

Unternehmensverkauf: Auswahl der richtigen Käufer - Private Equity vs. strategischen Erwerber

Rund 30.000 Eigentümer von mittelständischen Unternehmen befinden sich in einer besonderen Situation. In näherer Zukunft sind sie ohne Nachfolger. Oft findet sich in der Familie niemand, der die Firma übernehmen möchte oder hierfür geeignet ist. Bei diesen Unternehmern ist es allerhöchste Zeit sich Gedanken zu machen, wann, wie und an wen werde ich verkaufen.

Zunächst eine Grundsatzfrage: Liegt eine aktuelle Unternehmensbewertung vor?

Es gibt viele Anlässe für eine Unternehmensbewertung

- Gesetzliche Regelungen (z. B. bei Abfindungen in AG, Verschmelzungen von Aktiengesellschaften, Zugewinnausgleich bei Scheidungen, etc.)
- Privatrechtliche Vereinbarungen (z. B. Verkauf des Unternehmens, Eintritt / Austritt von Gesellschaftern etc.)
- Sonstige Anlässe (Börseneinführungen, Kreditwürdigkeitsprüfungen durch Banken, etc.)

Überblick über gängige Bewertungsverfahren

Für die Ableitung von Unternehmenswerten haben sich heute folgende Methoden herauskristallisiert, die in der Praxis anerkannt sind und üblicherweise angewendet werden:

- Ertragswertverfahren
- Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren)
- Multiplikatormethode

Vorab sei die Anmerkung erlaubt, dass keines der Verfahren in den Augen beider Parteien, Käufer und Verkäufer, zu dem „richtigen“ Wert führt. Diese Verfahren dienen in der Praxis eher dazu einem sachlich fundierten Ausgangspunkt für die weiteren Verhandlungen zu erhalten.

In den überwiegenden Fällen wird bei Transaktionen die Multiplikatorenmethode eingesetzt. Im Rahmen der Multiplikatormethode wird der Unternehmenswert entweder aus dem Marktpreis vergleichbarer, börsennotierter Unternehmen abgeleitet, oder auf Basis von Preisen, die im Rahmen von Transaktionen mit vergleichbaren Unternehmen gezahlt wurden. Der Unternehmenswert ergibt sich dabei als Produkt eines aus den Vergleichsunternehmen abgeleiteten Multiplikators und der entsprechenden Kennzahl des zu bewertenden Unternehmens.

In diesem Zusammenhang haben sich so genannte EBIT- und Umsatzmultiplikatoren durchgesetzt. "EBIT" ist die englische Abkürzung für "Earnings Before Interest and Tax", übersetzt also der Gewinn vor Zinsen und Steuern oder das operative Betriebsergebnis. Lässt sich z.B. aus Transaktionen ableiten, dass für ein Unternehmen einer bestimmten Branche durchschnittlich der 1,2-fache Umsatz gezahlt wird, kann man diesen Faktor mit dem Umsatz des zu bewertenden Unternehmens multiplizieren, um überschlägig einen Gesamtunternehmenswert zu ermitteln. Bei Anwendung eines Umsatz- oder EBIT-Multiplikators sind zur Ableitung des Wertes der Anteilseigner die Finanzverbindlichkeiten abzuziehen und Cash-Bestände zu addieren.

Beim Multiplikatoransatz wird somit implizit unterstellt, dass sich aus beobachtbaren Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen Rückschlüsse auf den Wert des betreffenden Unternehmens ziehen lassen. Dieser Ansatz ist grundsätzlich nur aussagekräftig, wenn die Ableitung der Multiplikatoren fundiert erfolgt und die Datenbasis mit der zu bewertenden Gesellschaft überhaupt vergleichbar ist. Individuelle Werttreiber oder Risiken müssen bei der Berechnung explizit separat berücksichtigt werden. Oftmals geben Werte auf der Basis der Multiplikatormethode erste allgemeine Hinweise für die Größenordnung des erzielbaren Unternehmenswertes.

Bei der Multiplikatormethode wird davon ausgegangen, dass sich durch die Übertragung operativer Maßzahlen bestimmter Vergleichsunternehmen der Unternehmenswert bestimmen lässt. Für die Anwendung der Multipli-

kator-Methode bei der Unternehmensbewertung können Sie auf die aktuellen "Multiples" zu 16 Hauptbranchen der deutschen Wirtschaft zurückgreifen. Die aktuelle Tabelle bezieht sich auf Werte des Monats Januar 2014.

