Erfolgreich verhandeln
bei M&A-Transaktionen im Mittelstand
Arnd Allert
KUEBLER VERLAG

Arnd Allert

Erfolgreich verhandeln
bei M&A-Transaktionen im Mittelstand

Kuebler Verlag

DER AUTOR

Arnd Allert arbeitet seit mehr als 20 Jahren in der Corporate Finance-Branche. Er begann seinen beruflichen Werdegang bei der Deutsche Bank AG. 2003 gründete er die M&A-Beratungsgesellschaft Allert & Co. GmbH, die heute zu den führenden Fusions- und Übernahmeberatungsgesellschaften in Deutschland gehört. Neben seiner Beratungstätigkeit referiert er an Hochschulen zu den Themen „Mergers and Acquisitions" sowie „Verhandlungsführung" und bekleidet darüber hinaus mehrere Aufsichts- und Verwaltungsratsmandate.

DAS BUCH

Als Instrumente der strategischen Unternehmensführung sind sie aus der Geschäftswelt nicht mehr wegzudenken: „Mergers and Acquisitions", also Fusionen und Übernahmen von Unternehmen oder Unternehmensteilen. Wie verhandelt man solche Transaktionen wirksam und zielführend? Es gibt zwar umfangreiche theoretische Verhandlungsmodelle – aber wie wendet man sie konkret an? Dieses Buch leistet einen Beitrag zum Transfer solcher Theorien in die tägliche M&A-

Verhandlungspraxis. Es vermittelt praktisches Wissen, um Verhandlungen beim Kauf und Verkauf eines Unternehmens erfolgreicher zu gestalten. Der Fokus liegt in dem Bereich, der in Deutschland bekanntermaßen die überwiegende Anzahl der Unternehmen ausmacht: Dem Mittelstand. Es richtet sich an Unternehmer, Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer und Steuerberater sowie alle Corporate-Finance-Professionals, die in Verhandlungssituationen eingebunden sind. Mithilfe zahlreicher Fallbeispiele aus der Beratungspraxis schafft Arnd Allert dabei den Transfer von theoretischem Wissen in die tägliche Praxis. Arnd Allert hat mit diesem Werk sein Wissen aus über einhundert M&A-Transaktionen zusammengefasst und dabei Einblick in die Welt der M&A-Beratung gegeben, die man in dieser umfassenden Form bisher kaum finden konnte.

Arnd Allert

Erfolgreich verhandeln

bei M&A-Transaktionen im Mittelstand

KUEBLER VERLAG

Mehr Informationen:
www.allertco.com/erfolgreich_verhandeln

Impressum

Deutsche Erstausgabe

© 2014 by Arnd Allert, Mannheim

Umschlaggestaltung: Daniela Hertel, Grafissimo!

unter Verwendung der Bilder von

© vitalli42 – Fotolia.com und © INFINITY – Fotolia.com

Alle Rechte vorbehalten. Kein Teil des Werks darf in irgendeiner Form ohne schriftliche Genehmigung des Kuebler Verlags reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt, verbreitet oder zugänglich gemacht werden.

Die in den Beispielen verwendeten Firmen, Namen der Berater und sonstigen Daten sind frei erfunden, eventuelle Ähnlichkeiten sind daher rein zufällig.

ISBN Buchausgabe: 978-3-86346-011-2

ISBN Digitalbuch: **978-3-86346-219-2**

PRÄAMBEL

Einführung

Dieses Buch will im Wesentlichen zwei Botschaften vermitteln: Zum Einen beschreibt es die Verhandlungswelt der Unternehmenstransaktionen im Mittelstand – heute allgemein als Mergers & Acquisitions (kurz M&A) bezeichnet – unterhalb der Wahrnehmungsgrenze der gängigen Massenmedien und Fachpublikationen. Es behandelt also ein Thema, das empirisch gesehen insbesondere die deutsche Volkswirtschaft repräsentiert wie kein anderer Bereich, oftmals jedoch für Massenmedien zu klein erscheint. Es verdichtet und operationalisiert den Erfahrungsschatz von Transaktionsberatern, die sich jahrelang ausschließlich und sehr erfolgreich mit außerbörslichen Unternehmensverkäufen im deutschen Mittelstand beschäftigt haben. Das heißt nicht, dass es beispielsweise für Studenten der Betriebswirtschaft oder gar für M&A-Berater mit Kapitalmarktfokus ohne In-

teresse wäre. Das ist es durchaus. Allerdings unter dem Vorzeichen, das gleichzeitig die zweite Kernbotschaft dieses Buches darstellt:

