

# Betriebswirtschaftliche Blätter

07. Juni 2017 - 08:30 | Unternehmensverkauf

## Fehlende Anlagealternativen kein Hinderungsgrund

*Britt Niggemann, Prof. Dr. Diethard B. Simmert*

Aufgrund der aktuell guten Konjunkturlage fragt sich mancher Firmenchef, ob er, wie ursprünglich geplant, sein Unternehmen veräußern soll. Denn er verzichtet dadurch nicht nur auf Gewinne, sondern auch auf einen möglichen Wertzuwachs seiner Firma. Es gibt jedoch gute Gründe, dennoch zu verkaufen.

Eine Kurzzusammenfassung finden Sie [hier](#).



*Für einen aktuellen Unternehmensverkauf gibt es durchaus schlagkräftige Pro-Argumente. (peshkova/fotolia)*

Erwägt ein Unternehmer einen Unternehmensverkauf, wird er sich auch die Frage nach den Anlagealternativen und damit erzielbare Renditen stellen. Im aktuellen Niedrigzinsumfeld werfen Tages- und Festgeldanlagen oder Anleihen erstklassiger Bonität keine nennenswerten Erträge ab. Für zehnjährige Bundesanleihen erhält der Anleger nur noch 0,3 Prozent Zinsen. Dagegen liegen die Unternehmensrenditen deutlich darüber: Einer Auswertung der KfW zufolge haben deutsche mittelständische Unternehmen (bis 500 Millionen Euro Umsatz) 2015 im Durchschnitt eine Umsatzrendite vor Steuern von 7,3 Prozent (bei einer Bandbreite von 5,2 bis 12,8 Prozent) erzielt. Die Eigenkapitalrendite 2015 aller in der Bundesbankstatistik erfassten Unternehmen betrug 19,6 Prozent.

Der Vergleich der Unternehmens- mit den Kapitalmarktrenditen führt bei manchen Familienunternehmern dazu, selbst dann noch an ihrer Firma festzuhalten, wenn eigentlich schon längst der Unternehmensverkauf als Nachfolgelösung beschlossen war. Die Folgen eines „vertagten“ Unternehmensverkaufs sind vielfältig:

- Studien zeigen, dass Unternehmer mit Verkaufsabsicht Investitionen und FuE-Maßnahmen reduzieren.<sup>1</sup> In der Beratungspraxis hört man oft den Satz „... diesen Markt würde ich noch erschließen, wenn ich zehn Jahre jünger wäre“.
- Unterbleiben Investitionen, entwickelt sich das Unternehmen nicht weiter, während Wettbewerber neue Produkte herstellen und Marktanteile gewinnen.
- Eine ungeklärte Nachfolgefrage kann auch Mitarbeiter, Kunden und Lieferanten verunsichern und sogar zum Abgang wichtiger Mitarbeiter führen, die in einem anderen Unternehmen für sich eine bessere Zukunft sehen.

Welche Entscheidungsparameter kann ein Unternehmer im Zwiespalt zwischen Unternehmensverkauf und fehlenden Anlagealternativen heranziehen? Für eine Abwägung erscheinen vor allem diese Kriterien hilfreich:

- Kaufpreis
- Wahl des Käufers: strategischer Investor oder Finanzinvestor
- Rückbeteiligung/Teilverkauf
- Risiko und Vermögensdiversifizierung.

## Kaufpreis

Im Vorfeld eines Unternehmensverkaufs ist es ratsam, durch Gespräche mit M&A-Experten eine Einschätzung des aktuellen Markts für Unternehmensverkäufe und erzielbare Verkaufspreise zu erhalten. Aktuell werden die Berater meistens sagen, dass ein „Verkäufermarkt“ vorhanden ist: Sowohl strategische Käufer als auch Finanzinvestoren verfügen über hohe Liquidität, die angelegt werden muss. Darüber hinaus ist auch das Finanzierungsumfeld aufgrund der niedrigen Zinsen attraktiv, sodass sich Käufer zu günstigen Konditionen Fremdkapital beschaffen können.

