

## 1. Einleitung

Wie kommen Kaufpreise für Unternehmen – oder wesentliche Beteiligungen an ihnen – zustande? Diese Frage lässt sich unter präskriptiven (praktisch-normativen) und empirischen (deskriptiven) Gesichtspunkten diskutieren. Für Theorie und Evidenz wäre es gut, dass sich zwischen den Resultaten beider Vorgehensweisen keine großen Lücken ergeben. Der Beitrag geht beiden Erkenntnisbereichen in den Kapiteln 2. und 3. nach und endet mit einem Resümee in Kapitel 4.

## 2. Präskriptive Theorie

### 2.1. Rahmenbedingungen einer Kaufpreisfindung

Kaufpreise sind die Ergebnisse der Handlungen von Käufer und Verkäufer. Beide handeln jedoch nicht kontextfrei, sondern sind unterschiedlichen Rahmenbedingungen ausgesetzt. Letztere betreffen insbesondere

- a) die Eigenschaften des Transaktionsobjektes,
- b) die Eigenschaften der Transaktionspartner,
- c) die Situation des jeweiligen Transaktionspartners,
- d) die Eigenschaften des Transaktionsmarktes,
- e) die Zahlungsbereitschaften potentieller Käufer,
- f) den Zeitpunkt und Zeitdruck der Transaktionspartner.

#### Ad a) Objekteigenschaften

Es ist evident, dass sich der Kauf einer Grazer Metzgerei(kette) von dem Erwerb von Tesla unterscheidet. Die Unternehmen sind unterschiedlich groß; für sie finden sich einerseits viele, andererseits keine (auch nur annähernd) vergleichbaren Unternehmen und die Preisvorstellungen und Finanzierungsbedarfe beider werden weit auseinandergehen. Auch befinden sich die potentiellen Kaufobjekte in ganz unterschiedlichen Entwicklungsphasen, die sich mit dem (wohlbekannten) Konzept des Lebenszyklus mit den vier Phasen „Position beziehen“, „Verstetigen oder scheitern“, „Nachhaltig erfolgreich sein“ und „Neustart oder Exit“ kennzeichnen lassen.<sup>1</sup>

Wer klassische Discounted-Cash-Flow-Verfahren, kurz: DCF-Verfahren, zu denen auch die Ertragswertmethode zählt, oder Multiplikatorverfahren verwenden will,<sup>2</sup> hat unterschiedliche Schwierigkeiten aufgrund der nicht übereinstimmenden Objekteigenschaften:

Realisierte Preise für gekaufte Metzgereien dürften zu besorgen sein, während sie bei Tesla fehlen.<sup>3</sup> Dasselbe gilt für die Entwicklung einer Peer Group, die man

---

1 Vgl. Schwenker et al (2021) 44 f.

2 Vgl. zB Ballwieser/Hachmeister (2016) 8–202 und 212–222.

3 Die Börsen- oder Marktkapitalisierung ist kein realisierter Preis eines Unternehmens.

nicht nur bei der Multiplikatormethode, sondern auch bei den DCF-Verfahren, mindestens für eine nicht börsennotierte Metzgerei, uU aber auch für Tesla, für die Bestimmung des risikoangepassten Zinsfußes benötigt.

### **Ad b) Transaktionspartnereigenschaften**

Nicht börsennotierte Familienunternehmen und große börsennotierte Konzerne als potentielle Käufer oder Verkäufer haben regelmäßig sehr unterschiedliche Eigenschaften. Das betrifft insbesondere den Planungshorizont (lang- vs eher kurzfristig), die Risikoneigung (stärkere vs schwächere Risikoaversion), die Finanzkraft (hohe vs niedrige Fremdkapitalanteile zur Finanzierung des Kaufobjekts) und die persönliche Betroffenheit nach Erwerb oder Verkauf eines Unternehmens (langfristige vs kurzfristige Bindung). Gleichmaßen könnten die Expertise bzw Beratungsnotwendigkeit der Transaktionspartner und die damit verbundene, in der Regel sehr teure Unterstützungsleistung unterschiedlich sein.

