

# Fallstricke bei der Unternehmensbewertung

Teil 2: Wert vs Preis

Prof. Dr. Holger Wassermann und Leander L. Hollweg

Zu den Autoren

Dr. Holger Wassermann ist Geschäftsführer bei Mittelstandsbroker.de, einer Marke des auf den Mittelstand spezialisierten M&A-Maklers INTAGUS Vision GmbH und Wissenschaftlicher Leiter des KompetenzCentrums für Entrepreneurship & Mittelstand der FOM Hochschule für Oekonomie & Management. Er hat eine Professur für Rechnungswesen und Controlling an der FOM inne. [holger.wassermann@intagus.de](mailto:holger.wassermann@intagus.de)

Leander L. Hollweg ist Diplom-Volkswirt und verantwortet bei INTAGUS den Bereich Unternehmenskommunikation und Volkswirtschaft. Er ist Autor zahlreicher Artikel und Fachaufsätze, auch für Steuerfachmedien. [leander.hollweg@intagus.de](mailto:leander.hollweg@intagus.de)

**“Was ist mein Unternehmen wert?” ist häufig eine der ersten Fragen, wenn Unternehmer beginnen, sich mit der Nachfolge auseinanderzusetzen. Streng genommen ist allerdings meistens schon die Frage falsch, denn regelmäßig wollen sie eigentlich wissen, welchen *Preis* sie erzielen können. Wert und Preis sind aber zwei Paar Schuhe.**

**In der Praxis werden diese beiden Begriffe leider häufig synonym verwendet oder gleichgesetzt, was nicht selten zu Fehlentscheidungen führt – sowohl auf der Käufer- als auf der Verkäuferseite. Wie viele Nachfolgen wegen dieses Missverständnisses bereits in der frühen Phase gescheitert sind, ist nicht bekannt, ihr Anteil dürfte jedoch beachtlich sein.**

1

## 1 Einleitung

Seit rund 50 Jahren beschäftigt sich die Betriebswirtschaftslehre intensiver mit der Unternehmensbewertung. Angetrieben durch die Ära des „Liquidation Business“ in den 80ern und 90ern, in der unterbewertete Unternehmen – vollkommen unabhängig von ihrer Gewinnsituation – aufgekauft und liquidiert („geschlachtet“) wurden, hat sich in der BWL die Erkenntnis durchgesetzt, dass gar nicht die Gewinnerzielung das unternehmerische Topp-Ziel darstellt, sondern vielmehr die Steigerung des Unternehmenswertes oder noch genauer des Eigenkapitalwertes. Die Unternehmen im DAX haben das seit langem erkannt und verfolgen daher eine wertorientierte Führung, so sagen es zumindest die Geschäftsberichte. Dafür ist jedoch ein Grundverständnis der Unternehmensbewertung notwendig. Ausgehend von der ursprünglichen Annahme der objektiven Werttheorie, dass es für ein Unternehmen genau den einen richtigen Wert gibt, und der folgenden subjektiven Werttheorie, die dem widersprach und die Idee einführte, dass sich der Wert nicht nur aus dem Unternehmen selbst, sondern auch aus der Sicht des Bewerter ergibt, kann seit einiger Zeit die funktionale Bewertungstheorie als state of the art angesehen werden. Sie stellt fest, dass die Ermittlung des Wertes von der Funktion abhängt, und fragt, warum der Wert gerade überhaupt ermittelt wird. Es gilt daher stets als erstes im Rahmen einer Bewertung die folgende kausale Kette zu prüfen:

**Anlass → Zweck → Funktion → Verfahren**

Der Unternehmensverkauf ist der häufigste Anlass für Unternehmensbewertungen, er bietet daher einen geeigneten Ausgangspunkt für die Aufklärung des erstens Missverständnisses bzgl. des Verhältnisses von Wert und Preis.

## 2 Wert ist nicht Preis

Steht ein Unternehmer vor der Entscheidung, sein Unternehmen zu verkaufen, spielt die Frage, welchen Preis er dafür erzielen kann, eine große Rolle. Als rational handelnder Mensch will er sich durch den Verkauf wirtschaftlich nicht schlechter stellen, als er es aktuell ist. Da er aktuell ja (noch) das Eigentum an dem Unternehmen innehat, muss er sich demzufolge fragen, welchen Wert das Unternehmen für ihn (in Zukunft) besitzt, wenn er es NICHT verkauft.