Dieses Umfeld führt dazu, dass derzeit hohe Kaufpreise gezahlt werden, die teilweise deutlich über dem zehnfachen EBIT liegen. Ein guter Berater wird aufzeigen, welche Gründe zu einem hohen Ertragsmultiplikator geführt haben und ob sie auch auf das zu verkaufende Unternehmen anwendbar sind. Erfahrungsgemäß sind Transaktionsmultiplikatoren von Unternehmensverkäufen unter der Beteiligung strategischer Käufer höher, da der Käufer Prämien zahlt (z. B. für Markteintritt, Know-how-Zuwachs, Synergien). Auch ein Vergleich mit (vermeintlich) vergleichbaren börsennotierten Unternehmen kann zu hohen Bewertungserwartungen führen.

Die in der Zeitschrift „Finance“ veröffentlichten Branchenmultiplikatoren weisen für börsennotierte Unternehmen größtenteils zweistellige Multiplikatoren aus. Die entsprechenden EBIT-Multiplikatoren für kleine und mittlere Unternehmen liegen dagegen überwiegend im einstelligen Bereich (aktuell: 5,8 bis 10,9 mal).

Die Multiplikatoren für börsennotierte Unternehmen oder bei strategischen Akquisitionen verleiten manchen Unternehmer dazu, den eigenen Firmenwert zu überschätzen. Hinzu kommt, dass auch bei dem von Beratern eingesetzten Discounted-Cashflow-Verfahren aufgrund der niedrigen Zinsen hohe Unternehmenswerte ermittelt werden. Diese theoretisch ermittelten Werte haben häufig wenig mit den tatsächlich erzielten Kaufpreisen gemein.

Der Käufer bezieht in seine Kaufpreisüberlegungen nicht nur das ein, was der Verkäufer aus dem Unternehmen gemacht hat und wie er es in der bisherigen Konzeption fortführen würde, sondern wird Synergieeffekte, aber auch Risiken berücksichtigen. Ein Käufer wird bei seiner Kaufpreisermittlung auf die künftige Entwicklung des Unterneh-

<sup>1</sup> André Pahnke, Rosemarie Kay und Susanne Schlepphorst: Unternehmerisches Verhalten im Zuge der Unternehmensnachfolge, IfM-Materialien Nr. 254, Bonn 2017.

mens abstellen und seine Erwartungen an die Branchen- und Unternehmensentwicklung in die Bewertung einfließen lassen. Er wird Risikoabschläge vornehmen, etwa für mögliche Kunden- oder Auftragsverluste. Ferner wird er sich eine Meinung bilden, wie weit der Erfolg des Unternehmens vom bisherigen geschäftsführenden Gesellschafter abhängig ist und welche Risiken mit seinem Ausscheiden aus der Firma entstehen könnten.

Eine realistische Verkaufspreiserwartung beugt beim Unternehmer Enttäuschungen vor und vermeidet einen möglichen Verhandlungsabbruch, wenn der erwartete Verkaufspreis nicht erzielt werden kann. Ein guter Berater wird dem Verkäufer eine Bandbreite für einen realistischen Verkaufspreis aufzeigen. Er wird auch darauf hinweisen, dass bei einer Eintrübung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds die Preise für Unternehmen sinken:

- Da die Bewertung von Unternehmen auf den Zukunftsaussichten beruht, werden diese bei Konjunkturrückgängen pessimistischer eingeschätzt.
- Die Käufer werden bei einem negativen Konjunkturmilieu höhere Risikoabschläge vornehmen bzw. geringere Kaufpreismultiplikatoren kalkulieren.

Verfolgt der Verkäufer das Ziel, den Verkaufspreis zu maximieren, wird es Aufgabe des M&A-Beraters sein, einen Käufer zu finden, der aufgrund strategischer Überlegungen eine attraktive Prämie zahlt. Ebenso wichtig wie ein hoher Verkaufspreis sind auch die sonstigen Verkaufskonditionen. Hin und wieder akzeptiert ein Verkäufer einen etwas niedrigeren Verkaufspreis, wenn er dafür beispielsweise weniger Garantien geben muss oder attraktivere Zahlungskonditionen erhält.

