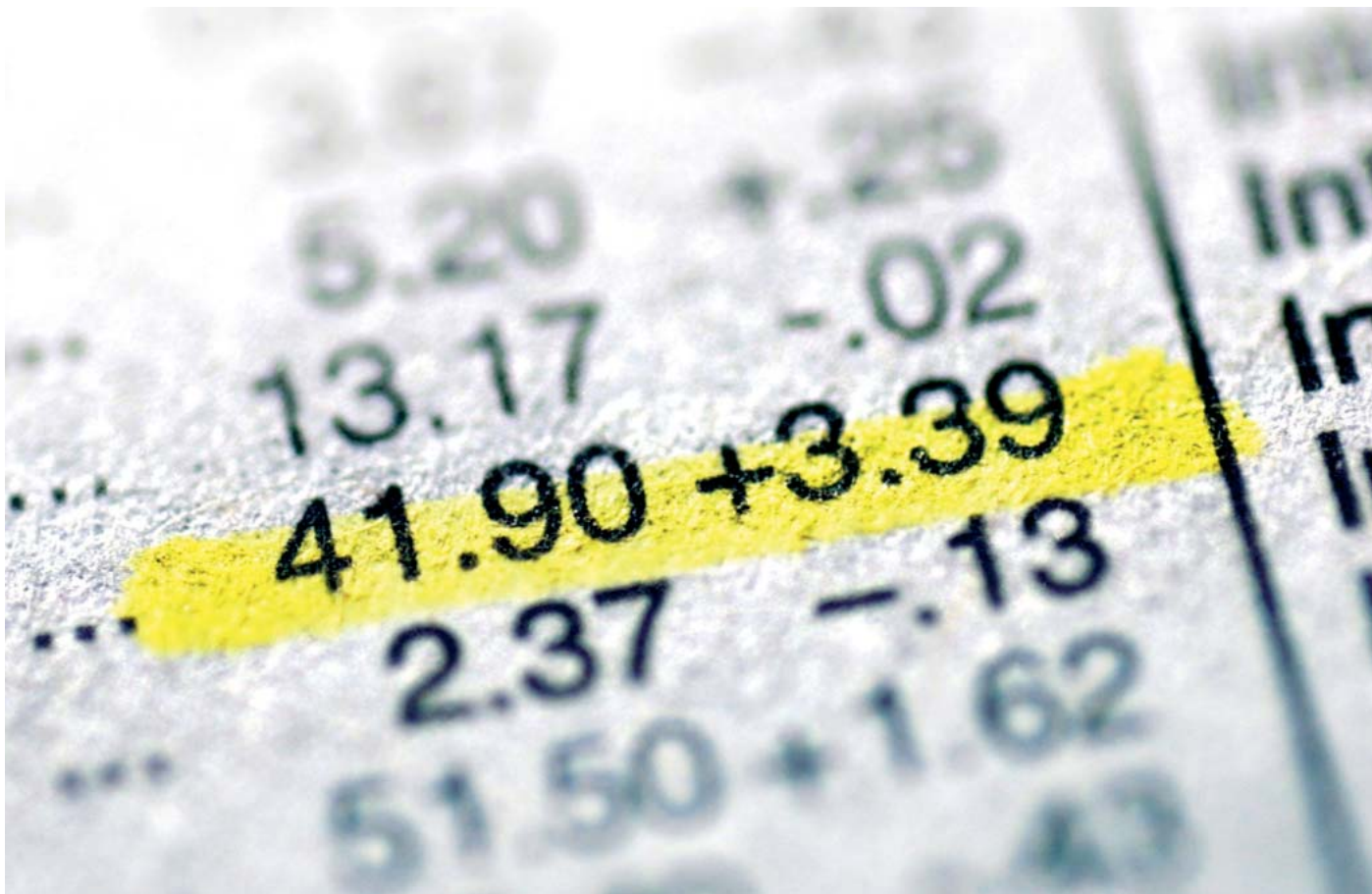


Kassensturz statt Katzenjammer

Jedes Jahr suchen mehr als 70 000 deutsche Betriebe neue Besitzer. Doch nicht immer werden sich Alt-Inhaber und potentieller Käufer handelseinig. Sie haben oftmals unterschiedliche Vorstellungen, wieviel das Unternehmen wert ist. Eine Due Diligence schafft Klarheit.

