

„Was bleibt.“

Ein Leitfaden für Unternehmer, die über Nachfolge nachdenken
von Thomas Esletzbichler

Ein ehrliches Wort vorab.

Dieses Dokument ist kein Verkaufsprospekt. Es ist auch keine wissenschaftliche Abhandlung.

Es richtet sich an Unternehmerinnen und Unternehmer, die ihr Lebenswerk mit Verantwortung weitergeben möchten – sei es in den nächsten Jahren oder irgendwann später.

Der Unternehmensverkauf ist kein einfacher Schritt. Er betrifft nicht nur Zahlen, sondern Menschen, Geschichte und Haltung. Und genau deshalb braucht er Ruhe, Klarheit – und Respekt.

Ich habe dieses Papier geschrieben, um Orientierung zu geben. Aus eigener Erfahrung, aus vielen Gesprächen, und aus dem Wunsch heraus, den Mittelstand in Österreich langfristig zu stärken.

Wenn Sie über Nachfolge nachdenken – ob konkret oder noch ganz am Anfang – dann finden Sie auf den nächsten Seiten Gedanken, Hinweise und Fragen, die Ihnen vielleicht weiterhelfen.

Thomas Esletzbichler

Esletzbichler Investment Partners

Inhalt

1. Verkaufsmotivation
2. Warum das Thema Nachfolge drängt
3. Die emotionale Seite der Nachfolge
4. Typische Fehler beim Unternehmensverkauf
5. Käufertypen im Überblick
6. Unternehmensbewertung & Rendite
7. Bin ich bereit? – Eine kleine Checkliste
8. Wer ich bin – und warum ich das mache

1. Verkaufsmotivation

1.1. Die emotionale Bindung - beim Gedanken eines Verkaufs fühlt man sich unwohl

Als Unternehmer durchlebt man verschiedene Phasen – Höhen und Tiefen, Momente des Erfolgs und Krisenzeiten, in denen alles schief läuft. Es gibt Phasen, in denen man morgens voller Begeisterung ins Büro hüpfert, und solche, in denen man nachts aufwacht und sich die Sinnesfrage stellt. Doch eines haben all diese Phasen gemeinsam: Sie prägen nicht nur den Unternehmer, sondern auch seine Beziehung zum Unternehmen selbst. Jede einzelne Erfahrung verbindet uns emotional noch stärker mit dem, was wir aufgebaut haben.

Nicht jeder ist für das Unternehmertum geschaffen, und viele gehen daran tatsächlich zugrunde. Von außen betrachtet wirkt es oft einfach und lässig, doch nur wenige erkennen die harte, aber auch zutiefst erfüllende Arbeit, die dahintersteckt – den Schweiß, das Blut und auch die Freudentränen. Aber warum sollte es einfach sein? Wer sich dieser Herausforderung stellt, wird mit etwas belohnt, das unbezahlbar ist: Erfüllung.

Ein Unternehmen ist daher für den Inhaber – egal ob in erster, zweiter oder dritter Generation – mehr als nur eine wirtschaftliche Einheit. Es ist ein Lebenswerk. Neben dem finanziellen Wert besitzt es einen immensen immateriellen Wert. Deshalb ist ein Unternehmensverkauf in der Regel keine spontane Entscheidung, sondern wohlüberlegt und über längere Zeit geplant. Andernfalls könnte dies fatale emotionale Folgen haben.

1.2. Beweggründe für einen Unternehmensverkauf

Die Motivation für einen Verkauf ist so individuell wie der Unternehmer selbst. Dennoch lassen sich die häufigsten Beweggründe in folgende Kategorien einteilen:

1. **Freiheit:** Der Wunsch, das Leben mit neuen Inhalten zu füllen, die möglicherweise mit einer anderen Art von Verantwortung verbunden sind.
2. **Versprechen:** Ein gegebenes Versprechen an die Familie, in der Pension mehr Zeit mit den Liebsten zu verbringen.
3. **Kein Feuer mehr:** Nach Jahrzehnten unternehmerischer Tätigkeit ist die Motivation erloschen.
4. **Wachstum:** Der Verkauf eines Unternehmensteils, um stärker wachsen zu können.
5. **Organisation:** Das Unternehmen hat sich weiterentwickelt, der Gründer ist nicht mehr operativ tätig, sondern in einer Managementposition, die ihm keinen Spaß mehr macht.
6. **Timing:** Ein Berater hat darauf hingewiesen, dass jetzt der perfekte Zeitpunkt für einen Verkauf sei, um den höchstmöglichen Preis zu erzielen.
7. **Gesundheit:** Ärztlicher Rat, einen oder mehrere Gänge zurückzuschalten.
8. **Investor-Mindset:** Der Wunsch, das Kapital aus dem Unternehmensverkauf gewinnbringend anzulegen, anstatt weiter selbst operativ tätig zu sein.
9. **Risikovermeidung:** Der Wunsch, einer weiteren Rezession oder Krise nicht erneut ausgesetzt zu sein.

