

## Themen dieser Ausgabe:

Internetauftritt erfolgreich optimiert	2
Aktuelle Information zur Corona-Krise	3
Unternehmensbewertung vs. Kaufpreis	7
Verhandlungsführung: Erfolgsentscheidend beim Verkauf und Kauf von Unternehmen	14
Datenraum und Due Diligence als wichtiges Element beim Unternehmensverkauf	26
Startup-Unternehmen: Attraktive Partner für den Mittelstand!	32
Managementpräsentation - ein Instrument zur Steigerung des Unternehmenswertes	36
Suche, Auswahl und Ansprache von möglichen Unternehmenskäufern	40

*Qualifizierte Beratung seit 1978*

... mit mehr als 500 Unternehmenstransaktionen



## Unternehmensbewertung vs. Kaufpreis

Analysiert man durchgeführte Unternehmensverkäufe, stellt man sehr 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.

**Dirk Schulte, Niggemann & Partner GmbH**  
[d.schulte@ifwniggemann.de](mailto:d.schulte@ifwniggemann.de)

### Verkäuferziel: Optimierung des Verkaufspreises

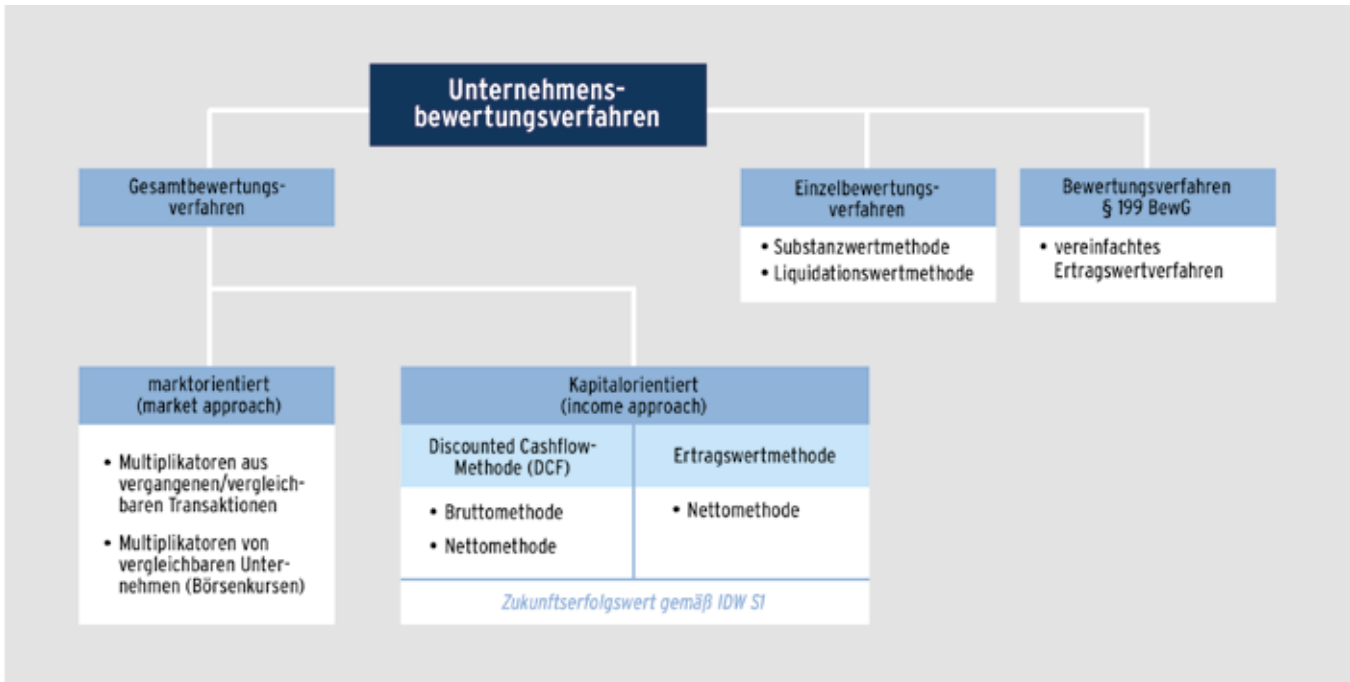
Bei der Übernahme eines Mandats zum Verkauf eines Unternehmens erfragt ein M&A-Berater die Ziele des Unternehmensverkäufers. Zu diesen Zielen zählen regelmäßig u. a. diese Punkte:

