



Unternehmenstransaktion

Kaufpreisverhandlung aus Verkäufersicht

[08.05.2020]

Von: **Bernhard Winterstetter und Dr. Axel-Michael Wagner**

Auch wenn der oder die möglichen Käufer bereits hohes Interesse an einem Erwerb des Unternehmens signalisiert haben, kommt – sofern der Käufer „professionell“ beraten wird – bei jeder Unternehmenstransaktion irgendwann der Punkt, an dem der Käufer im Detail mit Zahlenreihen, Kalkulationen hinsichtlich Zielfinanzierungen und sonstigen Finanzpositionen aus den denkbaren Bewertungsmodellen argumentiert. Da diese Phase erfahrungsgemäß den final vereinbarten und bezahlten Kaufpreis maßgebend beeinflusst, empfiehlt PSP jedem Verkäufer eines Unternehmens eine von vornherein möglichst präzise und an einem konkreten Bewertungsmodell orientierte Vorgehensweise bei der Verhandlungsführung.

Beim Verkauf eines Unternehmens entsteht immer wieder die Frage, wie man die Verhandlung des Kaufpreises strategisch optimal betreibt. Aus der hier beleuchteten Perspektive des Verkäufers ist zu empfehlen, Kaufpreisverhandlungen zunächst gleichzeitig mit mehreren Kaufbewerbern aufzunehmen und ein sogenanntes „eingeschränktes Bieterverfahren“ („*Limited Auction*“) durchzuführen. Hierbei bestimmt der Verkäufer selbst einen begrenzten Kreis von Bietern und schränkt diesen im Laufe des Verfahrens schrittweise ein. Am Ende dieses Verfahrens hat sich dann üblicherweise ein Bieter herauskristallisiert, mit dem ein Letter of Intent (LOI) abgeschlossen werden soll, der auch ein Bewertungsmodell festlegt, aus dem sich später ein Kaufpreis ableiten lässt.

Die mit den Bietern zu führenden Kaufpreisverhandlungen werden üblicherweise unter Zugrundelegung der Multiplikatoren-Methode als Bewertungsmodell geführt:

- Die Multiplikatoren-Methode ist das in der Praxis des Unternehmensverkaufs am häufigsten angewandte Modell. Dabei werden – neben der Festlegung eines branchen- und größenklassenabhängigen Multiplikators – verschiedene Kerndaten des Zielunternehmens erhoben, die in eine Formel eingesetzt werden (z. B. EBIT, EBITDA, Bar-mittel, Finanzverbindlichkeiten, Nettoumlaufvermögen).



- Die Einigung über die einzelnen maßgebenden Kerndaten ist daher entscheidend für den finalen Kaufpreis. Eine Schwierigkeit ist dabei häufig, dass die Beträge einzelner Kerndaten erst zum Stand im Zeitpunkt des Übergangs der Anteile – also in der Zukunft – relevant sind und daher auch erst dann festgestellt werden können. Die Kaufpreisverhandlung erstreckt sich dann nicht nur auf die Formel zur Berechnung des Kaufpreises aus den Kerndaten, sondern auch auf die Ermittlung der Kerndaten zum maßgeblichen Zeitpunkt.
- Für schwer zu quantifizierende Risiken (z. B. Steuerrisiken, Risiken aus laufenden Streitigkeiten) werden häufig gesonderte Formeln entwickelt, mit denen berechnet werden soll, in welcher Höhe – je nachdem, wie sich zukünftig das Risiko finanziell tatsächlich auswirkt – sich der Kaufpreis nachträglich korrigiert.

Dies zeigt, dass eine M&A-Kaufpreisverhandlung überwiegend ein „zahlengetriebener“ Prozess ist. Daher ist, um die Verkaufsverhandlungen erfolgreich führen zu können, eine tiefgehende Kenntnis des oben dargestellten Bewertungsmodells in Kombination mit entsprechenden Bilanzierungskennntnissen essenziell. M&A-Experten auf der Käuferseite werden zahlreiche Argumentationen kennen, die unerfahrene Verhandler nicht zur Gänze verstehen und deshalb in ihrer wirtschaftlichen Auswirkung weit unterschätzen.

In der Praxis ist gleichwohl oftmals zu beobachten, dass Unternehmensinhaber Kaufpreisverhandlungen ohne Bezugnahme bzw. Festlegung auf ein Bewertungsmodell führen. Dass das Ergebnis solcher Verhandlungen nur ein sprichwörtlicher „Pyrrhussieg“ war, zeigt sich spätestens dann, wenn die so vereinbarten Ergebnisse vertraglich umgesetzt werden sollen. Denn auch dann, wenn der Kaufpreis grob schriftlich fixiert wurde, wird man bei der Umsetzung feststellen, dass die Fixierung höchst auslegungsbedürftig ist und die verschiedenen Auslegungsmöglichkeiten einen wesentlichen wirtschaftlichen Unterschied ausmachen. In dieser Phase nehmen Verkäufer, die bereits „verstrickt“ sind (indem sie sich auf einen Käufer festgelegt haben), häufig erhebliche Nachteile in Kauf, um ein spätes Scheitern der Transaktion an einem Dissens über die Auslegung eines vermeintlich klar fixierten Kaufpreises möglichst zu verhindern.