1.3. Warum Sie aus finanziellen Gründen Ihre Unternehmensanteile nicht verkaufen sollten

Vielleicht ist Ihnen in der obigen Liste ein Punkt aufgefallen, der fehlt: **Vermögen**. Das ist kein Zufall. Denn rein finanziell betrachtet stehen Sie langfristig oft besser da, wenn Sie Ihr erfolgreiches Unternehmen nicht verkaufen.

Das lässt sich einfach veranschaulichen:

Stellen Sie sich vor, Sie besitzen ein schuldenfreies Unternehmen, das seit Jahrzehnten stabil einen ausschüttbaren Gewinn nach Investitionen und Steuern von **500.000 EUR** pro Jahr erwirtschaftet. Sie überlegen, Ihr Unternehmen mit einem **Multiplikator von 5** zu verkaufen, was einem Verkaufserlös von **2,5 Mio. EUR** entspricht. Je nach steuerlicher Konstellation bleibt Ihnen davon ein gewisser Betrag übrig – für unser Beispiel gehen wir der Einfachheit halber davon aus, dass Sie die vollen **2,5 Mio. EUR** als Bankguthaben erhalten.

Nun vergleichen wir diese Situation mit einem Szenario, in dem Sie Ihr Unternehmen **nicht verkaufen**. Sie hätten zwar nicht sofort die **2,5 Mio. EUR** auf Ihrem Konto, doch unter der Annahme, dass Ihr Unternehmen weiterhin stabil wirtschaftet, hätten Sie nach **fünf Jahren** denselben Betrag erwirtschaftet. Der entscheidende Unterschied: Sie besitzen darüber hinaus immer noch Ihre Unternehmensanteile, die Sie später ebenfalls veräußern könnten.

Dieses vereinfachte Beispiel zeigt, dass ein Unternehmensverkauf rein aus finanziellen Gründen oft nicht die beste Option ist. Der einzige Unterschied besteht in der Form Ihres Vermögens: Entweder bleibt es in illiquiden Unternehmensanteilen gebunden oder es wird in liquide Mittel umgewandelt.

Daher sollte die Entscheidung für einen Verkauf nie nur aus rein finanziellen Gründen getroffen werden – sondern aus einer **übergeordneten, strategischen Motivation heraus**, die mit Ihrer persönlichen Situation und Ihren Lebenszielen übereinstimmt.

1.4. Lassen Sie sich Zeit

Überstürzen Sie die Entscheidung in keinem Fall und nehmen Sie sich die Zeit, die Sie brauchen, um alle Optionen sorgfältig abzuwägen. Ein Unternehmensverkauf ist ein tiefgreifender Schritt, der gut durchdacht sein will. Meiner Erfahrung nach ergeben sich während der aktiven Bedenkzeit oft überraschende und wertvolle Entwicklungen. Je nachdem, ob und mit wem Sie über Ihre Überlegungen sprechen, können sich natürliche Interessenten herauskristallisieren – oft aus völlig unerwarteten Richtungen.

Ich habe beispielsweise beobachtet, dass in dieser Phase plötzlich Familienangehörige, die zuvor kein Interesse an einer Beteiligung zeigten, aufwachen und in den Betrieb einsteigen möchten. Ein imaginärer Wachruf, der manchmal wahre Wunder bewirken kann. Diese Entwicklung kann eine wunderbare Chance sein, muss aber mit der nötigen Vorsicht betrachtet werden. Der plötzliche Wunsch eines Familienmitglieds, die Nachfolge anzutreten, sollte nicht allein aus emotionalen Beweggründen heraus akzeptiert werden. Wie wir wissen, ist Unternehmertum nicht für jedermann – es erfordert eine Mischung aus Leidenschaft, Disziplin, Belastbarkeit und einem unternehmerischen Gespür. Eine Entscheidung aus reinem Pflichtgefühl oder Opportunismus kann langfristig mehr Schaden als Nutzen anrichten.

Neben der Möglichkeit, dass sich innerhalb der Familie ein Nachfolger findet, können sich durch eine bewusst abwartende Haltung auch andere, bislang unbekannte Käufer ergeben. Vielleicht zeigt ein langjähriger Mitarbeiter Interesse, und erkennt das Potenzial. Manchmal ergeben sich Gelegenheiten genau dann, wenn man sich nicht unter Druck setzt.

Geben Sie sich die Freiheit, verschiedene Szenarien durchzuspielen, Gespräche zu führen und dabei ein Gefühl für den richtigen Zeitpunkt und den passenden Käufer zu entwickeln. Denn eine gut überlegte Entscheidung führt nicht nur zu einem besseren Deal – sie sorgt auch für ein gutes Bauchgefühl, mit dem Sie Ihr Lebenswerk in die nächsten Hände übergeben können.

2. Warum das Thema Nachfolge drängt

In vielen kleinen und mittleren Betrieben läuft es eigentlich gut. Stammkunden, loyale Mitarbeiter, ein Chef, der alles zusammenhält. Aber oft gibt es ein stilles Problem: **Es gibt niemanden, der weitermachen will.**

Die Kinder haben andere Pläne. Externe Käufer sind oft entweder zu oberflächlich oder wollen nur möglichst billig kaufen. Und der Unternehmer selbst? Hat oft keinen klaren Plan – weil er nie loslassen musste.

