

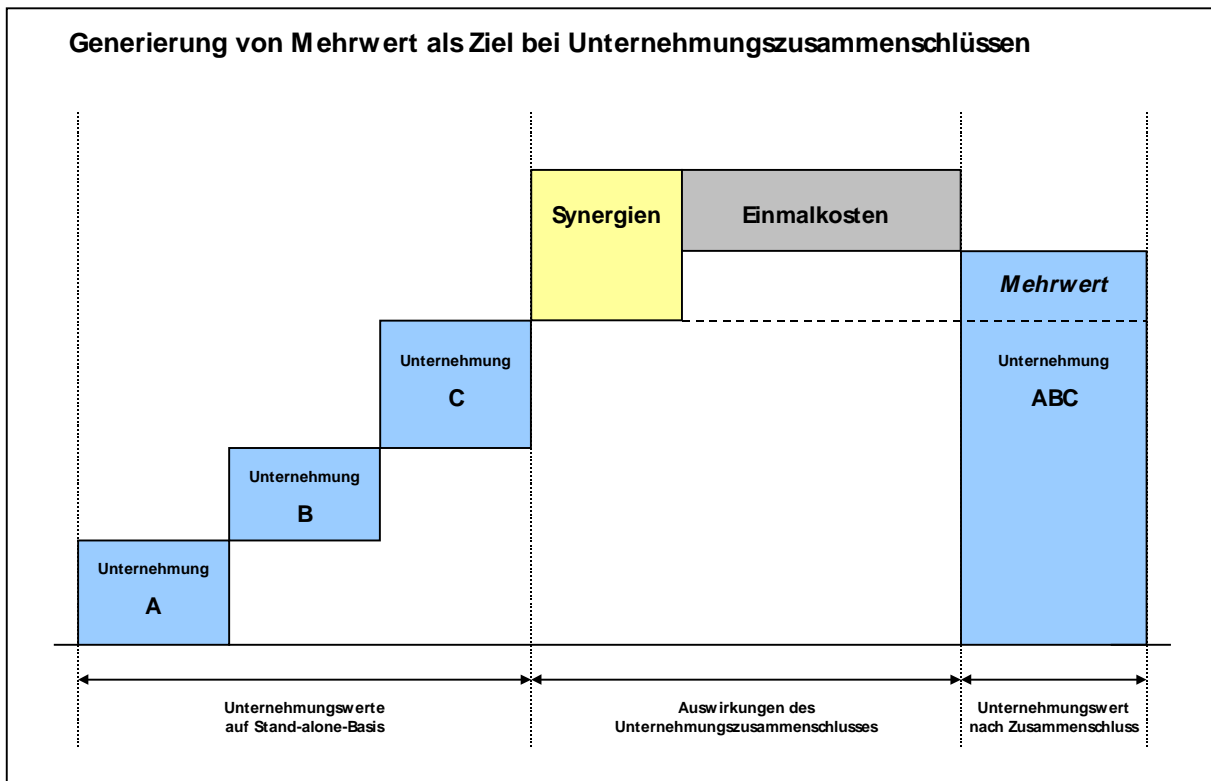
# Vergleichende Bewertung bei Unternehmungszusammenschlüssen

*Von Konrad Althaus und Peter M. Binder*

Die aktuelle M&A-Szene wird von verschiedenen Trends geprägt. Auf der einen Seite beobachten wir die so genannten Mega-Mergers, auf der anderen Seite schliessen sich zahlreiche Klein- und Mittelbetriebe zu Unternehmungsgruppen zusammen. Während in den Wachstumsbranchen wie Telekommunikation und Internet-Technologie das Kapital für Akquisitionen meist problemlos zu beschaffen ist, gibt es zahlreiche Märkte, in welchen den Unternehmungen nur geringe Mittel für Übernahmen zur Verfügung stehen. Dies betrifft insbesondere die eher traditionellen Branchen mit geringeren Wachstumsraten, denen aufgrund des anhaltenden Wettbewerbsdrucks eine weitere Strukturbereinigung bevorsteht. Zu diesen Branchen zählen wir beispielsweise die Bauwirtschaft, weite Teile der Nahrungsmittelindustrie, den Detailhandel und die Logistik. In diesen Sektoren erfolgen Marktvereinigungen oftmals mittels Unternehmungszusammenschlüssen, bei denen die Akteure die Zusammenlegung in einer gemeinsamen Branchen-Holding suchen. Merkmal eines solchen Zusammenschlusses ist die Tatsache, dass kein Geld fliesst. An die Stelle einer geldwerten Kaufpreisermittlung tritt deshalb die Festlegung der zukünftigen Anteilstruktur. Eine vergleichende Bewertung erweist sich in diesen Fällen als zweckmässig.

Während über die Notwendigkeit eines Zusammenschlusses in der Regel rasch Einigkeit besteht, können bei der Wertermittlung der beteiligten Gesellschaften und bei der Bewertung der zukünftigen Unternehmung grosse Meinungsverschiedenheiten auftreten. Jede Partei ist Trägerin der eigenen Firmengeschichte und verbindet mit ihr bestimmte Wertvorstellungen. Die Strukturen der beteiligten Unternehmungen können sich zudem stark unterscheiden; beispielsweise hat ein Eigentümer in der Vergangenheit nur das betriebsnotwendige Kapital in der Gesellschaft belassen, ein anderer hingegen hat die Gewinne akkumuliert. Um in dieser Situation die Austausch- und Beteiligungsverhältnisse kritisch beurteilen zu können, liegt es im Interesse der Besitzer und der Aktionäre, die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der eigenen Unternehmung zu ermitteln. Vor einem Unternehmungszusammenschluss kommt deshalb der Bestimmung der einzelnen Unternehmungswerte und deren Vergleichbarkeit eine zentrale Bedeutung zu.