Wir empfehlen daher eine von vornherein möglichst präzise und an einem konkreten Bewertungsmodell orientierte Vorgehensweise bei der Verhandlungsführung und – damit verbunden – eine möglichst ausführliche Niederlegung des Verständnisses bereits in einem LOI.



Folgende Wegmarken werden idealerweise in dieser Verhandlungsphase (bis zum Abschluss eines LOI) in der angegebenen Reihenfolge passiert:

1. Strukturierte Vorbereitung von Daten über das Zielunternehmen

Als Basis für die Diskussion von Kaufpreisvorstellungen werden die vom Verkäufer aufbereiteten Daten über das Zielunternehmen optimal auf das Bewertungsmodell ausgerichtet:

- Die Daten müssen ausreichend sein, um den Kaufinteressenten in die Lage zu versetzen, das übliche M&A-Bewertungsmodell anzuwenden. Die isolierte Vorlage von handelsrechtlichen Jahresabschlüssen reicht dazu nicht aus, da diese die maßgeblichen Daten nicht erkennen lassen.
- Diejenigen Themen, die im Bewertungsmodell unterschiedlich eingestuft bzw. bewertet werden könnten, sollten bereits bei der Datenaufbereitung so dargestellt werden, wie dies aus der Verkäuferperspektive richtig erscheint (natürlich ohne diese in der Sache zu verfälschen).
- Stärken und auch Schwächen des zu verkaufenden Unternehmens müssen vor Beginn der Verhandlung herausgestellt werden. Dazu zählen insbesondere auch Risikopositionen, denn je später diese im weiteren Verhandlungsprozess eingebracht werden, desto größer ist das Risiko, dass sie zu höheren Kaufpreisabschlägen führen als sie in einer frühen (Käufer-Wettbewerbs-)Phase geführt hätten. Vollständigkeit und Transparenz der Daten bzw. der Darstellung sind also geboten.
- Idealerweise führt der Verkäufer vorab intern bzw. testweise eine Bewertungs-Simulation aus der Sicht eines typischen Käufers durch. Daraus können sich noch Korrekturen in der Art der Darstellung ergeben, weil noch nicht alle wesentlichen bzw. notwendigen Daten in angemessener Art und Weise adressiert wurden.



2. Vorgabe von Kriterien bei Anforderung von „Indikativen Angeboten“

Aufgrund dieser Daten werden ausgewählte Kaufbewerber zur Abgabe eines indikativen Angebots aufgefordert. Dabei sollte die Angebotsabgabe mit der Einforderung von verschiedenen Merkmalen aus dem Bewertungsmodell verbunden werden. Der Kaufinteressent soll also nicht nur eine Zahl oder Formel unterbreiten, sondern auch erläutern, wie (bzw. aus welchen Faktoren) diese hergeleitet wurde. Damit kann die weitere Verhandlungstaktik des Kaufinteressenten abgeschätzt werden. Gleichzeitig wird taktisch auch ein „Anker“ hinsichtlich des vom Verkäufer bevorzugten Bewertungsmodell für die Verhandlungsführung geworfen. Sofern mit einzelnen Kaufinteressenten individuelle Fragen und Antworten zum Zielunternehmen ausgetauscht wurden und dabei dem Kaufinteressenten wesentliche zusätzliche Informationen zur Verfügung gestellt wurden, muss sicherzustellen werden, dass sämtlichen Kaufinteressenten diese zusätzlichen Informationen vor Abgabe ihres Angebots zugänglich gemacht werden. Ansonsten ist die Vergleichbarkeit der Angebote der verschiedenen Kaufinteressenten nicht gewährleistet.

3. Auswahl beste Kaufinteressenten

Die erhaltenen indikativen Angebote der Kaufinteressenten sind nur dann miteinander vergleichbar und haben einen ausreichenden Aussagewert, wenn die obigen Schritte 1 und 2 sorgfältig erledigt wurden. Der/die besten Kaufinteressenten werden anhand dieser indikativen Angebote ausgewählt.

