

FEBRUAR 2016



Sehr geehrte Leserinnen, sehr geehrte Leser,

das Jahr 2016 ist turbulent gestartet. Flüchtlingskrise, Terrorgefahr, eine instabile geopolitische Lage im Nahen Osten sowie weiterhin der Konflikt Russland/Ukraine bestimmen die Nachrichten ebenso wie niedrige Rohstoffpreise, relevante Wechselkursschwankungen und eingetrübte Wachstumsperspektiven in den Schwellenländern. Für mittelständische Unternehmer bedeutet dies konstant hohe Aufmerksamkeit, um Chancen zu nutzen und Risiken zu begrenzen.

Strukturell erfolgreiche Unternehmensentwicklung bedeutet vor diesem Hintergrund, Grundsätze zu beachten, die ein aktives und systematisches Vorgehen zur zielorientierten Kanalisierung unternehmerischer Visionen und Ideen sicherstellen. Dies gilt umso mehr, wenn Unternehmen sich bereits in einer Krisensituation befinden und ein klarer „Fahrplan“ und eine „ordnende Hand“ Voraussetzung für den Weg zurück auf die Erfolgspur sind. Hier hat der Fachverband des BDU für Sanierungs- und Insolvenzberatung angesetzt und in einem umfangreichen Projekt die Grundsätze ordnungsge-

mäßer Restrukturierung zur Schaffung eines einheitlichen Qualitäts- und Vorgehensstandards definiert. Wir als hahn,consultants sind stolz darauf, zentral an der Erarbeitung dieser Standards mitgewirkt zu haben und damit unsere große Expertise aus mehr als 20 Jahren Beratungserfahrung in sämtlichen Unternehmensentwicklungssituationen einfließen zu lassen.

Wachstum, Nachfolge und Restrukturierung erfordern ebenso wie M&A-Situationen ein aktives und systematisches Vorgehen, das mit Kopf, Herz und Hand zielorientiert vorangetrieben wird. Unter dieser Perspektive stehen die Artikel des hier vorliegenden Informer:

- Grundsätze ordnungsgemäßer Restrukturierung und Sanierung (GoRS) – Sanierung als „Feuerwehreinsatz“ in der akuten Krise bildet die Basis für die weitere Fortführung
- Wachstum in der Wellpappenroh papierindustrie – strategische Konzeption und strukturierte Finanzierung einer Sprunginvestition
- Praxisorientierte Unternehmensbewertung im Mittelstand unter Berücksichtigung der qualitativen Besonderheiten mittelständischer Unternehmen
- Erwartungen der Finanzierungspartner an eine ordnungsgemäße Unternehmensführung – Interview mit Herrn Schaefer und Herrn Litz (Vorstand Volksbank Rhein-Wupper eG)

Für das noch junge Jahr 2016 wünschen wir Ihnen Glück und Geschick für Ihre Vorhaben, bei denen wir Sie gerne weiterhin mit Herz, Verstand und handfester Unterstützung begleiten.

Winterliche Grüße



Holger Hahn
Executive Partner

RESTRUKTURIERUNG | SANIERUNG

Die Prüfung der Zahlungsfähigkeit erfolgt über die Erstellung eines Finanzstatus bzw. einer Liquiditätsplanung mit einem Horizont von 3 bis 6 Wochen, in der auf Basis des aktuellen Bankstatus die erwarteten Ein- und die fälligen Auszahlungen gegenübergestellt werden (siehe auch „Professionelles Liquiditätsmanagement als wesentliches Steuerungsinstrument in Krise und Wachstum“ – informer November 2014).

Ergibt sich aus dieser Betrachtung kein Indiz für eine Zahlungsunfähigkeit, ist in einem weiteren Schritt festzustellen, ob eine Überschuldungssituation vorliegt. Dies ist der Fall, wenn das Vermögen des Schuldners die bestehenden Verbindlichkeiten nicht mehr deckt (negatives Eigenkapital) und keine positive Fortbestehensprognose vorliegt, nach der die Fortführung des Unternehmens überwiegend wahrscheinlich ist (heißt: keine mittelfristig drohende Zahlungsunfähigkeit gegeben ist). Bei der insolvenzrechtlichen Überprüfung von Zahlungsunfähigkeit oder Überschuldung sollten die Vertretungsorgane den Rat eines unabhängigen, fachlich qualifizierten Berufsträgers (Rechtsanwalt, Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberater) einholen.



Wird ein Insolvenztatbestand festgestellt, sind die Vertretungsorgane verpflichtet, ohne schuldhaftes Zögern, spätestens aber drei Wochen nach Eintritt des Tatbestands, beim zuständigen Insolvenzgericht einen Antrag auf die Eröffnung eines Insolvenzverfahrens zu stellen. In diesem Fall sind Sanierungsansätze nur noch im Rahmen der Insolvenz durch den bestellten Insolvenzverwalter und in Abstimmung mit den Gläubigern zu verfolgen.