## **Wahl des Käufers: strategischer Investor oder Finanzinvestor?**

Der Verkäufer steht grundsätzlich vor der Wahl, das Unternehmen an einen strategischen oder an einen Finanzinvestor zu veräußern. Bei einem strategischen Investor handelt es sich um einen Wettbewerber, einen Kunden oder Lieferanten, der sein eigenes Geschäftsmodell über einen Unternehmenskauf vertikal oder horizontal stärken will. Strategische Investoren können aber auch Käufer aus verwandten Branchen sein, die neue Geschäftsfelder erschließen möchten, um etwa Schwankungen oder Rückgänge in ihrem Kerngeschäft auszugleichen. Strategische Käufer achten beim Kauf vor allem auf Kompetenzen und Synergieeffekte. Diese liegen unter anderem im Erwerb von Know-how, regionaler Geschäftsausweitung, Skalen- und Verbundeffekten, Zugang zu neuen Kundengruppen oder Sicherung der Rohstoffversorgung. Lässt sich der Verkäufer auf Verhandlungen mit Wettbewerbern ein, sollte er sich bewusst sein, dass immer die Gefahr der Ausforschung besteht.

Bei klassischen Finanzinvestoren ist die mögliche Wertsteigerung des zu kaufenden Unternehmens von zentraler Bedeutung. Deshalb wird der Finanzinvestor vor dem Kauf prüfen, mit welchen Maßnahmen das Unternehmenswachstum gefördert werden kann. Beteiligungsgesellschaften, die aus einem mit einem festen Kapital ausgestatteten Fonds heraus investieren, müssen während der Fondslaufzeit von üblicherweise zehn Jahren das Unternehmen kaufen, weiterentwickeln und mit einer Wertsteigerung verkaufen. Deshalb überlegen sie bereits beim Kauf eines Unternehmens, wann und wie die Beteiligung wieder veräußert werden kann. Weniger ausstiegsorientiert sind sogenannte Evergreen Fonds, Industrieholdings, Family Offices oder Privatinvestoren, die ihre Beteiligungen meist über eine längere Zeit halten. Aufgrund ihrer Renditeanforderungen sind aber auch sie an einer kontinuierlichen Steigerung des Unternehmenswerts interessiert.

Family Offices und Privatinvestoren unterscheiden sich von den Beteiligungsgesellschaften in der Regel durch einen langfristigeren Investmenthorizont. Hier steht nicht die Renditemaximierung im Vordergrund, sondern die Vermögensdiversifizierung und der langfristige Vermögenserhalt. Aus diesem Grund können Family Offices und Privatinvestoren geeignete Partner sein, wenn der Gesellschafterkreis langfristig stabil bleiben soll. Diese Investorengruppen setzen teilweise auch nur Eigenkapital zur Kaufpreisfinanzierung ein und sind dadurch nicht von regelmäßigen Gewinnausschüttungen für die Fremdkapitalbedienung abhängig. Demgegenüber nehmen Beteiligungsgesellschaften in hohem Maß Bankdarlehen auf, um die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital zu steigern.

Höhere Kaufpreise zahlen in der Regel strategische Käufer, da sie Synergien bei der Ermittlung des Kaufpreises berücksichtigen können. Verbessern sich durch die Kombination beider Unternehmen die Entwicklungsperspektiven, fällt dem Verkäufer die Entscheidung leichter, da er dann eine positive Entwicklung für seine Firma erwarten kann. Schwieriger wird die Entscheidung, wenn nach der Übernahme Mitarbeiter entlassen oder Standorte aufgegeben werden sollen – mit entsprechend negativen Auswirkungen auf Belegschaft, Image und Marke.