EBIT- und Umsatzmultiplikatoren für den Unternehmenswert, Januar 2014

Branche	Börsen-Multiples		Experten-Multiples Small-Cap*				Experten-Multiples Mid-Cap*			
	EBIT-Multiple	Umsatz-Multiple	EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple		EBIT-Multiple		Umsatz-Multiple	
			von	bis	von	bis	von	bis	von	bis
Beratende Dienstleistungen	-	-	5,6	7,5	0,58	0,92	6,3	8,2	0,68	0,99
Software	11,9	1,84 ↑	6,4	8,4	0,88	1,25	7,2	9,2	1,03	1,48
Telekommunikation	15,2 ↑	0,99	6,1	7,8	0,70	1,03	6,5	8,4	0,79	1,14
Medien	12,5 ↑	1,82	6,2	8,2	0,78	1,13	7,2	9,0	0,94	1,39
Handel und E-Commerce	14,3	1,32	6,0	8,2	0,65	0,96	6,7	9,3	0,72	1,21
Transport, Logistik und Touristik	12,3 ↑	0,89 ↑	5,5	7,2	0,47	0,77	6,3	7,9	0,59	0,90
Elektrotechnik und Elektronik	12,5 ↑	1,38 ↓	5,9	7,5	0,63	0,96	6,5	8,4	0,74	1,05
Fahrzeugbau und -zubehör	11,7 ↓	1,08	5,5	7,2	0,50	0,74	6,0	7,8	0,55	0,82
Maschinen- und Anlagenbau	13,2 ↑	1,07 ↑	5,9	7,6	0,55	0,77	6,5	8,2	0,64	0,90
Chemie und Kosmetik	10,9 ↑	1,38 ↑	6,4	8,3	0,68	1,00	7,1	9,3	0,79	1,11
Pharma	9,9	1,39 ↑	6,9	8,9	0,89	1,29	7,8	9,8	1,05	1,61
Textil und Bekleidung	9,6 ↓	1,47	5,4	7,1	0,54	0,75	6,1	7,9	0,62	0,90
Nahrungs- und Genussmittel	5,7 ↑	0,67 ↑	5,8	7,6	0,60	0,93	6,5	8,5	0,70	1,03
Gas, Strom, Wasser	11,8	0,48 ↑	5,7	7,7	0,63	0,88	6,4	8,4	0,80	1,06
Umwelttechnologie und erneuerbare Energien	-	-	5,7	7,5	0,60	0,96	6,4	8,4	0,73	1,05
Bau und Handwerk	13,7 ↓	0,86	4,6	5,9	0,39	0,56	5,3	6,6	0,46	0,64

* Small-Cap: Unternehmensumsatz unter 50 Mio. Euro; Mid-Cap: 50-250 Mio. Euro; Large-Cap: über 250 Mio. Euro; Pfeile zeigen niedrigeren/gestiegenen Wert gegenüber vorherigem Wert.

Quelle: FINANCE Research, Frankfurt

Nachstehend finden Sie die Ermittlung des Unternehmenswertes (TEUR) der XXX GmbH in der Branche Fahrzeugbau und -zubehör nach der Multiplikatorenmethode:

Auszug aus Bilanz und GuV der XXX GmbH:

2012

Umsatz	=	58.243
+ Vorsteuerergebnis	=	3.483
+ / - Zinsergebnis	=	387
= EBIT	=	3.871
+ Bankschulden (zinstragende Verbindlichkeiten)	=	42
+ Gesellschafterdarlehen (zinstragende Verbindlichkeiten)	=	3.500
+ Rückstellungen für Pensionen	=	274
./. Zahlungsmittel und -äquivalente	=	-129
= Nettofinanzverschuldung	=	3.688

Berechnung des Unternehmenswertes auf EBIT-Basis

EBIT	=	3.871
x Multiplikator	=	6,4
= Unternehmenswert	=	24.580
./. Nettofinanzverschuldung	=	-3.688
= Eigenkapitalwert	=	20.891

Berechnung des Unternehmenswertes auf Umsatz-Basis

	Umsatz	=	58.243
x	Multiplikator	=	0,7
=	Unternehmenswert	=	39.896
./.	Nettofinanzverschuldung	=	-3.688
=	Eigenkapitalwert	=	36.208

Die Tatsache, dass der Unternehmenswert bei Verwendung des EBIT-Multiples niedriger berechnet wird als mit dem Umsatzmultiple, deutet darauf hin, dass das Unternehmen eine geringere Profitabilität als die betrachteten Vergleichsunternehmen hat. Der Unternehmenswert gibt an, wie hoch das operative Geschäft des Unternehmens bewertet wird.

Dem Eigentümer steht jedoch nur der Unternehmenswert zu, der nicht von Dritten finanziert wurde. Die Nettofinanzverschuldung muss daher vom Unternehmenswert abgezogen werden, um den Eigenkapitalwert zu erhalten, da die Schulden vom Käufer des Unternehmens zu übernehmen sind. Der Eigenkapitalwert gibt somit an, wie hoch der Verkaufserlös für die Gesellschaftsanteile des gesamten Unternehmens wäre.

