

Unternehmensverkauf

Warum in der „Black Box“ Millionen auf der Strecke bleiben können

Beim Unternehmensverkauf kommt der Bewertung des Unternehmens eine zentrale Rolle zu. In der Praxis klaffen die Bewertung und der tatsächliche Kaufpreis jedoch oft meilenweit auseinander: Es entsteht eine „Black Box“, durch die den Verkäufern nicht selten hohe Millionenbeträge entgehen. Warum ist das so und wie kann dies vermieden werden?

Fragt man sich, warum der Wert eines Unternehmens nicht gleich dem Kaufpreis und somit der Gegenleistung für den Eigentumsübergang ist, so spielen verschiedene Aspekte eine Rolle. Zunächst hängt die Unternehmensbewertung von subjektiven Einschätzungen der Chancen und Risiken ab, ganz zu schweigen von der Vielzahl unterschiedlichster Bewertungsverfahren. Der Kurssturz des Finanzdienstleisters Wirecard aufgrund von Berichterstattungen über einen Manipulationsverdacht etwa zeigt, wie sensibel und volatil Unternehmenswerte sein können.

Keine einheitliche Gewichtung der Variablen

Weiterhin ist es bei der Bewertung eines Unternehmens zunächst egal, woher das zur Finanzierung verwendete Kapital stammt. Bei der Berechnung des Kaufpreises hingegen spielen die Herkunft des verwendeten Kapitals, der Zeitpunkt des Verkaufs sowie die Bilanzierungspolitik eine bedeutende Rolle. Welchen Einfluss die drei genannten Variablen aber genau haben, ist nicht einheitlich festgelegt. Der nicht vorhandene Standard lässt hier eine „Black Box“ entstehen.

Im Rahmen strukturierter Verkaufsprozesse wählt der Verkäufer meist früh den Interessenten aus, der dem Unternehmen per unverbindlichem Angebot den größten Wert beimisst. Erst im Rahmen der aufwendigen Sorgfaltsprüfung (Due Diligence) unterzieht der Kaufinteressent das Zielunternehmen einer intensiven Analyse. Als Folge treten statt zukünftiger Chancen oft nur noch Risiken zutage. Solche vermeintlich neuen negativen Erkenntnisse führen regelmäßig dazu, dass der Kaufpreis deutlich geringer als zunächst angenommen ausfällt. Dies liegt vor allem an den sogenannten Abzugspositionen wie Bank- oder Leasingverbindlichkeiten, Rückstellungen,



erhaltenen Anzahlungen oder sonstigen Verbindlichkeiten. Häufig horten erfolgreiche Unternehmer mangels alternativer Verwendungsmöglichkeiten hohe Geldbestände im Unternehmen. Diese werden von Unternehmenskäufern oft als betriebsnotwendig definiert. So wird die Ausschüttung mit einer Kaufpreisminderung kompensiert oder das Belassen der freien Liquidität im Unternehmen nicht mit einer Kaufpreiserhöhung vergütet. Weiterhin berücksichtigen Käufer gleiche Risiken teilweise mehrfach. So unterliegen Unternehmen aus volatilen Branchen vergleichsweise niedrigen Bewertungen. Gleichzeitig wird eine hohe Liquidität als betriebsnotwendig vorausgesetzt, um schwache Monate zu überbrücken. Die unsichere Zukunft spiegelt sich zudem in einer Aufteilung des Kaufpreises in eine sichere Zahlung und mehrere von der zukünftigen Entwicklung abhängige Ratenzahlungen wider.

Bei der Überleitung vom Unternehmenswert zum Kaufpreis gibt es also eine Reihe von Stellschrauben, die aus einem

ursprünglich eher attraktiven unverbindlichen ein sehr unattraktives verbindliches Kaufangebot machen können und umgekehrt. Zu früh geführte bilaterale Verhandlungen führen in der Regel zu ersterem. Oft akzeptiert der Verkäufer aufgrund des auch emotional aufreibenden Prozesses negative Anpassungen ursprünglich verhandelter Konditionen, um einen Abschluss zu erreichen.

Letter of Intent ist unverzichtbar

Um negativen Überraschungen vorzubeugen, empfiehlt es sich daher, die Kaufpreisberechnung, Kaufpreisstruktur sowie wesentliche Eckpunkte eines späteren Unternehmenskaufvertrags frühzeitig in einer schriftlichen Absichtserklärung (Letter of Intent) festzuhalten. Hierfür benötigen Kaufinteressenten nur eine begrenzte Anzahl von Informationen zum Zielunternehmen. Neben Jahresabschlüssen und unterjährigen betriebswirtschaftlichen Auswertungen sind anonyme Informationen zu möglichen Abhängigkeiten, z.B. von Kunden oder Lieferanten, erforderlich. Die Auswahl des richtigen Kaufinteressenten und die Verhandlung eines für beide Seiten fairen Kaufpreises kann schwierig und komplex sein. Schließlich verkaufen Unternehmer ihr Lebenswerk meist nur einmal. Bei richtiger Planung, professionellen Beratern und sorgfältiger Prüfung können große Lücken in der „Black Box“ jedoch vermieden werden. ■



Patrick Seip
Geschäftsführer der Sonntag Corporate Finance GmbH in Gießen
www.sonntagcf.com