Ein Finanzinvestor kann keine Synergien realisieren oder Doppelfunktionen (wie in der Verwaltung oder im Einkauf) beseitigen. Er wird andere Maßnahmen ergreifen, um eine Wertsteigerung zu erreichen (z. B. durch Investitionen in die Internationalisierung, Reorganisation des Unternehmens, Konzentration auf Kernkompetenzen). In Abhängigkeit vom Investmenthorizont des Finanzinvestors wird er die Maßnahmen schnell oder graduell umsetzen. Family Offices oder Privatinvestoren haben oftmals einen längeren Zeithorizont und nehmen Veränderungen im Unternehmen langsamer vor. Sie können Kontakte, Ideen und Fähigkeiten einbringen, um das Unternehmen weiterzuentwickeln und etwa bei der Internationalisierung zu unterstützen.

## **Rückbeteiligung/Teilverkauf**

Möchte sich der Unternehmer (noch) nicht vollständig vom Unternehmen trennen, kann er die Rückbeteiligung am Unternehmen bzw. nur den teilweisen Verkauf seiner Anteile in Betracht ziehen. Verbleibt er noch in der Geschäftsführung, kann er den Übergang auf seinen Nachfolger mitgestalten. In der Praxis wird die Rückbeteiligung vor allem dann angewendet, wenn ein Finanzinvestor das Unternehmen kauft und neben dem Altgesellschafter auch ein Manager eine Beteiligung erwirbt.

In dieser Konstellation kann eine klassische Beteiligungsgesellschaft ein geeigneter Partner sein, da sie in einem Zeitraum von vier bis sieben Jahren den Wiederverkauf des Unternehmens anstrebt. In diesem Zeitraum kann der Unternehmer gemeinsam mit dem Finanzinvestor das Unternehmen so ausrichten, dass eine Wertsteigerung und damit ein höherer Verkaufspreis erwartet werden kann. Durch den Verkauf seiner restlichen Anteile hat der Unternehmer die Chance, an der Wertsteigerung zu partizipieren, die er gemeinsam mit dem Finanzinvestor erreichen will.

Die Rückbeteiligung des Altgesellschafters hat eine Signalfunktion für den Käufer: Der Verkäufer glaubt an die positive Entwicklung der Firma und möchte sie mitgestalten. Aus Käufersicht reduziert die Rückbeteiligung den Kapitalbedarf für die Transaktion und stellt sicher, dass der Altgesellschafter an der positiven Weiterentwicklung des Unternehmens auch künftig mitarbeitet. Dadurch wird die Interessengleichheit zwischen Verkäufer und Finanzinvestor hergestellt. Der Finanzinvestor kann in dieser Konstellation seine Risikoabschläge reduzieren, der Unternehmer partizipiert an künftigen Wertsteigerungen seiner Firma, die er gemeinsam mit dem Finanzinvestor erzielt. Aus Sicht des Verkäufers ist die Rückbeteiligung in seiner neuen Vermögensstruktur eine Anlage, die einen hohen Wertzuwachs generieren kann.

# Risiko- und Vermögensdiversifizierung



*Der Firmenerfolg hängt vom eingeschlagenen Weg, (cirquedesprit/  
mitunter aber auch vom durch den Unternehmer nicht zu fotolia)  
beeinflussenden Faktoren ab.*

Der Vergleich der mit dem Unternehmen erzielbaren Rendite und einer risikolosen Anlage am Kapitalmarkt hinkt. Zum einen ist die Vermögenskonzentration im Unternehmen nicht risikolos, zum anderen kann mit einer breit gestreuten Kapitalanlage, die auch Aktien umfasst, eine attraktive Rendite erwirtschaftet werden.

Der Unternehmenserfolg ist von vielen Faktoren abhängig, die der Inhaber teilweise wie z. B. die Branchenkonjunktur nicht beeinflussen kann. Die Statistik verzeichnet zwar seit 2009 rückläufige Unternehmensinsolvenzen.