Die ersten Löscharbeiten – Stabilisierung der Unternehmenssituation durch Sofortmaßnahmen

Wenn die „Brandstelle“ gesichert und die weitere Brandbekämpfung ohne Gefahr für die Beteiligten gewährleistet ist, konzentrieren sich die ersten „Löscharbeiten“ zunächst auf das Vermeiden einer Beschleunigung bzw. einer Ausweitung des Brandes durch Bekämpfen von unmittelbar erkennbaren Brandherden und Schlagen von Schneisen zur Vermeidung eines Übergreifens (laut Feuerwehrdefinition „Außenangriff“).

Wenn entsprechend in der akuten Unternehmenskrise eine unmittelbare Zahlungsunfähigkeit und eine Überschuldung ausgeschlossen werden konnten, stehen bei der anschließenden Sanierung die Abwendung von drohenden Insolvenzgründen und die kurzfristige Sicherstellung der Fortführungsfähigkeit des Unternehmens durch Definition und Umsetzung geeigneter Sofortmaßnahmen im Mittelpunkt. Hierbei geht es darum, ausreichend Zeit dafür zu gewinnen, mögliche alternative Sanierungsoptionen zu prüfen und ein Sanierungskonzept zu entwickeln. Die kurzfristige Sicherung der Zahlungsfähigkeit kann durch unterschiedliche Formen der Kapitalzufuhr (Gesellschafterdarlehen, Eigen- oder Fremdkapitalzufuhr), die Umschichtung von Vermögensteilen (Verkauf nicht betriebsnotwendigen Anlage- oder Vorratsvermögens) oder Zahlungsmanagement (Stundung von Lieferantenverbindlichkeiten, Vorkasse gegenüber Kunden) erfolgen. Häufig ist hier ein Paket an Maßnahmen aus den verschiedenen Bereichen notwendig, um die bestehende Liquiditätslücke zu schließen.

Für die Form der Sanierung bestehen dann unterschiedliche Optionen: Neben der außergerichtlichen Sanierung seien hier insbesondere die übertragende

Sanierung im Insolvenzverfahren oder das Insolvenzplanverfahren (z. B. Schutzschirmverfahren nach § 270b InsO) genannt. Unabhängig von der Form ist das erklärte Ziel der Sanierung aber stets die Wiedererlangung der Voraussetzungen für die nachhaltige Wettbewerbs- und Renditefähigkeit des Unternehmens.

Die gezielte Brandbekämpfung – integriertes Sanierungskonzept sichert die Fortführung

Nachdem der Brand in seiner Entwicklung eingedämmt wurde (die kurzfristige Zahlungsfähigkeit gesichert wurde), folgt die gezielte und komplette Bekämpfung der Brandherde („Innenangriff“). Dies entspricht in der Phase der Unternehmenssanierung der Analyse von Marktpositionierung und Leistungserstellungsstrukturen des Unternehmens sowie der systematischen Prüfung der Ertrags- und Bilanzstrukturen, um Verlustquellen und strukturelle Ursachen für hohe Kapitalbindung zu identifizieren und Maßnahmen zu definieren, wie diese zu >>

RESTRUKTURIERUNG | SANIERUNG

treffenden Analyse von Krisenursachen, aber auch zur Entwicklung geeigneter Maßnahmen und zu deren plausiblen Bewertung im Rahmen der Sanierungsplanung erforderlich sind. Zudem sind insolvenzrechtliche Kenntnisse notwendig, um die Bewertung der Insolvenztatbestände vornehmen und die möglichen Sanierungsoptionen einschätzen zu können. Zur Vermeidung diesbezüglicher Haftungsrisiken wird hierzu die Einbindung von Fachanwälten empfohlen.

Die Sanierungsphase ist häufig mit existenziellen Ängsten der handelnden Personen im Unternehmen verbunden (Haftungsrisiken, Vermögens-, Kompetenz- und Arbeitsplatzverlust). Dies stellt hohe Anforderungen an die Sozialkompetenz des Managements und der eingebundenen Berater. Es geht darum, Chancen und Risiken objektiv einzuschätzen und die sachlich richtigen Entscheidungen zu treffen, dabei aber die Befürchtungen und Ängste der Betroffenen ernst zu nehmen und durch geeignete Kommunikation ein Mitwirken aller Beteiligten zu erreichen. Auch die Schnittstelle zu den externen Stakeholdern (Kunden, Lieferanten, Finanzierer) erfordert spezielle kommunikative Fähigkeiten, beispielsweise in den Bereichen Überzeugungs- und Durchsetzungskraft.

