

Unternehmensbewertung: Praxisorientierte Bewertungsverfahren bei M&A-Transaktionen

Aus welchen Gründen entspricht der berechnete Unternehmenswert nicht dem bezahlten Kaufpreis?

Von Michael Klumpp, Managing Partner der KP TECH Beratungsgesellschaft mbH

In der Theorie wird eine große Zahl an Bewertungsverfahren für Unternehmen diskutiert. Demgegenüber kommt in der täglichen Praxis bei Unternehmenskäufen und Unternehmensverkäufen nur eine kleine Auswahl an Bewertungsverfahren zur Anwendung. Nachfolgend werden nur die Verfahren der Unternehmensbewertung diskutiert, welche in der täglichen Praxis bei Unternehmensübernahmen benutzt werden. Dabei wird auf die Vorteile und Nachteile der einzelnen Bewertungsverfahren eingegangen. Es werden die Unterschiede zwischen dem errechneten Unternehmenswert und dem bezahlten Preis erläutert. Weiterhin wird auf die verschiedenen Einflussfaktoren eingegangen, welche den Unternehmenswert und den Kaufpreis in der Praxis bestimmen. Hierbei handelt es sich um Faktoren, welche ein Verkäufer (werterhöhend) bzw. Käufer (wertmindernd) beeinflussen kann sowie um externe Faktoren, welche durch die Konjunktur, den Markt und den Wettbewerb bestimmt werden. Nur ein professioneller M&A-Berater ist aufgrund seiner Marktkenntnis in der Lage, diese Faktoren bei der Erstellung einer Unternehmensbewertung angemessen zu berücksichtigen. In der Praxis wird der Einfluss einer professionellen Vorbereitung auf den M&A-Prozess und der Einfluss des M&A-Beraters auf den Unternehmenswert und den Kaufpreis unterschätzt und deshalb viel Geld verschenkt. Große Unternehmen kaufen mittelständische und kleinere Unternehmen. Der Anteilseigner eines Mittelständler's trifft auf die ausgebufften Profis der Corporate Finance Abteilung des Großkonzerns und deren M&A-Berater. Meist hat ein solcher Verkäufer keine Vorstellung, was ihn im Prozess des Unternehmensverkaufs alles erwarten wird. Er wird schnell feststellen, dass der Verkaufspreis meilenweit unter dem Unternehmenswert liegt, welchen er sich einmal ausgerechnet hat.

In der Theorie wurden in den letzten Jahren viele mathematische Verfahren zur Unternehmensbewertung entwickelt. Einzelwertverfahren (z.B. Substanzwertverfahren, Liquidationswertverfahren) erfassen die aktuelle Vermögens- und Schuldsituation. Für Unternehmensbewertungen bei Unternehmenskäufen und Unternehmensverkäufen haben diese Verfahren allerdings keine Relevanz, da die zukünftige Entwicklung des Unternehmens nicht berücksichtigt wird; dies gilt auch für das sogenannte Stuttgarter Verfahren (Mischverfahren aus Substanzwert und Ertragswert). Gesamtbewertungsverfahren wie die Discounted Cash-flow Methode („DCF“) oder das Ertragswertverfahren berücksichtigen die Cash-flows bzw. Erträge der Zukunft. Die letzten zwei Verfahren sind vom IDW (Institut der Deutschen Wirtschaftsprüfer) als Methoden zur Unternehmensbewertung anerkannt. Weitere in der Praxis häufig zur Anwendung kommende Bewertungsmethoden sind die Verfahren der sogenannten „Comparable Company Approach“. Bei diesen Verfahren werden Kennzahlen wie zum Beispiel der Umsatz oder das EBIT (Earnings Before Interest and Tax) vergleichbarer Unternehmen herangezogen, um das eigene Unternehmen zu bewerten. Vergleichbare Unternehmen sind dabei einerseits vergleichbare börsennotierte Unternehmen (die sogenannte „Peer Group“) und andererseits vergleichbare M&A-Transaktionen der letzten 12 Monate. Die absolute Höhe des errechneten Multiplikators (z.B. 8-faches EBIT) soll dabei das Branchenrisiko, Volatilitäten, Marktzyklen etc. berücksichtigen. Die in der Theorie ebenfalls stark diskutierte Bewertungsmethode „Real Option Verfahren“ berücksichtigt zusätzlich zum berechneten Kapitalwert (über die DCF-Methode) die Werte aus transaktionsrelevanten Alternativen („Optionen“). Dabei handelt es sich zum Beispiel um Alternativen wie Produktionsausweitung, Internationalisierung, Standortverlagerungen etc. Aufgrund der mathematischen Komplexität des Realoptionsverfahrens wird es bis heute nur sehr selten in der M&A-Praxis angewendet.

