

Unternehmensbewertung beim Unternehmenskauf und -verkauf im Mittelstand

Von Christian Staby, Peter Steinhoff und Axel Steuernagel

Die Unternehmensbewertung spielt im M&A-Prozess für den Käufer und Verkäufer eine zentrale Rolle. Während der Verkäufer den höchsten möglichen Wert ansetzt, muss der Käufer eine Bewertung vornehmen, die wettbewerbsfähig ist, ohne das Unternehmen über Marktwert zu bezahlen.

Element 1 – Bewertungsverfahren

Dieser Artikel stellt drei gängige Bewertungsmethoden im Mittelstand vor, die in der folgenden Abbildung auch graphisch abgebildet werden: Substanzwertverfahren, Multiplikator-Verfahren und Discounted-Cashflow-Methode (DCF)

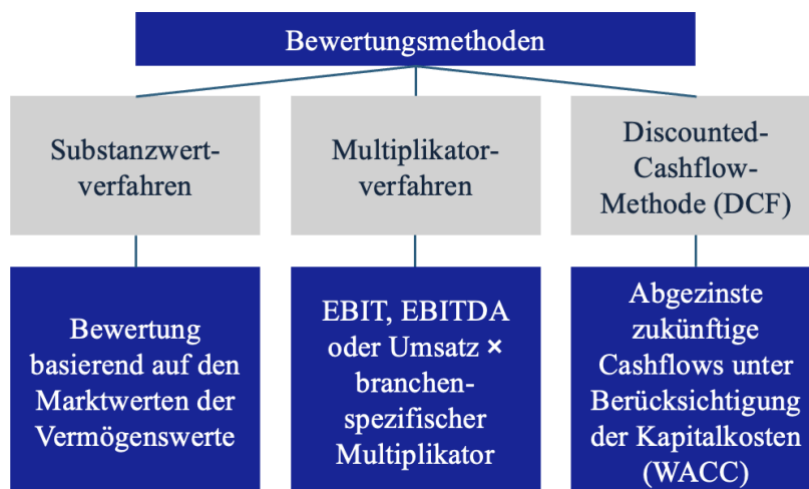


Abb.: Drei gängige Bewertungsmethoden im Mittelstand

- **Verfahren 1 – Substanzwertverfahren:** Bei diesem Verfahren werden die einzelnen Vermögenswerte zu Marktpreisen bewertet, unter Berücksichtigung des Liquidationsfalls. Dieses kommt allerdings nur in dem Fall zur Geltung, wenn der Ertrag eines Unternehmens gering ist und sein Wert vor allem Vermögensbestandteile (z.B. Immobilien) betrifft.
- **Verfahren 2 – Multiplikatorverfahren:** Das Multiplikatorverfahren (engl.: Multiple) ist marktorientiert und orientiert sich zumeist an dem Ergebnis (EBIT, EBITDA) des aktuellen

oder soeben abgelaufenen Geschäftsjahrs. Manchmal werden auch mehrere Jahre (Vergangenheit, Zukunft) mit einbezogen. Falls das Unternehmen ein noch nicht profitables Wachstumsunternehmen in einem attraktiven Zukunftsmarkt ist, kann auch der Umsatz die Bezugsgröße sein. Das (gewichtete) Ergebnis (EBIT, EBITDA) oder hilfsweise der Umsatz wird mit einem branchenspezifischen Faktor multipliziert, um zum Firmenwert (engl.: Enterprise Value) zu gelangen. Dieser Faktor beruht auf vergleichbaren an der Börse gehandelten Unternehmen (engl.: Traded Multiples) und auf kürzlich umgesetzten Transaktionen (engl.: Transaction Multiples) und wird manchmal angepasst (z.B. bei unterschiedlichen Unternehmensgrößen, Geografien oder Marktsegmenten). Ein erfahrener M&A-Berater hilft dabei, unter Nutzung von spezialisierten Datenbanken.

- **Verfahren 3 – Discounted-Cashflow-Methode (DCF):** Bei dieser Methode werden die im Geschäftsplan prognostizierten zukünftigen Cashflows auf den aktuellen Zeitpunkt abgezinst, um den Firmenwert zu ermitteln. Besonders relevant hierfür ist die Berechnung der gewichteten Kapitalkosten (engl.: Weighted Average Cost of Capital, WACC) als Diskontierungsrate, die sowohl Eigenkapital- als auch Fremdkapitalkosten berücksichtigt. Die Berechnung der Eigenkapitalkosten basiert häufig auf dem Capital Asset Pricing Model (CAPM), das den erwarteten Renditeanspruch der Eigenkapitalgeber unter Berücksichtigung von Risiken ermittelt. Die Fremdkapitalkosten entsprechen dem gemittelten Zinssatz, zu dem sich der Unternehmer des Verkaufsobjekts bei der Bank oder anderen Kapitalgebern verschuldet hat.

In der Praxis werden manchmal die beiden letzten Verfahren parallel verwendet, wobei Finanzinvestoren das Multiplikatorverfahren bevorzugen. Von dem Firmenwert werden die Nettofinanzverbindlichkeiten abgezogen, um auf den Wert des Eigenkapitals (engl.: Equity Value) zu kommen. Die Nettofinanzverbindlichkeiten berechnen sich, indem die verzinslichen Fremdkapitalpositionen inklusive etwaiger Pensionsverbindlichkeiten um die liquiden Mittel reduziert werden. In der Fachsprache wird in diesem Zusammenhang häufig von „cash and debt free“ (CFDF) gesprochen.

