

# Unternehmer

— Edition



Weitere Information zum  
Thema finden Sie unter:  
[www.unternehmeredition.de](http://www.unternehmeredition.de)

August 2013 9,80 Euro

# Brückenschlag

Mittelstand und Private Equity:  
Was sie verbindet, was sie trennt Seite 6

Mit freundlicher Empfehlung von

## Rödl & Partner

### Feinkostalarm

Die Söhne von Günter Reichold führen Dittmann in die Zukunft Seite 18

### Übernahmen

Asiaten investieren in den deutschen Mittelstand Seite 76

### Neue Wege

Strenesse-Chef Luca Strehle will die Marke aufpolieren Seite 24



# Was ist mein Unternehmen wert?

Im Rahmen einer Transaktion ist nicht nur die Ableitung des Unternehmenswertes alleiniger Bestimmungsfaktor des erzielbaren Preises. Auch die Gestaltung des Verkaufsprozesses, die Verhandlungsführung oder der Unternehmenskaufvertrag können einen erheblichen Einfluss auf den Kaufpreis haben.

VON **STEFAN HERRMANN** UND **PETER LÄNGLE**

**D**ass der betriebswirtschaftlich ermittelte Wert und der im Rahmen einer Transaktion erzielbare Preis nicht immer zwingend übereinstimmen müssen, hat Warren Buffet vor einigen Jahren aus Investorensicht geschildert: Preis ist, was man zahlt. Wert ist, was man dafür erhält.

## Auf der Suche nach dem „wahren“ Wert

Der Wert eines Unternehmens spiegelt sich in den zukünftigen Zahlungsströmen wider, die der Eigentümer eines Unternehmens erzielen kann. Auch wenn häufig von „objektivierte Unternehmenswerten“ gesprochen wird, ist der Wert eines Unternehmens stets subjektiv. So hat ein Unternehmen für dessen Eigentümer einen anderen Wert als für einen strategischen Investor oder einen Finanzinvestor. Während sich insbesondere strategische Investoren erhoffen, Synergien in Bezug zu Märkten, Kunden oder operativen Prozessen zu erzielen, um den Wert zu maximieren, zielen Finanzinvestoren häufig auf operative Verbesserungen oder die aktive Begleitung eines Unternehmens in Wachstumsphasen. Ziel einer Unternehmensbewertung des Verkäufers sollte daher sein, sich über die Bandbreite der erzielbaren Werte bewusst zu werden und einen Mindestpreis festzulegen, der auf jeden Fall erzielt werden soll und den es im Rahmen des Transaktionsprozesses zu maximieren gilt.

## Bewerten heißt vergleichen

In der Bewertungspraxis werden die marktpreis- oder kapitalwertorientierten Verfahren am häufigsten angewandt. Letztere umfassen die international übliche Discounted-Cashflow(DCF)-Methode sowie das Ertragswertverfahren. Beim Ertragswert werden die zukünftigen Zahlungsströme an die Eigenkapitalgeber mit dem Eigenkapitalkostensatz des Unternehmens diskontiert, und man erhält unmittelbar den Wert der Anteile. Im Gegensatz hierzu werden im WACC-Ansatz des DCF-Verfahrens die Zahlungsströme an alle Kapitalgeber (Fremd- und Eigenkapital) in Form der freien Cashflows mit den gewichteten Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital, kurz: WACC) diskontiert. Daraus erhält man einen Unternehmenswert, der das operative Geschäft repräsentiert. Um zum Wert des Eigenkapitals bzw. der Gesellschaftsanteile zu gelangen, werden dann die Nettofinanzschulden abgezogen.

Ergänzend zu den oben genannten Methoden können Multiplikator-Verfahren angewandt werden. Diese sind etwas einfacher in der Handhabung, können bei unfachmännischer Anwendung jedoch zu groben Bewertungsfehlern führen. In der Praxis üblich sind Multiplikatoren auf das Betriebsergebnis (EBIT) oder das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA). Die Multiplikatoren werden dabei auf Basis vergleichbarer →



## ZU DEN PERSONEN

**Stefan Herrmann** (links) ist Associate Partner bei der Prüfungs- und Beratungsgesellschaft Rödl & Partner und leitet den Bereich Valuation Services am Standort München. **Peter Längle** (rechts) ist Partner der Gesellschaft und für die Bewertungs- und Transaktionspraxis in München verantwortlich. Rödl & Partner hat sich insbesondere auf die Beratung von deutschen Familienunternehmen spezialisiert.