DCF-Methode und Ertragswertverfahren

Grundlage der Discounted Cash-flow Methode („DCF-Methode“) und des Ertragswertverfahrens ist die Berechnung des Barwertes (= Gegenwartswert, Net Present Value) basierend auf der Abzinsung und der Addition zukünftiger Zahlungsströme („Zukunftserfolgswert“) auf den heutigen Tag. Entscheidend dabei ist

der Barwert, welcher den Eigenkapitalgebern zur Verfügung steht. Einfach gesagt haben 100 EUR aufgrund des Zinseszinses und der Inflation in 10 Jahren einen erheblich niedrigeren Wert (oft unter 50% des heutigen Wertes) als zum heutigen Tag. Die Berechnung des Barwertes wird von mehreren Stellgrößen beeinflusst, welche zum Teil auf subjektiven Einschätzungen einzelner Bewerter basieren. Dies hat zur Folge, dass Unternehmensbewertungen, welche von drei Bewertern erstellt wurden, häufig zu drei verschiedenen Unternehmenswerten führen – bei Nutzung der gleichen Verfahren! Im Wesentlichen wird der Unternehmenswert durch die Annahmen zu den Planzahlen (optimistisch oder pessimistisch), die Renditeansprüche (erwartete Verzinsung des Eigenkapitals z.B. 10% oder 25%) einzelner Bewerter (bzw. Käufergruppen) sowie von der unterschiedlichen Risikoeinschätzung beeinflusst, welche sich in der Höhe der Mindestverzinsung widerspiegeln. Auch der Planungszeitraum (z.B. 5 Jahre in die Zukunft oder 10 Jahre in die Zukunft) hat einen wesentlichen Einfluss auf den errechneten Unternehmenswert. Das Institut der Deutschen Wirtschaftsprüfer (IDW) hat für die Erstellung von Unternehmensbewertungen wichtige Rahmenparameter vorgegeben. Diese finden sich in der aktuellen Fassung im sogenannten IDW S 1 i.d.F. 2008 (zu beziehen z.B. unter <http://shop.idw-verlag.de>). Je nachdem zu welchem Bewertungszweck eine Unternehmensbewertung erstellt wird, kann der Bewertende von diesen Standards abweichen und auch praxisorientierte Bewertungsverfahren nutzen, welche nicht dem IDW entsprechen; hierzu gehören insbesondere die marktorientierten Verfahren wie zum Beispiel die Multiplikatoren-Methode („Multiples“).

Es gilt der Grundsatz: ein Unternehmen wird nicht danach bewertet was es heute ist oder in der Vergangenheit war, sondern was es kann – heute und in der Zukunft! Diesem Grundsatz folgen die beiden Verfahren der Unternehmensbewertung: die DCF-Methode und das Ertragswertverfahren. Beide Verfahren berechnen den Unternehmenswert anhand der Zukunft. Die DCF-Methode basiert auf der Abzinsung zukünftiger „Free Cashflows“, den frei verfügbaren Mitteln, welche in den einzelnen Jahren zur Tilgung von Darlehen und zur Ausschüttung an die Anteilseigner zur Verfügung stehen. Das Ertragswertverfahren basiert auf den Erträgen in der Zukunft, wobei es sich um die Erträge handelt, welche den Anteilseignern zufließen. Beide Verfahren sind im Detail komplex, entscheidend ist jedoch, dass die Qualität der zugrunde gelegten Finanzdaten stimmt und die Prämissen innerhalb der Planung nachvollziehbar und in sich stimmig sind. Aus diesem Grund ist die Basis einer jeden professionellen Bewertung eine Due Diligence. Innerhalb der zwingend vorzunehmenden Due Diligence analysiert der Berater neben den Finanzdaten, rechtliche Aspekte, Informationen zu Personal, Produkten, Wettbewerbsposition, Marketing- und Vertrieb sowie kulturelle Hintergründe. Die integrierte Unternehmensplanung berücksichtigt alle diese Informationen und Hintergründe und ermöglicht die Berechnung des Unternehmenswertes mit der DCF-Methode und/ oder dem Ertragswertverfahren. Verschiedene Szenarien ermöglichen die Definition einer Preisspanne für den Unternehmenswert. Weiterführende Informationen und Literaturhinweise findet man z.B. unter http://de.wikipedia.org/wiki/Discounted_Cash-Flow.

