

DER M&A-MANAGER

NEWS UND FACHLICHES AUS BERATUNG UND UNTERNEHMENSVERKAUF



Editorial

Liebe Leserinnen und Leser,

„Mut zur Komplexität!“ In einer Zeit, in der wir versuchen, unser Leben zu vereinfachen, stellen wir manchmal fest, dass wir damit über das Ziel hinausschießen.

Nicht alles muss einfach sein. Ein komplexes Gebilde wie ein Unternehmen auf einfache Art zu bewerten, führt manches Mal ins Abseits.

Jeder kennt die Multiplikatorverfahren – und liebt sie: Weil sie scheinbar einfach sind. Doch der Komplexitätsteufel steckt im Detail. Darum fragen wir Sie heute:

Können Sie Komplexität??

Mit freundlichen Grüßen
Ihr M&A-MANAGER Team

HANSE Consulting M&A

UNTERNEHMENS(VER)KAUF IST VERTRAUENSACHE.
ERFOLGSORIENTIERT.

„IST DOCH GANZ EINFACH!?“

VOR- UND NACHTEILE DES MULTIPLIKATORVERFAHRENS ZUR UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Der hohe Komplexitätsgrad der sog. dynamischen Verfahren zur Unternehmensbewertung (z. B. Ertragswertverfahren oder die DCF-Verfahren) hat zunehmend dazu geführt, dass Unternehmen – zumindest überschlägig – nach dem Multiplikatorverfahren bewertet werden. Die Vorgehensweise ist denkbar einfach, die Schwächen aber erheblich.



Einfach und transparent!

Bei diesem Verfahren wird eine Gewinngröße (häufig EBIT oder EBITDA) mit einem öffentlich zugänglichen Faktor (z. B. aus der Zeitschrift FINANCE) multipliziert, um zu dem „Enterprise Value“ des Unternehmens zu gelangen. Dieser Enterprise Value stellt den Wert des Eigen- und verzinslichen Fremdkapitals dar (typischerweise Bankverbindlichkeiten, aber auch Gesellschafterdarlehen). Zieht man nun von diesem Enterprise Value das verzinsliche Fremdkapital ab, erhält man den sog. Equity Value bzw. Wert der Geschäftsanteile.

Beispiel: Ein Unternehmen aus der Baubranche hat einen Jahresumsatz von 75 Mio. EUR, ein jährliches EBIT von 5 Mio. EUR und Finanzschulden von 16 Mio. EUR. Die Multiplikatoren für Unternehmen dieser Größe in der Baubranche liegen zwischen 5,3 und 6,6 (FINANCE im April 2014). Der Unternehmenswert liegt danach zwischen 10,5 und 17 Mio. EUR.

in Mio. EUR

EBIT	Faktor	Enterprise	Finanz-Verschuldung	Equity Value
5,0	5,3	26,5	16,0	10,5
5,0	6,6	33,0	16,0	17,0

Problem 1: Welcher Gewinn ist richtig?

Das Multiplikatormodell unterstellt implizit eine konstante Gewinngröße, obgleich klar ist, dass kein Unternehmen konstante Gewinne schreibt. Von daher wurde die korrekte Gewinngröße schon früh als „Gewinn (EBIT), den ein Unternehmen in seiner bestehenden Struktur ohne Erweiterungsinvestitionen nachhaltig erwirtschaften kann“ umschrieben. Doch wie ermittele ich diesen? Gerade bei Unternehmen mit stark schwankenden Ergebnissen oder solchen, die nach einer Verlustphase erst in der Unternehmensplanung in die Gewinnzone zurückkehren, ist die Ermittlung schwierig, außerordentliche und einmalige Effekte sind bei der Berechnung der Gewinngröße außen vorzulassen.

Als Lösung Vergangenheits- und Planergebnisse heranzuziehen und zu gewichten, um zu einem nachhaltigen Gewinn zu kommen, öffnet der Willkür jedoch Tür und Tor. Welche Zeiträume wähle ich? Welche Gewichtung?