Dabei geht es nicht um eine schnelle Lösung, sondern um **Verantwortung gegenüber den Menschen, die den Betrieb tragen** – den Mitarbeitern, Kunden, Lieferanten.

Und genau deshalb ist es wichtig, rechtzeitig über Nachfolge nachzudenken. Nicht erst, wenn es dringend ist. Sondern dann, wenn man noch mit Ruhe und Weitblick entscheiden kann.

3. Die emotionale Seite der Nachfolge

Ein Unternehmen zu verkaufen ist keine rein wirtschaftliche Entscheidung. Für viele ist es **ein ganzes Leben**, das da drinsteckt – Jahrzehnte Arbeit, unzählige Entscheidungen, gute und harte Zeiten.

Es geht nicht nur um Zahlen.

Es geht um Verantwortung. Um die Menschen, die man eingestellt hat. Um Kunden, die einem über Jahre vertraut haben. Und um das Gefühl, dass **das, was man aufgebaut hat, auch nach einem selbst noch Sinn macht.**

Viele Unternehmer spüren: „*Ich müsste mich mit dem Thema befassen.*“

Aber tun es nicht, weil es unangenehm ist. Weil man sich eingestehen muss, dass man selbst irgendwann nicht mehr da sein wird.

Das ist menschlich.

Aber genau deshalb braucht es jemanden, der **mit Respekt und Verständnis** an das Thema herangeht – und nicht nur mit einer Excel-Tabelle.

4. Typische Fehler beim Unternehmensverkauf

Ein Unternehmensverkauf ist selten Routine. Für die meisten Unternehmer ist es **das erste und einzige Mal**, dass sie so eine Entscheidung treffen – oft ohne Erfahrung, ohne Sparringspartner, und unter Druck.

Deshalb passieren immer wieder dieselben Fehler:

- **Zu spät begonnen:** Wer erst mit 67 über die Nachfolge nachdenkt, hat kaum noch Spielraum. Zeitdruck führt fast immer zu schlechten Entscheidungen.
- **Falscher Käufer:** Manchmal wird an jemanden verkauft, der „nett“ wirkt – aber kein echtes Interesse am Unternehmen hat, sondern nur an schnellen Gewinnen.

- **Keine Vorbereitung:** Unklare Zahlen, keine geregelten Abläufe, fehlende Vertretung – das alles schreckt potenzielle Nachfolger ab.
- **Zu hohe Erwartungen:** Viele überschätzen den Wert ihres Unternehmens – und verkennen gleichzeitig, wie wertvoll gelebte Kultur und stabile Mitarbeiter eigentlich sind.
- **Emotionaler Rückzieher:** Kurz vor dem Ziel kommt die Unsicherheit: „Vielleicht mach ich doch noch ein paar Jahre...“ – und die Chance ist vorbei.

Der Schlüssel liegt nicht im perfekten Timing oder im Höchstpreis – sondern in der richtigen Haltung: Wer frühzeitig, ehrlich und mit Offenheit an das Thema rangeht, hat die besten Chancen auf eine gute Lösung.

5. Käufertypen

5.1. Den perfekten Käufer gibt es nicht

In den folgenden Zeilen möchte ich die potenziellen Käufertypen darstellen und auf deren Stärken und Schwächen eingehen. Dies soll als grober Überblick dienen, um herauszufinden, welcher Typ am besten zu Ihnen passt. Darüber hinaus möchte ich auch beschreiben, wie Sie als Verkäufer die Wahrscheinlichkeit erhöhen können, einen möglichst passenden Käufer zu finden.

5.2. Private Equity (PE) Fonds

PE-Fonds sind regulierte Finanzvehikel, deren Ziel es ist, die maximale Rendite für ihre Investoren herauszuholen. Sie sind wie folgt aufgebaut:

- Die Private-Equity-Firma sammelt Geld von Finanzinstituten (Versicherungen, Banken etc.) und/oder von wohlhabenden Privatpersonen bzw. Familien ein, um dieses Geld zu investieren.
- Das Geld fließt in einen Fonds (in Österreich kann der Fonds beispielsweise in Form einer GmbH auftreten).
- Der Fonds wird von einer Managementfirma (in der Regel die Private-Equity-Firma selbst) verwaltet. Die Gelder werden in Privatunternehmen investiert.

Wie erwirtschaften Private-Equity-Unternehmen Geld?

PE-Unternehmen verdienen auf zwei Arten:

1. **Managementgebühr:** Für das Halten und Verwalten der eingesammelten Gelder. In der Regel 2 % der eingesammelten Summe. Diese Gelder werden in der Regel für das eigene Personal und Research verwendet.
2. **Erfolgsgebühr:** Beispielsweise kauft ein PE-Fonds ein Unternehmen für 100 Mio. EUR und verkauft es in fünf Jahren um 120 Mio. EUR weiter. Vom Gewinn erhalten PE-Fonds in der Regel 20 %.