Methodisch sind zur Lösungsfindung vor allem analytische Fähigkeiten und vernetztes Denken gefordert. Erfahrungen mit entsprechenden Analyse- und Planungstools und entsprechende Projektmanagement- und Führungskompetenzen sind unverzichtbar. Die einschlägigen Standards (IDW S 11 / IDW S 6 / IDW S 9) und die Grundlagen ordnungsgemäßer Planung (GoP) bieten hier geeignete Vorgehensweisen und Tools für die Sanierungsphase an.

Perspektive der Stakeholder in der Sanierungsphase

Die grundlegenden Interessen der Stakeholdergruppen während der Sanierung ähneln denen in der Restrukturierung. Wegen des höheren Ausfallrisikos ist jedoch häufig die Bereitschaft zur Leistung eines Sanierungsbeitrags höher. Diese Bereitschaft hängt aber – je nach Perspektive – von unterschiedlichen Faktoren ab:

- Fremdkapitalgeber sind häufig umfangreich besichert. Die Offenheit für Sanierungsbeiträge hängt daher im Wesentlichen von der Werthaltigkeit dieser Sicherheiten ab. Beispiele für Beiträge sind Standstills, Überbrückungs-/Sanierungskredite oder Tilgungsaussetzungen/-streckungen. Kreditinstitute können allerdings aus rechtlichen Gründen eine Sanierung nur begleiten, wenn ein Sanierungskonzept mit Aussage zur Fortführungs-/Sanierungsfähigkeit vorliegt.
- Gesellschaftern droht im Falle der Insolvenz der komplette Verlust ihrer Vermögenswerte. Ihre Bereitschaft zu Beiträgen ist daher grundsätzlich hoch. Die tatsächliche Möglichkeit, solche in Form von neuen liquiden Mitteln oder neuen Sicherheiten zu leisten, ist allerdings oft bereits sehr eingeschränkt, weil schon in früheren Krisenstadien relevante Beiträge erbracht wurden. Verbleibende Optionen sind z. B. qualifizierte Rangrücktritte oder der Verzicht auf Auszahlungsansprüche.
- Mitarbeiter können durch geeignete Sanierungsbeiträge ihren Arbeitsplatz sichern. Typische Ansätze sind hier der Verzicht auf Lohnsteigerungen, (temporäre) Lohnkürzungen, der Verzicht auf Einmalzahlungen (Urlaubs-/Weihnachtsgeld), Arbeitszeitverlängerung (ohne Lohnausgleich) oder Gleitzeitregelungen. Solche Maßnahmen sind häufig temporär befristet und nur im Gesamtpaket mit Beiträgen der anderen Stakeholder durchsetzbar.
- Die Bereitschaft zu Beiträgen von Lieferantenseite aus hängt davon ab, ob ein ausreichendes Interesse an der Fortführung der Geschäftsbeziehung besteht (Umsatzanteil) und inwiefern die Lieferanten über Warenkreditversicherer und Eigentumsvorbehalte abgesichert sind. Mögliche Sanierungsbeiträge sind (anteilige) Forderungsverzichte, Forderungsstundungen, Preissenkungen oder die Verlängerung von Zahlungszielen.
- Beiträge von Kundenseite sind nur zu erwarten, wenn das kriselnde Unternehmen kritisch für »



WACHSTUM

Wachstum in der Wellpappenrohpapierindustrie – strategische Konzeption und strukturierte Finanzierung einer Sprunginvestition

Interview mit den Herren Bernd Scholbrock, Alexander Stern und Armin Vetter

Begleitende Umsetzung einer Wachstumskonzeption unter Entwicklung einer geschäftsmodelladäquaten Finanzierungsstruktur am Beispiel der Heinr. Aug. Schoeller Söhne GmbH & Co. KG – Papierfabrik SCHOELLERSHAMMER

Die 1784 gegründete Papierfabrik SCHOELLERSHAMMER mit Hauptsitz in Düren, NRW, produziert und vertreibt hochwertige Fein- und Transparentpapiere sowie Wellpappenrohpapier für die Verpackungsindustrie. Das Unternehmen erzielte im Geschäftsjahr 2015 mit durchschnittlich 230 Mitarbeitern einen Umsatz von rd. 100 Mio. €. Zur Ausschöpfung guter Marktpotenziale in der Verpackungsindustrie plant das Unternehmen die Inbetriebnahme einer neuen Wellpappenrohpapiermaschine für das Jahr 2016 mit einer Jahreskapazität von 250.000 Tonnen – dies entspricht etwa einer Verdoppelung der jetzigen Produktionskapazität. Das Gesamtinvestitionsvolumen hierfür beträgt rd. 100 Mio. €.