Problem 2: Welcher Faktor ist richtig?

Die veröffentlichten Faktoren werden aus in der Realität durchgeführten Transaktionen abgeleitet. In unserem Zahlenbeispiel wurde also für ein Unternehmen mit einem EBIT von 5 Mio. EUR und 16 Mio. EUR Finanzschulden ein Preis von 10,5 (bzw. 17 Mio. EUR) bezahlt. Aber um welche Art Bauunternehmen es sich handelte, erfährt man nicht. Eine direkte Vergleichbarkeit ist also gar nicht möglich. Und Bau ist nicht gleich Bau. Ein Unternehmen, das Einfamilienhäuser baut, ist sicher nicht vergleichbar mit einem Unternehmen, das Flughäfen errichtet; trotzdem gehören beide in die Kategorie „Bau“.

Des Weiteren wird für die Faktoren eine Bandbreite angegeben. Wo das Unternehmen positioniert wird, hängt von seiner „Qualität“ ab. Unternehmen mit einer breiten Zulieferbasis erhalten z. B. einen höheren Multiplikator, aber wann ist eine Zulieferbasis „breit“? Auch hier bestehen erhebliche Unsicherheiten in der Bewertung.

Problem 3: Gewinnthesaurierungen

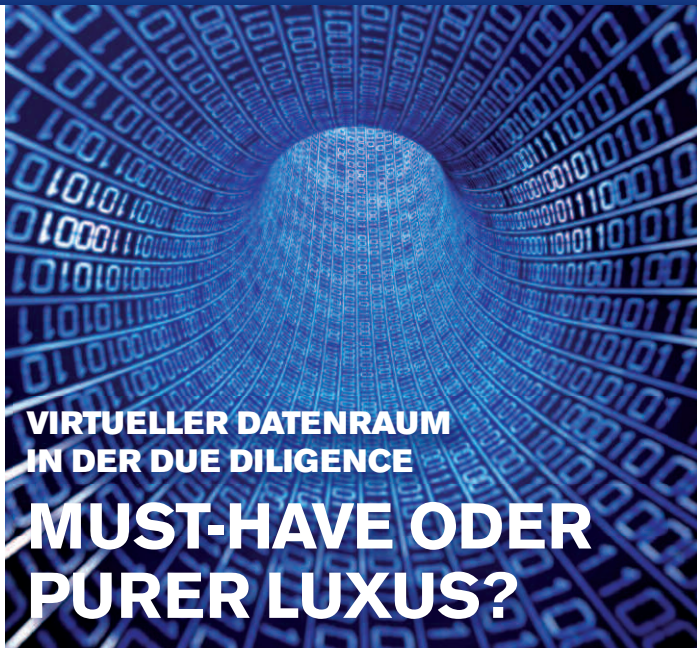
Manchmal entnehmen Gesellschafter über Jahre hinweg keine Gewinne, um die (wirtschaftliche) Eigenkapitalbasis ihres Unternehmens zu stärken. Dann kann es im Veräußerungsfall schnell zu der typischen Streitfrage kommen, ob diese angesammelten Gewinne Finanzschulden sind (weil sie ja den Gesellschaftern zustehen) oder nicht. Bei Personengesellschaften wurden diese Gewinne im Übrigen ja sogar bereits versteuert, diese Gewinne würde ein Verkäufer also einem Käufer nicht ohne Ablöszahlung überlassen, der wiederum die Auszahlung dieser Altgewinne ggf. neu finanzieren müsste.

Fazit zum Multiplikatorverfahren

Die Einfachheit dieser Bewertungsmethode darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass viele Praxisprobleme dadurch nicht gelöst werden.



