

Aktien, Fonds & Grünes Geld

Voriges Jahr wurden neun Solarunternehmen an Finanzinvestoren verkauft. Ein Beitrag von Volker Werner

Bewertung von Solarunternehmen



Volker Werner

Anschrift des Autors:
Gerner & Coll. GmbH
& Co. KG,
Sonnenberger Straße 9,
65193 Wiesbaden,
Tel. 0611/20571-25,
mobil: 0179/4556903,
E-Mail: volker.werner
@gerner-coll.com,
www.gerner-coll.com

Nach dem starken Wachstum des Solarsektors im vergangenen Jahr kann man neben der steigenden Zahl an Unternehmensneugründungen auch eine verstärkte Konsolidierung etablierter Unternehmen feststellen. Diese Konsolidierung findet vorwiegend im Bereich mittelständischer Marktteilnehmer statt, die sich zur Verbreiterung der Produktpalette oder zur Vergrößerung der Reichweite in ihrem Kerngeschäft zu größeren Einheiten zusammenschließen. Die effiziente Abwicklung in Zusammenhang mit einer von beiden Seiten akzeptablen Bewertung ist Voraussetzung für das Gelingen einer solchen Transaktion.

Der weltweite Solarmarkt ist von zweistelligen Wachstumsraten gekennzeichnet. Immer mehr Unternehmen der traditionellen Energieerzeugung steigen in die saubere Technik der Nutzung des Sonnenlichts ein, während bereits etablierte Firmen ihre Kapazitäten weiter ausbauen. Die Zahl der Unternehmensveräußerun-

seine Nachfolge zu regeln und das eigene Unternehmen zu einem strategisch guten Zeitpunkt in andere Hände zu übergeben. Neben den technischen Details spielt die Bewertung des zu veräußernden Unternehmens eine essenzielle Rolle für den erfolgreichen Abschluss einer Transaktion. In der Praxis scheitern Transaktionen insbesondere bei eigentümergeführten Unternehmen an der oft unrealistischen Erwartungshaltung der Verkäufer bezüglich des erwarteten Verkaufserlöses.

In der Praxis stehen verschiedene Verfahren zur Bewertung von Unternehmen zur Verfügung:

- Multiplikatorenverfahren setzen am Aktienmarkt notierte Unternehmen beziehungsweise Unternehmenswerte, die beim Verkauf von Vergleichsunternehmen erzielt wurden, ins Verhältnis zum Umsatz sowie zum Ergebnis. Dieses Verfahren ist theoretisch nicht fundiert und hat den Nachteil, dass die Verfügbarkeit von alternativen Unternehmens-

nur eine Approximation darstellen können. Der Bewerter muss darüber hinaus unternehmensspezifische Faktoren wie Profitabilität, Wachstum, Unternehmensgröße und Produktinnovation in sein Kalkül einschließen. Überdurchschnittlich hohe Multiplikatoren im Vergleich zu anderen Branche implizieren, dass zukünftiges Wachstum bereits im Unternehmenswert und Kaufpreis berücksichtigt ist, dieser aber auf eine aktuelle oder historische Bezugsgröße (zum Beispiel Umsatz, Ebit) angewandt wird.

- Bei der Bewertung mit Hilfe des Discounted-Cash-Flow-Verfahrens (DCF) werden die zukünftig erwarteten Zahlungsmittelüberschüsse mit dem risikoadäquaten Zins auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst. Dieses Verfahren ist präziser, aber auch arbeitsaufwändiger als die Multiplikatormethode. Bei diesem Verfahren benötigt der Bewerter einen Einblick in die detaillierte Finanzplanung des Zielunternehmens. Zu-

Umsatz- und EBIT Multiplikatoren im Bezug auf den Unternehmenswert

Multiplikator auf Basis...	Umsatz			EBIT		
	von	bis	Median	von	bis	Median
... von Vergleichsunternehmen	0.8x	4.1x	1.3x	13.6x	25.5x	15.8x
... von Vergleichstransaktionen	0.7x	2.6x	1.4x	8.6x	20.2x	12.1x

Quelle: Gerner & Coll.