Praktikerverfahren, vergleichsorientierte Verfahren, marktorientierte Verfahren

Praktikerverfahren basieren auf Vergleichen mit anderen Unternehmen und berücksichtigen – im Gegensatz zu den mathematischen Verfahren der Unternehmensbewertung – die Tatsache, dass der Marktwert eines Unternehmens sich durch Angebot und Nachfrage bestimmt und nicht nur von den Planzahlen des Unternehmens abhängt. In der Praxis werden zur Bewertung bei Unternehmenskäufen und Unternehmensverkäufen vielfach Multiplikatoren („Multiples“) auf eine Bezugsgröße benutzt. Die am meisten zur Anwendung kommenden Bezugsgrößen sind das EBIT (Earnings before Interest and Tax) sowie der Umsatz. Der Multiplikator wird in der Regel anhand von vergleichbaren Transaktionen, das heißt auf Basis von Unternehmenskäufen/-verkäufen, welche aufgrund der Branche, des Segmentes, der Region und der Unternehmensgröße vergleichbar zu dem zu bewertenden Unternehmen sind; diese Vorgehensweise zur Bestimmung des Multiplikators wird in der Fachsprache auch als „Comparable Company Approach“ oder kurz „CCA“ bezeichnet. Neben den vergleichbaren M&A-Transaktionen werden im zweiten Schritt vergleichbare Bewertungen von börsennotierten Unternehmen herangezogen. Vergleichbare börsennotierte Unternehmen werden auch als „Peer Group“ definiert. Um Ausreißer nach oben wie nach unten zu verringern, wird nicht das durchschnittliche Umsatz-Multiple oder das durchschnittliche EBIT-Multiple als Vergleichsgröße verwendet, sondern der Median (<http://de.wikipedia.org/wiki/Median>).

Einflussfaktoren auf den Verkaufspreis – oder warum entspricht der Unternehmenswert nur in den seltensten Fällen dem Verkaufserlös?

Den Wert seines Unternehmens kann der Anteilseigner entweder selbst berechnen oder von einem professionellen M&A-Berater errechnen lassen. Den Unternehmenswert selbst zu berechnen ist in der Regel schnell gemacht. Jeder Verkäufer hat einen guten Bekannten, der vor nicht allzu langer Zeit sein eigenes Unternehmen verkauft hat und stolz von dem hohen „Umsatzmultiple“ erzählt, welches er erzielt hat. Hat der Bekannte das 1,5fache des Umsatzes oder das 10fache des Gewinns erzielt, dann sollte ein solches Umsatzmultiple oder Ergebnismultiple doch auch beim eigenen Unternehmen erzielbar sein?! Der Verkäufer multipliziert kurzerhand seinen geplanten Umsatz des aktuellen Jahres, z.B. 30 Mio. EUR mit dem Faktor von 1,5 und hat sich den Wert seines Unternehmens in Höhe von 45 Mio. EUR errechnet. Als erfahrener Vertriebsprofi addiert dieser Anteilseigner noch 20% auf diesen Wert hinzu und geht mit einer Preisvorstellung von 54 Mio. EUR in die Gespräche mit potenziellen Käufern. Nachdem die ersten Gespräche mit Kaufinteressenten gelaufen sind, ist die Ernüchterung groß.

Nachfolgend finden Sie eine kleine Auswahl an Ursachen, warum der Verkaufspreis unter dem vom Verkäufer berechneten Unternehmenswert liegt:

- Das Auftreten des Managements des Verkäufers überzeugt den Käufer nicht, oder der Käufer hat im M&A-Prozess keinen Kontakt zu wesentlichen Personen des Managements.
- Der Verkäufer scheidet nach Unterzeichnung des Kauf-/Verkaufsvertrages aus dem Unternehmen aus und die zweite Managementebene überzeugt den Käufer nicht.
- Die vom Verkäufer genannte Planung wird vom Käufer nicht akzeptiert, da diese in sich nicht schlüssig ist und/ oder aus Sicht des Käufers zu viel Phantasie beinhaltet.
- Der Kaufpreis wird zu 100% in Bar bei Vertragsabschluss bezahlt. Der Verkäufer übernimmt kein Risiko aus sogenannten Earn-out Vereinbarungen, bei denen ein Teil des Kaufpreises abhängig von der Erreichung von Zielen (z.B. Umsatz, EBIT) in den nächsten Jahren definiert wird. Mit der Bezahlung von 100% in Bar geht der Verkäufer kein Risiko von Aktien (des Käufers) oder anderen handelbaren Anlageformen ein.
- Die Due Diligence Unterlagen wurden vom Verkäufer unprofessionell und lückenhaft aufbereitet. Der Käufer schließt von der Qualität der Due Diligence Unterlagen auf die Qualität der Unternehmensführung.
- Die Due Diligence Prüfung (Prüfung aller relevanten Unterlagen des zu verkaufenden Unternehmens durch den Käufer) ergibt Risiken, welche der Käufer entweder durch einen entsprechend niedrigeren Kaufpreis oder vertragliche Vereinbarungen (Gewährleistungen, Haftung, Escrow Account) für sich reduziert.
- Es sind mehrere vergleichbare Unternehmen im Markt, welche verkaufsbereit sind. Der Käufer hat die Auswahl und kann den Preis drücken.
- Der Verkäufer hat keinen professionellen M&A-Berater an seiner Seite. Der gesamte Verkaufsprozess läuft unstrukturiert und unprofessionell ab. Der Verkäufer kann ohne erfahrenen M&A-Berater keine positive Verhandlungsposition aufbauen (alternative Käufer, „good guy/ bad guy“ Rollenspiel in Verhandlungen).
- Die gesamtwirtschaftliche Situation bewegt sich in Richtung Abkühlung/ Abschwung.
-