Element 2 – Unternehmensbewertung beim Unternehmenskauf

Ein Käufer führt in der Regel zwei Unternehmensbewertungen durch: eine indikative Bewertung zu Beginn des Prozesses und eine finale Bewertung nach der Due Diligence. Die indikative Unternehmensbewertung basiert auf dem Business Case, den der Käufer auf

Grundlage erster Informationen aus dem Information Memorandum und weiteren Gesprächen mit dem Verkäufer erstellt. Die vom Verkäufer bereitgestellten Informationen sind oft optimistisch dargestellt, weshalb der Käufer eigene Annahmen trifft und die Planung an seine Sichtweise anpasst. Aufgrund der begrenzten und vom Verkäufer ausgewählten Informationen stellt die Bewertung lediglich eine erste Einschätzung des Unternehmenswerts dar. Auf dieser Grundlage gibt der Käufer ein unverbindliches Angebot (engl.: Non-Binding-Offer, NBO) ab. Erst nach der Due Diligence, in der detailliertere und mehr Informationen verfügbar werden, kann der Käufer eine fundierte, finale Bewertung vornehmen. Diese kann dazu führen, dass das ursprüngliche Angebot bestätigt oder basierend auf neuen Erkenntnissen angepasst oder zurückgenommen wird.

Element 3 – Unternehmensbewertung beim Unternehmensverkauf

Zu Beginn des Verkaufsprozesses muss der Verkäufer eine realistische Unternehmensbewertung vornehmen. Durch die Bewertung entwickelt der Verkäufer eine fundierte Preisvorstellung, kann potenzielle Käufer gezielt ansprechen und legt die Grundlage für Preisverhandlungen dar. Neben optimistischen Geschäftsprognosen fließt oft ein subjektiver Wertzuschlag mit ein, da viele Unternehmer eine emotionale Bindung zu ihrem Unternehmen haben. Zudem werden immaterielle Faktoren wie Markenwert, Unternehmenskultur oder persönliche Investitionen über Jahre hinweg hoch gewichtet. Ein M&A-Berater oder externer Experte kann helfen, eine objektive und marktorientierte Einschätzung zu gewährleisten. Eine realistische Bewertung erhöht zudem die Chancen auf ernsthafte Interessenten und beschleunigt den Verkaufsprozess.

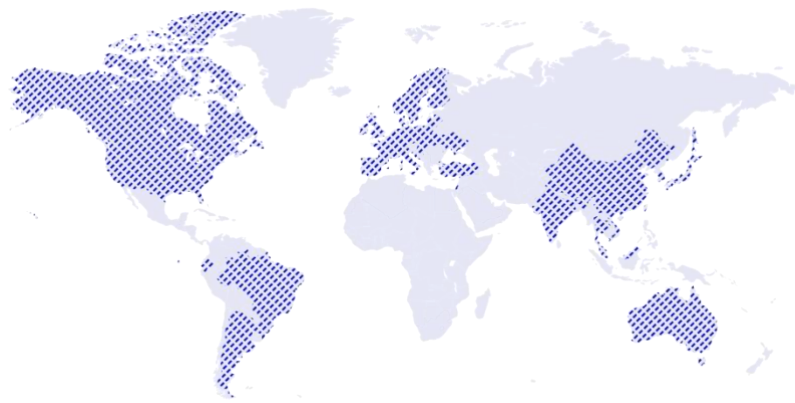
Element 4 – Bewertungsunterschiede zwischen Käufer und Verkäufer

Eine große Herausforderung ist es, die Vorstellungen des Verkäufers mit denen des oder der Interessenten in Einklang zu bringen. Häufig bewertet der Verkäufer sein Unternehmen höher und hat Erwartungen an den Kaufpreis, die den Realitäten des Marktes nicht entsprechen. Der Käufer hingegen orientiert sich an objektiven Bewertungsmethoden wie der Multiplikator-Methode oder dem DCF-Verfahren mit konservativeren Annahmen und einem höheren Risikoaufschlag. Hier ist ein M&A-Berater sehr wichtig, um beide Seiten zusammenzuführen. Auch können verschiedene Instrumente helfen, die Kaufpreiserwartungen anzugleichen und die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen Abschlusses zu erhöhen. Dazu zählen variable Kaufpreisbestandteile wie sogenannte Earn-Out-Komponente, bei dem ein Teil des Kaufpreises

in Abhängigkeit von dem zukünftigen Erfolg des Unternehmens ausbezahlt wird. Auch können Unternehmerdarlehen oder Rückbeteiligungen hier hilfreich sein.

Über S&P

Mit seiner Gründung im Jahr 1989 ist S&P einer der traditionellsten deutschen Beratungen für Mergers & Acquisitions im Mittelstand. Als Mitgründer der inzwischen weltweit führenden Gruppe M&A Worldwide mit 43 Büros in 34 Ländern ist S&P international hervorragend



vernetzt. Die auf die Büros in Düsseldorf, Essen und München verteilten Partner haben langjährige Berufserfahrung als Manager, Unternehmer und Berater. Sie haben selbst Unternehmen geleitet. Heute beraten sie

Unternehmer und Investoren bei Unternehmenskäufen und -verkäufen, bei deren Vorbereitung sowie bei der Integration der erworbenen Unternehmen nach dem Grundsatz „Unternehmer für Unternehmer“ versiert, vertrauensvoll und auf Augenhöhe.

Über die Autoren

Prof. Dr. Axel Steuernagel ist Geschäftsführer von S&P, Christian Staby und Prof. Dr. Peter Steinhoff Partner im Münchner Büro.