

Die Bewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)

VERKAUF UND NACHFOLGE

PASCAL BÖNI

Unternehmensbewertungen bieten ein geeignetes Instrument im Vorfeld einer Transaktion. Und gut beraten ist, wer nicht nur die Zahlen der Vergangenheit sondern auch Zukunftsaussichten und weiche Faktoren einkalkuliert.

Oft macht der Wert des eigenen Unternehmens zwischen 50 und 90 Prozent des gesamthaft zur Verfügung stehenden Unternehmervermögens aus. Nicht selten sind wesentliche Teile des Privatvermögens der Selbständigerwerbenden zusätzlich als Sicherheit für die Aufnahme von Fremdkapital für das eigene Unternehmen eingesetzt. Wegen der starken Fokussierung auf die unternehmerische Tätigkeit und der oft erst spät einsetzenden Auseinandersetzung mit dem Thema der Nachfolgeregelung oder Verkauf, versäumen es die Unternehmer oft, die Nachfolge frühzeitig anzugehen und die Realisierung des Hauptteils ihres Privatvermögens rechtlich, steuerlich und wirtschaftlich vorzubereiten. Doch selbst wenn die entsprechenden Vorbereitungen stattgefunden haben, bleibt von der Verkaufsabsicht bis zum effektiven Verkauf ein langer Weg zu beschreiten. Während die Eigentümer sich zu Beginn eines aktiven Verkaufs oft über hohe (theoretische) Bewertungen freuen, werden sie im Verkaufsprozess schnell feststellen, dass bei KMU-Transaktionen die Frage, ob ein Unternehmen überhaupt verkäuflich ist und wie die Transaktion strukturiert werden kann, die Bewertung wesentlich beeinflusst.

STRUKTUR

Eine wichtige Rolle bei der Vorbereitung des Verkaufs spielt die Besteuerung von Zins- und Dividendeneinkommen beziehungsweise von privaten Kapitalgewinnen, also die Rechtsform. Während Erträge aus beweglichem Vermögen wie Zins- und Dividendeneinkünften der Einkommenssteuer unterliegen, sind private Kapitalgewinne aus beweglichem Privatvermögen wie zum Beispiel Aktien oder Obligationen grundsätzlich nicht steuerbar. Kapitalgewinne im

Geschäftsvermögen von Personenunternehmen gelten hingegen als normale steuerbare Erträge und werden auf der Differenz zwischen Einstandswert und Verkaufserlös besteuert und mit den vollen Sozialabgaben belastet. Zusätzliche Probleme ergeben sich bei der Überführung von Unternehmensteilen ins Privatvermögen des Unternehmers. Hier werden oftmals stille Reserven aufgelöst und besteuert. Handelt es sich bei dem zu verkaufenden Unternehmen um eine im Privatbesitz befindliche Kapitalgesellschaft, kann der Verkaufserlös in aller Regel ohne Steuerbelastung realisiert werden. Die Ausnahme von der Regel bilden unter anderem der gewerbsmässige Wertpapierhandel, der Mantelhandel, die Transponierung oder die Liquidation (meist indirekte Teilliquidation), welche teilweise auch Einkommenssteuern auslösen.

MARKT

Vor diesem Hintergrund stellt sich vor der eigentlichen Bewertungsarbeit zunächst die Frage nach der steueroptimalen Strukturierung einer M & A - Transaktion. Erst wenn diese gegeben oder allfällige Probleme der Transaktionsstruktur überwunden werden können, ist eine Bewertung aussagekräftig und sinnvoll.

Für kleine und mittlere Unternehmen besteht in aller Regel kein liquider Markt. Dies obwohl die Zahl möglicher Käufer für kleine und mittlere Transaktionen oft grösser als erwartet ist. Neben industriellen Interessenten sind Unternehmer, Venture Capitalists (VC's) oder Manager mit der Bereitschaft, einen Management-Buy-In (MBI) zu prüfen, mögliche Käufer. Eine wesentliche Frage ist deshalb, ob für eine steuerlich sinnvoll strukturierte Unternehmenstransaktion ein Käufer gefunden werden

kann. Die Kunst besteht darin, für ein nicht heterogenes Gut in einem nicht transparenten Umfeld, welches sich nur selten auf logische Käufer analysieren lässt, den geeigneten Käufer an den Verhandlungstisch zu kriegen. Eine Verkaufstransaktion ohne entsprechendes Marktinteresse oder eine annehmbare Zahl an Interessenten macht jede vernünftige Bewertung völlig überflüssig, denn der Verkäufer ist der Willkür des Käufers, sofern überhaupt einer identifiziert werden kann, hilflos ausgeliefert. Der Fokus einer M & A - Transaktion muss deshalb in einer frühen Phase darin liegen, akzeptable Verhandlungspartner zu identifizieren und diese für einen möglichen Kauf zu interessieren. Wirksame Tools und Instrumente gibt es in dieser Hinsicht nur wenige. Zur bestmöglichen Erfassung und Ansprache der Teilnehmer im «grauen Markt», welcher meist mehr Interessenten birgt als die logisch zu identifizierenden Kaufinteressenten, müssen deshalb wirksame und innovative Methoden eingesetzt werden. So publiziert zum Beispiel die Remaco Merger AG, deren Managing Partner der Autor dieses Artikels ist, ein Merger-Bulletin, welches dreimal jährlich an rund 50000 Unternehmer und Entscheidungsträger aus Finanz und Wirtschaft versendet wird. Durch dieses werden die notwendigen Interessenten für kleine und mittlere Transaktionen generiert und dadurch die Erfolgswahrscheinlichkeit für ein KMU-Projekt substantiell erhöht.