Stärken

- Hohes Finanzverständnis
- Hohe Kapitalausstattung
- Meist Höchstbietender
- Lassen die Unternehmensmarke unangetastet

Schwächen

- Unternehmen wird nach 3–5 Jahren verkauft
- Kurzfristige Optimierung (z. B. Personalabbau, massive Verschlinkung)
- Kurzfristige Denkweise
- Verkaufsprozess kann lange dauern (muss Regularien entsprechen)

5.3. Mitbewerber

Mitbewerber Ihrer Branche können Interesse am Kauf Ihres Unternehmens haben. Sie kennen Ihren Branchenbegleiter vermutlich besser als jeder andere. Die Motivation für einen Kauf kann sowohl rational als auch irrational sein – die Analyse überlasse ich Ihnen.

Stärken

- Kennt Ihren Markt gut
- Denkt zumeist langfristig
- Sie kennen den Käufer bereits persönlich und wissen, wie er tickt

Schwächen

- Oft fehlendes Finanzverständnis
- Fehlendes Kapital bzw. Finanzierung
- Kulturkollision bei Integration (Mitbewerber möchte meist verschmelzen)

5.4. Konzerne

Ihr Unternehmen befindet sich im unmittelbaren oder angrenzenden Fahrwasser eines großen, oft börsennotierten Konzerns. M&A (Mergers & Acquisitions) sind eine gängige Strategie für Unternehmenswachstum und werden von Konzernen genutzt, um Aktionären Wachstum zu demonstrieren.

Stärken

- Finanzstark

Schwächen

- Langer Verkaufsprozess (börsennotierte Unternehmen haben strenge Regularien)
- Keine fixen Ansprechpartner (Ihre Ansprechpartner wechseln möglicherweise)
- Möglicher Wiederverkauf (neuer CEO – neue Strategie)
- Starres und oft ineffizientes Reporting nach Konzernrichtlinien
- Unternehmenskultur wird „verbrannt“

5.5. Family Offices

Family Offices, oft in Form von Stiftungen, sind langfristig orientierte Investoren, die das Ziel verfolgen, das Vermögen von Unternehmerfamilien zu steigern. Bekannte Unternehmerfamilien wie Kamprad (IKEA), Mateschitz (Red Bull) oder Haniel setzen auf langfristige Unternehmensbeteiligungen.

Stärken

- Finanzstark

- Langfristige Ausrichtung
- Professionell
- Großes Netzwerk

Schwächen

- Investieren oft erst ab einer Umsatzgrenze von 100 Mio. EUR

5.6. Berkshire-Hathaway-Nachahmer

Berkshire Hathaway ist das Ideal vieler Investoren. Das Unternehmen kauft Firmen und hält diese langfristig. Einige wenige Unternehmen haben diese Strategie erfolgreich kopiert, darunter:

- **Constellation Software** (das „Berkshire“ für kleine Softwareunternehmen)
- **Kelly Partners Group** (Investitionen in Steuerberatungskanzleien)
- **Freeman Spogli** (Investments in Serviceunternehmen in Los Angeles)

Stärken

- Hohes Finanzverständnis
- Langfristige Ausrichtung
- Kein Wiederverkaufsgedanke
- Hohe Kapitalausstattung

Schwächen

- Sehr rar

5.7. Esletzbichler Investment Partners

EIP ist ein Nachahmer von Berkshire Hathaway im kleinen Rahmen. Das Unternehmen investiert in erfolgreiche KMU aus Österreich und verfolgt eine „Buy and Hold 4 Ever“-Strategie.

Stärken

- Langfristige Ausrichtung
- Kein Wiederverkaufsgedanke
- Unternehmenskultur bleibt erhalten
- Rascher und unkomplizierter Abwicklungsprozess

Schwächen

- Anzahl an Unternehmenskäufen ist aufgrund der Größe begrenzt
- Exklusiver Verhandlungspartner

5.7. Übersichtstabelle

	Private Equity	Mitbewerber	Konzern	Family Offices	EIP
Ziele	Angeschlagene und/oder erfolgreiche Privatunternehmen ab einer Umsatzgrenze von EUR 100 Mio.	Keine direkte Investitionsstrategie	Große und kleine Unternehmen in angrenzenden Branchen	Meist erfolgreiche Unternehmen ab einer Umsatzgrenze von EUR 50 Mio.	Erfolgreiche KMUs aus Österreich mit Gewinnen ab EUR 200K bis 1 Mio.
Kaufpreis	HOCH - oft bieten PE-Fonds den Höchstpreis	NIEDRIG bis HOCH - teilweise möchten Mitbewerber Schnäppchen bezahlen; teilweise Marktberreinigung viel Wert	HOCH - Investition erfolgt "strategisch"	MITTEL - womöglich nicht der Höchstpreis	MITTEL - nie Höchstbietender
Abwicklung	LANGWIERIG - Fonds stehen unter regulatorischer Aufsicht	KOMPLIZIERT - Mitbewerbern fehlt das Praxiswissen betreffend Unternehmensübernahmen	LANGWIERIG und KOMPLIZIERT - Oft börsennotiert	PROFESSIONELL - Experten im Haus	UNKOMPLIZIERT & RASCH - Private Firma, spezialisiert auf Unternehmensübernahmen
Motiv	KURZFRISTIG - Rendite wird durch Wiederverkauf erwirtschaftet	STRATEGISCH - Marktberreinigung	STRATEGISCH - Diversifizierung und/oder Marktdominanz	LANGFRISTIG - Familienvermögen vermehren	FÜR IMMER - Rendite durch Cashflows; Kein Wiederverkauf
Werte	FINANZ - Zahlengetrieben	SIE kennen Ihren Mitbewerber	KONZERN - je nach Marke	FAMILIE - Bodenständig	UNTERNEHMERISCH - Bodenständig

5.9. Fazit

Wenn Sie jemals ein Unternehmen verkaufen möchten, welches Ihnen wirklich am Herzen liegt, sollte es sich nicht wie ein Verkauf anfühlen. Wählen Sie den richtigen Partner.