Wer im Mittelstand nur die Transaktion sieht und dabei die Menschen vergisst oder Unternehmen gar nur als „Verschiebemasse" betrachtet, wird den Mittelständler, seine Sprache und Denkweise nicht erreichen. Deshalb beginnt das Nachdenken über mittelständische Transaktionen nicht in der Gegenwart und auch nicht in der Vergangenheit, sondern in der Zukunft der Menschen, die ein Unternehmen tragen. Das Ziel ist eben nicht nur, den Verkauf mit einem ordentlichen oder sehr guten Preis „über die Bühne zu bringen" – sondern sich zu fragen: Wie muss die Transaktion konzipiert bzw. organisiert sein und wie muss verhandelt werden, damit die Transaktion erfolgreich zustande kommt und damit das Unternehmen sowie seine Menschen eine sichere und bessere Zukunft haben? Diese Feststellung ist nicht „nur" aus Gründen der Ethik zukunftsweisend. Ethisch tragfähiges Vorgehen ist kein Luxus oder Komfort, den man sich leistet, sondern nach der Erfahrung des Autors gerade im Mittelstand auch schlicht langfristig erfolgreicher als jede andere Sichtweise.

Seit M&A-Transaktionen nicht mehr nur hinter verschlossenen Türen stattfinden, sondern auch zum Thema für Öffentlichkeit und Wissenschaft geworden sind, wurde hierzu viel geforscht und geschrieben. Die meisten Artikel und Bücher, die man dazu lesen kann, fokussieren jedoch entweder strategische, statistische, finanzwirtschaftliche, prozessuale oder vor allem rechtliche Hintergründe. Das Thema des Umgangs mit Menschen und ihrer Zukunft vor, während und nach der Verhandlung wird – wenn überhaupt – meist nur gestreift und in die verschiedenen Stufen der Verhandlungsprozesse (unverbindliches Angebot, Letter of Intent, verbindliches Angebot nach Due-Diligence, Kaufvertragsverhandlung, etc.) prozessual eingeteilt.

Dennoch will dieses Buch die existierenden Publikationen zum Thema M&A keinesfalls abqualifizieren, sondern vor allem ergänzen. Es soll eine Erfahrungs- und Wahrnehmungslücke schließen, die es hier ganz offenbar gibt. Um das tun zu können, arbeitet es systematisch all die Elemente auf, die ansonsten „im Zauberkasten des erfahrenen Dealmakers" verborgen bleiben. Letztendlich wird es hier immer um den klaren und eindeutigen Fokus auf Verhandlungstechniken,

also den Umgang mit einerseits der Komplexität einer Transaktion und den „harten Fakten“ und andererseits den Befindlichkeiten, Hoffnungen und manchmal auch Ängsten der Menschen gehen, mit denen man bei Unternehmenstransaktionen umgehen können muss.

Dieser Gedanke ist auch der methodische Kern dieses Buches: Das erfolgreiche Verhandeln (mittelständischer) M&A-Transaktionen hat sehr viel mehr Facetten und Ziele als nur den Abschluss eines Kaufvertrages. Weil das so ist, überträgt dieses Buch bekannte Verhandlungskonzepte und -techniken aus anderen Bereichen auf den mittelständischen M&A-Bereich und verbindet Theorien mit gelebter und lebensnaher Praxis.