Unternehmenswertsteigerung

Wenn eine aktuelle Unternehmensbewertung vorliegt, stehen im Regelfall die folgenden Punkte auf dem Programm des Käufers:

- Erfüllt der ermittelte Wert Ihre Erwartungen?
- Haben Sie ein Konzept „Unternehmenswertsteigerung“?
- Benötigen Sie hierfür externe Unterstützung?
- Haben Sie für die Implementierung des Konzepts auch die notwendigen Ressourcen in Art und Güte, damit eine messbare Unternehmenswertsteigerung generiert wird?

Ein typisches Beispiel für eine Unternehmenswertsteigerung ist der richtige Umgang mit den vorhandenen Pensionslasten. Aus Sicht eines Verkäufers rechtfertigen solche Lasten einen überproportionalen Abschlag auf den Kaufpreis. Mit einer erfolgreichen Sanierung der Pensionslasten lassen sich signifikante Bewertungsgewinne erzielen. Nur wenige Berater beherrschen allerdings die Kunst der richtigen Sanierung.

Durch die Erstellung und Durchführung des Konzeptes zur Unternehmenswertsteigerung soll ein messbarer Beitrag zur Erhöhung des Unternehmenswertes erreicht werden. Durch einen Verkaufserlös, welcher die Erwartungen erfüllt oder sogar übererfüllt, wird der „Trennungsschmerz“ gelindert. Durch externe professionelle Unterstützung kann im Regelfall ein zusätzlicher Beitrag zu Erhöhung des Verkaufserlöses bei der Transaktion erreicht werden. Oftmals alleine schon durch den „unverklärten“ Blick auf das Unternehmen.

Ist man mit der Unternehmensbewertung zufrieden, kommt der nächste wichtige und sehr spannende Punkt:

Auswahl der richtigen Käufer

In den letzten Jahren haben Private-Equity-Firmen sich immer mehr als wichtige Akteure positioniert im mittleren M&A-Transaktions-Markt.

Grundsätzlich ist der Verkauf an eine Private-Equity-Firma nicht das Gleiche ist wie der Unternehmensverkauf an einen strategischen Erwerber.

Im Folgenden machen wir einige Unterschiede sichtbar, die wir in der Vergangenheit beobachtet haben.

Bei der Positionierung Ihres Unternehmens zum Verkauf ist es essentiell zu wissen, dass unterschiedliche Käufertypen verschiedene Positionierungsstrategien erfordern. Der Schwerpunkt Ihrer Unterlagen, Gespräche und Präsentationen sollten daher daran angepasst sein.

- a) **Strategische Erwerber** werden daran interessiert sein, ob Ihr Unternehmen in dessen Portfolio eine strategische Ergänzung ist. Solche Käufer können es sich in der Regel leisten, mehr zu zahlen, weil sie von Synergien zwischen ihrer Organisation und einer erworbenen Gesellschaft profitieren. Es sollte auch erwähnt werden, dass angesichts des hart umkämpften M&A Marktes, die Unterschiede in der Unternehmensbewertung zwischen Private Equity und strategische Erwerber sich verringern und in einigen Fällen nicht mehr vorhanden sind. Darüber hinaus werden strategische Käufer oft Ihr gesamtes Unternehmen in einer einzigen Transaktion kaufen.

Diese Investorengruppe will von Ihnen wissen

- Können ihre Produkte an seine Kunden verkauft werden?
- Haben Sie Technologie oder geistiges Eigentum, welche seine Geschäfte verstärken können?
- Sind Sie mit ihrem Unternehmen in Märkten tätig, wo der Käufer noch nicht positioniert ist?

Oftmals legen strategische Investoren weniger Wert auf Faktoren, wie

- die Stärke der IT-Infrastruktur eines Unternehmens oder ob ein Teil des aktuellen Managements bedingt durch die Transaktion das Unternehmen verlässt. Strategische Investoren besitzen Führungskräfte und Systeme.

Der Schwerpunkt der Präsentation vor strategischen Investoren ist daher, Verständnis zu erzielen, wie Ihr Unternehmen in deren Wachstumsstrategie passt, d.h. eigene Vorteile, gerne auch im Detail, vorzustellen.