VON KIRSTEN BROECHELER



Alt-Inhaber bewerten ihre Arbeitskraft, Gebäude, Maschinen und Lagerbestände meist zu hoch. Viele verlangen daher einen unrealistischen Kaufpreis, der die künftigen Erträge des Unternehmens zuwenig berücksichtigt. Eine **FIRMENBEWERTUNG** hilft bei der Preisfindung.

Foto: Corbis

Wilhelm Schenk* hatte sich den Verkauf seines Unternehmens leichter vorgestellt. Der 63-jährige Unternehmer sucht seit knapp zwei Jahren nach einem Käufer für seinen Maschinenbaubetrieb im süddeutschen Raum. Doch bislang sind alle Verkaufsgespräche am Preis gescheitert. Für Schenk ist das Unternehmen viel wert. 1930 vom Großvater gegründet, übernahm sein Vater 1959 das Ruder. Der Zehn-Mann-Betrieb wuchs, 20 weitere Mitarbeiter kamen dazu. Schenk selbst stieg in den 70er Jahren in

die Geschäftsführung ein und steigerte nochmals Umsatz, Gewinn und Mitarbeiterzahl. Heute beschäftigt er 40 Angestellte. Da seine Kinder das Unternehmen nicht übernehmen, will der Firmeninhaber den Betrieb jetzt verkaufen – samt dazugehörigem Grundstück, Fertigungshalle und Maschinen. Einen befreundeten Unternehmensberater fragte er, welchen Preis er für die Firma samt Vermögenswerte verlangen könne. Um die 15 Millionen Euro, meinte der Berater. Auch Unternehmer Schenk ist davon überzeugt, daß dieser Preis stimmt: Darunter

will er seinen Betrieb nicht abgeben. Doch mögliche Nachfolger sehen das anders. „Interessenten gibt es genug“, erzählt der Unternehmer. „Der Preis ist ihnen aber meist zu hoch.“ Nur einer ließ sich davon nicht abschrecken und engagierte ein Beratungsunternehmen, das eine Due Diligence, eine Firmenbewertung, durchführte. „Nach deren Berechnungen war mein Betrieb jedoch nicht mehr als acht Millionen Euro wert“, berichtet der Firmenchef. Er ließ die Gespräche platzen. Schenk sucht weiter nach einem Nachfolger.

*Name von der Redaktion geändert



„Die meisten Unternehmer bewerten ihre Arbeitskraft sowie die Assets zu hoch.“

Helmut Scheel, Geschäftsführer
Corporate Capital Management

Helmut Scheel kennt Fälle zur Genüge, bei denen die jeweiligen Wertvorstellungen weit auseinanderklaffen. Der Geschäftsführer der Hamburger Corporate Capital Management GmbH (CCM) bringt Käufer und Verkäufer zusammen und führt Due-Diligence-Prüfungen durch. Die Vorstellungen, die Unternehmer vom Wert ihres Betriebs haben, sind meist unrealistisch, so die Erfahrung des Experten. „Die meisten bewerten ihre eigene Arbeitskraft und ihr großes Engagement sowie die Assets, beispielsweise Gebäude, Grundstücke, Maschinen und Lagerbestände, zu hoch.“ Der Blick des Unternehmers ist nicht objektiv. Die enge, persönliche Bindung zur Firma läßt in seinen Augen den Wert steigen. „Den Verkäufern gelingt es in der Regel nicht, sich auf den Stuhl des Käufers zu setzen“, sagt Scheel. Denn für den Käufer zählt weniger die Vergangenheit der Firma, ihn interessiert allein, welche Erträge der Betrieb künftig erwirtschaften kann. Eine Überbewertung der Vergangenheit seitens des Noch-Unternehmers steht deshalb einer hohen, möglichst risikofreien Zukunftserwartung des potentiellen Nachfolgers entgegen.