### **Ad c) Transaktionspartnersituation**

Die Eigentümer eines Unternehmens könnten in eine persönliche oder unternehmensbezogene Notsituation geraten sein oder nur die Option prüfen wollen, ob sie sich von dem Unternehmen gerade günstig trennen können. Unternehmen, die als „underperforming“, „stressed“ oder „distressed“ bezeichnet werden (wie auch immer dies gemessen sein mag),<sup>4</sup> haben eine andere Wertigkeit und ein anderes Verhandlungspotential bei Transaktionen als Unternehmen, denen eine dieser Eigenschaften fehlt. Miteigentümer, Gläubiger und Berater vermögen bei der erstgenannten Gruppe einen Druck aufzubauen, der in Verhandlungssituationen oder durch Auktionsgebote von der Gegenseite ausnutzbar ist.

### **Ad d) Transaktionsmarkteigenschaften**

Die Tätigkeiten der Transaktionsobjekte sind in einem Markt- und damit verbundenen Strategiekontext zu sehen. Zum einen kann der Markt für Güter und Dienstleistungen sich in einer unterschiedlichen Lebenszyklusphase befinden, verschieden wettbewerbsstark oder -schwach und unterschiedlich reguliert sein. Zum anderen kann die Strategie der Unternehmensleitung auf Risikominderung im Unternehmen oder auf Ausrichtung am Kerngeschäft gerichtet sein. Hinzu kommen besondere volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen, die den Transaktionsmarkt anfeuern und mit hohen Preisen unterstützen oder das Gegenteil bewirken.

Die Automobilbranche samt ihren Zulieferern hat beispielsweise ebenso wie die Bankenwelt gegenwärtig Schwierigkeiten, sich als nachhaltig (!) erfolgreich zu erweisen, und muss sich mindestens zum Teil mit Neustart, uU gar mit Untergang beschäftigen. Disruption ist das Wort der Stunde. Der Grazer Metzger ist nicht völlig sorgenfrei, aber seine Existenz wirkt deutlich weniger bedroht.

4 Vgl a Bini (2020) zu Anzeichen von „troubled firms“.

Dass die Wettbewerbsstärke und die Regulierung in verschiedenen Märkten ebenfalls höchst unterschiedlich sein können, liegt gleichermaßen auf der Hand. Wer ein natürliches Monopol besitzt, wie es beispielsweise bei Netzen der Fall ist, wird zwar reguliert und muss dem Wettbewerb zu bestimmten Konditionen den Netzzugang erlauben, kann aber dennoch viel geschützter sein als ein Dienstleistungsunternehmen der Unterhaltungsbranche oder des Reisesektors.

Unternehmen bauen ihre Strategien auf Güter- und Dienstleistungsmarkteigenschaften auf und können sich – je nach Einschätzung von Risiken und Chancen – auf eine Portfolio- oder Kernkompetenzstrategie festlegen. Letztere führt in jedem Fall zu dem Versuch, Marktführer zu werden, um Skaleneffekte nutzen zu können. Das heizt uU starke M&A-Aktivitäten an, die preistreibend sein können, wenn ein Kampf um die Spitzenposition zwischen verschiedenen Unternehmen bei Zielobjekten einsetzt.

Auf die Transaktionsmarkteigenschaften haben aber gleichermaßen wirtschaftspolitische Entscheidungen und volkswirtschaftliche Parameter Einfluss. Man denke nur an die Zinspolitik der Europäischen Zentralbank, Währungs- und Kapitalmarktkonditionen und die Summen, die bei potentiellen Unternehmenskäufern, nicht nur aus ein und derselben Branche (und damit nicht strategisch), vorhanden sind, und für die Anlageobjekte gesucht werden, weil Kapitalmarktanlagen unrentabel wurden.<sup>5</sup>