Wie wichtig das ist, bestätigt übrigens auch die Statistik: Viele Untersuchungen zeigen, dass M&A-Transaktionen im Nachhinein betrachtet nicht erfolgreich waren. Statistisch am besten erfasst und aufbereitet sind allerdings nur Transaktionen von börsennotierten Unternehmen – also Unternehmensverkäufe, bei denen der Erfolg entweder in der Aktienkurssteigerung oder durch veröffentlichte Rentabilitätskennziffern gemessen wird. Diese scheinbar völlige Transparenz und Fungibilität der Zahlenreihen macht die Sache nicht immer

klarer. Es gilt zu bedenken, dass gerade die Entwicklung von Aktienkursen bekanntlich von sehr viel mehr inneren und äußeren Faktoren beeinflusst wird als nur unserem Untersuchungsgegenstand, dem wirtschaftlichen Erfolg beispielsweise eines Zusammenschlusses zweier Unternehmen. Niemand kann sagen, wie sich die Zahlen eines Unternehmens entwickelt hätten, wenn es die Transaktion nicht gegeben hätte.

Allemal liegt aber bei misslungenen Fusionen, Unternehmenskäufen oder Unternehmensverkäufen der Verdacht nahe, dass man etwas übersehen haben könnte: Die klare und eindeutige Fokussierung auf wertorientierte Verhandlungstechniken bei Unternehmenstransaktionen, die eine Grundlage darstellen, um die mit der Transaktion verbundenen Ziele in der Transaktionsstruktur auch durchzusetzen.

Und das ist die These und das Versprechen dieses Buches: Erfolg entsteht dann, wenn richtig und wertorientiert verhandelt wird. Ethisch organisiertes und durchgeführtes Verhandeln ist eben deutlich mehr als bloßes Basarverhalten, bei dem man sich eine Weile streitet, um sich dann – von Maximalforderungen ausgehend – auf einen Preis verständigt. Es ist vielmehr eine Denk- und

Vorgehensweise, die mit der Komplexität des „Produkts" ebenso umgeht, wie mit der organisatorischen und menschlichen Zukunftsfähigkeit diesseits und jenseits des Käuferhorizonts. Dazu gehört meist auch eine Reihe von Parametern zu berücksichtigen, die leider in den Verhandlungen nicht immer offengelegt werden.

Wie zielführend die Einbeziehung nicht nur der harten, sondern auch der weichen Fakten sein kann, lässt sich am besten am Beispiel der Unternehmenssicherung im Rahmen von Unternehmensnachfolgen verstehen. Lässt man in der Kommunikation und auch im Denken außer Acht, dass es hier nicht nur um einen „Verkaufsgegenstand", sondern um die Würdigung des Lebenswerks eines Menschen geht, wird man als Käufer entweder während oder nach dem Verkaufsprozess versagen.

Auch wenn es bei Unternehmenstransaktionen im Mittelstand am Ende um Zahlen geht, geht es eben doch nie nur um Zahlen. Wer sich das klar macht, wird schlicht erfolgreicher verhandeln.

Und noch eine letzte Anmerkung: Howard Raiffa, einer der großen Wissenschaftler auf dem Gebiet der Verhandlungen, überschreibt sein Standardwerk zu

diesem Thema mit dem Titel „The Art and Science of Negotiation“. Kunst kann man sicherlich nicht lernen, aber man kann und muss die handwerklichen Grundlagen beherrschen, um danach auch Kunst zum Ausdruck zu bringen. Der Philosoph Adorno soll den Begriff der Kunst als die „Kenntnis des Standards plus Abweichung“ bezeichnet haben; dieses Buch will den Standard vermitteln und an manchen Stellen auf die Möglichkeit der Abweichung von diesem Standard hinweisen. Bei der Beschreibung des Begriffes der Rhetorik wird oft gesagt, dass ein guter Autor geboren, aber ein guter Redner gemacht wird; dies gilt vergleichbar auch hier: ein Verhandler wird nicht geboren, sondern gemacht. Viel Spaß und viel Erfolg bei der Lektüre!

Zum Aufbau dieses Buches

Da eine umfassende Beschreibung und Erläuterung des Verhandlungsaspektes in M&A-Transaktionen eine Vielzahl von Themenbereichen umfasst, habe ich mir lange Gedanken über die Gliederung des Buches gemacht. Es sollte einerseits gedanklich Grundlagen schaffen, um die allgemein in Verhandlungstheorie und -praxis anerkannten Konzepte zu erläutern und gleichzeitig aufzeigen, ob diese auch in der M&A-Beratungspraxis anwendbar sind. Andererseits ist es für den fachkundigen Leser wichtig, relativ schnell vom Abstrakten zum Konkreten mit Nutzwert zu gelangen. Schließlich habe ich mich dazu entschlossen, das Buch in zwei große Abschnitte zu unterteilen.