Unternehmensbewertung bestimmt den Kaufpreis

Trotz dieser unterschiedlichen Standpunkte finden zahlreiche Unternehmen Käufer. Durch geschicktes und oft langwieriges Verhandeln einigen sich die Parteien letztendlich auf einen Kaufpreis. Basis ist eine Unternehmensbewertung, die sogenannte Due Diligence. Ihr sollte eine Methode zugrunde liegen, die den Ansprüchen von Käufer und Verkäufer gerecht wird, rät Scheel. Allerdings ist es das Recht des Kaufinteressenten, eine Unternehmensbewertung in Auftrag zu geben.

Der Verkäufer verpflichtet sich, die erforderlichen Unterlagen bereitzustellen, erklärt Carsten Röhrs, Geschäftsführer der Hamburger Haspa Beteiligungsgesellschaft für den Mittelstand mbH. Der Alt-Inhaber kann aber auch von sich aus eine Unternehmensbewertung vornehmen lassen. Ähnlich ist die Situation, wenn sich mehrere potentielle Nachfolger für ein Unternehmen interessieren. Jeder von ihnen darf eine Due Diligence in Auftrag geben. Die Ergebnisse anderer müssen sie nicht akzeptieren. Wie gründlich die Käufer dabei vorgehen, bleibt ihnen überlassen. Manche stellen das Unternehmen auf den Kopf, andere prüfen nur stichprobenartig.

Lars Reeder wollte wissen, worauf er sich einläßt und nahm es mit der Prüfung daher sehr genau. Der heutige geschäftsführende Gesellschafter eines hamburgischen Feinwerktechnik-Unternehmens mit 42 Mitarbeitern übernahm zum 1. März dieses Jahres die Mehrheit der Firmenanteile von den beiden Gründern. Vor dem Kauf ließ Reeder das Unternehmen durch-

Den Betrieb genau unter die Lupe nehmen

leuchten – unter anderem die Aussagen der Verkäufer über das Zustandekommen der Jahres- und Monatsabschlüsse, die Abschreibungsmodalitäten, die Jahresabschlüsse der letzten drei bis vier Jahre, die Steuerunterlagen, sämtliche schriftlichen Vereinbarungen mit Kunden und Lieferanten sowie Leasing-, Miet- und Lizenzverträge. „Wer ein Unternehmen kaufen will, darf nicht nur sein Herz befragen, sondern muß den Betrieb von einem Dritten unter die Lupe nehmen lassen“, weiß Reeder aus Erfahrung. Bis auf einen Unterschied von zehn bis 15 Prozent kommen verschiedene Profis an denselben Unternehmenswert heran. „Selbst wenn die Unternehmenszahlen geschönt wurden, können sie den wahren Ertrag herausfiltern“, weiß der Firmenchef. Zusammen mit seinen Beratern hat Reeder Szenarien zur künftigen Entwicklung des Betriebs aufgestellt. „Auch wenn 50 Prozent des Ergebnisses wegbrechen würden, muß die Finanzierung noch funktionieren“, sagt Reeder. „Das sind existenzsichernde Maßnahmen, damit auch im schlimmsten Fall das Unternehmen nicht gefährdet ist.“ Zudem war es für ihn wichtig zu wissen, ob sich die Gründer weiter im Betrieb engagieren würden. Beide stimmten zu.

Preisfindung

➔ Bewertungsverfahren für Unternehmen

Ertragswertverfahren (EWW)

Die zukünftigen Gewinne und nicht die vorhandene Unternehmenssubstanz spielen die wichtigste Rolle bei der Firmenbewertung. Die Prüfer bilden den Durchschnitt der Betriebsergebnisse der letzten drei Jahre, die sie zuvor um außerordentliche Erträge und Aufwendungen bereinigt haben. Dieses bereinigte Betriebsergebnis nehmen sie als Basis für die Ertragsprognosen der nächsten drei Jahre. Diesen Wert zinsen sie mit einem Satz, der dem von langfristigen Anleihen wie Bundesobligationen entspricht, ab und addieren einen Zinssatz, der das Unternehmerrisiko abgelenkt soll. Doch es gibt noch eine weitere Berechnungsmöglichkeit: Verkäufer und Käufer erarbeiten eine Unternehmensplanung für die nächsten drei Jahre. Die daraus resultierenden Ergebnisse zinsen sie ab. Das EWW kommt im deutschen Mittelstand bei der Unternehmensbewertung sehr häufig zum Einsatz.

