

# Kaufpreisermittlung – unterschiedliche Sichtweise der Beteiligten

Der Unternehmer bewertet sein Lebenswerk oft nicht nach rationalen Kriterien, sondern allein aufgrund seiner investierten Zeit und seiner Mühen. Diese subjektive Sicht führt in vielen Fällen zu einer zu hohen Preiserwartung und zu einer laufenden Werterosion während des Verhandlungsprozesses.

Von Konrad Althaus und Roberto Tracia\*

Bei einer Unternehmenstransaktion sind die finanziellen Aspekte von besonderer Bedeutung. Beide Parteien (Käufer und Verkäufer) stellen sich die Frage nach dem realistischen Kaufpreis. Dabei nehmen beide einen völlig anderen Standpunkt ein. Für den Verkäufer geht es um die Realisation seines Lebenswerkes und damit um die Beurteilung seines bisherigen Erfolges. Es ist verständlich, dass er dafür möglichst hoch entschädigt werden will. Der Käufer hingegen sucht ausbaufähige strategische Potenziale, für die er möglichst wenig bezahlen will. Wie kann dieser Zielkonflikt gelöst werden? Der folgende Artikel soll kritische Elemente bei der Preisfindung im Verkaufsprozess aufzeigen und auf wertrelevante Stolpersteine aufmerksam machen.

## Realistischer Preisrahmen

In der Praxis stellt man immer wieder fest, dass Verkäufer ohne fundierte Kaufpreisvorstellungen und definierten Preisrahmen in Verkaufsverhandlungen steigen. Überrascht stellen sie dann im Verlaufe der Verhandlungen fest, dass die eigenen Preiserwartungen in keiner Art und Weise denjenigen des Käufers entsprechen, obwohl die bisherigen Gespräche über den strategischen Fit und eine mögliche Übernahme sich vielversprechend entwickelt haben. Mit einer unrealistischen Preiserwartung riskiert der Verkäufer einen Vertrauensbruch und den vorzeitigen Abbruch der Gespräche. Dies ist immer dann kritisch, wenn bereits essenzielle und sensitive Markt- und Finanzdaten abgegeben wurden und sich die Parteien – insbesondere der Verkäufer – hinsichtlich des weiteren Vorgehens in Sicherheit wiegten. Zu spät festgestellte unüberwindbare Preisdifferenzen

sind schon wegen der unnütz verstrichenen Zeit und der falsch eingesetzten personellen und finanziellen Ressourcen ärgerlich. Der Verkaufs- und Verhandlungsprozess sollte so strukturiert sein, dass solche Vorkommnisse vermieden werden.

## Unterschiedliche Argumente

Bei jeder Unternehmenstransaktion stellt sich die Frage nach dem Wert des Unternehmens, wobei die Antwort auf den ersten Blick banal erscheint: Ein Unternehmen ist so viel wert, wie sich am Markt damit erzielen lässt. Mit dieser Aussage ist aber weder dem Verkäufer noch dem Käufer geholfen. Deshalb sollte vorgängig eine fundierte Unternehmensbewertung durchgeführt werden. Zur Berechnung eines Unternehmenswertes gibt es eine Vielzahl von gebräuchlichen Bewertungsmethoden, auf die jedoch in diesem Artikel

nicht eingegangen werden soll. Die Entscheidung für oder gegen ein bestimmtes Verfahren richtet sich danach, ob es die geeigneten Argumente für die Rechtfertigung der individuellen Kaufpreisvorstellungen liefert. Die Wahl des Verfahrens und damit das Ergebnis der Bewertung hängen also von der Bewertungssituation und dem Bewertungsziel ab, was dazu führen kann, dass zwischen Käufer und Verkäufer unterschiedliche Präferenzen hinsichtlich der Bewertungsmethodik bestehen. Das bedeutet, es werden wegen der unterschiedlichen Interessen vollkommen andere Schwerpunkte gesetzt. Dabei sind unterschiedliche Argumente nicht hinderlich, solange eine Einigung möglich scheint. In der Praxis scheitern die Preisverhandlungen denn auch weniger an den gewählten Bewertungsmethoden als an den zugrunde liegenden Schlüsselzahlen und deren unterschiedlicher Interpretation.