Neubau Papierfabrik SCHOELLERSHAMMER

Ausgangspunkt der Beratertätigkeit von hahn,consultants im Jahr 2014 war die Erstellung eines Businessplans und einer integrierten Finanzplanung, um die geplante Wachstumsstrategie der Papierfabrik SCHOELLERSHAMMER unter Berücksichtigung einer adäquaten Finanzierungsstruktur abzubilden. Durch eine Kombination verschiedenster Finanzierungsbausteine – von Mezzanine-Kapital über die Aufnahme eines neuen strategischen Investors und die Einführung von Leasing bis hin zur Strukturierung eines Investitionsdarlehens in Form eines Konsortialkredits – konnte eine solide und eigenkapitalstärkende Finanzierungsstruktur für das Investitionsvorhaben umgesetzt werden. Ziel war es, die Finanzierungsstruktur so auszugestalten, dass Stabilität, Wirtschaftlichkeit und Flexibilität – unter Berücksichtigung der Gesellschafterinteressen – in einem für dieses Vorhaben geeigneten Verhältnis zueinander stehen.

Das Gespräch führten wir mit der Geschäftsführung der Papierfabrik SCHOELLERSHAMMER, den Herren Bernd Scholbrock (Bereich Markt), Alexander Stern (Bereich Finanzen) und Armin Vetter (Bereich Technik).

h,c: Können Sie den Markt für Wellpappenrohpapier und die sich aus der aktuellen Marktsituation ergebenden Chancen kurz beschreiben?

Bernd Scholbrock: Wellpappenrohpapier ist das wichtigste Halbzeug zur Herstellung von Wellpappenverpackungen. Nachhaltige Megatrends in der modernen Gesellschaft, insbesondere der boomende Internethandel, bescheren der Wellpappenindustrie seit Jahren stabile Wachstumsraten. SCHOELLERSHAMMER nimmt diese Entwicklung dadurch wahr, dass wir seit Jahren unsere Kapazität von 225.000 Jahrestonnen trotz Produktivitätssteigerungen über dem Limit auslasten, ohne der Nachfrage

der Kundschaft genügen zu können. Die bestehende (und einzige) Papiermaschine (PM 5) ist ausgereizt. Dies hindert uns, am Marktpotenzial in angemessener Form teilzuhaben, und schwächt unsere derzeitige Marktpositionierung in der Kundschaft, die gezwungen ist, ihr Wachstum mit unserem Wettbewerb zu gestalten. Daher investiert SCHOELLERSHAMMER jetzt in eine zweite Papiermaschine (PM 6) mit einer Kapazität von 250.000 Jahrestonnen.

h,c: Wie hat sich die Papierfabrik SCHOELLERSHAMMER auf die Umsetzung der Investition vorbereitet?

Bernd Scholbrock: SCHOELLERSHAMMER beschäftigt sich bereits seit einiger Zeit mit dem Gedanken, in eine zweite Papiermaschine zur Wellpappenrohpapierproduktion zu investieren. In 2008/2009 gab es konkrete Überlegungen, ein neues Werk „auf der grünen Wiese“ in der Nähe von Weisweiler zu errichten. Wir haben uns aber seinerzeit gegen diese Investition entschieden. Ein Grund war, dass sich damals die gesamtwirtschaftliche Lage eingetrübt hat. Ein weiterer und letztlich auch entscheidender >>

WACHSTUM

Grund war aber die Erkenntnis, dass eine Investition in eine neue Papiermaschine am eigentlichen Standort des Unternehmens in Düren viele Synergien birgt und vorteilhafter ist als eine Investition „auf der grünen Wiese“.

Um die Investition heute am Standort Düren umsetzen zu können, hat SCHOELLERSHAMMER in den vergangenen Jahren eine Reihe von Vorarbeiten geleistet. Einerseits gehörte dazu, dass alle notwendigen Genehmigungen für den Ausbau des Standorts in Düren (z. B. Anpassung des Flächennutzungsplans) eingeholt wurden. Andererseits wurde in den letzten Jahren im Rahmen der Markt-

und Kundenbearbeitung konsequent das strategische Ziel verfolgt, einen Rahmen für den Absatz einer künftig doppelt so hohen Produktionsmenge zu schaffen. So konnte etwa die Exportquote auf rd. 50 % erhöht und zudem konnten neue Brückenköpfe im In- und Ausland mit entsprechenden Bedarfen an Wellpappenroh papier geschaffen werden.



Papiermaschine

h,c: Vor welchen konkreten Herausforderungen standen Sie bezogen auf die Umsetzung der Investition?

