

# Unternehmensverkauf

## Bewertung

### versus

## Kaufpreis



**Von Dirk Schulte**

*IfW Niggemann & Partner GmbH  
Meinerzhagen / Deutschland*



**und Edy Fischer**

*IfW Niggemann, Fischer & Partner GmbH  
Zürich*

Analysiert man durchgeführte Unternehmensverkäufe, stellt man oft fest, dass die für Unternehmen gezahlten Kaufpreise mit den im Rahmen einer Unternehmensbewertung ermittelten Ertragswerten nichts zu tun haben. Der Käufer war dann in der Regel bereit, einen «strategischen» Kaufpreis zu bezahlen.

#### **Verkäuferziel:**

##### **Optimierung des Verkaufspreises**

Bei der Übernahme eines Mandats zum Verkauf eines Unternehmens erfragt ein M&A-Berater die Ziele des Unter-

nehmensverkäufers. Zu diesen Zielen zählen regelmässig unter anderen die folgenden:

- Sicherstellung der Unternehmenskontinuität (Sicherstellung der Beschäftigtenstruktur, Erhaltung des Firmennamens, keine Standortverlagerung).
- Optimierung des Verkaufspreises.
- Bei der Übernahme von Garantien und Gewährleistungen: Beschränkung auf eine Quote von circa 20% des Verkaufspreises für eine Laufzeit von 18 bis 24 Monaten.

- Professionelle Abwicklung der Transaktion unter Wahrung von Diskretion und Verkäuferinteressen.

Bei vielen Verkäufern steht die Optimierung des Verkaufspreises an erster Stelle. Oftmals haben Unternehmensverkäufer bereits vor den ersten Aktivitäten gewisse Vorstellungen, welchen Verkaufspreis sie erzielen wollen beziehungsweise was ihr Unternehmen wert ist. Damit der Berater einschätzen kann, ob dieses Ziel realistisch ist, wird zu Beginn der Verkaufsaktivitäten eine Unternehmensbewertung erstellt. Für eine

derartige Unternehmensbewertung stehen in der Praxis verschiedene Modelle zur Verfügung.

### Objektivierter Unternehmenswert

Die übergeordnete Aufgabe des Konzepts «objektivierter Unternehmenswert» liegt in der Ermittlung eines Kompensationswertes, zum Beispiel für den Verlust von Geschäftsanteilen. So steht Minderheits-Gesellschaftern eine volle Kompensation (Abfindung) der Verluste zu, die sie erleiden, wenn sie ihre Gesellschaftsanteile, zum Beispiel im Rahmen eines «Squeeze-out», an den Haupt-Gesellschafter verlieren.

Das Konzept «subjektiver Entscheidungswert» – auch «strategischer Unternehmenswert» genannt – verfolgt dagegen ein anderes Ziel. Die übergeordnete Aufgabe liegt hier in der Ermittlung eines Unternehmenswertes als Entscheidungswert, zum Beispiel bei einer Unternehmenstransaktion, ab dessen Erreichen beziehungsweise Überschreiten (Verkäuferseite) beziehungsweise Unterschreiten (Käuferseite) ein Verkauf/Kauf durchgeführt werden darf oder soll.

### Strategischer Unternehmenswert

Am Markt für Unternehmenskäufe und -verkäufe steht der «strategische Unternehmenswert» im Vordergrund. M&A-Berater sollten aufgrund ihrer Expertise in der Lage sein, zu erkennen, ob für zu verkaufende Unternehmen am Markt strategische Unternehmenswerte erzielt werden können. Zu diesem Zweck werden Produkte, Technologien, Patente, Kunden, Management, Marktzugang, Vertriebskanäle und anderes mehr sorgfältig analysiert. Ein fähiges Management, eine breite Kundenbasis und keine Abhängigkeit von einzelnen Grosskunden sowie wiederkehrende Umsätze können für die unterschiedlichsten Partner Veranlassung sein, für Unternehmen strategische Kaufpreise zu zahlen.