Unternehmen werden nicht nach der Historie bewertet, sondern daran, was ein Unternehmen in der Zukunft an Erträgen bzw. Cashflows erzielen kann. Im Prinzip trifft der Verkäufer seine Verkaufsentscheidung mit der Überlegung, wie viele Jahre er alternativ zum Verkaufspreis benötigen würde, um den Verkaufspreis aus den Ausschüttungen der einzelnen Jahre zu erzielen. Der Käufer wiederum trifft seine Kaufentscheidung mit der Überlegung, in wie vielen Jahren er den Kaufpreis inklusive seiner Zielverzinsung aus den Gewinnen des Unternehmens zurückbekommt.

Eine professionelle Vorbereitung auf den M&A-Prozess und die Umsetzung einer M&A-Transaktion mit Unterstützung eines erfahrenen M&A-Beraters haben einen hohen Einfluss auf den in einer M&A-Transaktion erzielbaren Unternehmenswert und auf die grundsätzliche Wahrscheinlichkeit eines Vertragsabschlusses. In den USA und Großbritannien ist die Beauftragung eines M&A-Beraters deshalb schon seit vielen Jahren die Regel; in Deutschland ist eine langsam ansteigende Tendenz zu beobachten.

Autor: Michael Klumpp, Managing Partner der KP TECH Beratungsgesellschaft mbH

Während seiner beruflichen Karriere hat Herr Klumpp für verschiedene international arbeitende M&A-Beratungsunternehmen Unternehmensakquisitionen und –verkäufe sowohl für börsennotierte Großunternehmen als auch für mittelständische Unternehmen in der Position des Directors und des Geschäftsführers geleitet. In einer Reihe von internationalen Projekten unterstützte Herr Klumpp die Akquisitionsvorhaben ausländischer Unternehmen in Europa. Darüber hinaus gewann Herr Klumpp mehrjährige Erfahrung in der IT-Branche als Berater und später als Consulting Manager bei einem NASDAQ-notierten Softwareunternehmen. Herr Klumpp hat seinen Abschluss als Diplom-Betriebswirt an der Berufsakademie Stuttgart absolviert.

Unternehmen: KP TECH Beratungsgesellschaft mbH

Die KP TECH Beratungsgesellschaft mbH berät Unternehmen aus dem Technologieumfeld im Bereich Corporate Finance mit den Beratungsschwerpunkten Mergers & Acquisitions, Private Equity und Unternehmensbewertung. Zu den Kunden zählen internationale sowie mittelständische Unternehmen, unter anderem aus den Bereichen Informations-, Telekommunikations-, Bio-, Medizintechnologie, Engineering, Lasertechnik und erneuerbare Energien. Bisher hat KP TECH in Zusammenarbeit mit seinen Partnern über 400 Transaktionen erfolgreich abgeschlossen; bei mehr als 40 Transaktionen war entweder der Käufer oder der Verkäufer ein Unternehmen aus Deutschland. Über Partner ist KP TECH in Großbritannien, USA und Indien vertreten. KP TECH in Kürze:

- 50 Mitarbeiter weltweit, davon 5 in Frankfurt am Main
- Seit 7 Jahren in Deutschland
- >400 Transaktionen (davon mehr als 40 mit deutscher Beteiligung)
- Transaktionsvolumen zwischen 5 Mio. EUR und 200 Mio. EUR
- Eigene Research-Abteilung in London

Kontaktdaten:

KP TECH Beratungsgesellschaft mbH – Corporate Finance Beratung
Westhafenplatz 1
D-60325 Frankfurt am Main
Tel. +49 (0) 69 713786-0
Fax. +49 (0) 69 713786-27
Internet: <http://www.tech-corporatefinance.de>
E-Mail: klumpp [at] tech-corporatefinance.de