

Kriterien für die Unternehmensbewertung und die Preisfindung

10 Ratschläge an den mittelständischen Unternehmens- verkäufer

**von
Dr. Bodo Fuchs**

Die Frage nach dem Wert des eigenen Unternehmens hat für den mittelständischen Unternehmer, der eine Beteiligungsabgabe an einen industriellen Investor oder einen Finanzinvestor, einen Börsengang oder einen vollständigen Verkauf seines Unternehmens erwägt, einen besonderen Stellenwert. Auch wenn zunächst Fragen wie langfristige Sicherung des Unternehmens, Synergieeffekte, Verträglichkeit unterschiedlicher Unternehmenskulturen und dergleichen im Vordergrund stehen, kommt letztlich dem Preis eine zentrale Rolle in der Entscheidung zu. Und dies mit Recht, denn schließlich wird verkauft, was oft über Jahrzehnte und unter Entbehnungen aufgebaut wurde. Es gilt, das im Unternehmen gebundene Vermögen der Inhaberfamilie zu sichern und nach dem Verkauf des Unternehmens in anderen Anlageformen fortzuführen. Die Beantwortung der Frage nach dem Wert des Unternehmens ist schwieriger geworden. Bezogen auf die alten Bundesländer ist 1991 erstmals kein starker Anstieg der abgeschlossenen Transaktionen im Vergleich zum Vorjahr zu verzeichnen, und in diesem Zusammenhang kam es auch zu einem Nachgeben der Preise für Unternehmen.

Galt vor wenigen Jahren noch, dass zu viel Geld auf der Suche nach zu wenigen Deals war, so entwickelt sich der Markt für Unternehmenstransaktionen heute mehr und mehr zu einem Käufermarkt: Nachfrager aus England, Frankreich und USA bleiben derzeit angesichts der konjunkturellen Situation auf ihren Heimmärkten aus bzw. sind zurückhaltender und

preisbewusster geworden. Viele deutsche industrielle Käufer sind momentan in den neuen Bundesländern engagiert, die Finanzinvestoren sind aufgrund ihrer in der Vergangenheit gesammelten Erfahrungen bei den Kaufpreisangeboten vorsichtiger geworden und auch die Banken ermitteln die Emissionskurse beim Börsengang heute mit einem spitzeren Bleistift als noch vor wenigen Jahren. Vor diesem Hintergrund nachstehend 10 Ratschläge zum Thema Preisfindung und Bewertung an mittelständische Unternehmer, bei denen ein Verkauf oder eine Beteiligungsabgabe ansteht:

1. Die Zeiten, in denen eine gut organisierte Auktion nach anglo-amerikanischem Vorbild für den Verkäufer einen attraktiven Preis garantierte, sind vorbei. Lassen Sie sich deshalb auch nicht von Äußerungen wie "der Markt wird schon zeigen, was Ihr Unternehmen wert ist" leiten. Sie sollten vielmehr, bevor Sie mit möglichen Käufern sprechen, mit professioneller Unterstützung eine Unternehmensbewertung vornehmen lassen. Dabei ist unter professionell die national und international anerkannte Methodik und die Kenntnis und Erfahrung, welche Preise am Markt effektiv gezahlt werden, zu verstehen. Nur so behalten Sie das Momentum in der Hand. Führt die Bewertung beispielsweise zu einem für Sie unbefriedigenden Ergebnis, so können Sie den Prozess an dieser Stelle abbrechen, und zwar ohne dass Ihre Verkaufsabsichten im Markt und in Ihrem Unternehmen bekanntgeworden sind.

2. Führen Sie zunächst für die vergangenen 3 Jahre eine Bereinigungsrechnung durch. Diese Rechnung hat zum Ziel, die wirtschaftlichen Ergebnisse dieser Jahre zu ermitteln. Eliminieren bzw. modifizieren Sie außerordentliche Aufwendungen und Erträge wie z. B. Gewinne aus dem Verkauf von Beteiligungen oder von Anlagegütern über Buchwert, außergewöhnliche und einmalige Forderungsverluste, Effekte aus der Änderung von Bewertungsmethoden sowie Positionen, die in Ihrer Stellung als Gesellschafter begründet sind. Zu der letzten Fallgruppe gehört der Ansatz eines angemessenen, für einen angestellten Geschäftsführer aufzuwendenden Gehalt anstelle der Beträge, die Sie als Inhaber dem Unternehmen ent-

nehmen. Hier können aber auch Grundbesitz, der den Gesellschaftern gehört, oder vom Gesellschafter entwickelte Patente, die die Gesellschaft nutzt, zu Bereinigungsritten führen.