Wie Sie sehen, sind die Motivationen der verschiedenen Käufertypen sehr unterschiedlich. Es liegt an Ihnen, zu entscheiden, welche „Heirat“ für Sie am besten passt. Es gibt kein richtig oder falsch – es geht vielmehr darum, wo Sie sich und Ihr Unternehmen langfristig sehen.

Wie verdient man sich als Verkäufer den passenden Käufer? Indem man es sich verdient. Charlie Munger wurde einmal gefragt, wie man die richtige Frau fürs Leben findet. Seine Antwort: „**Verdiene sie dir.**“

Dahinter steckt viel Weisheit. Man bekommt im Leben meist das, was man verdient – nicht kurzfristig, sondern langfristig.

6. Unternehmensverkauf & Bewertung eines KMUs

6.1. Zukünftige Geldströme haben einen Wert

Der gegenwärtige Wert einer Anlage ergibt sich aus der diskontierten Summe aller zukünftigen angenommenen Geldströme (Ausschüttbare Gewinne) – verglichen mit anderen Anlagenklassen (Aktien, Immobilien, Anleihen).

Bei kleinen und mittelständischen Unternehmen spielen jedoch neben rein finanziellen Kennzahlen weitere Faktoren eine entscheidende Rolle. Vorrangig die **menschliche Komponente**. Darüber hinaus zählen die Marktstellung, die Stabilität der Kundenbeziehungen, der Zustand der Betriebsanlagen sowie die Entwicklungsmöglichkeiten in der Zukunft.

Die Unternehmensbewertung ist somit eine Kombination aus **Menschen, Zahlen (Gewinne, Cashflows, uvm.), Historie und Potenzialen**, die das Gesamtbild des Unternehmens widerspiegeln. Sie dient als Basis für eine faire Preisfindung und schafft Vertrauen zwischen Verkäufer und Käufer.

Aus Sicht eines Investors ist es immer dasselbe - kontinuierlich vergleicht man Renditen mit Risiken, verschiedener Anlagemöglichkeiten. Die Frage, die sich ein Investor stellen muss, ist Folge dessen immer dieselbe: Wie viel Rendite möchte ich für jenes Risiko erhalten?

Verkauft man ein klein- oder mittelständisches Unternehmen, in der Regel das eigene Lebenswerk, könnte man sich so langsam in die Materie vorantasten, um ein Gefühl für einen potenziellen Verkaufspreis zu erlangen.

Schlussendlich ergibt sich der Preis eines Unternehmens auch simpel durch Angebot und Nachfrage. Was ist der **Markt** bereit zu zahlen? (Achtung: Preis \neq Wert)

All jene soeben beschriebenen Dinge geben womöglich bereits einen groben Überblick. In den folgenden Zeilen werden die Thematiken noch genauer beschrieben.

6.2. Buchwert (Eigenkapital) vs. Intrinsischer Wert

Der Buchwert eines Unternehmens repräsentiert einen rein buchhalterischen Wert. Er ergibt sich aus dem auf neue Rechnung vorgetragenen Gewinn sowie dem investierten Kapital in Form von Stammeinlagen. Im Gegensatz dazu steht der **intrinsische Wert**, der als ökonomischer und tatsächlicher Wert eines Unternehmens gilt. Dieser wird berechnet, indem die zukünftigen erwarteten Cashflows auf ihren gegenwärtigen Wert abgezinst werden. Während der Buchwert die vergangene Entwicklung des Unternehmens aus buchhalterischer Sicht erzählt, gibt der intrinsische Wert einen Ausblick darauf, welches Potenzial für zukünftige Erträge aus dem Unternehmen gezogen werden kann.

Nehmen Sie folgende Beispiele:

Beispiel A: Stellen Sie sich vor, Sie finanzieren für zwei junge Menschen das gleiche Studium. Die Kosten sind identisch, daher ist auch der Buchwert – also das eingesetzte Kapital – für beide gleich. Doch der zukünftige Wert, den die beiden durch ihre Einnahmen generieren können (ihr intrinsischer Wert), kann erheblich voneinander abweichen. Genau darauf möchte ich hinaus: Was für Individuen gilt, trifft ebenso auf Unternehmen zu. Der Input mag vergleichbar sein, aber der Output kann sich drastisch unterscheiden.

Beispiel B: Nehmen wir an, Sie fördern zwei talentierte Nachwuchs-Rennskifahrer, beide im Alter von 6 Jahren. Sie investieren die gleiche Summe in ihre Skiausrüstung, das Training und die Ausbildung durch Trainer. Im Alter von 18 Jahren schließt einer der Athleten einen lukrativen Profivertrag ab, während der andere seine sportliche Laufbahn beendet. Das eingesetzte Eigenkapital ist zwar bei beiden gleich, doch der erzielte Outcome – ihr intrinsischer Wert – unterscheidet sich erheblich.