Tabelle 1: Durchschnittliche Multiplikatoren von Unternehmen der Solarbranche.

gen im Solarsektor in Deutschland hat in den letzten Jahren stark zugenommen. Während im Jahr 2003 sieben Transaktionen in Form von Fusionen oder Unternehmensverkäufen stattfanden, erhöhte sich diese Zahl im Jahr 2005 bereits auf 21 Transaktionen.

Die Gründe für eine Konsolidierung sind in diesem Marktumfeld vielfältig. Sie reichen von der Finanzierung des eigenen Wachstums, dem erwarteten Zugewinn von Marktanteilen, der Zusammenführung komplementärer Produkte und Dienstleistungen bis hin zum Kalkül des Unternehmers,

daten, die mit dem Zielunternehmen vergleichbar sind, nur sehr limitiert ist. Daneben erlauben Multiplikatorenverfahren nur eine statische Betrachtung und berücksichtigen nur sehr eingeschränkt das überdurchschnittliche Wachstum der Solarbranche. Die Tabelle 1 zeigt durchschnittliche Multiplikatoren von Unternehmen der Solarbranche auf Basis von Vergleichsunternehmen und Vergleichstransaktionen der letzten Jahre im Verhältnis zum Umsatz und Ebit (Gewinn vor Zinsen und Steuern). Es ist zu beachten, dass diese Multiplikatoren

dem liegt die Schwierigkeit in der Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Markt- und Geschäftsentwicklung.

- Finanzinvestoren verwenden aufbauend auf dem DCF-Verfahren ein Leveraged-Buy-Out-Modell (LBO) zur Ermittlung ihres maximal möglichen Kaufpreises bei gegebener Renditeanforderung an das in der Transaktion eingesetzte Eigenkapital und den durch externe Finanzierungspartner maximal zu finanzierenden Fremdkapitalanteil.

Die Herangehensweise an Bewertungsfragen differiert in Abhängigkeit

von der Motivation der potenziellen Käufer. Als Konsolidierer im Solar-sektor sind sowohl strategische Investoren als auch Finanzinvestoren aktiv. Gründe für eine Akquisition liegen für strategische Investoren in der Regel im erweiterten Zugang zum Kunden, der Erschließung eines Marktsegments oder neuer Technologien sowie in der Realisierung von Synergien durch Kosteneinsparung. Da der zu erwerbende Wettbewerber und dessen Anlagen oft schon im Vorfeld gut eingeschätzt werden können, ist der Umfang der so genannten Due-Diligence-Prüfung überschaubar. Grobe Näherungen an Bewer-

tungsfragen können von potenziellen Käufern oft über Multiplikatorverfahren approximiert werden, sollten im Rahmen der Due-Diligence aber mit Hilfe eines detaillierten Discounted-Cash-Flow-Modells verifiziert werden. Zusätzlich dient die Prüfung zur Identifikation anderer wertrelevanter Faktoren.

Als zweite potenzielle Erwerbergruppe treten seit einigen Jahren auch in Deutschland verstärkt Finanzinvestoren auf. Im Jahr 2005 wurden in Deutschland neun Unternehmen der Solarbranche an Finanzinvestoren veräußert. Klassische Finanzinvestoren, auch Private-Equity-Gesellschaften genannt, investieren überwiegend in profitable Zielunternehmen mit stetigen Cash-Flows. Die Finanzierung des Kaufpreises wird neben einer Eigenkapitaltranche zum Großteil über eine Fremdfinanzierung dargestellt. Erwirtschaftete Cash-Flows werden zur Tilgung der Akquisitionsfinanzierung verwendet. Die Rendite erwirtschafteten Finanzinvestoren dann im Rahmen des Verkaufs, der normalerweise nach einer Halteperiode von