Discounted-Cash-Flow (DCF)

Diese Bewertungsmethode ist im angelsächsischen Raum und bei börsennotierten Unternehmen weit verbreitet. Sie entspricht nahezu dem deutschen Ertragswertverfahren.

Substanzwertverfahren

Es errechnet den gegenwärtigen Verkehrswert aller Vermögensgegenstände abzüglich Verbindlichkeiten und Schulden des Unternehmens. Es zählt, was an Werten vorhanden ist, aber nicht, was sich damit erwirtschaften läßt. Für eine Due Diligence kommt das Substanzwertverfahren daher kaum zur Anwendung.

Marktwertmethode

Hier dient der Börsenwert des Unternehmens als Bewertungsgrundlage. Deshalb eignet sich diese Methode kaum für die Bewertung mittelständischer Unternehmen, die meist nicht börsennotiert sind.

Stuttgarter Verfahren

Ein Bewertungsverfahren, das Finanzverwaltungen häufig anwenden. Sie ermitteln den Unternehmenswert aus sieben Zehnteln der Summe aus dem Substanzwert und dem Fünffachen des Ertragsprozentsatzes (ausschüttungsfähiger Jahresertrag x 100).

„Die Alt-Inhaber können den Verkauf unterstützen, indem sie selbst noch Anteile halten. Das ist eine vertrauensbildende

Firmenbewertung

→ Das prüft eine Due Diligence

Recht:

- Handelsregisterauszug
- Gesellschafterverträge
- Beschlüsse und Protokolle der Gesellschafter, Aufsichts- und Beiräte
- Geschäftsordnung
- Beteiligungsstruktur
- Verträge zwischen Gesellschaft und Gesellschaftern
- Verträge mit Dritten
- Patente und Schutzrechte
- Arbeitsverträge
- Verträge mit Kunden und Lieferanten

Steuern:

- Stand der Veranlagung
- Betriebsprüfungen
- Gewinnausschüttungen an Gesellschafter
- Unternehmensstruktur
- Lohnsteuer, Umsatzsteuer

Finanzen:

- Jahresabschlüsse
- Verträge über Darlehen und Kredite
- Vereinbarungen mit Dritten bezüglich der Unternehmensfinanzen (Stundungsvereinbarungen, Bürgschaftsverträge etc.)
- Verträge mit Factoring- und Leasing-Gesellschaften
- Anlagevermögen

Maßnahme in Richtung der Kunden und Mitarbeiter“, meint Reeder. „Zudem muß der Käufer dann nicht den vollen Preis auf einmal bezahlen, was die Finanzierung erleichtert.“

Verkäufer müssen eine Marktanalyse vorweisen

Obwohl Erwerber die Due Diligence meist von Profis durchführen lassen, sollten Unternehmer, die ihren Betrieb veräußern wollen, nicht untätig bleiben. Der Deal will gut vorbereitet sein. Auch Firmeninhaber sollten sich daher versierte Berater einkaufen. „Das gilt für die Aufbereitung der Verkaufsunterlagen genauso wie für die Verhandlungen selbst“, sagt Unternehmensberaterin Stephanie Gaubatz aus dem hessischen Dreieich. Verkäufer sollten eine klare Marktanalyse vorweisen und das Potential sowie die Zukunftschancen der Produkte herausarbeiten. „Punkten kann ein Unternehmen



„Inhaber müssen dem Käufer Garantien für die Richtigkeit der Angaben geben.“

Carsten Röhrs, Geschäftsführer
Haspa Beteiligungsgesellschaft für den Mittelstand

schon mit professionellen Unterlagen, die all das enthalten, was ein potentieller Käufer wissen will“, meint Gaubatz. Das kostet jedoch Zeit, weiß die Beraterin, „denn die meisten Mittelständler haben kein gut funktionierendes Controlling.“