- b) **Private-Equity-Firmen** sind immer ein Partner auf Zeit. Dieser wird die Exit-Fähigkeit des Unternehmens schon beim Eintritt intensiv analysieren. Ihr Unternehmen ist eine Stand-alone-Investition, welches in der Lage ist, starkes profitables Umsatzwachstum und Unternehmenswertsteigerung zu generieren. Diese Investoren setzen auf die Stärke des Managements-Teams, ihre Geschäftsstrategie und Pläne für zukünftiges Umsatzwachstum. Private-Equity-Käufer kaufen in der Regel Zielunternehmen (Target), die hohe und stabile Cashflows aufweisen. Darüber hinaus sollten diese Unternehmen über Markteintrittsbarrieren für potentielle Konkurrenten verfügen und, idealerweise, eine Stand-alone-Position im Markt einnehmen und weiter ausbauen können. Hinsichtlich des Kapitalbedarfs für das laufende Geschäft sollten keine größeren Ansprüche (etwa für Neuinvestitionen bzw. Forschung und Entwicklung) bestehen.

Solche Investoren wollen wissen:

- Wie personenabhängig ist Ihr Geschäft? Muss der neue Eigentümer damit rechnen, dass wichtige Kunden nach dem Eigentümerwechsel abspringen?
- Wie wollen Sie Umsatz und Erträge erhöhen?
- Welche neuen Produkte oder Dienstleistungen sind in der Pipeline?
- Sind Sie in einer Wachstumsbranche aktiv?
- Sind Expansionen in anderen Branchen und Regionen eine noch offene Möglichkeit?

Präsentieren Sie Ihr Unternehmen einer Private-Equity-Gruppe, so sollte die Gesprächs-Stoßrichtung auf die Zukunftsvision Ihres Managements fokussiert sein. Wie passt Ihr Unternehmen in die Branchentrends? Ist Ihr Geschäftsmodell resilient? Details zu Umsatz- und Marketing-Konzepten? Wie ist das Unternehmen bei einem großen Abschwung in Branchen, Wirtschaftsregionen aufgestellt?

Private-Equity-Gruppen wollen oft die M&A-Fähigkeiten des Zielunternehmens verstehen. Die Pipeline von potenziellen M&A-Zielkunden ist bereits identifiziert. Der Blick der Käufer ist nun gerichtet auf die passenden Profile der M&A-Ziele des Managements. Auch generieren Finanzinvestoren Unternehmenswertsteigerungen mittels „Buy and Build“. Durch einen oder mehrere Zukäufe und anschließender Integration wird das ursprüngliche Unternehmen größer und werthaltiger als je zuvor.

DAS SEViX-Kerngeschäft ist die Business Transformation bei mittelständischen Wirtschaftsunternehmen. Vereinfacht ausgedrückt: Wir sehen uns als Partner des Mittelstands zur Verbesserung der Leistungswirtschaft und der Zukunftsfähigkeit Ihres Unternehmens, in dem wir Beratung und Durchführung verknüpfen. Hierdurch soll messbar Ihr Unternehmen in eine höhere Branchenposition gehievt werden und der Verkaufserlös signifikant gesteigert werden!

Lassen Sie uns aus unserem Blickfeld die Vorteilhaftigkeit der SEViX-Unterstützung beim Unternehmensverkauf darstellen:

Unterstützung durch SEViX	Ihre Vorteile
- Erstellung eines Konzeptes zur Unternehmenswertsteigerung	- Unsere Expertise schließt preiswert Ihre Kompetenzlücke und verschafft Ihnen Kapazitäten für das operative Tagesgeschäft
- Gemeinsames Abarbeiten von Projekten zur Unternehmenswertsteigerung	- Wir transferieren unsere Kompetenz klar und ohne Einschränkungen und erweitern somit die Fähigkeiten ihrer Leistungsträger und Schlüsselpersonen

Die Mandate von SEViX und deren Partner umfassen die Entwicklung eines Konzeptes „Unternehmenswertsteigerung“ inkl. deren Implementierung und die professionelle M&A Beratung, um den Unternehmenswert zu maximieren und einen besseren Verkaufserlös zu erreichen. Vor dem eigentlichen Verkaufsprozess ist zudem ein intensives Coaching des Managements zielführend, um das Unternehmen optimal präsentieren zu können. Zudem ist es unbedingt erforderlich, das Unternehmen in einen „prüfbereiten“ Zustand zu versetzen. Das betrifft insbesondere

- die Aufbereitung und Darstellung der betriebswirtschaftlichen Daten sowie
- der steuerlichen und rechtlichen Situation des Unternehmens.

Hierbei muss unbedingt hohe Transparenz für den Käufer hergestellt werden – ein Unternehmenskäufer wird bei unklarer Informationslage vom Kaufprozess abspringen – oftmals zur Unzeit – oder hohe Abschläge auf den ursprünglich indikativ genannten Unternehmenswert verlangen.

Wir würden uns freuen, dieses und weitere Themen direkt mit Ihnen dann zu besprechen, wenn ein konkreter Ansatz oder bei Ihnen der erste Gedanke vorhanden ist. Wir freuen uns von Ihnen zu gegebener Zeit zu hören.