Dipl.-Kfm. Jens Rosemann
Leiter M&A/Corporate Finance
HANSE Consulting
www.HanseConsulting-MA.de



**VIRTUELLER DATENRAUM
IN DER DUE DILIGENCE**

**MUST-HAVE ODER
PURER LUXUS?**

Der Datenraum ist der zentrale Dreh- und Angelpunkt einer Due Diligence; schnelle Internetverbindungen und intelligente Programme ermöglichen die Datenanalyse vom Schreibtisch aus, wenn notwendig 24 Stunden am Tag. Doch welche Chancen, Risiken und vor allem Kosten sind mit dem Einrichten eines virtuellen Datenraums verbunden?

Die wichtigsten Fragestellungen bei der Vorbereitung einer Due Diligence sind der zeitliche Ablauf, der Datenumfang, die Datensicherheit, die Kosten und die Anzahl der teilnehmenden Transaktionsparteien.

Wie funktioniert ein virtueller Datenraum?

Virtuelle Datenräume unterscheiden sich in ihrer Struktur in der Regel nicht von Hard-Disc-Lösungen, im Bereich Funktionalität aber gibt es massive Unterschiede. Nachdem eine Datenraumstruktur gewählt wurde, wird diese auf einem lokalen Server mit Daten gefüllt. Der Upload in den virtuellen Datenraum erfolgt mittels einer speziellen Software, die vom jeweiligen Datenraumanbieter mitgeliefert wird. Das Anlegen der einzelnen Benutzergruppen und das Versehen derselben mit entsprechenden Benutzerrechten und -funktionen sind neben der Datenstruktur zentrale Elemente und müssen sorgfältig definiert werden. Zu Beginn einer Due Diligence ist es nicht zu empfehlen, dem Kaufinteressenten alle Dokumente zugänglich zu machen. Z. B. Personallisten sollten erst bei konkretem Investment-Interesse offengelegt werden. Die Frage, ob ein Kaufinteressent Dokumente ausdrucken, herunterladen oder nur online einsehen darf, hängt ebenfalls vom Einzelfall ab, diese Rechte können jederzeit individuell angepasst werden. Eine SQL-basierte Verschlüsselung der Dokumente bietet auch größtmöglichen Schutz vor externen „Hackern“.

Transaktionsgeschwindigkeit und Datensicherheit sind entscheidend. So genannte Cloud-Lösungen können eine deutlich höhere Geschwindigkeit und Datensicherheit als andere Due Diligence-Medien gewährleisten, u. a. weil der Upload großer Datenpakete mittels einer eigenen Software erfolgt und nicht erst auf einen Datenträger kopiert oder per E-Mail in kleinen Datenpaketen versendet werden muss, ein solches Vorgehen wäre auch deutlich zeitintensiver. Ferner hat der Verkäufer keine

Kontrolle darüber, ob Dokumente bearbeitet, eingesehen oder ausgedruckt werden. Im virtuellen Datenraum dagegen hat der Verkäufer die Möglichkeit, über eine Tracking-Funktion die Zugriffsprotokolle der anderen Partei(en) in Echtzeit zu verfolgen, so kann z. B. die Aussage, dass ein wichtiges Dokument eingestellt, aber nicht gelesen wurde, mit dieser Funktion verfolgt werden. Jedes einzelne Dokument wird mit dem Einstelldatum und dem Namen der Person versehen, die es hochgeladen und im Nachhinein eingesehen oder bearbeitet hat. Dies ist von entscheidender Bedeutung, da die Kenntnis bestimmter Informationen im Kaufvertrag zu einem Ausschluss von Regressansprüchen des Käufers führen kann (vgl. § 434 BGB).

Auch eine Q&A-Funktion (Question & Answer), mit der die einzelnen Parteien zu übergreifenden Sachverhalten online Fragen stellen können, führt zu einer höheren Geschwindigkeit. E-Mails oder Tabellen mit umfangreichen Fragenkatalogen erübrigen sich hier. Zusätzlich erfolgt systemseitig eine automatische Dokumentation der Fragen, die dann u. U. auch als Anlage zum Kaufvertrag genommen werden.