Diese Beispiele verdeutlichen, wie wichtig es ist, über den reinen Buchwert hinauszuschauen und das Potenzial des intrinsischen Wertes zu berücksichtigen.

6.3. Rendite aus Sicht des Investors

Stellen Sie sich vor, Sie kaufen das Unternehmen XYZ und erwerben damit 100 % der Anteile (100.000 Stück) zu einem Preis von EUR 100 pro Aktie, also für insgesamt EUR 10.000.000. Das Unternehmen erwirtschaftet einen ausschüttbaren Gewinn (nach Steuern und Investitionsausgaben) von rund EUR 1.000.000 jährlich. Das ergibt einen Gewinnmultiplikator von 10. Entscheiden Sie sich als Investor, den gesamten Gewinn jährlich auszuschütten, erzielen Sie eine Geldrendite von etwa 10 % (1 Mio. / 10 Mio.).

Nun betrachten wir einen Vergleich: Angenommen, Sie investieren in eine Anleihe, die Ihnen bis zum Fälligkeitsdatum einen fixen Zinscoupon von 10 % bietet. Nach Ablauf der Laufzeit erhalten Sie Ihr eingesetztes Kapital vollständig zurück. In der aktuellen Zinslandschaft wäre das zweifellos ein äußerst attraktives Geschäft – zumal 10-jährige US-Staatsanleihen derzeit etwa 4,25 % und 10-jährige österreichische Staatsanleihen etwa 2 % abwerfen. Klingt verlockend, oder? Wenn da nicht die Kapitalkosten wären ...

Betrachten wir nochmals das Beispiel: Eine Rendite von 10 % auf Ihr eingesetztes Kapital wirkt im Vergleich zu den aktuellen Zinsen wie ein hervorragendes Geschäft. Doch wie sähe Ihre

Einschätzung aus, wenn Sie auf Ihrem Sparbuch bei Ihrer Hausbank 12 % Zinsen bekämen? (Das mag heute unrealistisch klingen, aber denken Sie an die 1980er Jahre zurück – damals waren solche Zinssätze Realität.)

In diesem Fall würden Sie das Investment womöglich überdenken. Warum? Ein Unternehmen bringt nahezu immer ein höheres Risiko mit sich als eine Einlage auf einem Sparbuch bei einer verlässlichen Bank. Die Attraktivität der Rendite hängt also nicht nur vom absoluten Wert ab, sondern auch von den Alternativen, die Ihnen der Markt bietet, und dem damit verbundenen Risiko.

6.4. Was sind Kapitalkosten?

Kapitalkosten sind jene Aufwendungen, die einem Investment gegenübergestellt werden müssen. Sie setzen sich aus den Kosten des Eigenkapitals und des Fremdkapitals zusammen.

Die Eigenkapitalkosten spiegeln wider, welche Rendite Sie alternativ erzielen könnten – etwa durch die Anlage in eine 10-jährige Staatsanleihe oder, einfacher ausgedrückt, durch Zinsen auf Ihrem Sparbuch. Fremdkapitalkosten hingegen entstehen durch geliehenes Kapital, zum Beispiel durch Kredite von einer Bank.

Der konkrete Mix aus Eigen- und Fremdkapital in der Finanzierung Ihres Investments bestimmt letztlich die Gesamtkapitalkosten. Diese dienen als Maßstab, um die Rentabilität eines Vorhabens zu bewerten und sicherzustellen, dass die erwarteten Erträge die Kapitalkosten übersteigen.

Durchschnittlich gewichtete Kapitalkosten

<u>Kapitalquelle</u>	<u>Gewichtung in %</u>	<u>Kosten</u>	<u>Durchschn.</u>
Verbindlichkeiten	40%	6%	2,40%
Eigenkapital	60%	12%	7,20%
Durchschnittliche Kapitalkosten			9,60%

Was sind Kapitalkosten (=Opportunitätskosten) wirklich?

Kapitalkosten sind letztlich die Rendite, die Sie von einem spezifischen Investment erwarten – im Vergleich zu den anderen Möglichkeiten, die Ihnen zur Verfügung stehen. Sie stellen den Maßstab dar, den ein Investment übertreffen muss, um attraktiv zu sein.

Ein (guter) Investor strebt stets danach, eine Rendite zu erzielen, die über den Kapitalkosten liegt. Denn niemand legt heute Kapital an, ohne die Erwartung, es zu einem bestimmten Zeitpunkt zurückzubekommen – und zwar inklusive einer risikoadjustierten Rendite, die den Einsatz lohnt.

Für unser Beispiel vereinfachen wir und setzen die Kapitalkosten mit 10 % an. Diese dienen als Richtwert, um zu beurteilen, ob das Investment den gewünschten Mehrwert generieren kann.