Er sucht somit also gerade denjenigen Wert, den ein potenzieller Käufer ihm mindestens als Kaufpreis bieten müsste, damit er ihn akzeptieren kann. Bei allen darunter liegenden Preisangeboten würde es für den Verkäufer vorteilhafter sein, das Unternehmen zu behalten. Es handelt sich daher um den sog. Entscheidungswert des Verkäufers.

Ein potenzieller Käufer stellt seinerseits eine ähnliche Überlegung an. Er fragt sich, welchen Preis er höchstens für ein Unternehmen bezahlen darf, um sich nicht wirtschaftlich schlechter zu stellen, als er es aktuell ist. Da er aktuell ja (noch) das Eigentum an den Finanzmitteln innehat, muss er sich demzufolge fragen, welchen Wert das Unternehmen für ihn (in Zukunft) besitzt, wenn er es kauft (und somit die für die Finanzierung des Kaufpreises nötigen Finanzmittel nicht behält).

Der Käufer sucht somit also gerade denjenigen Wert, den er einem potenziellen Verkäufer höchstens als Kaufpreis bieten dürfte, damit es sich für ihn noch rechnet. Bei allen darüber liegen Preisangeboten wäre es für den Käufer rationaler, das Unternehmen nicht zu kaufen und die Finanzmittel anders zu investieren. Es handelt sich daher um den sog. Entscheidungswert des Käufers.

Wie an diesem einfachen Beispiel bereits zu erkennen ist, ermittelt jede Partei für sich einen eigenen Wert, an dem sie sich bei ihrer Entscheidung orientieren kann. Der Preis ergibt sich dann – einzig und allein – aus der Verhandlung zwischen Käufer und Verkäufer. Liegt der Entscheidungswert des Verkäufers unter dem Entscheidungswert des Käufers, so ergibt sich als Korridor zwischen diesen beiden Werten ein Verhandlungsspielraum, in dem eine Einigung auf einen Preis möglich ist, da für beide Seiten eine wirtschaftliche Verbesserung und somit eine Win-Win-Situation entsteht. Der Preis liegt also zwischen den beiden Werten.

*Beispiel: Ein Verkäufer hat für sich als 400 TEUR als Mindestpreis ermittelt, weil er diesen Betrag auch aus seiner Handlungsalternative erzielen könnte. Der Käufer hat für sich einen maximal akzeptablen Höchstpreis von 900 TEUR ermittelt, weil er diesen Wert durch Erwerb des Unternehmens realisieren kann. Der Preis kann sich innerhalb des Korridors zwischen 400 TEUR und 900 TEUR ergeben.*

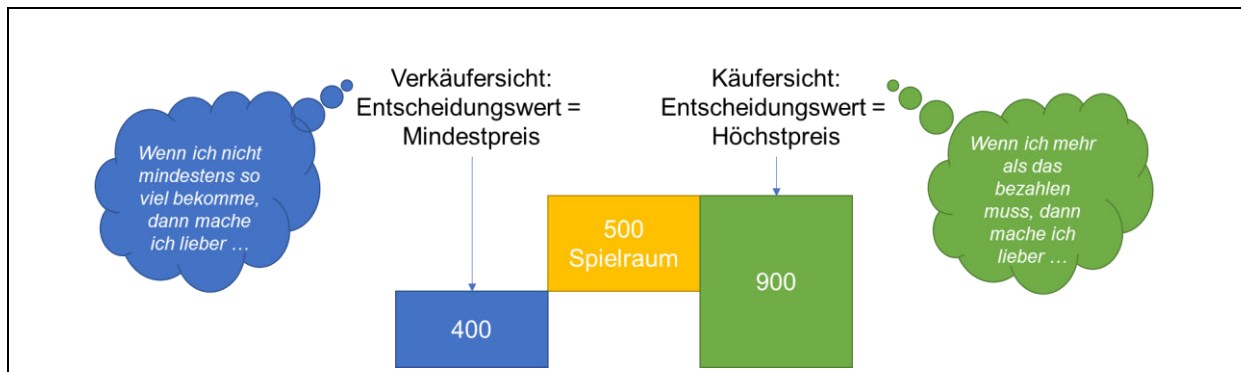


Abbildung 1: Verkaufssituation mit zwei Werten und einem Preis

Wo sich der Preis innerhalb des Korridors ergibt, hängt stark vom Kalkül und Verhandlungsgeschick der beteiligten Parteien ab.