Dennoch mussten 2016 täglich fast 60 Unternehmen Insolvenz anmelden. Zudem zeigt eine Studie der Stiftung Familienunternehmen<sup>2</sup>, dass die Quote der Firmen, die ihre Zahlungen im Zeitraum von 2005 bis 2015 eingestellt haben, unter Familienunternehmen höher ist als bei Nicht-Familienunternehmen. Keine Auswirkungen auf diesen Zusammenhang hat die Rechtsform oder die Branche. Die Fokussierung auf die Familie als mitunter alleinigen Kapitalgeber kann die Verbreiterung der Kapitalbasis behindern. In einer finanziellen Notlage können oder wollen die Familien das Kapital nicht aufstocken, Banken sind dann meist auch nicht mehr bereit, Kredite zu gewähren.

Bei vielen Familien ist der größte Teil des Vermögens im Unternehmen gebunden, sodass ein beachtliches Klumpenrisiko vorhanden ist. Der Unternehmensverkauf gibt dem Unternehmer die Möglichkeit, sein Vermögen breiter zu streuen.

Die Niedrigzinsphase führt zwar dazu, dass sichere Staatsanleihen oder Tages- bzw. Festgeld keine nennenswerten Erträge mehr abwerfen, lässt aber auch die Aktien- und Immobilienpreise steigen. Mit einer breit gestreuten Anlage des Verkaufserlöses kann der Unternehmer auch künftig Erträge erwirtschaften, die nicht ganz die Unternehmensrenditen erreichen, dafür aber mit weniger persönlichem Einsatz und Risiko erzielbar sind.

## Fazit

Die Entscheidung, sein über Jahrzehnte aufgebautes Unternehmen zu verkaufen, fällt vielen Unternehmern oft nicht leicht. Hinzu kommt das aktuelle Niedrigzinsumfeld mit seinen augenscheinlich fehlenden Anlagealternativen. Bei der Entscheidungsfindung sollte ein Unternehmer jedoch folgende Aspekte berücksichtigen:

<sup>2</sup> Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Familienunternehmen, Stiftung Familienunternehmen, München 2017.

- Aufgrund des derzeitigen „Verkäufermarkts“ und guter Unternehmensrenditen werden hohe Kaufpreise gezahlt. Der zu erwartende Verkaufspreis orientiert sich an Ergebnismultiplikatoren, die aktuell relativ hoch sind.
- Trübt sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld ein, werden auch die Preise für Unternehmen sinken: Da die Bewertung von Unternehmen auf den Zukunftsaussichten beruht, werden diese bei Konjunkturrückgängen auch pessimistischer eingeschätzt. Auch die von Käufern gezahlten Multiplikatoren werden in einem negativen Konjunkturmilieu sinken.
- Strategische Käufer können das gekaufte Unternehmen weiterentwickeln und ihm so eine neue Perspektive bieten (z. B. durch Internationalisierung bzw. Eintritt in neue Märkte).
- Eine Nachfolgeregelung schafft Sicherheit bei Mitarbeitern, Kunden und Lieferanten.
- Durch einen Unternehmensverkauf wird das Klumpenrisiko "Unternehmen" aufgelöst und die Möglichkeit geschaffen, das Vermögen breit gestreut anzulegen. Mit einer guten Vermögensdiversifizierung kann auch in der Niedrigzinsphase eine attraktive Rendite erzielt werden.
- Sind mehrere Erben vorhanden, kann die Vermögensnachfolge nach einem Unternehmensverkauf gerechter durchgeführt werden, da sich liquides Vermögen sehr viel leichter aufteilen lässt als Unternehmensbeteiligungen.

### **Autoren**

Britt Niggemann ist Partnerin des Institut für Wirtschaftsberatung Niggemann & Partner GmbH (IfW) in Dreieich und Meinerzhagen.

Prof. Dr. Diethard B. Simmert ist Studiengangsleiter Finance & Management an der International School of Management (ISM) in Dortmund und Frankfurt/M.



Scannen Sie diesen Code mit Ihrem Smartphone und lesen Sie diesen und weitere Beiträge online