwill angenommen. Dies beeinflusst den diskontierten Ergebniszeitraum, mit dem der zukünftig zu erwartende Reinertrag multipliziert wird. Für den Fall, dass es zur Übernahme die Alternative der Neugründung gibt, kommen Marktaspekte, die z.B. im Modell des Übernahmenvorteils abgebildet werden können, zum Tragen.