SOFT FACTORS

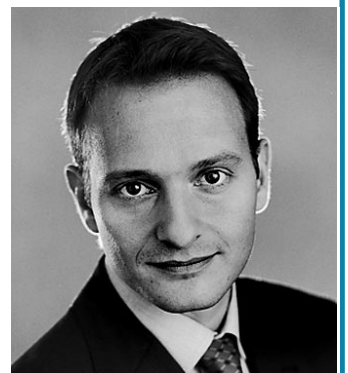
Zu viele weiche Faktoren beeinflussen den wirklich in der Zukunft für einen Käufer realisierbaren Unternehmenswert, als dass eine formelle, rein quantitativ orientierte Unternehmensbewertung im KMU-Sektor zielführend wäre.

Traditionelle Verfahren mit einem starken Fokus auf harte Fakten lassen Kriterien wie Unternehmenskultur, Qualifikationsniveau, Informationspolitik oder Know-how Transfer, aussen vor. Diese entscheiden jedoch in erheblichem Masse über Erfolg oder Misserfolg einer Transaktion. Ein wesentliches Problem

liegt in der eher schwierigen Quantifizierbarkeit solcher vorrangig qualitativer Aspekte. So sieht sich ein potentieller Käufer bei der Bewertung von Human Capital eventuell zukünftigen Risiken bezüglich der Integrationsfähigkeit ausgesetzt, die sich in Abschlägen auf den Kaufpreis widerspiegeln. Der Verkäufer sieht hingegen erhebliche Synergiepotentiale, die er sich durch Aufschläge auf den Kaufpreis angemessen vergüten lassen möchte.

Die bislang verwendeten Verfahren sollen hier keineswegs in ihrer Bedeutung geschmälert werden. Sie bieten nach wie vor eine solide Grundlage für einen ersten Überblick über die wirtschaftliche Lage einer Unternehmung und deren Wertpotentiale. Zu unterscheiden sind die gängigen Bewertungsverfahren allerdings anhand ihres Analyse-schwerpunktes. Kriterien hierfür sind einerseits die Vergangenheitsorientierung und andererseits die Zukunftsbezogenheit des Verfahrens.

Die Vergangenheitsorientierung setzt den Versuch voraus, mittels ehemaliger Datenreihen die zukünftige Entwicklung eines Unternehmens abzuleiten. Solche Extrapolationen, zum Beispiel im Rahmen einer Ertrags-

**DER AUTOR**

Pascal Böni, MBA, ist Managing Partner der Remaco Merger AG. Das Beratungsunternehmen mit Hauptsitz in Basel ist seit 1969 als Corporate Finance Spezialist in der Schweiz und Deutschland auf KMU-Transaktionen spezialisiert.

wertberechnung, bergen Gefahren in sich, die eine akkurate Preisfindung erschweren.

Das bekannteste und meistgenutzte zukunftsorientierte Verfahren ist das sogenannte «Discounted Cash Flow Verfahren». Dieses orientiert sich hauptsächlich an den Werttreibern eines Unternehmens. So erfolgt die Schätzung des freien Cash-Flows auf Basis einer generellen Bilanz- und Erfolgsplanung, welche theoretisch alle quantitativen und qualitativen Faktoren erfassen kann. Das Problem hier ist die Prognosequalität.

Eine aussagekräftige Unternehmensbewertung sollte deshalb nicht Daten aus der Vergangenheit extrapolieren, vielmehr muss sie zukünftige Entwicklungen erkennen und daraus einen Wert, allenfalls verschiedene Werte ableiten.

Besondere Bedeutung kommt deshalb einer Due Dilligence zu, welche nicht nur Risiken ans Tageslicht fördert, sondern dem Bewerter die Grundlage für Zukunftsszenarien präsentiert.

Eine für die Unternehmensbewertung nutzbare Due Dilligence gibt nicht nur Auskunft über das unternehmerische Umfeld hinsichtlich seiner Stärken und Schwächen sowie die für den Erwerber potentiellen Chancen und Risiken. Sie konzentriert sich neben einer finanziellen Due Diligence auch auf Marketingaspekte, organisatorische Fragestellungen, die Informationstechnologie, rechtliche Fragen, steuerliche Fragen, umweltbezogene Risiken sowie eben auch auf weiche Faktoren.