### **Ad e) Zahlungsbereitschaften potentieller Käufer**

Betriebswirtschaftlich rational handelnde, an finanziellen Ergebnissen orientierte Unternehmenskäufer werden nie mehr zahlen wollen, als was ein Unternehmen wert ist. So plausibel das ist, so wenig darf man vergessen, dass die Zahlungsbereitschaft eines Käufers stark davon abhängen kann, in welcher Form gezahlt wird: durch bare Mittel, eigen- oder fremdfinanziert, oder durch eigene Kapitalanteile. In Situationen, in denen Fremdkapital teuer und Eigenkapital knapp ist, bieten sich bare Mittel nicht als die beste Möglichkeit an. Im anderen Fall kann man leichter hohe Preise entrichten, erst recht, wenn man nicht in einem Familienunternehmen, sondern als Manager in einem börsennotierten Konzern angestellt ist und sich vorstellen kann, dass diese Anstellung „nicht ewig“ sein wird. Hier werden Anreizprobleme zwischen Eigentümer und Management evident und deren Bewältigung spielt für die Kaufpreishöhe uU eine erhebliche Rolle.

### **Ad f) Zeitpunkt und Zeitdruck der Transaktionspartner**

Gegenwärtig ist sehr viel Geld im Umlauf, das für Käufe von Unternehmen, auch mangels Attraktivität von Kapitalmarktanlagen, genutzt werden kann. Das ist ein

---

<sup>5</sup> So berichtet *Smolka* (2020) als Redakteur der Frankfurter Allgemeine Zeitung mit Bezug auf das Analysehaus Preqin, dass Ende 2019 Finanzinvestoren über 1,43 Billionen Dollar nicht investiertes Kapital verfügten und damit einen Rekord erzielten.

Faktor, der Preise im Transaktionsmarkt nach oben treiben kann (und wohl auch tut). Wer quasi „auf Geld sitzt“, kann in einem Konzern, bei fehlender Neigung zur Ausschüttung, ein Rechtfertigungsproblem haben, was er – wenn nicht durch Kauf von Objekten und nachhaltige Investitionen – nur durch Aktienrückkauf etwas kaschieren kann. Zeitdruck für Transaktionspartner entfachen mithin nicht nur die oben bereits angesprochenen Notsituationen aufgrund schlechter Unternehmensleistung oder persönlicher Notfälle. Auch hohe Liquidität kann eine Ursache sein. Der Zeitdruck wird in beiden Fällen zum Einflussfaktor für den Kaufpreis.

## 2.2. „Rationale“ Kaufpreisermittlung und deren Gestaltung

Preis und Wert eines Unternehmens sind zweierlei, auch wenn sowohl die Römer für beides nur einen Ausdruck („pretium“) hatten<sup>6</sup> als auch unrealistische mikroökonomische Modelle, in denen alle Investoren identische Erwartungen über die ungewisse Zukunft aufweisen und transaktionskostenfrei handeln können, zu einer Übereinstimmung von Wert und Preis gelangen.<sup>7</sup>

Für die Bewertung bedient man sich idR bei Annahme einer Unternehmensfortführung der DCF-Verfahren. Üblicherweise werden prognostizierte Erwartungswerte von Cash-Flow-Verteilungen mit risikoangepassten Zinsfüßen diskontiert und ergeben aufsummiert den Unternehmenswert. Modifikationen des Ergebnisses oder des Zinsfußes hinsichtlich Beherrschungs- oder Minderheitsanteilen an der Gesellschaft, fehlender Marktgängigkeit, Unternehmensgröße oÄ sind in den deutschsprachigen Ländern bei Verwendung dieses Kalküls nicht üblich.<sup>8</sup> Das ist aus US-amerikanischer Perspektive anders.<sup>9</sup>

Damit der Kauf zustande kommt, muss ein Einigungsbereich für den Kaufpreis existieren. Dh der Wert für den Käufer darf den Wert für den Verkäufer nicht unterschreiten.