Teil A umfasst Begriffsdefinitionen und theoretische Abhandlungen zu wichtigen Begriffen des Verhandlungsgeschehens. Dies ist deshalb notwendig, da aus meiner Sicht ein gleiches Verständnis des Lesers und des Autors für Begriffe und Worte „gemeinsame Welten schafft". Nur so lassen sich letztendlich die vielen Themenstränge, die bei der Durchdringung des Verhandlungsaspektes in M&A-Transaktionen in einen Zusammenhang gebracht werden müssen, für den Leser verständlich zusammenführen.

Teil B beschreibt die praktische Anwendung der Konzepte in der M&A-Beratungspraxis. Um auch hier eine gedankliche Leitlinie zu schaffen, habe ich den bereits in Teil A dargestellten grundsätzlichen Ablauf einer M&A-Transaktion aufgenommen und anhand dieses Prozessablaufes die einzelnen Verhandlungspunkte detailliert beschrieben. Viele der vorgestellten Konzepte, Methoden und Werkzeuge sind selbstverständlich auch an anderen Verhandlungspunkten anwendbar; es erschien mir jedoch am eingängigsten, diese sequentiell und entlang der Prozesskette einer M&A-Transaktion zu beschreiben.

Der Verlag hat diesem Buch eine Website zugeordnet. Bitte verwenden Sie diese, um sich die im Buch an verschiedenen Stellen erwähnten Checklisten zur Vor- und Nachbereitung einer Verhandlung herunter laden zu können.[1] Diese Checklisten sind als erste Anregung zu verstehen. Da die Auffassungsgabe jedes Menschen unterschiedlich ist – und dies vor allem in Stresssituationen, wie z.B. der finalen Kaufvertragsverhandlung einer M&A-Transaktion noch stark eingeschränkt ist – empfiehlt es sich, eigene Checklisten und Tools anzufertigen, um für schwierige Verhandlungssituationen bestens gewappnet zu sein.

1 Die Checklisten zu diesem Buch erhalten Sie unter www.allertco.com/checklisten

Danksagung

Niemand schreibt ein Buch alleine. Dementsprechend gilt es den Menschen zu danken, die durch Rat und Tat bei der Entstehung dieses Buches mitgewirkt haben. Allen voran meinem Geschäftspartner, Matthias Popp, dessen Verhandlungsgeschick ich in vielen Transaktionen erleben durfte und von dem ich viel gelernt habe. Herrn Dr. Johannes W. Feuling danke ich für die nunmehr mehr als ein Jahrzehnt währende Unterstützung in vielerlei Hinsicht und die Anregungen in diesem Buch. Da im ersten Abschnitt nicht nur die psychologischen Grundlagen der Verhandlungsführung beschrieben werden, sondern auch die physiologischen Auswirkungen von Stresssituationen, danke ich insbesondere Herrn Dr. med. Heinz Uhl für die ausführlichen Erläuterungen der medizinischen Sachverhalte und Symptome.

Allert & Co. würde es in dieser Form nicht geben, wenn nicht Herr Professor Dr. Carl-Heinrich Esser mir vom Tag 1 der Unternehmensgründung an mit Rat und Tat zur Verfügung gestanden hätte. Wie man hart verhandelt und dennoch menschlich jederzeit Anstand und Form wahrt, hat mich mein „Erster Ausbilder und Mentor“ während meiner Tätigkeit bei der Deutsche Bank AG, Herr Peter Rohr, gelehrt. Auch geht mein Dank an alle Rechtsanwälte, Insolvenzverwalter und andere Geschäftspartner mit denen ich in den letzten Jahren gemeinsam und über den Tisch hinweg verhandeln durfte. Mein Großvater lehrte mich, dass man mit den „Augen stehlen müsse“; dementsprechend habe ich bei all den oben genannten Verhandlungspartnern Tipps, Tricks und Kniffe „gestohlen“ und mir diese auf mich passend angeeignet. Sie mögen es mir nachsehen.