Hat der Verkäufer nur einen einzigen potenziellen Käufer gefunden, so wird er – gerade im Falle einer angestrebten Unternehmensnachfolge – die Sorge haben, dass ihm dieser abspringen könnte, wenn er zu hoch pokert. Aufgrund dieser schwachen Verhandlungsposition ergibt sich ein Kaufpreis, der eher in der Nähe des Mindestwerts des Verkäufers liegt. Ein potenzieller Käufer, der die Situation so einschätzt, dass er der einzige Interessent ist, kann seinerseits aufgrund seiner starken Verhandlungsposition den Preis drücken, dies führt ebenfalls zu einem niedrigen Kaufpreis.

*Fortführung des Beispiels: Der Verkäufer ist nur mit einem potenziellen Käufer in Verhandlungen. Der Kaufpreis, auf den sich die Parteien wahrscheinlich einigen werden, liegt im unteren Bereich des Verhandlungsspielraums in der Nähe der 400 TEUR Mindestpreis des Verkäufers.*

Anders stellt sich hingegen die Situation dar, wenn es mehrere am Kauf interessierte Parteien gibt. Der Verkäufer hat eine stärkere Verhandlungsposition und kann die Interessenten gegeneinander ausspielen. Die grundsätzliche Marktsituation – also die Anzahl der aktuell angebotenen Unternehmen – darf dabei aber nicht außer Acht gelassen werden.

*Fortführung des Beispiels: Der Verkäufer ist nun mit zwei potenziellen Käufern im Gespräch, und dies ist den Kaufinteressenten auch bewusst. Jetzt hat der Verkäufer die prinzipiell bessere Verhandlungssituation, der Preis wird sich eher am oberen Ende des Korridors bilden.*

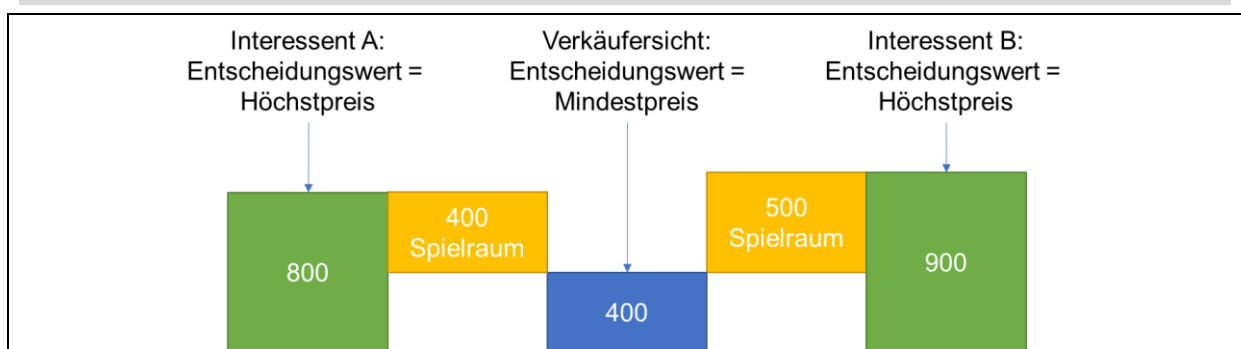


Abbildung 2: Verhandlungskalküle

Das Kalkül der potenziellen Käufer ändert sich nun radikal, sofern es sich um rational handelnde Bieter handelt. In einer Situation, in der man der einzige Bieter ist, steht es praktisch außer Frage, OB der Kauf zustande kommt, solange der Mindestpreis des Verkäufers gezahlt wird. Die Strategie, den Verkäufer „herunterzuhandeln“ ist also für den Käufer vorteilhaft, da man den eigenen Entscheidungswert mit nahezu 100%iger Sicherheit

erhält und man dafür nicht mehr bezahlen möchte als unbedingt nötig. Konkurrieren jedoch zwei oder sogar mehr Bieter um das gleiche (einzigartige) Kaufobjekt, kann keine der Parteien mehr sicher davon ausgehen, dass sie den Zuschlag erhält. Das Kalkül, den Kaufpreis möglichst weit drücken zu können, muss daher durch die Einschätzung ersetzt werden, wieviel man mindestens bieten muss, um überhaupt den Zuschlag zu erhalten. Für die potenziellen Käufer steht in diesem Moment der Verlust des Wertzuwachses im Raum, den sie erleiden würden, wenn sie das Unternehmen nicht kaufen können.