Bernd Scholbrock: Der Ursprung der Papierfabrik SCHOELLERSHAMMER liegt in der Produktion und dem Vertrieb von Feinpapieren. Wellpappenroh papier produziert das Unternehmen erst seit Anfang der 1960er Jahre, wobei 2014 bereits 85 % des Unternehmensumsatzes mit diesem Geschäftsbereich erzielt wurden. Der Markt für Feinpapiere ist in den vergangenen Jahren immer mehr zurückgegangen, wodurch letztlich auch die Produktion immer unrentabler wurde. Zeitgleich mit der Entscheidung, das Investitionsvorhaben in 2015 umzusetzen, sind die Verluste der Feinpapiersparte in 2014 noch einmal gestiegen. Bevor wir uns also intensiv mit der Investition beschäftigen konnten, musste zunächst eine Entscheidung über die Sparte Feinpapier getroffen werden.

Gemeinsam mit hahn,consultants wurde deshalb eine dezidierte Rentabilitätsbetrachtung des Bereichs Feinpapier zwischengeschaltet. Am Ende dieser Analyse stand fest, dass die Investition in die PM 6 nur mit der Schließung des Feinpapierbereichs einhergehen kann – dies insbesondere vor dem Hintergrund der künftig zu erwartenden steigenden Verluste des Feinpapierbereichs und der Auswirkungen auf die Eigenkapital-

basis. Zusammen mit hahn,consultants wurde ein Schließungskonzept erarbeitet, in dessen Kern ein Transfermodell stand, das es uns ermöglichte, einen Großteil der bislang im Bereich Feinpapier eingesetzten Mitarbeiter zu einem späteren Zeitpunkt für den Betrieb der PM 6 einzusetzen.

Unter Berücksichtigung der sich aus diesem Schließungskonzept ergebenden Kosten und der gemeinsam mit h,c validierten Kosten des Investitionsvorhabens bestand Transparenz über Höhe und Struktur der Mittelabflüsse im Planungszeitraum. Dies war Grundlage für unternehmerische Entscheidungen basierend auf einer detaillierten integrierten Finanzplanung. Diese diente auch potenziellen Finanzierungspartnern als wichtige Entscheidungsgrundlage.

h,c: Wie konnte hahn,consultants Sie bei der Finanzierung Ihres Investitionsvorhabens konkret unterstützen?

Alexander Stern: In einem ersten Schritt haben wir gemeinsam mit hahn,consultants die Wachstumsstrategie und die sich vor dem Hintergrund der notwendigen Teilbereichsschließung ergebende strategische Neuausrichtung von SCHOELLERSHAMMER erarbeitet und abgestimmt. Diese Informationen wurden dann detailliert in einen Businessplan überführt, welcher später für die Vorstellung der Papierfabrik SCHOELLERSHAMMER und ihres Investitionsvorhabens bei potenziellen Finanzierungspartnern verwendet wurde. »

WACHSTUM

Um Transparenz über die finanzwirtschaftlichen Auswirkungen dieser Entscheidung zu erhalten, wurde die Unternehmensentwicklung in einer mehrere Planjahre umfassenden integrierten Finanzplanung abgebildet. Ziel war es, eine auf die Besonderheiten des künftigen Geschäftsmodells und die Höhe der Investition abgestimmte „geschäftsmodelladäquate Finanzierungsstruktur“ zu entwickeln. Mit Blick auf Stabilität und Flexibilität der Finanzierung standen dabei neben den künftig erwarteten Cashflow-Profilen auch Auswirkungen auf Bilanzrelationen im Fokus. Dies war uns besonders wichtig, da die Finanzierung auch bei planabweichenden Entwicklungen (Sensitivierung) nicht ins Ungleichgewicht geraten soll.

Ergebnis dieser „geschäftsmodelladäquaten Finanzierungsstruktur“ ist ein breiter Mix an Finanzierungsinstrumenten, der neben Eigenmitteln der Unternehmung, neuem Eigenkapital und Mezzanine-Kapital auch ein Konsortialdarlehen und einen Leasingbaustein umfasst.

Um eine bessere Ausgangsposition für die Verhandlung mit Banken zu schaffen, stand zunächst die Stärkung der Eigenkapitalbasis im Mittelpunkt. Gemeinsam mit hahn,consultants konnte ein passender strategischer Investor aus der Papierindustrie integriert werden – nicht zuletzt durch die gelungene Moderation von Herrn Hahn. Durch die zusätzliche Aufnahme von Mezzanine-Kapital in Form einer stillen Beteiligung durch ein von der NRW.Bank geführtes Konsortium konnten wir unsere Eigenkapitalbasis nochmals deutlich verbessern. Auch hier hat hahn,consultants die entsprechenden Kontakte hergestellt und uns z. B. bei der im Rahmen einer Mezzanine-Finanzierung üblichen Due Diligence unterstützt.

h,c: Welchen über die Finanzierungsstrukturierung hinausgehenden Mehrwert konnte hahn,consultants liefern?