Daß er den Verkauf seines Unternehmens gut vorbereiten muß, weiß auch Hartmut Wenders*, Inhaber eines Pflegebetriebs mit 140 Angestellten in Ostdeutschland. Vor 25 Jahren gründete er seine Firma, glaubt jetzt aber, als Pionier dem Unternehmenswachstum im Wege zu stehen. Der Verkauf ist keine kapitalorientierte oder altersbezogene Entscheidung, wie Wenders sagt, sondern eine, die der Firma eine Zukunft garantieren soll. „Ich habe deshalb selbst ei-

Inhaber sollten sich ihren Betrieb nicht schönreden

ne Unternehmensbewertung vornehmen lassen, weil ich eine möglichst realistische Vorstellung vom Wert haben und mir meinen Betrieb nicht schönreden wollte“, berichtet der Unternehmer. Zudem verglich er seine Preisvorstellungen mit den Verkaufspreisen von Konkurrenten. Zum Verkauf steht nicht nur der Betrieb, sondern auch die Immobilie. Diese möchte Wenders gern an einen Investor veräußern und dann zurückleasen (Sale-and-lease-Back). Für die Firma selbst schwebt ihm ein Management-Buy-Out vor: Führende Mitarbeiter sind bereit, Anteile zu kaufen und den Pflegebetrieb zu übernehmen. Er selbst will an der Firma noch geringfügig beteiligt bleiben und dem neuen Management als Berater zur Seite stehen. Rund 15 Millionen Euro ist der Betrieb wert, meint der Unternehmer.

Derzeit verhandelt Wenders mit sechs Interessenten. „Ich habe ein hochprofitables Geschäft“, freut sich der Firmengründer. Probleme, streng vertrauliche Daten für eine Due Diligence an einen Dritten herauszugeben, hat Wenders nicht: „Die unterzeichnen eine Verschwiegenheitserklärung“, sagt der Firmenchef. „Halten sie sich nicht daran, drohen heftige Konventionalstrafen.“ Die Prüfungen der Kaufinteressenten, die sich allesamt auf das Ertragswertverfahren stützen (siehe Kasten S. 43), zeigen, daß Wenders mit seiner Preisvorstellung richtig lag. Er ist daher zuversichtlich, den Deal so über die Bühne zu bringen, daß beide Seiten zufrieden sind. >



LARS REEDER, heute Chef eines Feinwerktechnik-Unternehmens, ließ den mittelständischen Betrieb sehr gründlich durchleuchten, bevor er ihn von den Gründern kaufte.

Unternehmer wie Wenders sind jedoch die Ausnahme. Meist klaffen die Wertvorstellungen von Kaufinteressent und Verkäufer weit auseinander, obwohl ein guter Firmenchef den Marktwert seines Betriebes kennen sollte. CCM-Chef Scheel rät daher Unternehmern, sich für die Vorbereitung einer Nachfolgeregelung oder eines Firmenverkaufs mindestens fünf Jahre Zeit zu nehmen. Zeigt eine Unternehmensbewertung oder eine SWOT-Analyse (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats), die Stärken und Schwächen, Chancen und Risiken eines Betriebs untersucht, Verbesserungspotentiale auf, lassen sich diese noch umsetzen und damit der Verkaufspreis steigern.

Mit kurzfristigen Maßnahmen gelingt es Firmenlenkern dagegen kaum, den Wert des Unternehmens zu steigern. Wer nur das Äußere der Braut schmückt, überzeugt

Kurzfristige Maßnahmen steigern Firmenwert nicht

keinen professionellen Käufer. Bei einer Due Diligence kontrollieren die Prüfer die Unternehmensabschlüsse der letzten drei Jahre, sämtliche Verträge des Unternehmens, die rechtliche Situation, die Verträge zur Gründung, die Steuerunterlagen, die Marktsituation, die Produkte, Kunden und Lieferanten sowie viele weitere Aspekte. Außerordentliche Erträge fallen dabei kaum ins Gewicht. Was zählt, sind die nachhaltigen Erträge der letzten drei Jahre. Daraus bestimmen die Prüfer den gewichteten Durchschnitt – das letzte Geschäftsjahr zählt dabei mehr als die vor-



Stephanie Gaubatz, Unternehmensberaterin

„Punkten kann ein Unternehmen schon mit professionellen Verkaufsunterlagen.“

angegangenen Jahre. Zudem erstellen sie eine möglichst realistische Unternehmensplanung für die nächsten drei bis vier Jahre, ermitteln die nachhaltigen Erträge für diesen Zeitraum und zinsen diese für das jeweilige Jahr mit der Renditeerwartung ab. Anschließend bilden sie einen gewichteten Durchschnitt dieser abgezinsten, erwarteten Erträge. In einem letzten Schritt ermitteln die Experten einen gewichteten Durchschnitt aus Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft: Dieser ergibt den Unternehmenswert.