Anhand dieser Überlegungen wird deutlich, dass der Preis nur im Ausnahmefall einem der zugrundeliegenden Werte entspricht. Solange jedoch der Unterschied zwischen Wert und Preis nicht erkannt wird, erfolgt keine ausreichende Vorbereitung des Verkäufers oder des Käufers auf die bevorstehenden Verhandlungen. Ohne den eigenen Entscheidungswert zu kennen, kann kein gutes Verhandlungsergebnis erreicht werden. Die Ermittlung des eigenen Entscheidungswertes ist daher eine unerlässliche Vorbereitung einer jeden Unternehmenstransaktion.

### 3 Wert ist nicht Wert

Um den Wert für den Verkäufer oder Käufer adäquat zu ermitteln, muss zunächst die Funktion und darauf basierend die richtige Methodik festgelegt werden. Neben anderen Aufgaben lassen sich als Hauptfunktionen einer Bewertung die Ermittlung des eigenen Entscheidungswerts (Beratungsfunktion), die Ermittlung des Entscheidungswerts der Gegenseite (Argumentationsfunktion) und die Ermittlung eines Einigungswertes (Schiedsfunktion) unterscheiden.

Wesentlich ist dabei, dass sich selbst bei Anwendung der gleichen Bewertungsverfahren regelmäßig unterschiedliche Werte für Verkäufer und Käufer ergeben, weil beide aufgrund ihrer unterschiedlichen Situationen von verschiedenen Annahmen und Eingangsgrößen ausgehen. Der Käufer berücksichtigt bei der Ermittlung seines Entscheidungswertes des Unternehmens die Hebung von Verbesserungspotenzialen und die Nutzung von Synergieeffekten, denn diese werden ihm zufließen – allerdings nur dann, wenn er die Unternehmung erwirbt. Häufig ist in Verkaufsverhandlungen das Argument zu hören „ich bezahle doch nicht für das, was ich selbst schaffe“. Doch hierbei geht es um die Verhandlung des PREISES, nicht um die Ermittlung des Wertes.

Der Verkäufer hingegen baut seinen Entscheidungswert meist nicht auf der Annahme auf, dass er die Firma noch die nächsten 20 Jahre fortführen wird. Insbesondere bei Unternehmensnachfolgen bestehen die Alternativen zu einem Verkauf nur in einem Rückzug in die Gesellschafterposition mit angestelltem Fremdgeschäftsführer oder in letzter Konsequenz in der Liquidation.

Ist das Szenario geklärt, das einer Bewertung zugrunde liegen soll, so sind die richtigen Bewertungsverfahren auszuwählen. Grundsätzlich verstehen wir heute den Unternehmenswert als Kapitalwert der künftigen Cash Flows:

#### **Unternehmenswert = Heutiger Wert der künftigen Rückflüsse**

Der Wert ergibt sich entsprechend dem Opportunitätsgedanken aus der nächstbesten Alternative. Da bei der Bewertung mit Annahmen über künftige Entwicklungen gearbeitet wird, sollten stets mehrere Verfahren Anwendung finden, damit Plausibilitätschecks erfolgen können.

Es hat sich eine Vielzahl von Unternehmensbewertungsverfahren entwickelt, die sich prinzipiell jedoch in die drei Typen der Substanz-, der Erfolgs- oder der Marktorientierten Bewertung unterscheiden lassen.