Alexander Stern: Mit der Schließung des Feinpapierbereichs und des dadurch notwendigen Umbaus des Unternehmens mussten eine Reihe betriebswirtschaft-

licher, insbesondere personalwirtschaftlicher Entscheidungen getroffen werden. In dieser Situation war es besonders wertvoll, mit h,c einen Partner an der Seite zu haben, der über eine hohe Restrukturierungskompetenz verfügt.

Im Rahmen der Investitionsfinanzierungen rückt auch ein regelmäßiges Reporting der aktuellen Geschäftszahlen in den Vordergrund. Durch den Aufbau eines flexiblen Plan- und Berichtswesens hat hahn,consultants entscheidend dazu beigetragen, dem Management der Papierfabrik

SCHOELLERSHAMMER und den Finanzierungspartnern zeitnah ein aussagekräftiges Controlling zur Verfügung zu stellen. So können wir Planabweichungen früh erkennen und mit gezielten und schnell umsetzbaren Maßnahmen gegensteuern.



Bernd Scholbrock, Alexander Stern und Armin Vetter, Geschäftsführer Papierfabrik SCHOELLERSHAMMER

h,c: Was sind die wichtigsten Erkenntnisse aus dem Investitionsvorhaben?

Armin Vetter: Zunächst war eine solide, detaillierte Beschreibung und Planung des Vorhabens im Rahmen eines Businessplans wichtig, um potenziellen Finanzierungspartnern anschaulich darzustellen, welche Chancen das Projekt für alle beteiligten Interessen bietet. hahn,consultants stand uns bei wichtigen Terminen mit Banken und weiteren Finanzierungspartnern immer zur Seite und trug wesentlich dazu bei, schnell die Basis für eine vertrauensvolle und transparente Zusammenarbeit aller Beteiligten zu schaffen. So konnten wir uns schwerpunktmäßig weiter auf unser operatives Geschäft und die konkrete Umsetzung der Investition konzentrieren.

Entscheidend für den Erfolg ist aus unserer Sicht das gemeinschaftliche und konsequente Vorgehen aller Beteiligten. Dabei hat hahn,consultants in der Rolle eines Sparringpartners und Problemlösers sowohl mit Fachkompetenz als auch mit individuell abgestimmten Lösungen überzeugt – und dies bei sowohl unternehmensinternen als auch -externen Fragestellungen. »

UNTERNEHMENSNACHFOLGE

Praxisorientierte Unternehmensbewertung im Mittelstand unter Berücksichtigung der qualitativen Besonderheiten mittelständischer Unternehmen

Die notwendige Regelung der Unternehmensnachfolge ist nach wie vor bei vielen mittelständischen Unternehmen in Deutschland ein aktuelles Thema, bei dem regelmäßig auch die Frage nach der Höhe des Unternehmenswerts zu beantworten ist. Aber auch im Rahmen eines strategischen Ver- und Zukaufs oder einer Fusion ist es besonders wichtig, den Wert des eigenen Unternehmens zu kennen, um sich somit strategisch klar in Verhandlungsgesprächen positionieren zu können.

Nachfolgend werden typische Hürden, die regelmäßig bei der Unternehmensbewertung im Rahmen eines Unternehmensverkaufs zwischen Käufer und Verkäufer im Mittelstand auftreten, behandelt.

Die Bewertungsmethoden

Unternehmen werden heutzutage in der Regel auf Basis von Ertragswertverfahren, d. h. auf Basis der zukünftig erwarteten Erträge, bewertet. Substanzwertverfahren, d. h. die Bewertung einzelner Wirtschaftsgüter, werden normalerweise zur Ermittlung von Liquidationswerten angewendet. Mischverfahren, wie z. B. das Stuttgarter Verfahren nach steuerlichen Vorschriften, spielen in der Praxis zur Bewertung von Unternehmen keine wesentliche Rolle. Ein umfassender Überblick zu den Methoden sowie auch zu ihrer jeweiligen Anwendung ist detailliert in dem Standard S 1 des Instituts Deutscher Wirtschaftsprüfer (IDW) zu finden.