3. Nehmen Sie sich als nächstes eine Planungsrechnung (GuV, Bilanz, Investitionen, Finanzplan) für die nächsten 1 bis 3 Jahre vor. Dieser Schritt ist aufwendig und wichtig zugleich. Wichtig deshalb, weil es die zukünftigen Erfolge sind, die den Wert Ihres Unternehmens ausmachen. Ihre Planung darf durchaus ehrgeizig sein. Achten Sie aber auf Planungsplausibilität: Wachstumsraten von 10 bis 15 % p. a. in stagnierenden Märkten oder gleichbleibendes Vorratsvermögen bei steigenden Umsätzen sind per se nicht plausibel. Sie bedürfen einer für Dritte nachvollziehbaren Herleitung. Denken Sie daran, dass es vor allem Ihre Planung sein wird, die Sie später Kaufinteressenten "verkaufen" müssen. Wenn Sie Wachstum oder Ergebnisverbesserung planen, so nennen Sie auch die Maßnahmen, die diese positiven Veränderungen auslösen werden.

4. Gestaltungen, die Sie im Zusammenhang mit dem Verkauf beabsichtigen, sollten Sie bereits in die Planungsrechnung einfließen lassen. So vermeiden Sie später Missverständnisse. Diese treten häufig im Hinblick auf die sogenannten Kapitalkonten II bei Kommanditgesellschaften auf. Ebenso bei der Ausschüttung von Alrücklagen oder des Letztjahresgewinns. Wenn Sie Gesellschafterdarlehen entnehmen wollen oder Alrücklagen bzw. den Gewinn des letzten Jahres auszuschütten gedenken, so sollten Sie dies explizit in der Finanz-, Bilanz- und GuV-Planung vorsehen. Das heißt dann aber auch, dass die aufgrund der Entnahmen fehlende Liquidität ggf. durch Bankkredite zu ersetzen ist und damit das geplante Zinsergebnis beeinflusst. Der Glaubwürdigkeit Ihrer Planung kommt im Verhandlungsprozess eine entscheidende Bedeutung zu, und zwar nicht nur im Hinblick auf die Preishöhe, sondern auf das Geschäft insgesamt. Ohne ein ausreichendes Maß an Vertrauen in die beabsichtigte wirtschaftliche Weiterentwicklung des Unternehmens wird es nicht zu einem Abschluss kommen.

5. Die mittels Bereinigungs- und Planungsrechnung hergeleitete Ergebnisreihe Ihres Unternehmens über einen Zeitraum von etwa 4-6 Jahren - 3 Jahre zurück, 1-3 Jahre nach vorn - liefert die Basisdaten für die unterschiedlichsten Bewertungsmethoden. Üblich ist die Ermittlung von nachhaltig entnahmefähigen Ergebnissen vor Einkommen-/Körperschaftsteuer. Unterschiede zwischen entnahmefähigen und ausgewiesenen bzw. geplanten Gewinnen können sich z. B. ergeben, wenn Gewinne zur Finanzierung von Investitionen im Unternehmen dienen. Hier gilt es, gemeinsam mit Ihrem Berater Korrekturrechnungen vorzunehmen. Sofern Sie mit internationalen Käufern zu verhandeln beabsichtigen, sollten Sie auch eine Cash-flow-Betrachtung durchführen: Nettoergebnis des Unternehmens plus Abschreibungen minus Investitionen in Sachanlagen und in das Working Capital. Kommt ein Börsengang in Betracht, so berechnen Sie das sogenannte DVFA/SG-Ergebnis, das den Banken gemeinsam mit der price/earning ratio zur Preisfindung dient. Ermitteln Sie das DVFA/SG-Ergebnis sorgfältig. Wenn es einmal im Raum steht, kommen Sie nur schwer wieder davon weg. Sie sollten vor der Präsentation des DVFA/SG-Ergebnisses bei Ihrer Bank mit einem Vertrauten ein Sparring darüber veranstalten, damit Sie Reaktionen und Schlussfolgerungen "üben" können, bevor es "offiziell" wird.

