

# In der Praxis werden häufig völlig unrealistische Wertmaßstäbe angesetzt

Von HARALD LINK

Die zentrale Voraussetzung und oftmals eines der wesentlichen Hindernisse für den erfolgreichen Abschluß von Verhandlungen über eine an und für sich von beiden Parteien gewollte Unternehmensakquisition ist in der Praxis regelmäßig das Erfordernis zur Einigung zwischen Verkäufer und Käufer bei der Kaufpreisbemessung.

Da bei der überwiegenden Zahl von Unternehmensakquisitionen – im Gegensatz zu börsennotierten Publikumsgesellschaften – ja kein Markt existiert, ist die jeweilige Wertvorstellung der Parteien Ausgangspunkt für die Kaufpreisverhandlungen. Diese ergibt sich individuell aus dem subjektiven künftigen Nutzen für den bisherigen Eigentümer bei einer Unternehmensfortführung bzw. für den potentiellen Erwerber bei einer Übernahme des Akquisitionsobjektes.

In der Praxis werden verschiedentlich völlig unrealistische Wertmaßstäbe in die Diskussion eingebracht, so daß es oftmals hilfreich sein kann, als Entscheidungshilfe bzw. als gemeinsame Grundlage zur Versachlichung der Kaufpreisverhandlungen ein Unternehmensbewertungs-Gutachten durch eine neutrale Instanz anfertigen lassen. Die in der Praxis bisweilen geäußerten Wert- und Preisvorstellungen mögen allerdings z.T. auch darin begründet liegen, daß lange Zeit bereits die theoretischen Grundlagen von Unternehmensbewertungen kontrovers diskutiert wurden.

## Eine Vielzahl von Vorschlägen zur „richtigen“ Vorgehensweise

So ist allein in der deutschsprachigen Literatur eine derartige Vielzahl von Vorschlägen über die „richtige“ Vorgehensweise unterbreitet worden, daß zuweilen bereits der Eindruck eines Meinungschaos' entstand. Generell ist dabei auf eine reine Substanzbetrachtung oder aber ausschließlich auf die künftige Ertragskraft des Unternehmens abgestellt worden. Darüber hinaus wurden aber auch diverse Mischverfahren mit unterschiedlicher Gewichtung bzw. Verknüpfung von Substanz- und Ertragswert, beispielsweise Mittelwertmethode, UEC-Formel oder Stuttgarter Verfahren, angewandt.

Heute besteht zumindest in der Theorie Einigkeit darüber, daß unter Fortführungsgesichtspunkten ein substanzorientierter Unternehmenswert ökonomisch nicht hinreichend begründet werden kann. Vielmehr bemißt sich der Wert eines Unternehmens mit zufriedenstellender Rendite nach dem künftigen Nutzen bzw. dessen Gewinnaussichten und errechnet sich nach dem Ertragswertverfahren als Barwert künftiger Einnahmenschüsse unter Zugrundelegung einer ewigen Rente.

Obwohl also Anwendung des Ertragswertverfahrens und die grundsätzliche Vorgehensweise bei Unternehmensbewertungen inzwischen kaum noch strittig sind, wird die Umsetzung der theoretischen Vorgaben in der Praxis oftmals vielfältige Schwierigkeiten bereiten.

So resultiert ein wesentliches Problem aus der Notwendigkeit einer zukunftsbezogenen Betrachtung, wobei eine exakte Prognose kaum durchführbar bzw. nur unter bestimmten Prämissen überhaupt möglich sein dürfte. Als Hilfslösung werden in der Praxis daher oftmals die Vergangenheitsergebnisse der letzten drei bis fünf Jahre ermittelt, die dann in die Zukunft extrapoliert werden. Andere Ansätze gehen dahin, daß Planungsrechnungen erstellt werden bzw. aus vergangenheits- und zukunftsorientierter Betrachtung ein durchschnittlicher Unternehmensgewinn errechnet wird.

## Schwierig ist die Bemessung des Kapitalisierungsfaktors

Eine zusätzliche Schwierigkeit ergibt sich bei der Bemessung des Kapitalisierungsfaktors (Kalkulationszinsfuß) im Rahmen der Diskontierung der wie auch immer ermittelten und begründeten künftigen Ergebnisse. Grundsätzlich setzt sich der Kapitalisierungsfaktor aus dem Zinssatz für risikoarme Rentenpapiere sowie Zuschlägen für die Immobilität des im Unternehmen eingesetzten Kapitals und dem unternehmerischen Risiko zusammen, welches wiederum durch die drei wesentlichen Einflußgrößen Eigenkapitalausstattung, Branchensituation sowie Personengebundenheit des unternehmerischen Know-hows bestimmt wird.

Es ist offensichtlich, daß bei der Ermittlung der einzelnen Zinskomponenten allein der Rentenmarktzins zu einem bestimmten Zeitpunkt exakt bemessen werden kann, während die übrigen Einflußgrößen in der Praxis kaum quantifizierbar sind. Gleichwohl ist es für den Unternehmenswert von erheblicher Bedeutung, ob die Diskontierung der künftigen Gewinne beispielsweise mit einem Kalkulationszinsfuß von 10 % oder aber 25 % mit dem Resultat erfolgt, daß der Unternehmenswert entweder dem zehnfachen Gewinn („Faktor zehn“) oder lediglich dem vierfachen Betriebsergebnis („Faktor vier“) entspricht.

Bereits hier dürfte also klar werden, daß auch der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte und in einem Bewertungsgutachten begründete Unternehmenswert lediglich als Entscheidungshilfe bzw. als Grundlage für die Preisverhandlungen dienen kann, da es sich letztlich nur um eine Modellrechnung unter bestimmten Prämissen handelt. Der wesentliche Vorteil eines derartigen Gutachtens zur Ermittlung des Unternehmenswertes liegt also – vor allem, wenn das strategische Ressourcenpotential explizit herausgearbeitet worden ist – insbesondere darin, daß eine gemeinsame Argumentationsbasis für die Preisverhandlungen geschaffen wird.

In der Praxis der Kaufpreisverhandlungen wird es allerdings häufig so sein, daß bei den Parteien jeweils Informationsvorsprünge und -defizite vorhanden sind, die im Rahmen der Akquisitionsgespräche niemals angesprochen bzw. diskutiert werden, obwohl sie die jeweilige Einschätzung der künftigen Ertragskraft wesentlich beeinflussen könnten. Wenn dann die Preisvorstellungen der Parteien in einem Bereich angesiedelt sind, die keine zumindest teilweise Übereinkunft innerhalb des jeweiligen Verhandlungsspielraumes zulassen, wird es zu keiner Einigung kommen.

Bevor allerdings eine derartige Situation entsteht, sollte in jedem Fall der Versuch unternommen werden, über die sogenannte Earn-out-Methode (Methode der verzögerten Kaufpreisbestimmung) einen Ausweg aus dem Verhandlungsdilemma zu finden, bei der der Käufer zunächst lediglich eine Anzahlung auf den Kaufpreis leistet und sich gleichzeitig zur Zahlung weiterer Beträge bei Erreichung oder Überschreitung bestimmter Zielgrößen in der Zukunft verpflichtet.

Harald Link, Link & Partner Unternehmensberatung, Hamburg