- Sicherstellung der Unternehmenskontinuität (Sicherstellung der Beschäftigtenstruktur, Erhaltung des Firmennamens, keine Standortverlagerung)
- Optimierung des Verkaufspreises
- Übernahme von Garantien und Gewährleistungen: Beschränkung auf eine Quote von ca. 20 % des Verkaufspreises für eine Laufzeit von 18-24 Monaten
- professioneller Ablauf 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 bzw. 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. Im Rahmen von M&A-Transaktionen haben sich die Gesamtbewertungsverfahren etabliert.

Diese sind in folgender Grafik dargestellt:



## Unternehmensbewertung

Bereits die Unterscheidung der verschiedenen Bewertungskonzepte sowie auch die damit verbundenen Begrifflichkeiten „objektiver Unternehmenswert“, „strategischer Unternehmenswert“ oder „subjektiver Entscheidungswert“ überfordert viele Unternehmer. Die Bestimmung des Unternehmenswerts führt somit schnell zu einer Komplexität, die nur noch vom Experten bewältigt werden kann. Das Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) hat in seinem IDW S 1 (Fassung 2008) Grundsätze dargelegt, „... nach denen Wirtschaftsprüfer Unternehmen bewerten ...“. Die Tabelle auf Seite 9 stellt auszugsweise Unterschiede und Gemeinsamkeiten der Bestimmung des objektivierten und strategischen Unternehmenswerts gegenüber.

Die wesentlichen Unterschiede sind gekennzeichnet durch:

### Anlass der Bewertung

Bei der Wahl des Bewertungskonzepts spielt der Bewertungsanlass eine übergeordnete Rolle. Erfolgt die Bewertung aufgrund gesetzlicher Vorschriften oder zum Zweck der gerichtlichen Nachprüfung, so ist das Konzept „objektiver Unternehmenswert“ zu wählen. Verhandlungen über einen Preis zur vollständigen Übernahme des Unternehmens finden hier nicht statt.

Anders verhält es sich, wenn der Anlass der Bewertung in einer unternehmerischen Initiative liegt. Der hier zugrunde liegende Anlass ist oftmals eine Transaktion, also der Kauf oder auch der Verkauf eines Unternehmens. Hier ist das Konzept „subjektiver Entscheidungswert“ zu wählen. In dieser Situation stehen sich zwei Parteien mit unterschiedlichen Zielsetzungen und Motiven gegenüber, die nach der Bewertung in Preisverhandlungen eintreten wollen.

### Ziel der Bewertung

Die übergeordnete Aufgabe des Konzepts „objektiver Unternehmenswert“ liegt in der Ermittlung eines Kompensationswertes, z. B. für den Verlust von Geschäftsanteilen. So steht Minderheits-Gesellschaftern eine volle Kompensation (Abfindung) der Verluste zu, die sie erleiden, wenn sie ihre Gesellschaftsanteile, z. B. im Rahmen eines „squeeze-out“, an den Haupt-Gesellschafter verlieren.

Das Konzept „subjektiver Entscheidungswert“ - auch „strategischer Unternehmenswert“ - verfolgt dagegen ein anderes Ziel. Die übergeordnete Aufgabe liegt hier in der Ermittlung eines Unternehmenswertes als Entscheidungswert, z. B. bei einer Unternehmenstransaktion, ab dessen Erreichen bzw. Überschreiten (Verkäuferseite) bzw. 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 etc. 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, und diese werden stets auch vom aktuellen Marktumfeld geprägt.