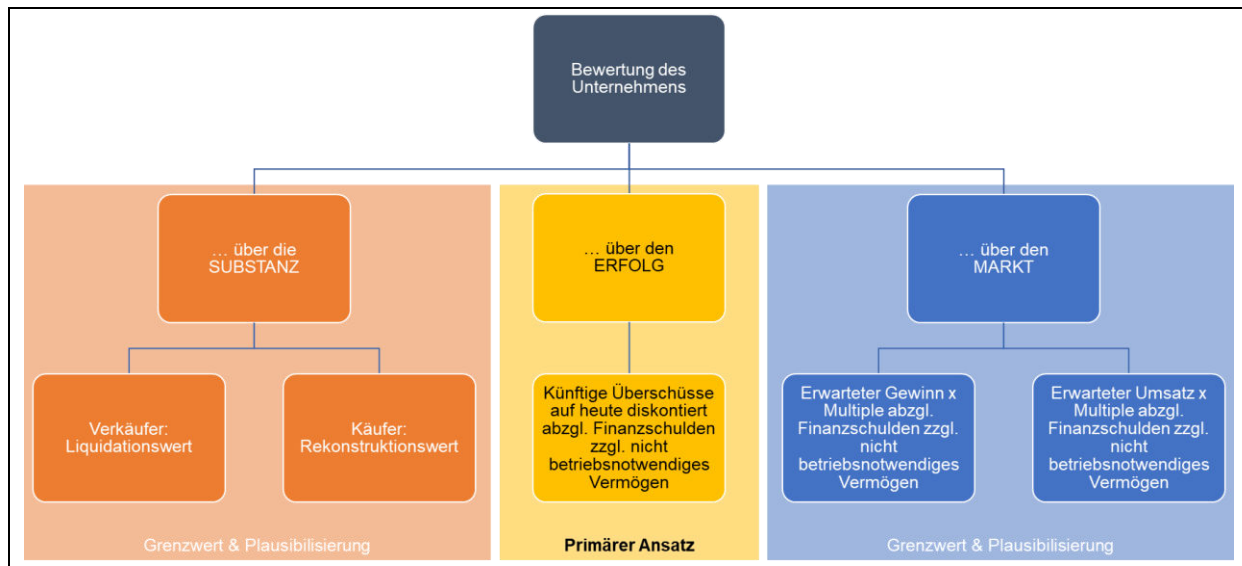


Abbildung 3: Überblick über die Bewertungsverfahren

Dem Kapitalwertkalkül folgend stellt eine Bewertung anhand der zukünftigen Erfolge den primären Ansatz dar. Diese Denkweise spiegelt in besonderer Weise das Investorendenken, einen der Bewertungsgrundsätze, wider, denn ein Investor ist bemüht, sein Kapital in die bestmögliche Verwendung zu führen.

Im Vorfeld einer Transaktion sollte jedoch stets auch eine Bewertung der Substanz mindestens geprüft werden. Die Substanzbewertung erfolgt im Rahmen der Beratungsfunktion beim Verkäufer unter der Annahme der Liquidation des Unternehmens und des Einzelverkaufs als Vermögensgegenstände (Liquidationswert). Viele immaterielle Werte „verpuffen“ in diesem Szenario, beispielsweise die Reputation oder das Know how der Belegschaft. Käufer hingegen sollten sich fragen, wie teuer der „Nachbau“ des zu erwerbenden Unternehmens sein würde (Rekonstruktionswert). Gerade bei den Verkäufern führen Substanzwerte häufig zu deutlich niedrigeren Bewertungen als andere Verfahren, sie zeigen somit in diesen Fällen die absolute Kaufpreisuntergrenze an.

Problematisch wird es immer dann, wenn der Substanzwert höher ist als der Erfolgswert. Das kommt aufgrund der stark gestiegenen Immobilienpreise immer häufiger vor und wirft die Frage nach der sinnvollsten Verwendung der Immobilie auf.

Die Bewertung mithilfe von Multiples (s. Teil 1 dieses Beitrags) ist zwar in der Praxis als alleiniger Bewertungsansatz sehr verbreitet, ihre Hauptaufgabe besteht jedoch in der Plausibilisierung anderer Wertansätze.

*Fortführung des Beispiels: Der Verkäufer will zur Vorbereitung auf die Verhandlungen wissen, unter welchen Preis er nicht gehen darf, um sich nicht „ins eigene Fleisch zu schneiden“. Er ermittelt daher den Liquidationswert mit der Annahme der Einzelveräußerung aller Vermögensgegenstände mit 320 TEUR, einen Erfolgswert mit der Annahme der Anstellung eines Fremd-Geschäftsführers von 400 TEUR und einen Marktwert durch Anwendung von EBIT-Multiples von 410 TEUR. Die bessere Handlungsalternative ist demnach die Fortführung (400 > 320). Der Ansatz von 400 erscheint auch plausibel, da am Markt ähnliche Werte ermittelt werden (400 ≈ 410). Es ergibt sich somit ein Entscheidungswert und mindestens zu erzielender Kaufpreis von 400 TEUR.*