Überblick wesentlicher Bewertungsmethoden	
Substanzwerte	Zukünftige Erträge (Ertragswertverfahren)
Einzelne Vermögensgegenstände & Schulden	Multiplikatoren, z. B. Discounted Cashflow, Ertragswert

Jedoch was ist inhaltlich unter dem für Unternehmensbewertungen relevanten Ertragswertverfahren zu verstehen? Ein plakatives Beispiel zur Verdeutlichung: Ein Investor hat 100 Euro zur Verfügung und kann diese zu 10 % p.a. im Rahmen einer Investitionsmöglichkeit anlegen – somit hätte er nach einem Jahr ein Vermögen von 110 Euro zur Verfügung. Hieraus ist ableitbar, dass die dem Investor in einem Jahr als Vermögen zur Ver-

fügung stehenden 110 Euro zum heutigen Zeitpunkt 100 Euro wert sind. Der Ertrag aus dieser Investitionsmöglichkeit umfasst insofern 10 Euro in einem Jahr.

Übertragen auf die Unternehmensbewertung bedeutet das, dass die zukünftig erwarteten Erträge im Rahmen einer Barwertberechnung auf den Bewertungsstichtag – in der Regel heute – abgezinst werden. Allerdings nicht einmalig, sondern die sämtlich in der Zukunft erwarteten jährlichen Erträge, da gewöhnlich davon ausgegangen wird, dass das zu bewertende Unternehmen nachhaltig in der Zukunft am Markt positioniert und wirtschaftlich aktiv bleibt.

Die anzusetzenden Erträge

Hürde 1: Häufig erfolgt in der Praxis bei der Diskussion über den Wert eines Unternehmens insbesondere durch den Verkäufer der Hinweis, dass das Unternehmen in der Vergangenheit eine wirtschaftlich attraktive Rendite erbracht habe. Diese Einschätzung widerspricht jedoch dem oben dargestellten Prinzip bzw. auch der altbewährten Regel „Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts“. Allein maßgeblich für die Bewertung eines Unternehmens sind seine zukünftig erwarteten finanziellen Überschüsse bzw. Free Cashflows. Diese werden aus einer integrierten Finanzplanung (Ertrags-, Bilanz- und Liquiditätsplanung), die die markt-, leistungs- und finanzwirtschaftlichen Verhältnisse des Unternehmens für die Zukunft abbildet, abgeleitet. Eine solche integrierte Finanzplanung stellt die optimale Basis für die Bewertung eines Unternehmens dar, weil dabei die relevanten Werttreiber einzeln und transparent sowie plausibel dargestellt werden können. Die wirtschaftliche Historie des zu bewertenden Unternehmens dient lediglich zur Plausibilisierung der integrierten Finanzplanung.

Hürde 2: Eine weitere Problematik bei der Unternehmensbewertung stellt die Abgrenzung des Bewertungsobjekts selbst dar. Bei der Frage nach den Wertvorstellungen des Unternehmers wird häufig die Aussage getroffen, dass der Wert des Unternehmens mit seinen wirtschaftlichen Erträgen X Euro sowie der Wert der Betriebsimmobilie zusätzliche Y Euro betrage – und somit der Gesamtwert des Unternehmens X plus Y ausmache. Dieser Ansatz ist regelmäßig methodisch falsch, da eine Ertragswertbetrachtung bereits immer das sogenannte »

UNTERNEHMENSNACHFOLGE

betriebsnotwendige Vermögen mit beinhaltet – es wird also nicht zusätzlich noch einmal gesondert bewertet. Die Immobilie eines Unternehmens ist in der Regel betriebsnotwendig. Wäre die Immobilie nicht vorhanden, könnte das Unternehmen auch nicht mit seinen Prozessen operativ tätig sein. Ist insofern die separate Realisierung des Wertes der Betriebsimmobilie angestrebt ohne eine Lösung für die Fortführung des operativen Geschäfts, wäre eine betriebliche Stilllegung des Unternehmens die Konsequenz. Ein vereinfachtes Beispiel hierzu ist der Autokauf: Der Käufer erwirbt das Auto im Ganzen – den Motor bezahlt er normalerweise nicht zusätzlich separat. Wäre es das Ziel des Verkäufers, den Motor getrennt vom Auto zu verkaufen, würde der Kaufpreis für das verbleibende restliche Auto entsprechend reduziert ausfallen. Gleiches gilt im übertragenen Sinne für die Betriebsimmobilie des zu bewertenden Unternehmens. Bei dem Ziel der Fortführung des operativen Geschäfts des Unternehmens am selben Standort müsste die Betriebsimmobilie beispielsweise zukünftig gemietet werden. Insofern fielen die wirtschaftlichen Erträge des Unternehmens zukünftig entsprechend um den Mietaufwand reduziert aus.