Die Ansichten der Käufer und Verkäufer können sich zudem im Verlauf des Transaktionsprozesses ändern. So weichen zum Beispiel die Wertvorstellungen vor Beginn der Due-Diligence-Prüfung (der Abschnitt des Verkaufsprozesses, in dem die Details und Dokumente akribisch durchforstet werden, Interviews mit dem Management stattfinden und die Räumlichkeiten oder gegebenenfalls Produktionsanlagen besichtigt werden) häufig stark vom finalen Angebot nach deren Durchführung ab.

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.

Je attraktiver das zu verkaufende Unternehmen aus Sicht des Käufers ist, desto höher wird der Kaufpreis ausfallen. Nachfolgend ist eine Darstellung der wichtigsten Faktoren, auf die ein Käufer achtet, wenn er eine Unternehmensbewertung erstellt.

### Objektivierter Unternehmenswert

**Ziel:** Kompensationswert (z. B. Abfindung)  
Werte der vollkommenen Kompensation für Verlust von Stellung und Rechten.

**Bewertet wird:** „... wie das Unternehmen steht und liegt ...“.

**Sichtweise:**  
typisiert, intersubjektiv nachprüfbar  
Keine Individualität und Fähigkeit als Unternehmer scheidet aus.

Typisierung zur fairen Vereinheitlichung der Rahmenbedingungen/Prämissen der Bewertung: Ertragsteuern, Risiken, ggf. marktgerechte Managementvergütung.

**Bewertungsrelevant:**  
Unechte Synergien und Maßnahmen, die am Bewertungsstichtag eingeleitet sind oder im Unternehmenskonzept hinreichend konkretisiert und dokumentiert sind.

**Bewertungsmethoden:**  
Ertragswert-Methode (EW), DCF-Methode ebenfalls einsetzbar.

Bevorzugter Einsatz von Ertragswert-Methode.

### Strategischer Unternehmenswert

**Ziel:** Entscheidungswert (Kauf/Verkauf)  
Wert des Unternehmens bei Entwicklung kreativer, individueller Konzepte.

**Bewertet wird:** „... was der Unternehmer aus dem Unternehmen machen kann ...“.

**Sichtweise:**  
Subjektive Annahmen des Unternehmers, seine Kreativität und Fähigkeiten bestimmen den Wert.

Individualisierung zur Abbildung strategischer Wert-Optionen des Unternehmens in Abhängigkeit alternativer Szenarien der Unternehmensentwicklung.

**Bewertungsrelevant:**  
Echte und unechte Synergien und Maßnahmen, die sich erst nach Umsetzung des Bewertungsanlasses (Kauf/Verkauf) realisieren lassen.

**Bewertungsmethoden:**  
Ertragswert-Methode (EW), DCF-Methoden ermitteln Barwerte, Multiplikatoren-Methode (Umsatz, EBIT, EBITDA); Szenarien erzeugen Bereiche der Wertermittlung  
→ kein einzelner Punktwert!

**Synergien:**

Synergien zwischen zwei Unternehmen sind immer dann gegeben, wenn ein oder mehrere Aspekte des verkaufenden Unternehmens (Produkte, Technologien, Patente, Kunden, Management, Marktzugang, Vertriebskanäle, etc.) aus Sicht des kaufenden Unternehmens einen erheblichen Mehrwert darstellen. Dieser Mehrwert sollte in der Regel kurzfristig realisierbar sein, z. B. indem der Käufer die Produkte des übernommenen Unternehmens in seinen weltweiten Vertriebskanal aufnehmen und so kurzfristig hohe Umsätze und EBIT-Margen erzielen bzw. einen erheblichen Wettbewerbsvorsprung generieren kann.

