

## **Preisfindungsprozess richtig anpacken**

Konrad Althaus und Dr. Peter Binder<sup>1</sup>

Fast täglich erscheinen in der Presse Artikel, die den Unternehmenswert in den Mittelpunkt stellen. Dabei dominieren die Schlagwörter Shareholder value, Wertmanagement, Wertsteigerung und neuerdings auch Economic value added (EVA). Es ist unbestritten, dass es diese Auseinandersetzungen mit der Theorie und Praxis der Unternehmensbewertung braucht. Entscheidungsträger, die als Käufer und Verkäufer in Veränderungsprozesse (Kauf/Verkauf von Unternehmen, Veräusserung von Geschäftseinheiten etc.) involviert sind, haben aber oft Mühe, die vielen neuesten Erkenntnisse in die Praxis umzusetzen. Dieser Beitrag will, aus der langjährigen Erfahrung der beiden Verfasser heraus, aufzeigen, wie Unternehmensbewertungen der Preisfindung im M&A-Prozess sowie der Erfolgskontrolle dienen.

### **Die Bewertung als Teil des M&A-Prozesses**

Wer kennt nicht mindestens einen Fall, bei der eine M&A-Transaktion letztlich an den unterschiedlichen Wertvorstellungen gescheitert ist, obwohl bei allen anderen Akquisitionskriterien Übereinstimmung herrschte. Insbesondere zu Beginn der Verhandlungen sehen sich sowohl Käufer als auch Verkäufer mit Werturteilen konfrontiert, die sich auf unterschiedliche Grundlagen, aber auch auf festgefahrene Positionen beziehen. Für den Käufer steht dabei die geforderte Verzinsung seines Investments und somit der Ertragswert im Vordergrund. Die gleiche Überlegung sollte eigentlich der Verkäufer machen. Insbesondere bei ungenügender Ertragslage begründet dieser jedoch seine Berechnungen oft anhand des Substanzwertes oder zukünftiger, wahrscheinlicher Erträge. Dies führt unweigerlich zu Kaufpreiskonflikten, die nur mit einem klaren Prozedere und durch unabdingbare Einbindung in den M&A-Prozess vermieden werden können.

Wertüberlegungen finden wir also in allen Phasen (Vorbereitung, Kontaktierung, Verhandlung, Abschluss und Due Diligence) einer M&A-Transaktion. Aus Sicht des Käufers sollte zudem nach Abschluss der Transaktion regelmässig eine Erfolgskontrolle stattfinden, insbesondere dann, wenn der bezahlte Preis vorher auf strategischen Wertsteigerungszielsetzungen beruht.

### **DCF-Analyse als fundiertes Bewertungsverfahren**

Dieser Artikel behandelt die Bewertungstheorie und Bewertungsverfahren nicht. Als fundiertes Bewertungsverfahren bei M&A-Transaktionen wird aber klar die Discounted Cashflow-Analyse bevorzugt (vgl. hierzu die Kurzübersicht im Kästchen). Diese berücksichtigt die wichtigsten Wertelemente und gibt zusätzlich Informationen über Strategie, Restrukturierungspotential, Spartenbeiträge, Budgetierungsgrundlagen, Investitionsbedarf, Finanzstruktur und Finanzströme. Die DCF-Methode zwingt zu einer

---

<sup>1</sup> Konrad Althaus, dipl. Bücherexperte und Peter M. Binder, Dr. rer. pol. et lic. iur., sind Inhaber der Binder Consulting AG, Gümligen und Zürich. Sie haben sich auf den Gebieten M&A/Corporate Finance, Unternehmensbewertungen, Kooperationen, Coaching und Managementunterstützung spezialisiert.

systematischen Auseinandersetzung mit der Unternehmenszukunft. Damit kommt der Informationsbeschaffung eine grosse Bedeutung zu. Es sollte genügend Zeit eingeplant werden, um die vorhandenen Daten korrekt auszuwerten. Die Freien Cashflows müssen richtig berechnet sein und das Modell darf keine Methodenfehler aufweisen.

## **Unternehmensbewertung als phasenweiser Prozess**

### **1. Schritt: „Understand the business“**

Teppichhändlermethoden, bei denen die beiden Parteien unbegründete Preisangebote in die Verhandlungen einbringen, eignen sich in den seltensten Fällen und führen gerade in schwierigen Fällen meist zum vorzeitigen Abbruch der Verhandlungen. Gefragt ist also ein Verfahren, das den beiden Parteien die Möglichkeit gibt, die Grundlagen der Preisvorstellungen zu verstehen und sich schrittweise anzunähern. Käufer wie Verkäufer sind also dazu gezwungen, in einem ersten Schritt eine gründliche Analyse und Beurteilung der verschiedenen wertrelevanten Elemente vorzunehmen. Diese erste Beurteilung macht jede Partei für sich.