6. Anhand der verschiedenen Verfahren gilt es auszuloten, wie die Gegenseite voraussichtlich für sich rechnen und mit welchen ersten Kaufpreisangeboten sie argumentieren wird. Wo liegt der Preisbereich, den man selber der Gegenseite gerade noch vorrechnen kann, ohne dabei den Boden der Ernsthaftigkeit zu verlassen. Nur so können Sie Preisverhandlungen optimal vorbereiten. Überlegen Sie aber auch in Ruhe, welchen Gewinn Sie in Zukunft aus Ihrem Unternehmen ziehen könnten, wenn Sie es nicht verkaufen. Wollen Sie aus Altersgründen ausscheiden, so treffen Sie Ihre Prognose unter der Annahme, dass Ihr Unternehmen von einem familienfremden Manager geleitet und gegebenenfalls ein anderes Ergebnis erzielt wird.

7. Das "Wievielfache" des Gewinns aber werden Sie für Ihr Unternehmen erzielen können? Wir beobachten Multiplikatoren zwischen 5 und 10 auf das nachhaltig entnahmefähige Ergebnis vor Einkommen-/Körperschaftsteuer. Das entspricht Zinssätzen zur Abzinsung künftiger Ergebnisse zwischen 10 % und 20 %. In diese Zinssätze bzw. Multiplikatoren gehen objektiv nachvollziehbare und subjektive, ganz speziell mit Ihrem Unternehmen verknüpfte Faktoren ein. Objektiv nachvollziehbar ist die Rendite risikofreier Anlagen, ebenso die Risikoprämie für eine Investition in Aktien anstelle in risikofreie Anlagen (erwartete Gesamtrendite des Aktienmarkts minus risikofreie Rendite). Ansonsten gilt: der Multiplikator ist um so höher, je weniger personenbezogen, weniger zyklisch, besser die Marktposition, größer, weniger vom Technologiewandel betroffen und je besser planbar die Ergebnisse Ihres Unternehmens sind.

8. Welche Preisangebote Sie am Ende erhalten, hängt wesentlich von Ihrem bzw. vom Verhandlungsgeschick Ihres Beraters ab. Generelle Ratschläge lassen sich nur schwer geben. Die Erfahrung zeigt indes, dass es in der Regel vorteilhaft ist, zunächst über weitgehend objektiv nachvollziehbare Größen wie künftige Ergebnisse, verfügbare Cash-flows und Marktzinssätze zu diskutieren. Bei welchem Unternehmen passt Ihr Unternehmen aus welchen Gründen besonders gut hinein? Wo sind Synergieeffekte im Einkauf, in der Entwicklung, in der Produktion oder im Verkauf gegeben? Je überzeugender hier Ihre Argumente sind, um so besser sind Ihre Karten in der Preisverhandlung. Von wichtiger Bedeutung für einen guten Preis ist, dass Sie nach Möglichkeit parallel und nicht nacheinander mit einer überschaubaren Anzahl ernsthafter Interessenten verhandeln. Die Gefahr, dass Sie sich sonst einen Korb nach dem nächsten holen, ist groß.

9. Ob ein Preisangebot grundsätzlich für Sie vorteilhaft ist oder nicht, ermitteln Sie wie folgt: Vergleichen Sie die Gewinne, die Sie aus der Wiederanlage des Nettoverkaufserlöses erzielen werden, mit den Gewinnen, die Sie aus Ihrem Unternehmen entnehmen können, wenn Sie es nicht

verkaufen und gegebenenfalls mit einem familienfremden Management fortführen. Dabei müssen Sie natürlich auch die unterschiedlichen Risikostrukturen der Vermögensanlage berücksichtigen. Unternehmensergebnisse schwanken, Bundesobligationen sind voll berechenbar.

10. Denken Sie aber auch an die nicht in Geld bestehenden Nebenkonditionen. Ein hoher Kaufpreis wird Ihnen am Ende dann keine Freude bereiten, wenn er begleitet wird von umfangreichen Gewährleistungen, Garantien und Zusicherungen im Unternehmenskaufvertrag. Ihre Entscheidung wird sich letztlich orientieren an mehreren Fragenkreisen: langfristige Absicherung Ihres Unternehmens in einem vernünftigen neuen Unternehmensverbund, Kaufpreis für Sie als Gesellschafter, von Ihnen zu übernehmende Garantien und - last but not least - persönliche Freiheit für Sie als Unternehmer.

Handelsblatt vom 29.04.1992

FUCHS CONSULT GmbH
Kreuzberger Ring 64 · D-65205 Wiesbaden
Telefon (06 11) 70 00 40 · Telefax (06 11) 71 04 04