Umfang der Transaktion

Die Anzahl der teilnehmenden Transaktionspartner kann ebenfalls entscheidend sein für die Auswahl des Due Diligence-Mediums. Wenn mehr als eine Partei an der Transaktion partizipiert, ist ein virtueller Datenraum dringend zu empfehlen. Ein potenzieller Investor kann schneller und kontrollierter reagieren und die Übersicht ist auf Grund der strukturiert angelegten Benutzergruppen um ein Vielfaches besser. Größe und Komplexität des zu verkaufenden Unternehmens spielen bei der Entscheidungsfindung ebenfalls eine wesentliche Rolle. Ein Unternehmen mit einfachen Unternehmensstrukturen, Geschäftsmodell und niedrigen Umsätzen benötigt keine umfangreiche virtuelle Datenraumlösung. Anders verhält es sich bei großen Unternehmensgruppen mit komplexen Geschäftsmodellen, die ggf. über mehrere Standorte verteilt agieren oder dem gesonderten Verkauf von Betriebsimmobilien. Der Analyseaufwand ist um ein Vielfaches höher, auch bezogen auf die Anzahl der Berater.

Welcher Anbieter?

Es gibt eine Vielzahl von Dienstleistern, die virtuelle Datenraumlösungen anbieten. Unterschiede bestehen neben den Kosten insbesondere in den angebotenen Bedienelementen und den Serverstandorten. Viele Anbieter halten entsprechende Serverkapazitäten in Kontinentaleuropa (insbes. Schweiz und Deutschland) vor. Aber auch die Speicherkapazität, die zugelassene Anzahl an Usern, Kündigungsfristen oder Einrichtungsgebühren sind bei der Entscheidung mit zu berücksichtigen.

Fazit

Virtuelle Datenräume sind hinsichtlich Funktionalität und Flexibilität eine gute Alternative zu anderen Lösungen. Sofern die individuellen Anforderungen einer Transaktion bekannt sind, lassen sich maßgeschneiderte Lösungen finden.

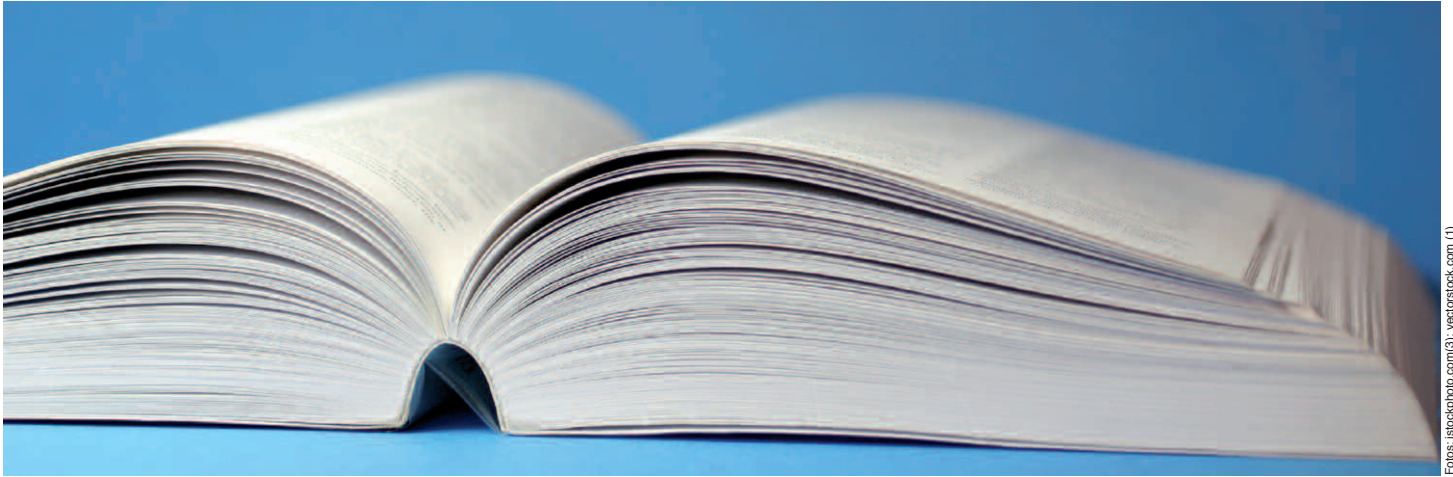


Sven Suhr

B.Sc. Senior Consultant M&A

HANSE Consulting

www.HanseConsulting-MA.de



Fotos: istockphoto.com(3); vesterstock.com (1)