### **Erarbeitung fundierter bereinigter Schlüsselzahlen**

Jeder Käufer wird die Attraktivität eines Unternehmens nicht zuletzt anhand der Ergebniszahlen sowie des investierten Kapitals beurteilen. Es geht also in einem ersten Schritt darum, die wesentlichen Schlüsselzahlen der Erfolgsrechnung (Umsatz, Betriebsgewinnmarge, EBDIT, EBIT und je nach gewünschter Transparenz auch die Gewinne) für die Vergan-

genheit und die Zukunft darzustellen. Das Gleiche gilt für die Bilanz, insbesondere für das betrieblich investierte Kapital. Es ist selbstverständlich, dass diese Schlüsselzahlen auf bereinigten Finanzdaten basieren. Dabei müssen auch die Mehrjahresplanungen offen gelegt und kritisch mit den Vergangenheitsdaten durchleuchtet werden. Die transparente Abgabe solcher bereinigter Schlüsselzahlen ist heute eine übliche Käuferanforderung. Basierend auf dieser Grundlage, ist der Käufer dann aufgefordert, seine eigenen Planungen vorzunehmen und die möglichen Synergiepotenziale zu bestimmen.

### **Typische bewertungsrelevante Stolpersteine**

Im Verhandlungsprozess versucht die Käuferseite in der Regel aufgrund einer Schwachstellenanalyse oder Due Diligence, die Verhandlungsposition des Verkäufers laufend zu schwächen und ihn aufgrund von negativen Erkenntnissen zu Preisabschlägen zu bewegen. Diese Werterosion gilt es durch proaktives Verhalten zu vermeiden. Nachfolgend werden einige typische bewertungsrelevante Stolpersteine erläutert:

#### **1) Bereinigung Vergangenheitserfolgsrechnungen**

Im Rahmen der Verkaufsvorbereitung sollte der Aufwand für eine saubere Bereinigung der Erfolgsrechnungen der letzten drei Jahre sowie der

letzten Bilanz nicht gescheut werden. Es ist zu spät, erst im Verlaufe der Verhandlungen auf ausserordentliche Faktoren in den Erfolgsrechnungen und auf vorhandene stille Reserven in einzelnen Bilanzpositionen hinzuweisen. Der potenzielle Interessent muss von Beginn weg mit dem bereinigten Zahlenmaterial bedient und zu einer darauf basierenden Preisvorstellung motiviert werden. Erfolgsrechnungsbereinigungen – positive wie negative – können folgende Gründe haben:

- Zu hohes oder geringfügiges Unternehmersalär im Vergleich zu einem Geschäftsführer
- Bildung von (mehr oder weniger nachvollziehbaren) steuerlichen Rückstellungen
- Wegfall von Auslagen mit «Privatcharakter»
- Saläre an nahe stehende Personen ohne unternehmerische Wertschöpfung
- Steuerlich motivierte Abschreibungsmethoden
- Zu gering oder zu hoch verzinsten Gesellschafterdarlehen
- Verrechnete Mietzinszahlungen, die nicht dem ortsüblichen Niveau entsprechen

Wenn der Käufer beispielsweise erst aufgrund seiner detaillierten Analysen feststellt, dass der Gewinn der letzten beiden Jahre lediglich durch neutrale Erlöse (z.B. aus dem Verkauf von Maschinen) gesichert werden konnte, kann dies das Vertrauen in den Verkäufer und das zum Verkauf stehende Unternehmen stark beeinträchtigen.

## 2) Mehrjahresplanung

Unternehmer lassen sich nur ungern auf eine Mehrjahresplanung festlegen, wenn schon eine verlässliche Aussage für das laufende Geschäftsjahr schwierig erscheint. Eine Unternehmung, die jedoch auf eine mittelfristige Planung verzichtet, setzt sich dem Zufall aus. Die Auseinandersetzung mit den Planungsannahmen lässt Chancen und Risiken erkennen, und damit kann sich der Unternehmer bzw. die Geschäftsleitung auf mögliche Gefahren einstellen. Natürlich müssen die Verantwortlichen von der Plausibilität der Planung überzeugt sein und sich mit den Planwerten identifizieren. Erscheinen die Pläne nicht plausibel oder sind deren Resultate ungenügend, müssen diese überarbeitet werden.

Planungen mit Alibicharakter dürfen nicht akzeptiert werden. Eine fundierte, mit den Annahmen und Kommentaren der verantwortlichen Führungskräfte dokumentierte Mehrjahresplanung erhöht das Vertrauen eines Käufers in die Unternehmung und das Management enorm. Selbstverständlich ist es dem Käufer immer noch möglich, eine abweichende Meinung über die Zukunftsentwicklung der Unternehmung zu vertreten. Dabei muss er aber auch seine Überlegungen begründen und konkretisieren.