Mit Synergie wird oft auch der Effekt beschrieben, bei dem eben 1 + 1 nicht 2, sondern 3 ist. Grundsätzlich umschreibt das IDW den Begriff

Synergieeffekte wie folgt: „Unter Synergieeffekten versteht man die Veränderung der finanziellen Überschüsse, die durch den wirtschaftlichen Verbund zweier oder mehrerer Unternehmen entstehen und von der Summe der isoliert entstehenden Überschüsse abweichen“ (IDW S 1 [i. d. F. 2008], Rn.83, FN-IDW 07/2008 S. 271 ff.).

Für die Berücksichtigung von Synergieeffekten bei der Ermittlung von Unternehmenswerten ist es wichtig, eine Unterscheidung zwischen echten und unechten Synergieeffekten vorzunehmen, da ermittelt werden sollte, ob derartige Effekte überhaupt berücksichtigt werden können. Beispiele für echte bzw. unechte Synergieeffekte sind:

Echte Synergien	Unechte Synergien
Know-how-Transfer	Ausnutzung von Größeneffekten
Zusammenarbeit bei Forschung und Entwicklung	Skaleneffekte
Ergänzung der jeweiligen Produktportfolios	Aus- und Abbau der Marktmacht
verbesserte Absatzchancen aufgrund eines verringerten Konkurrenzdrucks	Kostenreduktion durch Zusammenlegung einzelner Bereiche
Effizienzsteigerung durch Skalenerträge oder Verbundeffekte	verbessertes Liquiditätsmanagement
Profitabilitätssteigerung durch Integration in bestehende Einkaufs-/Rahmenverträge	steuerliche Verlustvorteile

Als echte Synergien verstehen sich die Wertfaktoren, die sich ausschließlich durch die Kooperation ganz bestimmter Unternehmen aufgrund spezifischer Eigenschaften und Gegebenheiten realisieren lassen. Daher ergeben sich diese Synergieeffekte erst mit der Durchführung einer dem jeweiligen Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme und resultieren unweigerlich aus einer individuellen Bewertungssituation, die ohne den jeweiligen Bewertungsanlass nicht auftreten würde.

Dagegen handelt es sich bei unechten Synergieeffekten um die Effekte, die sich auch ohne die Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden konkreten Maßnahmen realisieren lassen und somit auch ohne einen Zusammenschluss oder einen Verkauf des Unternehmens realisierbar sind.

Bei der Unternehmensbewertung ist das Thema „Synergie“ regelmäßig von Bedeutung. Der objektivierte Unternehmenswert erlaubt jedoch allein die Berücksichtigung unechter Synergieeffekte.

Diesen Aspekt arbeitet der „strategische Unternehmenswert“ konträr ab. Explizit wird das realistisch umsetzbare Synergiepotenzial aus echten und unechten Synergien, das Verkäufer und Käufer regelmäßig unterschiedlich einschätzen, bei der Bewertung berücksichtigt.

**Fähigkeit des Managements:**

Kaufinteressenten lernen das Management üblicherweise im Rahmen von sogenannten „Managementpräsentationen“ kennen. In diesen Managementpräsentationen sollte möglichst das komplette Top-Management (Geschäftsführung bzw. Vorstand) vertreten sein und jede

einzelne Führungskraft seinen Teil zur positiven Unternehmensdarstellung beitragen. Je besser und überzeugender das Management in Gesprächen mit potenziellen Käufern das Unternehmen und sich selbst präsentieren kann, umso höher wird die Unternehmensbewertung des Käufers ausfallen. Unternehmenskäufer kaufen nur Unternehmen, von deren Management sie überzeugt sind und bei deren Management sie keine Abhängigkeiten von Einzelpersonen erkennen.

### Breite Kundenbasis ohne Abhängigkeiten:

Negativ beeinflusst werden Unternehmensbewertungen, wenn erkennbare Abhängigkeiten bestehen, z. B. wenn mehr als 50 % des Umsatzes oder des EBIT mit weniger als 5 Kunden erzielt wird. Der Idealfall wird erreicht, wenn kein Kunde mehr als 5 % am Gesamtumsatz ausmacht. Erzielt ein Unternehmen wesentliche Umsätze mit wenigen großen Kunden, so ist ein erheblicher Einfluss auf die Bewertung nur dann zu vermeiden, wenn die Verträge mit diesen Kunden eine sehr lange Laufzeit haben und die Verträge bei einem Wechsel in der Eigentümerstruktur auch nicht kündbar sind (also Kundenverträge keine sogenannten „Change-of-Control“-Klauseln beinhalten).