Gerade die weichen Faktoren haben aber im Segment der kleinen und mittleren Unternehmen eine enorme Bedeutung. In einer von Remaco Merger unterstützten Expertenbefragung wurden verschiedene weichen Faktoren für wichtig befunden (siehe Kasten rechts).

Aus Sicht der Bewerter ist das Management ein ganz entscheidender Faktor für die zukünftige Unternehmensentwicklung. Unbestritten ist, dass die Qualität und die Motivation des Managements sich speziell bei kleinen und mittleren Unternehmen direkt auf den Gewinn auswirken. Unklarheiten hinsichtlich einer fehlenden Nachfolgeregelung in Unternehmen oder Risiken durch das eventuelle Ausscheiden von bewährten Managern werden durch eine rein finanzielle Status-Quo-Analyse nicht erfasst. In der Praxis, erstaunlicherweise aber in fast keiner Bewertung, stellt sich deshalb immer wieder die Frage, in

welcher Form geeignete Übergänge im Management strukturiert und umgesetzt sowie Eingang in die vertraglichen Vereinbarungen zwischen Käufer und Verkäufer finden. Hohe Bedeutung wird auch verschiedenen Abhängigkeitsverhältnissen zugeordnet. So werden die Abhängigkeit von Individuen, zum Beispiel einzelne Mitarbeiter oder Meinungsbildner im Unternehmen, von Kunden und Lieferanten, erwähnt.

Weiter nehmen qualitative Aspekte einen hohen Stellenwert ein. Sowohl die Produkt- und Dienstleistungsqualität, als auch die Qualität der Mitarbeiter und des Verwaltungsrates sollten einbezogen werden.

PROBLEMLÖSUNGSKOMPETENZ

Das eigentliche Problem beginnt bei der Realisierung von Werten aber nicht selten mit den Schlussverhandlungen. Der Berater muss in der Schlussphase von M & A – Projekten die Brücke zwischen den Parteien und deren unterschiedlichen Vorstellungen in bezug auf Bewertung, Transaktionsstruktur, Gewährleistungen, etc. bauen, ohne dabei die Interessen des eigenen Mandanten zu vernachlässigen. Oft ein Balanceakt, der nur schwierig zu meistern ist. So muss zwischen Welten vermittelt werden, die zunächst gut zueinander zu passen scheinen, in der Detailverhandlung aber meist weit auseinander liegen. Hier spielen kulturelle Aspekte ebenso eine Rolle wie die völlig unterschiedliche Situation in der sich Käufer und Verkäufer befinden. So steht der emotional getriebene und trotzdem sorgfältig abwägende Unternehmer, der sein Lebenswerk verkauft, dem analytisch und rasch handelnden Manager eines Konzerns gegenüber, der rasch einen Abschluss herbeiführen möchte und für den die Parameter der Transaktion (wie z.B. Gewährleistungen, Regelung von Übergangsfristen, Earn-Out-Modelle, Kommunikation, etc.) schon sehr früh klar und verständlich sind.

FAZIT

Unternehmensbewertungen bieten ein geeignetes Instrument, den ungefähren Wert eines Unternehmens im Vorfeld einer Transaktion zu schätzen. Sie können partiell als Verhandlungsinstrument und als Grundlage einer ersten Diskussion mit ernsthaften Interessenten eingesetzt werden, besitzen jedoch in der Praxis im KMU-Segment einen zu hohen Stellenwert. Der realisierbare Wert eines Unternehmens

wird sowohl von der Gestaltung und Umsetzung des M & A – Prozesses als auch von den Kenntnissen und Mediationsfähigkeiten des Beraters einerseits als auch von den Marktverhältnissen andererseits stark beeinflusst. Der Hauptfokus jeder M & A – Transaktion sollte deshalb auf dem M & A – Prozess selber sowie dem Generieren einer Nachfrage für bestehende Verkaufsobjekte liegen. Abhängig von der Marktconstellation und der Nutzung verschiedener Gestaltungsmöglichkeiten im Rahmen eines M & A – Prozesses weichen die erzielten Verkaufspreise oft um über 30 Prozent nach oben und unten im Vergleich zum errechneten theoretischen Unternehmenswert ab.

WEICHE FAKTOREN

Faktor	Punkte
Qualität des Managements	234
Motivation des Managements	163
Know-How und Innovationskraft	146
Qualität/ Umsetzung Strategie	136
Abhängigkeit von Individuen	135
Abhängigkeit von Kunden	116
Abhängigkeit von Lieferanten	95
Produkt-/Dienstleistungsqualität	91
Qualität des Verwaltungsrates	66
Qualität der Mitarbeiter	63
Vergütungssystem Führungskräfte	60
Motivation der Mitarbeiter	49
Ruf des Unternehmens bei Kunden	42
Organisation und Prozesse	35
Qualität der Rechnungslegung	19