## 3) Aussagefähiges Controlling

Bei der finanziellen Due-Diligence-Prüfung verlangt der Käufer für die Beurteilung der Ertragskraft auch die aktuelle Entwicklung der Zahlen. Der Soll-Ist-Vergleich ist ein häufiges Mittel, um kurzfristig Abweichungen festzustellen. Dieser ist aber nur sinnvoll, wenn brauchbare Budgets vorhanden sind und ein aussagefähiges Berichtswesen verfügbar ist. Abweichungen sind allerdings noch keine ungewöhnlichen Ereignisse. Im Normalfall handelt es sich um natürliche Schwankungen. Es lassen sich aber erste Trends ableiten. Ein aussagefähiges Controlling, basierend auf verschiedenen Beobachtungsgrößen und Kennzahlen, die je nach Wichtigkeit monatlich, vierteljährlich oder halbjährlich beurteilt werden, beantwortet im Rahmen eines Verkaufsprozesses proaktiv viele Fragen des Käufers. Aus Verkäufersicht ist die Abgabe inkonsistenter Finanzdaten unbedingt zu vermeiden. Die vom Budget abweichenden aktuellen Entwicklungen sind zu analysieren und zu begründen. Insbesondere bei einer negativen aktuellen Entwicklung muss der Verkäufer den Handlungsbedarf nicht nur aufzeigen, sondern auch dessen Umsetzung nachweisen. Wenn dies nicht gelingt, wird der Käufer die negative Entwicklung zu seinen Gunsten ausnutzen.

## 4) Investitionsstau

Ein wichtiger Faktor ist gerade bei produzierenden und anlageintensiven Unternehmen der Zustand der Betriebsanlagen und Maschinen. Der Verkäufer zieht oft günstigere Reparaturen vor, wenn für Neuanschaffungen das Geld fehlt. Einen nachgewiesenen Investitionsstau wird der Käufer mit einem geringeren Kaufpreis kompensieren. Die Modernisierung der Betriebsanlagen sollte deshalb rechtzeitig geplant werden, ansonsten könnte sich dies auch auf mögliche Wachstumsimpulse negativ auswirken.

## 5) Liquiditätsengpass

Das Liquiditätsmanagement und die damit verbundene Liquiditätssicherung sind wesentliche Aufgaben jeder Unternehmensführung. Allfällige Engpässe sind möglichst im Vorfeld einer Unternehmenstransaktion auszuräumen, denn gerade in dieser Zeit sollte das Unternehmen liquide sein und Verbindlichkeiten fristgerecht bedienen können. Immer wieder kommt es vor, dass sich während des Verkaufsprozesses trotzdem Liquiditätsprobleme abzeichnen und der Verkäufer hofft, diese durch einen baldigen Transaktionsabschluss der Käuferschaft zu übertragen. Dieses Vorgehen ist dann kritisch, wenn es zu Verzögerungen bei den Verhandlungen kommt. Der Verkäufer sollte unabhängig von einem Verkauf proaktiv mit den involvierten Banken und Gläubigern nach Lösungen zur Überbrückung des Liquiditätsengpass-

ses suchen. In der Praxis gibt es eine Menge von Massnahmen, mit denen die Liquidität optimiert werden kann.

#### **6) Aufzeigen von Optimierungsmöglichkeiten**

Auch der Verkäufer sollte sich intensiv mit der Situation eines potenziellen Erwerbers auseinandersetzen. Das Wachstumspotenzial, allfällige Optimierungsmöglichkeiten und Synergien sind kritisch zu antizipieren und zu hinterfragen. Je konkreter der Verkäufer auf solche Möglich-

keiten hinweisen und diese dem Käufer darlegen kann, umso grösser sind die Chancen, dass ein Teil dieser Synergien auch dem Verkäufer bei der Preisfindung zugeschrieben wird.

#### **Fazit**

Bei der Beurteilung des Kaufpreises widerspiegeln sich neben allgemein anerkannten Faktoren auch individuelle Aspekte. Deshalb überrascht es nicht, dass mitunter grosse Unterschiede bei der Ermittlung des Unternehmenswertes entstehen, obwohl

dieser von Käufer und Verkäufer möglichst realistisch eingeschätzt werden sollen. Hilfreich sind dabei bereinigte Schlüsselzahlen sowie eine plausible Mehrjahresplanung. Wertvoll ist auch ein Preisrahmen, mit dem die Parteien neben ihrem Preiswunsch auch ihre Kaufpreisgrenze festlegen. So haben beide Parteien einen klar definierten Spielraum, in dem sie sich während der Verhandlungen bewegen können.

\* Konrad Althaus, dipl. Wirtschaftsprüfer, NDS Corporate Development FH, und Roberto Tracia, Dr. oec. HSG