### Wiederkehrende Umsätze:

In hohem Maße wertbeeinflussend sind die sogenannten wiederkehrenden Umsätze. Je höher der Anteil der wiederkehrenden Umsätze am Gesamtumsatz des zu verkaufenden Unternehmens ist, desto sicherer und stabiler ist das Geschäftsmodell, desto sicherer und planbarer sind die Umsätze und Erträge und desto höher ist der Unternehmenswert bzw. der EBIT-Multiple oder Umsatz-Multiple. Käufer bevorzugen stabile Umsätze aus langlaufenden, nicht vorzeitig kündbaren und möglichst sich automatisch verlängernden Verträgen (z. B. jährliche Wartungsverträge, Serviceverträge, Updateverträge).

## Vom subjektiven Wert zum Kaufpreis

Im Vorfeld von konkreten Kaufpreisverhandlungen erstellen sowohl Verkäufer als auch Käufer die jeweils individuelle Bewertung für das Unternehmen aus der ganz persönlichen und individuell geprägten Zukunftsperspektive, die in der Regel auf der vorliegenden Planung basiert. Aus dieser Vorstellung resultiert ein individueller Bereich von Unternehmenswerten, die mit unterschiedlichen Wahrscheinlichkeiten versehen sind. Für den Verkäufer besonders wichtig ist seine Wert-Untergrenze. Der Käufer wird besonderes Augenmerk auf die Wert-Obergrenze legen.

„Wert“ ist jedoch noch nicht gleichzusetzen mit Kaufpreis, auf dessen Basis die Transaktion durchgeführt wird. Dieser Preis kann nur dann gefunden werden, wenn der Käufer aus der eigenen Wertvorstellung einen Angebots-Preis formuliert, der größer oder gleich dem Ziel-Preis ist, den der Verkäufer aus seinen Wertvorstellungen ermittelt.

### Preisverhandlungen

Für Unternehmensverkäufer wie auch für -käufer ist gleichermaßen wichtig zu reflektieren:

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

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

## Der Weg vom subjektiven Wert zum gemeinsamen Einigungspreis



Jede Seite bestimmt ihren subjektiven Wert und positioniert sich in Verhandlungen ...  
... u.a. über den gebotenen/geforderten Preis

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. Der Verkäufer wird in der Angebotsphase aus rein taktischen Gründen auch dann den Preis verhandeln wollen, wenn seine Untergrenze für denselben überschritten wurde. Kein Zeitpunkt ist dazu besser geeignet als der, nachdem der Käufer sein erstes Angebot abgegeben hat. Wie geschickt das Verhandlungspotenzial ausgeschöpft wird, hängt ab von:

- Qualität der Informationen auf Käuferseite über das Unternehmen
- Qualität der Informationen auf Verkäuferseite über mögliche Käufer-Synergien
- Risikoeinschätzung des Investors
- Synergiepotenzial bei Strategien
- Attraktivität des Unternehmens für den Käufer
- Markt für Unternehmensanteile
- Qualität der Abwicklung aller Aufgaben im M&A-Prozess.

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 Darstellung, 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. Es werden auch Unternehmen gekauft, um deren technisches Wissen zu erwerben, das andernfalls zeit- und kostenintensiv selbst entwickelt werden müsste. Gerade in der Phase der Digitalisierung ist das ein häufiger Akquisitionsgrund. Der Kaufpreis substituiert dann eigene Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen. Es leuchtet ein, dass sich ein solcher Kaufpreis nicht am Ertragswert des zu kaufenden Unternehmens orientiert.

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 vor, was er aus dem zu kaufenden 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. ■