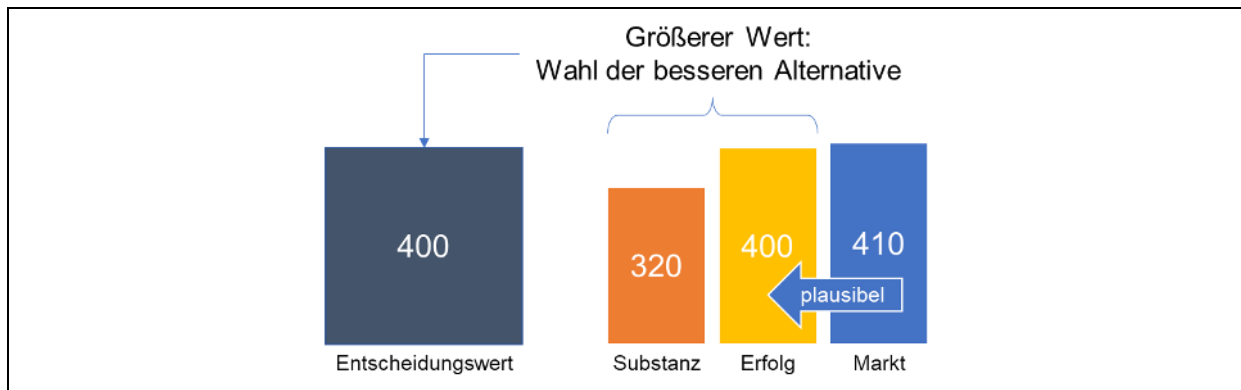


Abbildung 4: Beispiel für die Ermittlung des Entscheidungswerts auf Verkäuferseite

## 4 Fazit

Kernige Sprüche eines Beraters wie „Der Wert ist das, was der Kunde am Ende zahlt“ zeugen von einer fundamentalen Unkenntnis der Grundlagen der Unternehmensbewertung. Für Unternehmer, die sich mit einer so wichtigen Angelegenheit wie der Übergabe ihres Lebenswerks beschäftigen, sollte dies Anlass sein, sich nach einer professionelleren Unterstützung umzuschauen. Ein gutes und faires Verhandlungsergebnis lässt sich nur mit einer guten Vorbereitung erzielen, und diese besteht zuallererst darin, sich Kenntnis von seinen eigenen Wertgrößen zu verschaffen. Zieht man von Anfang nur Preisgrößen heran, beraubt man sich selbst der Fähigkeit, einen angebotenen Preis rational beurteilen zu können und öffnet sich somit Verhandlungstricks der Gegenseite.

Ein weiteres Problem, das sich aus einer nicht ausreichenden Auseinandersetzung mit dem Thema Bewertung ergibt, ist das sich ergebende Framing. Abbildung 4 zeigt bspw. Werte zwischen 320 TEUR und 410 TEUR, dem Verkäufer ist also bewusst, dass Werte in diesem Korridor plausibel sind und keinen Angriff auf seine unternehmerische Leistung darstellen, sollten sie von der Käuferseite vorgeschlagen werden. Wurde im Vorfeld jedoch nur eine Bewertung mit Multiples zu 410 TEUR vorgenommen, wird nicht selten ein Angebot von bspw. 350 TEUR als Affront angesehen und abgelehnt. Die Verhandlungen sind damit vorbei, ehe sie überhaupt begonnen haben. Gerade in Hinblick auf die aktuelle Nachfolgesituation sollten sich Unternehmer daher nicht die möglicherweise einzigen Interessenten für Ihr Unternehmen „vergrätzen“, indem sie sich selbst unnötig enge Rahmen setzen.

Es soll noch einmal darauf hingewiesen werden, dass es sich hierbei um die reine bewertungstheoretische Beurteilung handelt. Weitere Faktoren, wie der Wunsch des Unternehmers, für den Erhalt der Arbeitsplätze, des Standorts oder des Unternehmens als selbständige Einheit zu sorgen, können Gründe dafür sein, auch niedrigere Kaufpreise zu akzeptieren.

Die Möglichkeiten der Gestaltung von Kaufpreisvereinbarungen sind äußerst vielfältig und ermöglichen es in aller Regel, dass ein Unternehmensverkauf nicht an der Kaufpreisverhandlung scheitert. Dies gilt solange, wie die Käufer sich selbst rational verhalten und sich bewusst machen, worum es für sie geht:

**„Mit dem Kauf des Unternehmens verdienen, nicht an dem Kauf!“**