Parallel zur Unternehmensbewertung ist auch objektiv die Frage zu prüfen, ob sich ein Zusammenschluss tatsächlich lohnt. Der Wert der neuen Unternehmung muss demnach grösser sein als die Summe der aktuellen Unternehmenswerte, d.h. die zukünftigen Synergien eines Zusammenschlusses müssen dessen einmalige Kosten übersteigen. Dieses Bewertungsprinzip kann schematisch dargestellt werden (vgl. Grafik).



In der Regel sind die beteiligten Parteien nicht bereit, den Verhandlungspartnern unbeschränkte Einsicht in die Bücher zu gewähren, solange nicht feststeht, ob anschliessend eine Transaktion erfolgt oder nicht. Die Parteien stehen zudem häufig in einem direkten Konkurrenzverhältnis, weshalb sie sich eine Fall-back-Position sichern müssen. In der Praxis hat sich in diesem Fall ein schrittweises Vorgehen bewährt, bei dem in einem ersten Schritt nur die operativen Zahlen (investiertes Kapital, betriebliche Umsätze und Gewinne) offengelegt werden. Hierbei kann ein Berater, der das Vertrauen aller Beteiligten genießt, hilfreich sein, da er die verschiedenen Schritte treuhänderisch für alle Parteien vornimmt und nur nach Absprache mit jeder einzelnen Partei die vereinbarten Daten offenlegt, obwohl er selber einen tieferen Einblick hat.

Das praktische Vorgehen lässt sich wie folgt zusammenfassen:

1. Bereinigung der zu vergleichenden Daten anhand identischer Kriterien;
2. Definition der Wertfaktoren wie Umsatz, Marktanteil, operative Ertragskraft, betriebliches Kapital, Eignung und Modernität der Infrastruktur, zukünftiger Investitionsbedarf, Personal- und Führungsstruktur sowie allenfalls Bestimmung des nicht betrieblichen Vermögens;
3. Zusammenführung der einzelnen Unternehmungsrechnungen zu einer Gesamtunternehmensrechnung und Analyse der Synergiepotenziale (z.B. Kostenreduktionen durch Zusammenlegung von Standorten, Bündelung der Einkaufsmacht, Stärkung der Marktposition, Optimierung der Distribution und Verbesserung der Kapitalmachtfähigkeit);
4. Berechnung der Einmalkosten des Unternehmungszusammenschlusses;

5. Bewertung der Unternehmungen einerseits auf Stand-alone-Basis, andererseits nach Berücksichtigung der Synergien und der einmaligen Kosten;
6. Festlegung der Eigentumsverhältnisse an der neuen Unternehmung.

Bei der Wahl der Bewertungsmethode sind unter anderem die spezifischen Gegebenheiten der Branche und die jeweilige Situation der Unternehmungen zu berücksichtigen. Als zukunftsgerichtete Methode steht die Discounted Cashflow-Methode im Vordergrund. Sie zwingt den Anwender, sich konsequent Gedanken über die zukünftige Entwicklung der Unternehmung zu machen. In jedem Fall muss zudem der Substanzwert der Unternehmung bestimmt werden; einerseits um festzustellen, ob sämtliche Aktiven übergehen müssen, und andererseits im Hinblick auf die notwendigen Revisionsberichte bei Neugründungen und Fusionen. Bei der vergleichenden Bewertung werden die involvierten Unternehmungen zusätzlich anhand eines vorgängig definierten, identischen Kriterienkataloges analysiert und bewertet. Von zentralem Interesse ist dabei nicht der resultierende absolute Wert jeder Unternehmung, sondern das relative Wertverhältnis zwischen den beteiligten Unternehmungen.

Das Resultat einer vergleichenden Bewertung hängt von einigen entscheidenden Erfolgsfaktoren ab:

- Offenheit der Verhandlungspartner und Transparenz bei der Datenbeschaffung;
- Neutrale Moderation und Begleitung des Verhandlungsprozesses;
- Wahl einer nachvollziehbaren und von allen Parteien akzeptierten Bewertungsmethode;
- Einbezug aller wesentlichen Faktoren, welche für die Beurteilung der Leistungsfähigkeit der Unternehmungen relevant sind;
- Realistische, eher zurückhaltende Einschätzung der Synergien (Synergien, die nicht offensichtlich sind, bestehen in der Regel auch nicht);
- Vertraulichkeit und Diskretion im Umgang mit dem Datenmaterial;
- Einsicht und Wille der Verhandlungsparteien, die Transaktion tatsächlich zu vollziehen, wenn die notwendigen Bedingungen und Voraussetzungen erfüllt sind;
- Einigung über die Aufteilung des erwarteten Mehrwertes.

### **Schlussfolgerung**

Auch Unternehmungszusammenschlüsse, deren Finanzierung auf den ersten Blick kaum realisierbar scheint, können durch ein zielgerichtetes und moderiertes Vorgehen erfolgreich umgesetzt werden. Die beteiligten Parteien und potenzielle Kooperationspartner sollten sich dabei bewusst sein, dass die vergleichende Bewertung nur einen – wenn auch wesentlichen – Aspekt des Zusammenschlusses darstellt. Sie schafft Vertrauen unter den Parteien und erlaubt ihnen, sich in späteren Schritten auf andere wesentliche Faktoren zu konzentrieren. Zu diesen Faktoren zählen unter anderem die Festlegung der strategischen Ausrichtung

sowie der Organisationsstruktur der neuen Unternehmung und schliesslich – nach Berücksichtigung sämtlicher Aspekte – die Bestimmung der Eigentumsverhältnisse an der gemeinsamen Gesellschaft.