Hürde 3: Häufig ist die Ertragslage eines Unternehmens durch die persönliche Sphäre des Unternehmers wesentlich wirtschaftlich beeinflusst. Regelmäßig ist im Rahmen der Verhandlungen zum Unternehmenskauf die Frage nach der Angemessenheit der Entlohnung des Unternehmers zu beantworten. Erschwert wird diese Fragestellung bei Personengesellschaften, da hier oftmals durch Privatentnahmen des Unternehmers eine für den Käufer weniger transparente Ausgangsbasis im Vergleich zu Kapitalgesellschaften vorliegt. Für die Zwecke der Unternehmensbewertung ist in der Regel zusätzlich das Gehalt eines externen Geschäftsführers kalkulatorisch zu berücksichtigen, um im Rahmen der Wirtschaftlichkeitsanalyse die Vergleichbarkeit der Erträge beispielsweise mit einer Kapitalgesellschaft als Alternativinvestition zu ermöglichen. Aus der Perspektive des Unternehmers kommt es hierbei somit zu einer Vermischung des Gehalts sowie der eigentlichen bewertungsrelevanten Erträge.

Der anzusetzende Zinssatz

Der anzusetzende Zinssatz im Rahmen der Barwertermittlung der Erträge bemisst sich nach der Alternativanlage (betriebswirtschaftliche Opportunität), denn bewerten heißt insbesondere vergleichen. Vereinfacht wird hier die Frage zugrunde gelegt, zu welchem (erwarteten) Zinssatz der Käufer sein Vermögen heute alternativ zum Unternehmenskauf anlegen könnte.

Aktuelle Studien zeigen, dass die Renditeerwartung bei Investitionen in börsennotierte Aktiengesellschaften (z. B. DAX, MDAX etc.) im Schnitt bei ca. 8,5% vor persönlichen Steuern des Investors liegt (sogenannte Markrendite). Soweit in einzelne Unternehmen investiert wird, bestehen unternehmensspezifische Chancen und Risiken, die durch eine Erhöhung des der Bewertung zugrunde zu legenden Zinssatzes berücksichtigt werden.

Hürde 4: Regelmäßig stellt sich beim Unternehmenskauf dem Investor die Frage nach der Übertragbarkeit des Unternehmenswerts und insbesondere danach, welche Bedeutung der Unternehmer selbst als Person für das Unternehmen hat – stellt er im Mittelstand doch regelmäßig die Schlüsselperson eines Unternehmens dar. Was passiert mit Blick auf z. B. Kundenkontakte, Know-how, Mitarbeiterführung etc., wenn er nach einem Unternehmensverkauf das Unternehmen verlässt? Um dieses Risiko im Rahmen der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen, argumentiert der Investor in der Praxis oftmals einen Zuschlag beim in der Barwertermittlung anzusetzenden Zinssatz. Die Fragestellung der Abhängigkeit von Schlüsselpersonen kann jedoch bis hin zu einer fehlenden Veräußerbarkeit des Unternehmens selbst führen.

Um der Diskussion der Wertminderung des Unternehmens aufgrund des Risikos der Personenabhängigkeit als Unternehmenseigentümer entgegenwirken zu können, empfiehlt sich die rechtzeitige Vorbereitung – spätestens drei bis fünf Jahre im Vorfeld der geplanten Transaktion – zur Schaffung von nachfolge- bzw. verkaufsfähigen Strukturen im Unternehmen durch einen gezielten >>

Impressum

Herausgeber: hahn,consultants gmbh
Memeler Straße 30, 42781 Haan
Telefon: 02129 557310, Fax: 02129 557311

hahn,consultants gmbh
Lister Straße 9, 30163 Hannover
Telefon: 0511 89939910, Fax: 0511 89939911

hahn,consultants gmbh
Maximilianstraße 35 a, 80539 München
Telefon: 089 212311410, Fax: 089 212311411

hahn,consultants gmbh
Königstraße 10 c, 70173 Stuttgart
Telefon: 0711 91435810, Fax: 0711 91435811

hahn,consultants Interimsmanagement gmbh
Memeler Straße 30, 42781 Haan
Telefon: 02129 557310, Fax: 02129 557311

hahn,consultants mergers & acquisitions gmbh
Memeler Straße 30, 42781 Haan
Telefon: 02129 557310, Fax: 02129 557311

info@hahn-consultants.de
www.hahn-consultants.de

Verantwortlich: Holger Hahn, Executive Partner
Alle Rechte vorbehalten.

Fotoredaktion: hahn,consultants gmbh

Realisierung: Creativum Werbeagentur, Solingen
www.creativum.org

Auflage: 3.200 Exemplare

Der informer erscheint zweimal im Jahr. Bitte leiten Sie ihn an interessierte Kolleginnen und Kollegen weiter. Er ist auch als PDF erhältlich: www.hahn-consultants.de/informer

Stand: Februar 2016