Denn in der Praxis zeigt sich immer wieder: den einen «korrekten» Unternehmenswert gibt es nicht. Firmenwerte sind stets subjektive Wertspannen. Das heisst, sie sind abhängig von den Ansichten des Verkäufers und den strategischen oder synergistischen Erwartungen eines potenziellen Käufers,

**Der Käufer bezieht in seine Kaufpreisüberlegungen nicht nur ein, was der Verkäufer aus dem zu verkaufenden Unternehmen gemacht hat – sondern der Käufer stellt sich auch vor, was er aus dem Unternehmen machen wird und ist in aller Regel bereit, dem Verkäufer für diese «Zukunftsmusik» eine «Prämie» zu bezahlen.**

und diese werden stets auch vom aktuellen Marktumfeld geprägt.

Erwartet ein Unternehmen durch den Zusammenschluss mit einem anderen Unternehmen hohe Synergieeffekte, so ist es in der Regel bereit, mehr zu zahlen. Es akzeptiert möglicherweise auch einen höheren Preis, um zu verhindern, dass ein Wettbewerber das Zielunternehmen erwirbt. Ein M&A-Berater, welcher über das entsprechende Branchen-Know-how verfügt, sollte in der Lage sein, derartige Käufer zu identifizieren, damit dieser strategische Kaufpreis realisiert werden kann.

### Preisverhandlungen

Unternehmensverkäufer wie auch Unternehmenskäufer sollten sich eines bewusst sein:

- Käufer erhalten einen Wert und vergüten diesen durch den Preis.
- Verkäufer erhalten einen Preis und geben dafür einen Wert.

Käufer kaufen Unternehmen in der Regel dann, wenn ihre Analysen ergeben, dass der akzeptierte Preis unterhalb des Wertes liegt, der ihnen durch den Unternehmenskauf zufließt.

Liegt der Käufer mit seinem Preis-Angebot, das er aus seinen individuellen Überlegungen zum Unternehmenswert ableitet, auf oder über dem Niveau der Preis-Untergrenze des Verkäufers, so kann davon ausgegangen werden, dass zumindest eine Diskussion über den Kaufpreis nicht mehr zwingend zum Abbruch der Verhandlungen führt.

Gut beratene Unternehmensverkäufer finden und nutzen preissteigernde Argumente, die sich ergeben können aus den obengenannten Punkten in Verbindung mit Detailkenntnissen über die Käuferseite. Ideen für eine preissteigernde Argumentation ergeben sich zudem aus der nachfolgenden Darstel-

lung, die, unternehmensspezifisch genutzt, dem Verkäufer in Verhandlungen eine Vielzahl von Ansätzen für Forderungen nach, aber auch passende Begründungen für Preiserhöhungen bietet. Kaufpreiserhöhungen sind, wie vorab dargestellt, insbesondere als Vergütung für erzielbare Synergien verhandelbar.

Verkäufer, die sich erfahrenen M&A-Beratern anvertrauen, nutzen deren Kenntnisse hinsichtlich Argumentation und Taktik in diesen Verhandlungen. Oftmals erkennt der Berater nach einer eingehenden Analyse des Unternehmens den ganzen Umfang des Synergiepotenzials, das sich nach einem Kauf für den Käufer ergibt. Solche Chancen auszulassen, führt dann unweigerlich zu einer unnötigen Einbusse beim Kaufpreis.

So gibt es eine nicht geringe Zahl von Unternehmen, die keine Gewinne, sondern nachhaltige Verluste erwirtschaften – und für die zum Teil noch respektable Kaufpreise gezahlt werden. Ein Grund dafür kann sein, dass der Erwerber beabsichtigt, das erworbene Unternehmen nach dem Kauf stillzulegen, weil er hofft, die Abnehmer, die bisher bei dem anderen Unternehmen gekauft haben, in Zukunft beliefern zu können.

Daher gilt es stets zu berücksichtigen: Der Käufer bezieht in seine Kaufpreisüberlegungen nicht nur ein, was der Verkäufer aus dem zu verkaufenden Unternehmen gemacht hat – sondern der Käufer stellt sich auch vor, was er aus dem Unternehmen machen wird und ist in aller Regel bereit, dem Verkäufer von dieser «Zukunftsmusik» – auch wenn sie nur durch das Hinzutreten des Käufers möglich wird – eine «Prämie» im Kaufpreis zu überlassen.

*e.fischer@ifwniggemann.ch*  
*www.ifwniggemann.ch*  
*d.schulte@ifwniggemann.de*  
*www.ifwniggemann.de*