4. Verhandlung so tief wie möglich im Detail

Mit dem oder den besten Kaufinteressenten wird dann der Kaufpreis im Einzelnen auf Basis des jeweiligen Angebots verhandelt. In der Regel ist das nicht möglich, ohne ein konkretes Bewertungsmodell als Basis zu fixieren. Ein vereinbarter Kaufpreis bzw. eine Kaufpreisformel setzt in der Praxis – bei Zugrundelegung der Multiplikatoren-Methode – auf eine zweigliedrige Vorgehensweise auf:

- Bestimmung des Unternehmenswerts (sog. Enterprise Value): Der Enterprise Value ist eine Messgröße für den Wert des operativen Teils eines Unternehmens unabhängig von seiner Finanzierung und dem Wert der Vermögenspositionen des Unternehmens, die nicht zum operativen Teil gehören. Er wird üblicherweise unter Zugrundelegung eines als nachhaltig erachteten (normalisieren) EBIT oder EBITDA des Zielunternehmens und mittels Anwendung eines Multiplikators verhandelt. Der Enterprise Value ist nicht der zu zahlende Kaufpreis für das konkrete Unternehmen bzw. die Anteile daran. Dies führt in der Praxis immer wieder zu Missverständnissen. Es handelt sich



vielmehr zunächst nur um einen fiktiven Kaufpreis für ein vollständig eigenkapitalfinanziertes, schuldenfreies und über keine „überflüssigen“ liquiden Mittel verfügendes Unternehmen (englisch: „cash and debt free“) einer bestimmten Branche und Größe, das aber in der Realität so nicht existiert.

- In einem nächsten Schritt sind die Überleitungspositionen (die sog. „Equity Bridge“, oftmals auch vereinfacht „Cash and Debt“-Positionen genannt) zum konkreten Kaufpreis für das Zielunternehmen zu verhandeln. Hierbei wird letztlich ermittelt, in welcher „Finanzsituation“ sich das Zielunternehmen – verglichen mit einem idealtypischen „Cash and Debt free“-Unternehmen – befindet. In diese Überleitungsrechnung sind im Grundsatz (werterhöhend) „Cash“- bzw. nicht dem operativen Betrieb dienende Vermögenspositionen oder (wertmindernd) Schuldposten, die der Finanzierung des Unternehmens dienen („Debt“), aufzunehmen. Welche Positionen dies sind und zu welchem Stichtag sie ermittelt werden, ist zu verhandeln. Da die Frage, welche Positionen zu berücksichtigen sind, sehr unterschiedlich gesehen werden kann, liegt in diesem Teil der Kaufpreisverhandlung ein nicht zu unterschätzender „Werttreiber“ hinsichtlich des Kaufpreises. Typische Verhandlungspositionen im Bereich der Equity Bridge sind etwa „notwendiges Barvermögen“, „sonstige Forderungen“, „Rückstellungen“, „erhaltene Anzahlungen“, „Leasingverbindlichkeiten“ oder „Differenz zwischen aktuellem Nettoumlaufvermögen und notwendigem Nettoumlaufvermögen“. Ein Unternehmenswert in mehrstelliger Millionenhöhe kann durch die Equity Bridge im Extremfall auch zu einem negativen konkreten Anteilskaufpreis führen, wenn das Unternehmen über wenig Barmittel, aber hohe Finanzierungsverbindlichkeiten verfügt. Auch die Bewertungsmethodik der „Cash and Debt“-Positionen ist festzulegen, insbesondere dann, wenn diese Positionen erst zukünftig, beispielweise im Zeitpunkt der Übergabe final ermittelt werden sollen. Als Ermittlungsmethodik kommen insbesondere die sog. „Locked Box“-Methode in Betracht, bei der diese Größen zu einem vergangenen Stichtag bestimmt werden, und die „Closing Accounts“-Methode, bei der diese Größen zu einem zukünftigen Stichtag (Vollzugsstichtag) nach einem festzulegenden Verfahren noch ermittelt werden.



5. Fixierung der Verhandlungsergebnisses

Bei Einigung mit einem (einzigen) Kaufbewerber werden die Verhandlungsergebnisse in einem LOI (als Absichtserklärung) festgehalten. Die Wahrscheinlichkeit, dass der im LOI niedergelegte Kaufpreis nach Abschluss des LOI – also während der Durchführung der die „Mängelfreiheit“ bestätigenden Due Diligence-Prüfung und der Verhandlung des Unternehmenskaufvertrages – nachverhandelt wird, ist umso geringer, je sorgfältiger die obigen Schritte 1 und 4 durchgeführt wurden. Wohlgemerkt: Jede Nachverhandlung birgt dann ein erheblich erhöhtes Risiko für jede Seite, dass die Transaktion insgesamt scheitert – verbunden mit einem erheblichen Verlust von Zeit und Geld.

Fazit

Die Erfahrung zeigt, dass eine gute Vorbereitung der Kaufpreisverhandlung bei Unternehmensverkäufen in der Praxis zu signifikant höheren Kaufpreisen führen kann. Vorsorge ist auch hier besser als Nachsorge. Ein „wildes Drauflosverhandeln“ mit einem – warum auch immer – präferierten oder sympathischen Käufer führt demgegenüber häufig zu späteren Negativerlebnissen und Zugeständnissen, die das Verhandlungsklima belasten und den Verkäufer, der nicht wieder von vorne anfangen will, bares Geld kosten können.