Ein Käufer beginnt diesen Prozess bereits bei der Festlegung der Strategie und der Auswahl möglicher Akquisitionsojekte. Anschliessend steht die richtige Information über das Target im Zentrum. Wissen wir überhaupt, was wir kaufen? Haben wir ein umfassendes Markt- und Produkteverständnis? Wie gross ist das Wertsteigerungspotential und sind wir in der Lage, die Transaktion richtig und innerhalb der vorgesehenen Zeit umzusetzen?

Der Verkäufer übt in dieser Phase verständlicherweise Zurückhaltung bei der Abgabe von Finanzdaten. Eine abgegebene Unternehmensdokumentation soll zur Klärung des ersten Interesses genügen. Erst Käufer, die ein ausdrückliches und untermauertes Interesse nachweisen, gelangen in den Besitz einer Finanzdokumentation und machen langsam das gegenüber dem Verkäufer bestehende Informationsdefizit wett. Aufgrund der erhaltenen Informationen ist der Käufer nun in der Lage, die Grobanalyse abzuschliessen und aufgrund eines Bewertungsmodelles einen Wert zu bestimmen, mithin einen Preis festzulegen.

### **2. Schritt: Transparenz der Wertfaktoren**

Da kaum anzunehmen ist, dass sich die beiden Parteien aufgrund eines ersten Preisangebotes einigen werden, ist ein zweiter Schritt erforderlich. Das bisher aufgebaute Vertrauen ist durch gegenseitige Offenlegung der benutzten Entscheidungsfaktoren zu vertiefen. Beide Parteien begründen damit ihre Angebote und greifen auf die Ergebnisse ihrer eigenen Unternehmensanalysen und Unternehmensbewertungen zurück. Unter Umständen ist es erforderlich, dass das Kaufobjekt besser präzisiert und strukturiert werden muss. Es muss auch damit gerechnet werden, dass dem Käufer nun ein vertiefter Einblick (Pre Due Diligence) in das Unternehmen gewährt werden muss, um Aussagen des Verkäufers zu erhärten oder bedeutende Unklarheiten im Rahmen einer Schwerpunktuntersuchung zu beseitigen. Wenn Käufer und Verkäufer branchenkundig sind, geht es schnell, andernfalls ist der Prozess oft langwierig, aber nützlich.

### **3. Schritt: Einigung über die Preisbasis**

Das schrittweise Vorgehen ermöglicht beiden Seiten eine flexible Verhandlungsführung und eine gemeinsame Suche nach den richtigen Parametern der Unternehmensbewertung. Es muss nicht mehr damit gerechnet werden, dass, aufgrund eines unbegründeten Angebotes, eine Partei das Gesicht verliert. Natürlich ist die Kaufpreisfindung nicht mit Zugeständnissen und dem schrittweisen Herantasten an die Entscheidungswerte der Parteien garantiert. Es kommt durchaus vor, dass die Interessenlagen der Parteien keine Einigung ermöglichen und die Positionen neu definiert bzw. überdacht werden müssen. Dazu stehen verschiedene Möglichkeiten zur Diskussion. Denkbar sind z.B. Earn-out-Modelle, Teilveräusserungen, Umfang der Gewährleistungen, Art der Kaufpreiszahlung. Hier dient das Bewertungsmodell als Grundlage.

Die Vorteile dieses praxiserprobten Prozederes liegen auf der Hand. Die Verhandlungen orientieren sich anhand sachlicher Argumente. Teppichhändlermethoden und Gesichtsverluste werden vermieden. Es gibt keine pauschalen Preisangebote bzw. forderungen. Beide Parteien stützen sich auf eine klare Verhandlungsgrundlage, sind flexibel in der Verhandlungsführung und die Chancen, die angestrebte Transaktion für beide Seiten erfolgreich abzuschliessen, sind gross.