[www.roedl.de](http://www.roedl.de)



Ein Unternehmen hat für einen Eigentümer einen anderen Wert als für einen Investor.

börsennotierter Unternehmen oder von vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und auf die Kennzahl des zu bewertenden Unternehmens bezogen. Ein EBIT-Multiplikator ist nichts anderes als der Kehrwert des WACC, also auch eine Art von Abzinsung. Beispielsweise entspricht ein EBIT-Multiplikator von 8 einer Abzinsung des EBIT von 12,5%. Der so berechnete Unternehmenswert ist wie beim DCF-Verfahren um die Nettofinanzschulden zu verringern, um den Wert des Eigenkapitals zu ermitteln. Problematisch bei dieser Methode ist jedoch, dass künftiges Ergebniswachstum und Investitionen in Anlage- und Umlaufvermögen nicht explizit berücksichtigt werden.

### **Businessplan und „Ewige Rente“**

Unabhängig von der Methode ist stets der Businessplan zugrunde zu legen. Er sollte idealerweise einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren abdecken und die Ziele sowie die damit verbundenen Maßnahmen des Transaktionsobjektes abbilden. Neben internen müssen auch externe Faktoren wie das Markt- und Wettbewerbsumfeld einfließen, um ein plausibles Bild der geplanten Unternehmensentwicklung widerzuspiegeln.

Da die Laufzeit eines Unternehmens nicht auf den zeitlich begrenzten Businessplan beschränkt ist, wird in den kapitalwertorientierten Bewertungsverfahren die nachhaltige Entwicklung über die sogenannte ewige Rente abgebildet. Diese stellt die nachhaltig zu erwartenden Erträge bzw. Cashflows des Unternehmens dar und macht häufig

70% bis 90% des Unternehmenswertes aus. Insofern kommt der Ableitung der „ewigen Rente“ eine besonders hohe Bedeutung zu.

### **Vom Unternehmenswert zum Verkaufspreis**

Damit der ermittelte Wert auch realisiert und eine Transaktion abgeschlossen werden kann, muss nicht nur die Bewertung stimmen, sondern auch der gesamte Verkaufsprozess einschließlich der Verhandlung des Kaufpreises. Hierbei einigen sich Käufer und Verkäufer in der Regel auf einen sogenannten Kaufpreis vor Berücksichtigung der Verschuldung („cash and debt free“), der dem Gesamtunternehmenswert entspricht. Am Ende wird jedoch der Wert der Gesellschaftsanteile bzw. des Eigenkapitals bezahlt, weshalb vom Gesamtunternehmenswert die Finanzverbindlichkeiten subtrahiert und positive Kassenbestände addiert werden müssen. Während einige Bilanzpositionen wie z.B. die liquiden Mittel und Bankverbindlichkeiten eindeutig definierbar sind, besteht bei anderen Punkten mehr (Ver-)Handlungsspiel-

raum. Hierzu können zum Beispiel die Pensionsverpflichtungen (bewertet mit aktuellen Kapitalmarktzinsen), Verpflichtungen aus dem Operating Lease, soweit diese nicht im EBIT bereits abgezogen wurden, Minderheitenanteile, Factoring oder andere Gestaltungen des Working Capitals, passive latente Steuern oder aufgeschobene Investitionen gehören. Diese Aspekte werden von einem potenziellen Investor im Rahmen einer (Financial) Due Diligence untersucht und herausgearbeitet, um sie in die Kaufpreisverhandlungen einfließen zu lassen.

### **Worauf kommt es letztendlich an?**

Welches Bewertungsverfahren auch verwendet wird, wichtig ist die Plausibilität des Business Plans und der weiteren in die Bewertung einfließenden Prämissen. Zudem gilt es, die möglichen Ergebnisse einer Due Diligence zu antizipieren, um diese in die Kaufpreiserwartungen des Verkäufers einfließen zu lassen. Nur so gelangt man zu einer realistischen Wertbandbreite, die ein potenzieller Käufer nachvollziehen kann. Doch dieser muss erst einmal gefunden werden. Denn häufig benötigt man mehrere Kaufinteressenten, von denen mindestens einer bereit sein muss, für ein Unternehmen mehr zu zahlen, als der Verkäufer als Mindestpreis fordert. Somit kommt neben einer fundierten Bewertung auch der Gestaltung des Verkaufsprozesses eine wichtige Rolle zu, um einen Unternehmensverkauf erfolgreich abschließen zu können. ■