Das größte Problem an der Unternehmensbewertung ist die Renditeerwartung: Hier klaffen die Vorstellungen von Käufer und Verkäufer meist weit auseinander. „Heute sind aus Vorsichtsgründen Renditeerwartungen zwischen 15 und 25 Prozent gängig“, sagt CCM-Chef Scheel. „Für die grobe Ermittlung des Unternehmenswerts bedeutet dies branchenbezogen Multiplikatoren zwischen vier und sechs auf den ermittelten nachhaltigen und durchschnittlichen Ertrag pro Jahr.“ Neben

den Zahlen und Verträgen spielt aber auch das Management eine große Rolle: Was passiert, wenn der Gesellschafter-Geschäftsführer das Unternehmen verläßt? Gibt es eine zweite Management-Ebene, die fit genug ist, den Betrieb professionell weiterzuführen?

Doch selbst wenn sich Käufer und Verkäufer durch eine unabhängige Due Diligence auf einen Kaufpreis einigen, bedeutet dies noch nicht, daß sie handels-einig werden. Für viele Käufer ist es wichtig, daß der alte Firmeninhaber dem Unternehmen noch einige Zeit als Berater zur Verfügung steht. Doch nicht jeder Senior-Chef will auch an Bord bleiben. „Ich rate jedem vom Kauf ab, wenn der Alt-Eigentümer ihm nicht zur Seite stehen will“, stellt Berater Scheel klar. „Zeigt der Verkäufer an einer Beratertätigkeit kein Interesse, dann stimmt etwas nicht.“ Wer also mit 65 Jahren nicht mehr arbeiten will, sollte die Veräußerung seines Betriebs einige Jahre vorziehen.

Gegen einen zu späten Verkauf spricht auch, daß ein Betrieb nie von heute auf

Frühzeitig den Verkauf des Unternehmens vorbereiten

morgen den Besitzer wechselt. Die Vorgespräche nehmen die längste Zeit in Anspruch. Die darauf folgende Due Diligence dauert allein schon mindestens drei Wochen. Danach verhandeln die Parteien weiter, etwa darüber, ob der Käufer den vollen Preis zahlt oder der jetzige Inhaber noch Anteile hält. Der Vorteil dieser Variante: „Der neue Eigentümer zahlt erst einmal einen niedrigeren Preis“, sagt Röhrs von der Beteiligungsgesellschaft der Hamburger Sparkasse. „Läuft das Unternehmen gut, bekommt der frühere Inhaber den Rest ausgezahlt.“ Einigen sich die Parteien nicht, geht der Reigen des Beschnüpperns, Prüfens und Verhandeln mit einem neuen Interessenten von vorne los. Und selbst wenn der Kauf letztendlich zustande kommt, ist der Verkäufer nicht automatisch alle Sorgen los, weiß Röhrs. „Er muß dem Käufer Garantien für die Richtigkeit der Angaben geben“ – und so vermeiden, daß es nach dem Verkauf noch zu Streitereien um Haftungsfragen kommt.

Ihre Ansprechpartnerin in der Redaktion: sigrun.an-der-heiden@marktmittelstand.de

Unternehmensnachfolge

➔ Fast die Hälfte der Firmen steht zum Verkauf

Fast 71 000 Betriebe müssen jährlich ihre Nachfolge regeln. Die Hälfte der Unternehmen bleibt in der Familie, die andere wird an Dritte verkauft. Doch das erweist sich häufig als schwierige und langwierige Angelegenheit, denn die Wertvorstellungen von Verkäufer und Käufer klaffen weit auseinander.