#### **Die Bewertung als Basis einer Erfolgskontrolle der Akquisition**

Der Erfolg eines Unternehmenskaufes misst sich an der erreichten Wertsteigerung beim Käufer. Durch die Realisierung von Synergien und des Erreichens der strategischen Ziele sollten die Unternehmenswerte sowohl der erwerbenden Unternehmung als auch des Akquisitionsobjektes gesteigert werden können. Jede Unternehmensübernahme birgt aber auch erhöhte Risiken in sich. Diese müssen durch eine höhere Rentabilität des unternehmerischen Eigenkapitals abgegolten werden.

Die DCF-Analyse ist auch bei der Erfolgskontrolle einer Akquisition, die jeder Käufer bzw. jede Unternehmung periodisch durchführen sollte, ein unentbehrliches Hilfsmittel. Die bereits bei der Akquisitionsanalyse definierten und verhandelten Wertgeneratoren (Value Drivers) wie Gewinnmarge, Umsatzwachstumsrate, Steuersatz, Planungshorizont, Kapitalkostensatz, Investitionen etc. sind periodisch zu analysieren und den neuen Gegebenheiten anzupassen. Das Bewertungsmodell dient dann dazu, die geplanten Wertfaktoren und die tatsächlich eingetretenen Werte zu vergleichen. Ein wahrhaft probates Controlling-Instrument. Auch ein Hinweis darauf, dass bei der Planung diejenigen Personen mitwirken müssen, die bei der Integration des Akquisitionsobjektes an der Front sein werden.

Leider kommt es immer wieder vor, dass Unternehmensbewertungen in einem Schrank abgelegt, verstauben und vergessen werden. Dies ist schon deshalb schade, weil mit der Erstellung ein erheblicher Zeit- und Kostenaufwand verbunden war. Jeder Unternehmensbewertung liegt eine Unternehmens- und Strukturanalyse zugrunde, die erste Wertoptimierungen und Restrukturierungspotentiale aufzeigt. Bei regelmässiger Überarbeitung des Bewertungsmodells, lässt sich dieses zu einem aussagekräftigen Wertsteigerungsmodell oder Shareholder-Value-Konzept ausbauen.

## Fazit

Die prozessorientierte Unternehmensbewertung weist eine Reihe von Erfolgsfaktoren (siehe Kästchen) auf, die, gezielt genutzt, auch den grössten Wertvernichtern (zu optimistische Marktbeurteilung, Überbewertung der Synergien, Nichtabstützung des Transaktionspreises auf den Freien Cashflow und insbesondere die schwache post merger integration) zu Leibe rückt. Ein Mehrwert ergibt sich nur schon, wenn die Unternehmensbewertung nicht mehr als Mittel zur Wertbestimmung, sondern als Verhandlungsgrundlage und Mittel der Erfolgskontrolle einer Akquisition, eingesetzt wird.

## Beilage:

### Die DCF-Methode in Kürze

#### 1. Bewertungsmodell als Grundlage

- Eingabe Einflussgrössen (Value Drivers)
- Planerfolgsrechnungen
- Planbilanzen
- Plankapitalflussrechnungen
- Kennzahlen
- Freie Betriebs-Cash-flows

#### 2. Ermittlung des Freien Cash-flow

Betriebs-Gewinn vor Zinsen und Steuern (EBIT)  
– Steuern  
+ Abschreibungen  
+/- Veränderung übriger nicht liquiditätswirksamer Erträge/Aufwände  
+/- Änderungen im Nettoumlaufvermögen  
– Investitionen/Devestitionen Anlagevermögen  
= Freier Cash-flow

#### 3. Berechnung des DCF-Wertes

Barwert Freie Betriebs-Cash-flows  
+ Barwert Residualwert  
= Wert des Gesamtkapitals  
./ Finanzschulden  
= Wert des betrieblichen Eigenkapitals  
+ nicht betriebsnotwendiges Vermögen  
= Wert des Eigenkapitals der Unternehmung

### **Erfolgsfaktoren einer prozessorientierten Unternehmensbewertung**

- Gründliche Unternehmens- und Strukturanalyse
- Objektivität (Geschäft verstehen, klare Vorgehensweise)
- Fundiertes Bewertungsverfahren (DCF-Analyse)
- Synergien nicht überbewerten
- Proaktives Verhandeln (Verhüten der Verhandlungsfallen, Fragen stellen)
- Integrationsprozess rasch beginnen (Zukunft selber gestalten)
- Berücksichtigung der Faktoren Mensch, Kultur
- Verantwortung selber tragen (Einbezug der Verantwortlichen)
- Nicht nur Fokussierung auf Bewertung, Steuern, Verträge
- Klare strategische und finanzielle Evaluation (Wertsteigerungsanalyse)