Return on Investment und die Wertkreierung

Investment	€ 10 000 000,00	€ 10 000 000,00	€ 10 000 000,00
Return on Investment (in %)	5%	10%	20%
Return on Investment (in EUR)	€ 500 000,00	€ 1 000 000,00	€ 2 000 000,00
Kapitalkosten (in %)	10%	10%	10%
Kapitalkosten (in EUR)	€ 1 000 000,00	€ 1 000 000,00	€ 1 000 000,00
Gewinn kreiert	-€ 500 000,00	€ 0,00	€ 1 000 000,00
Netto Wert kreiert	-€ 5 000 000,00	€ 0,00	€ 10 000 000,00

Der Netto-Wert eines Investments wird berechnet, indem der erzielte Gewinn durch die Kapitalkosten (in unserem Beispiel von 10 %) geteilt wird. Dieses einfache Rechenbeispiel zeigt eindrucksvoll, wie Investitionen in die eine oder andere Richtung den Wert beeinflussen können – positiv oder negativ.

Es ist mir jedoch wichtig, hier Transparenz zu schaffen: Statistiken zeigen, dass etwa 90 % (!) aller getätigten Investitionen lediglich die Kapitalkosten decken oder sogar darunter bleiben. Anders ausgedrückt, nur ein kleiner Anteil aller Investitionen schafft es, tatsächlich Mehrwert zu generieren.

Noch deutlicher wird dies bei Unternehmensübernahmen: Rund 90 % solcher Transaktionen schaffen es nicht, für die Aktionäre einen zusätzlichen Wert zu kreieren. Diese Zahlen verdeutlichen, wie entscheidend eine fundierte Analyse und sorgfältige Planung bei Investitionsentscheidungen ist.

6.5. Warum schaffen viele Investitionen keinen Wert?

Das liegt daran, dass nur wenige Menschen die Prinzipien des Value Investing wirklich verstehen. Viele Übernahmen sind von Ego, kurzfristigen Interessen oder vermeintlich „strategischen“ Überlegungen getrieben. Insbesondere bei börsennotierten Unternehmen denken angestellte CEOs oft nicht wie Unternehmer, die langfristige Wertsteigerung anstreben. Stattdessen stehen kurzfristige Erfolge oder persönliche Agenden im Vordergrund, was in den meisten Fällen keinen nachhaltigen Mehrwert schafft.

Wir versuchen, von den besten Investoren und Unternehmern kontinuierlich zu lernen.

6.7. Die menschliche Komponente

Anders als bei börsennotierten Aktien, Anleihen oder Spareinlagen spielt bei der Investition in Privatunternehmen die **menschliche Komponente** eine zentrale Rolle.

Ein Unternehmen verkörpert in den meisten Fällen das Lebenswerk des Inhabers und/oder seiner Vorfahren. Gerade deshalb ist es aus Sicht des Unternehmensverkäufers von größter Bedeutung, bei der Auswahl des Investors mit äußerster Sorgfalt und Präzision vorzugehen, um Fehlentwicklungen zu vermeiden und das Erbe zu schützen.

Für die Unternehmensbewertung ist die Betriebsleitung ein entscheidender Faktor. Besonders bei KMUs liegt das tiefe Wissen über Abläufe, Kunden und Prozesse oft in den Händen des Inhabers oder des langjährigen Betriebsleiters. Dieses immaterielle Vermögen lässt sich weder in einer Bilanz abbilden noch in Zahlen ausdrücken. Aus Sicht eines verantwortungsvollen Investors ist daher sicherzustellen, dass die Betriebsnachfolge langfristig gesichert ist. Denn dieses Wissen und diese Erfahrung können von externen Personen in der Regel nicht einfach übernommen oder nachgeholt werden.

Für uns bei EIP zählt der Mensch zu den wichtigsten Bewertungskriterien. Die **menschliche Komponente** bildet die Grundvoraussetzung für weiterführende und vertiefte Verhandlungen. Faktoren wie **Handschlagqualität**, **Sympathie** und **fundierte Wissen** sind dabei von entscheidender Bedeutung. Denn Vertrauen und persönliche Integrität schaffen die Basis für eine erfolgreiche und nachhaltige Zusammenarbeit.

6.8. Warum wir vorzugsweise in „langweilige“ Branchen bzw. Nischen investieren

Für EIP steht die präzise Einschätzung des zugrundeliegenden Risikos der erworbenen Unternehmen an oberster Stelle. Dieses Verständnis erfordert fundiertes Wissen über die jeweilige Branche, die Geschäftsmodelle und die Marktmechanismen. Dieses Wissen erarbeiten wir uns kontinuierlich – durch ständiges Lernen, gezieltes Lesen und den intensiven Austausch mit Unternehmern sowie Brancheninsidern.

Wir bei EIP stellen uns nicht die Frage, **was sich in den nächsten 10 Jahren verändern wird**, sondern **was sich in den nächsten 10 Jahren nicht verändern wird**.

Unser Fokus liegt auf **Nischenplayern** aus etablierten, beständigen Branchen. Diese Unternehmen weisen meist ähnliche betriebswirtschaftliche Charakteristika auf:

- Ein geringer Bedarf an **Working Capital**,
- Hohe und verlässliche **Cash Conversion**,
- Gewinne, die nahezu vollständig ausgeschüttet werden können.