M&A-GLOSSAR

VON MISFIT BIS PRIVATE PLACEMENT

MISFIT

Ein Unternehmen, welches im Vorfeld als interessant erachtet wurde, sich aber im Laufe der weiteren Betrachtung als unpassend herausstellt.

MULTIPLE (MULTIPLIKATOR)

Vergleichsmultiplikatoren, die zur Bestimmung des Marktwertes eines Unternehmens eingesetzt werden. Die Multiplikatoren werden aus vergleichbaren Transaktionen abgeleitet und mit einer Gewinngröße des Unternehmens (EBIT oder EBITDA) multipliziert, um zu einem Unternehmenswert zu gelangen. Das Verfahren hat viele Schwächen, hat sich aber im Mittelstand flächendeckend durchgesetzt (→ Artikel auf Seite 2, Ausgabe 08, Juni 2014).

NEWCO

Eine neue Gesellschaft (New Company), die nur zum Zweck eines Unternehmenserwerbs gegründet wurde, oftmals zur Risiko- oder Steueroptimierung.

Offene Beteiligung

Eine durch den Erwerb von Unternehmensanteilen erzielte direkte Beteiligung.

Parallelverfahren

Eine Methode zur Ansprache potenzieller Käufer eines zu veräußernden Unternehmens. Mehrere Käufer werden dabei gleichzeitig angesprochen. → **EXKLUSIONS-/AUKTIONSVERFAHREN.**

PARTIARISCHES DARLEHEN

Form von → **MEZZANINE-KAPITAL**; Kapitalgeber gewährt ein Darlehen, das bestimmte Mitspracherechte beinhaltet.

PAY BACK

Ein investierter Betrag zuzüglich → **CAPITAL GAIN**; realisiert bei einem → **EXIT**.

POST-ACQUISITION DUE DILIGENCE

Nach dem Vertragsabschluss überprüft der Käufer des Unternehmens, ob der Kaufvertrag ordnungsgemäß erfüllt wurde, um etwaige Garantien oder Gewährleistungsansprüche (Kaufpreisanpassung) wahrzunehmen.

PRE-IPO

Beteiligungsfinanzierung an einem Unternehmen vor einem erstmaligen Börsengang; Form von → **BRIDGE FINANCING**

PRIVATE EQUITY

Außerbörsliche Bereitstellung von Eigenkapital durch Investoren, welche im Gegenzug zu einem späteren Zeitpunkt am wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens durch Verkauf beteiligt werden.

PRIVATE PLACEMENT

Private Platzierung von Aktien auf außerbörslichen Plätzen; im Gegensatz zum → **PUBLIC OFFERING**

IMPRESSUM DER M&A-MANAGER

Ausgabe 8, Juni 2014

Herausgeber: HANSE Management Consulting GmbH



Jens Rosemann
Geschäftsbereichsleiter
M&A/Corporate Finance
Rosemann@HanseConsulting.de



Hartmut Hitgen
Geschäftsführer
HANSE Consulting
Hitgen@HanseConsulting.de

Büro Hamburg

Fischertwiete 2 – Chilehaus A, 20095 Hamburg
Tel. (040) 32 32 60-0
Fax (040) 32 32 60-27

Büro Düsseldorf

Niederkaßeler Lohweg 18 – Cubus, 40547 Düsseldorf
Tel. (0211) 58 66 65-0
Fax (0211) 58 66 65-55

Büro München

Josephspitalstraße 15 – Stachus, 80331 München
Tel. (089) 20 70 40-210
Fax (089) 20 70 40-450

www.HanseConsulting-MA.de