drei bis fünf Jahren angestrebt wird. Da diese Investoren außer einem Sitz im Beirat in der Regel keine Managementkapazität bereitstellen, ist das Interesse an der Schaffung von Anreizstrukturen im Rahmen einer Beteiligung des Managements am Kapital der Gesellschaft (oft zu Vorzugsbedingungen) und einer Rückbeteiligung des Veräußerers mit einem Minderheitenanteil groß. Ein Erwerb des Zielunternehmens ist für Finanzinvestoren rein finanziell motiviert. Die Wertfindung des zu erwerbenden Unternehmens basiert entsprechend allein auf den zukünftig erwarteten Zahlungsmittelüberschüssen. Limitierende Faktoren sind die Mindestrenditeerwartungen des Finanzinvestors an das eingesetzte Eigenkapital. Private-Equity-Gesellschaften sind aus diesem Grund bestrebt, einen möglichst hohen Anteil des Kaufpreises durch Fremdkapital zu finanzieren und den Restbetrag über Eigenkapital aufzufüllen. Insbesondere bei stark wachsenden Branchen wie dem Solarsektor stellt sich hier allerdings das Problem, dass Unternehmenswerte aufgrund des steigenden Marktwachstums stark von zukünftigen Ertragserwartungen beeinflusst werden, Fremdkapitalgeber jedoch aufgrund ihrer konservativen Kredit-

Ich kann gar nicht glauben, dass ich nur einmal 1.000 € investieren muss, um in 5 Jahren ein Kraftwerk zu besitzen, mit dem ich monatlich 1.000 € verdienen kann. Schicken Sie mir deshalb umgehend Unterlagen!

Name: _____

Adresse: _____

Coupon bitte schicken an: LESA Maschinen GmbH,
Pasewaldstraße 7, 14169 Berlin, Tel. 030 / 805 822 50,
Fax 030 / 805 822 51, www.lesa-maschinen.de




Aus Wind wird Strom – willkommen bei WindStrom

Wir projektieren, errichten und betreiben Ihre Windparks.

WindStrom Betriebs- und Verwaltungs-GmbH

Technische Betriebsführung

- Fernüberwachung 365 d/a, Hotline 16 h/d
- Koordination im Störfall
- Detaillierte Inspektion vor Ort
- Condition Monitoring Systeme
- Rahmenverträge mit Herstellern und Versicherern

Am Torfstich 11, 31234 Edemissen
Fon: 0 51 76/92 04 - 0
Fax: 0 51 76/92 04 - 10
E-mail: info@windstrom.de
Internet: www.windstrom.de

WindStrom
Betriebs- und Verwaltungs-GmbH

Wir versichern sie,
natürlich Ihre Windenergieanlage mit **Komplett-Schutz:**
(Haftpflicht, Allgefahren mit Ertragsausfall usw.)
aber auch Ihre - Solaranlage, - Biogasanlage
- Blockheizkraftwerke und
- Spezial-Rechtsschutz für Windenergieanlagenbetreiber
und wie immer, zu enorm günstigen Beiträgen !

Wie schon gesagt:.....**Wir versichern Sie !**
Testen Sie uns,rufen Sie einfach an !
Wir suchen und vermitteln: gebrauchte WEA, Standplätze und Beteiligungen

Ulrich van Ellen
Versicherungen - Immobilien - Versteigerungen
Auktionator Maklerbüro
26605 Aurich - Timmeler Str. 16 - Tel. 04941 - 99 033 - Fax 99 03 59
unabhängig und frei - zuverlässig und fair

Genusskapital

9,5%*

* Grundlage ist allein der Emissionsprospekt der SEG Salzkottener Energie Gesellschaft AG

- 7,0 % Zins für Genussschein
- 2,5 % Gewinnbeteiligung
- Investment in regenerative Energie
- Planungsrisiken externalisiert

Geseker Str. 5 Tel. 05258 / 9356600
www.seg-ag.de D-33154 Salzkotten Fax 05258 / 9356677

vergabekriterien in der Regel auf Basis historischer Unternehmenszahlen finanzieren. Dies führt zur Notwen-

prozesses sorgt. Eine gute Vorbereitung der Ansprache potenzieller Investoren ist ein wesentlicher Erfolgsfak-

genannten Informationsmemorandums, das alle relevanten Informationen für potenzielle Käufer zur Abgabe eines ersten, nicht bindenden Angebots enthalten sollte. Im Rahmen der Due-Diligence-Phase müssen alle wertbestimmenden Faktoren für potenzielle Käufer aufbereitet werden und das Management auf die Vermarktung des eigenen Unternehmens vorbereitet werden. Dazu ist es notwendig, bereits frühzeitig für einen Einklang der Interessen von Management und Veräußerer zu sorgen. Aufgrund der systematischen Herangehensweise in einem solchen strukturierten Veräußerungsprozess wird die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen Kaufvertragsabschlusses maximiert. Auch wenn sich schon relativ früh ein möglicher Käufer herauskristallisiert, ist es zur Aufrechterhaltung des Wettbewerbs sinnvoll, mit mehreren potenziellen strategischen Interessenten und Finanzinvestoren aus dem In- und Ausland zu verhandeln. ■