Diese stabile Cash Conversion ermöglicht es uns, die ausgeschütteten Gewinne effizient zu nutzen, indem wir sie gezielt in neue, hervorragende österreichische Unternehmen reinvestieren.

Zusammengefasst: Wir konzentrieren uns auf unscheinbare, aber wirtschaftlich starke Nischenunternehmen, die nachhaltig ausschüttbare Gewinne erzielen. In den kommenden 10 bis 20 Jahren investieren wir bewusst in solche Unternehmen, die durch Stabilität, Solidität und langfristiges Potenzial überzeugen – **abseits der großen Schlagzeilen, aber mit beständigem Mehrwert**.

6.9. Tatsächlich ausschüttbarer Gewinn vs. buchhalterischer Gewinn

Bei EIP zahlen wir für hervorragende österreichische KMUs einen fairen Preis, um eine ebenso faire Rendite zu erzielen. Damit diese Philosophie in der Praxis aufgeht, muss das Verhältnis zwischen tatsächlich ausschüttbarem Gewinn und buchhalterischem Gewinn nahezu bei 1:1 liegen. Nur unter dieser Voraussetzung wird unsere Investition erfolgreich sein und uns mit den angestrebten Renditen belohnen.

Andernfalls, wenn ein Unternehmen einen buchhalterischen Gewinn von EUR 1,- in seiner Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) ausweist, jedoch nur einen tatsächlichen Free Cashflow von EUR 0,5,- generiert, wird unsere Kalkulation nicht aufgehen. Aus diesem Grund ist es von essenzieller Bedeutung, ausschließlich in Unternehmen zu investieren, die ihre Gewinne auch tatsächlich ausschütten können. Denn nur so schaffen wir die Grundlage, kontinuierlich in neue, attraktive Unternehmen reinvestieren zu können.

Ein Beispiel zur Veranschaulichung:

Stellen Sie sich vor, wir erwerben ein Unternehmen mit einem ursprünglichen Gewinnmultiplikator von 5, basierend auf einem buchhalterischen Gewinn von EUR 1,-. Das

bedeutet, wir zahlen EUR 5,- für das Unternehmen. Unsere erwartete Rendite beträgt 20 %, da sie über den Kapitalkosten von 10 % liegt – ein scheinbar großartiges Geschäft.

Doch dann stellt sich heraus, dass das Unternehmen nicht in der Lage ist, den gesamten Gewinn von EUR 1,- auszuschütten. Grund dafür sind hohe Investitionen, etwa in Maschinen oder Vorräte, um das operative Geschäft aufrechtzuerhalten und wettbewerbsfähig zu bleiben. Tatsächlich kann das Unternehmen nur die Hälfte seines Gewinns ausschütten, also EUR 0,5,-.

In Wirklichkeit haben wir somit nicht das 5-Fache des tatsächlich ausschüttbaren Gewinns bezahlt, sondern das 10-Fache. Unsere Rendite schrumpft auf 10 % und entspricht damit lediglich den Kapitalkosten. Unter diesen Umständen wurde kein echter Wert geschaffen. Unsere Bemühungen und das eingegangene Risiko würden in diesem Fall nicht belohnt.

Die entscheidende Botschaft:

Der tatsächlich ausschüttbare Gewinn ist der einzige relevante Faktor, der zählt – nicht der buchhalterische Gewinn. Um diesen Wert präzise zu bestimmen, ist eine gründliche Analyse des Unternehmens bis ins kleinste Detail unerlässlich. Nur so können wir fundierte Entscheidungen treffen und nachhaltigen wirtschaftlichen Erfolg gewährleisten.

7. Bin ich bereit? – Eine kleine Checkliste

Viele Unternehmer merken erst im Gespräch, wie schwer es ist, loszulassen. Hier ein paar Fragen zur Selbsteinschätzung:

- Habe ich mir schon Gedanken über einen möglichen Zeithorizont gemacht?
- Gibt es jemanden, der mich im Betrieb vertreten kann?
- Weiß ich, was mir nach dem Verkauf wichtig ist (z. B. Mitarbeiter, Standort, Name)?
- Bin ich bereit, Verantwortung abzugeben – auch wenn's schwerfällt?
- Möchte ich aktiv mitgestalten – oder lieber vollständig loslassen?

Es geht nicht darum, jede Antwort zu haben. Aber wer sich früh damit auseinandersetzt, verschafft sich Klarheit – und hat später die besseren Optionen.

8. Wer ich bin – und warum ich das mache

Ich habe selbst ein Unternehmen gegründet und habe auch die Nachfolge in einem Familienunternehmen angetreten. Daher ist mir bewusst, wie viel Herzblut, Verantwortung und Substanz in einem Betrieb stecken kann – und wie schwierig das Thema Nachfolge oft ist.

Mit **Esletzbichler Investment Partners** suche ich gezielt nach Unternehmen, die eine stabile und wertschätzende Weiterführung verdienen.

Kein Exit. Kein Fonds. Sondern unternehmerische Verantwortung, langfristig gedacht.

Ich freue mich über Gespräche mit Unternehmern, die sich mit dem Thema beschäftigen – ob konkret oder einfach aus Interesse.

Thomas Esletzbichler, t.esletzbichler@esletzbichler-gruppe.at, www.esletzbichler-invest.at