Mit den individuellen Wertvorstellungen geht man in die Verhandlung und es resultiert, meist nach Auseinandersetzung mit zahlreichen argumentativ vorgeschobenen Werten, ein die Interessen beider Parteien berücksichtigender Kaufpreis.

Je nach Vertrag kann der Kaufpreis als Festpreis oder als variabler Preis mittels einer Kaufpreisanpassungsklausel, oft formelmäßig unterlegt, festgelegt werden. Im letzten Fall wirken sich zwischen Vertragsabschluss („signing“) und dinglichem Vollzug („closing“) eingetretene Änderungen von für die Kaufpreisermittlung herangezogenen Ausgangszahlen auf den vorher vereinbarten Kaufpreis aus.<sup>10</sup>

6 Vgl a *Simon* (2020).

7 Hier denke man nicht zufällig an das CAPM.

8 Vgl zB *Ballwieser/Hachmeister* (2016) 113–124; *Ballwieser* (2018).

9 Vgl insb *Hitchner* (2017); *Pratt* (2012).

10 Vgl *Thurn* (2020) 279.

Eine Anpassung des Kaufpreises kann auch an die Entwicklung des Unternehmens nach Closing anknüpfen, indem sich bei Erreichen einer oder mehrerer vordefinierter Erfolgsgrößen innerhalb eines bestimmten Zeitraums nach Closing der ursprüngliche Kaufpreis erhöht bzw. der Verkäufer einen zusätzlichen Betrag als Mehrkaufpreis verlangen kann. Ein solcher sogenannter Earn Out-Mechanismus kann genutzt werden, um unterschiedliche Auffassungen des Verkäufers und des Käufers über die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens und damit den Unternehmenswert zu überbrücken.<sup>11</sup>

Zu diesem bekannten Mechanismus einer rationalen Kaufpreisgestaltung treten mindestens zwei Besonderheiten hinzu:

- a) zum einen die Orientierung an realisierten oder fiktiven Marktpreisen,
- b) zum anderen die Gestaltung der Kaufpreisermittlung mithilfe von Auktionen.

Realisierte Marktpreise lassen sich nur selten für das Kaufobjekt erheben, und selbst wenn dies gelingt, dann sind sie meist nicht mehr zeitnah und haben in der Zwischenzeit zu Veränderungen des Transaktionsobjektes geführt. Dann muss man auf Marktpreise von Peers ausweichen. Fiktive Marktpreise werden oft an der Marktkapitalisierung verankert. Auf beide Bezugsgrößen lassen sich (meist) finanzielle Erfolgsgrößen der real oder fiktiv gehandelten Unternehmen beziehen und mittels Multiplikatoren auf das Bewertungsobjekt anwenden. Faktisch nimmt man damit jedoch Preisschätzungen anstelle von Bewertungen vor. Weil dadurch das eigentliche Ziel der Wertermittlung vor der Preisverhandlung nicht erreicht wird, sind die Vertreter der präskriptiven Theorie zu Recht gegen diese Vorgehensweise kritisch eingestellt und sehen allenfalls in ihr eine Gelegenheit, nach Anhaltspunkten für Differenzen zwischen realisierten Preisen und geschätzten Unternehmenswerten zu suchen, mithin die Bewertung nochmals vorläufig in Frage zu stellen und die Abweichung zu erklären.

Die Kaufpreisermittlung mittels Auktionen hat damit nur indirekt zu tun, weil es mit ihnen um prozessuale Aspekte anstelle von Bewertungsmethoden geht. Hier werden Unternehmen in einem geregelten Auktionsprozess angeboten, um in einem Bieterverfahren für mehrere Nachfrager einen möglichst hohen Verkaufspreis zu erzielen. Der Vertreter einer deutschen Bank zeigt in einem Schaubild die Vor- und Nachteile einer Auktion, einer limitierten Auktion sowie anderer Verkaufsprozessstrategien:<sup>12</sup>

---

11 Thurn (2020) 279 f.

12 Kruse (2019) 4.