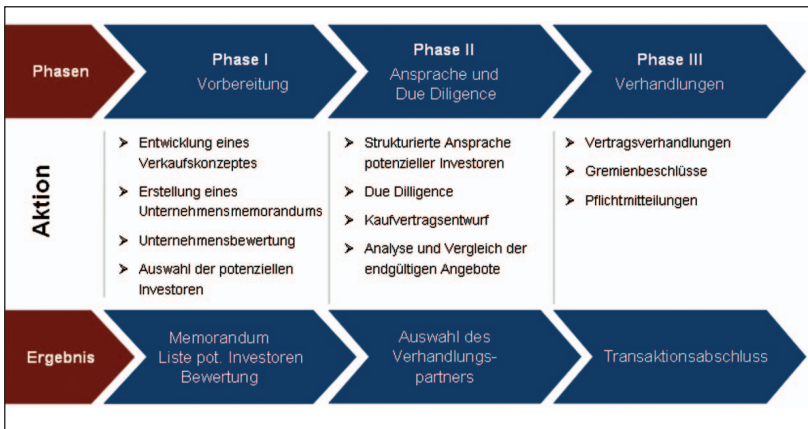


Abbildung 1: Phasen des Unternehmensverkaufs

digkeit höherer Eigenkapitalanteile, was wiederum die Attraktivität des Investments aus Sicht des Finanzinvestors schmälern kann. Da die Herleitung der Kaufpreisangebote von Finanzinvestoren im Unternehmenskaufprozess nach dem gleichen Muster erfolgt, werden in einem strukturierten Verkaufsprozess die Kaufpreisangebote unterschiedlicher Finanzinvestoren nicht signifikant differieren. Schwieriger als die rein theoretische Ableitung ist die Umsetzung der Transaktion und die Erzielung des Zielunternehmenswertes beziehungsweise des Kaufpreises.

Die Veräußerung eines Unternehmens ist für viele mittelständische Unternehmer eine einmalige Gelegenheit, die aus diesem Grund sorgfältig geplant werden muss. Auch ein realistisches Bild der Transaktionsstruktur und der Höhe des zu erzielenden Kaufpreises muss in einem frühen Stadium feststehen. In der Praxis stellen wir immer wieder fest, dass Unternehmer in bilaterale Verhandlungen einsteigen, die sich sehr lange hinziehen oder mit suboptimalen Ergebnissen für den Verkäufer aufgrund der oft unterschiedlichen Prozess Erfahrung der beiden Parteien und der geringen Wettbewerbsintensität enden. Daneben wird von Veräußerern der enorme zeitliche und organisatorische Aufwand eines Unternehmensverkaufs meist unterschätzt.

Teilweise werden aus Gründen der Vertraulichkeit Gespräche mit offensichtlichen Kaufinteressenten gar nicht erst aufgenommen. Dieses Dilemma kann man am ehesten unter Einschaltung eines zwischengeschalteten Beraters umgehen, der zur Wahrung der Interessen des Veräußerers für einen strukturierten und wettbewerbsintensiven Ablauf des Verkaufs-

tor zur Maximierung des Kaufpreises. Dazu gehören die sorgfältige Auswahl der wahrscheinlichsten strategischen Investoren und Finanzinvestoren sowie die akkurate Erstellung eines so

Bioenergiedorf Mauenheim

Biogas, moderne Holzenergie, Photovoltaik:
**Mauenheim wird das erste Dorf in
Baden-Württemberg, das sich vollständig aus
heimischer erneuerbarer Energie versorgt.**

Investieren Sie ökologisch sinnvoll und
ökonomisch solide.
Fordern Sie unser Beteiligungsprospekt an!
box@solarcomplex.de

solarcomplex:

solarcomplex GmbH, Ekkehardstraße 10, 78224 Singen, Tel.07731-8274-0
box@solarcomplex.de, www.solarcomplex.de

**Aktien, Fonds
& Grünes Geld**