Großen Dank schulde ich ebenfalls meinem Verleger, Herrn Bernd Kübler, für das mittlerweile fast 20 Jahre währende Vertrauen in verschiedenen Bereichen sowie seiner Frau Alena für die umfassenden Lektoratsaufgaben.

Nicht zuletzt danke ich meiner Frau Anita für die unglaubliche Geduld und Nachsicht mit meinen Launen während des Schreibens dieses Buches und meiner gesamten Familie für den Verzicht auf gemeinsame Zeit. Verhandlungsmisserfolge erlebe ich ständig bei den Diskussionen mit meinen Töchtern, die bereits in jungen Jahren eine Vielzahl der im Buch aufgeführten Techniken intuitiv erfolgreich anwenden und mir immer wieder zeigen, wie schlecht man verhandelt, wenn man wirklich emotional involviert ist. Diese Verhandlungsniederlagen empfinde ich jedoch als die Schönsten. Ohne Euch wäre dies alles nicht möglich.

Darüber hinaus danke ich allen Mandanten von Allert & Co. für das in den letzten zehn Jahren entgegengebrachte Vertrauen und die Möglichkeit, gemeinsam in zahlreichen (an-)spannenden Verhandlungen Erfolge zu erzielen. Schließen will ich diese Danksagung mit den Worten Henry Kissingers in einem seiner Werke: „Ich brauche wohl nicht hinzufügen, dass die Unzulänglichkeiten dieses Buches auf mein eigenes Konto kommen."

TEIL A

1.Verhandeln in M&A-Transaktionen

1.1 Definition des Begriffes „Verhandeln“ und Grundmodelle der Verhandlungen

Wofür steht der Begriff der Verhandlung also? Um für die weiteren Ausführungen dieses Buches eine gemeinsame Grundlage zu schaffen, lohnt es sich, ihn einmal zu definieren: Im alltäglichen Sprachgebrauch wird dieses Wort sehr häufig verwendet. Sei es bei einem Gespräch mit einem Kind über den Zeitpunkt des Erledigens der Hausaufgaben oder bei multilateralen Verhandlungen von internationalen (leider auch) kriegerischen Konflikten – es geht strukturell gesehen immer um denselben Vorgang, für den es eine gute Definition gibt:

„Eine Verhandlung ist ein Vorgang, bei dem zwei oder mehr Parteien eine Einigung darüber suchen, wer von ihnen in einer angestrebten Transaktion was leisten, empfangen, dulden oder unterlassen soll.“[2]

Wichtige – auf den M&A-Prozess bezogene – Punkte dieser Definition sind:

- Zwei oder mehr Parteien (z.B. Käufer, Verkäufer aber auch evtl. Belegschaft, Gläubiger, Hauptkunden)
    - Gemeinsame sowie unterschiedliche Interessen (z.B. das Zustandekommen der Transaktion als gemeinsames Interesse und z.B. die Höhe des Kaufpreises als unterschiedliches Interesse)
    - Freiwillige Entscheidung zur Verhandlung (z.B. bei Unternehmenstransaktionen, die nicht aus einer Krisensituation heraus stattfinden)
- Einigung (über Gegenstand und Handlungsweise)
    - Schrittweiser Prozess mit Zeitbedarf (z.B. definiert über den Prozessbrief des M&A-Beraters)

2 (Saner, Raymond, 2008), Seite 15

    - Zunächst meist unvollständige Informationen (z.B. Informationsasymmetrie zwischen Verkäufer und Käufer zu Beginn einer Transaktion)
    - Positionsveränderung aufgrund neuer Umstände (z.B. Kaufpreisanpassung bei neuen Zwischenzahlen oder veränderten Working-Capital-Größen)
- Wer soll was machen?
    - (Einigung über die Verteilung von Aufgaben, Austausch z.B. von Risiken, Chancen und Gewährleistungen)

Grundsätzlich gilt: Eine Verhandlung soll helfen, durch eine entsprechende Vereinbarung einen Wert zwischen den Parteien zu schaffen, der die Parteien besser stellt, als ohne dieses Verhandlungsergebnis.

Dabei gilt aber auch: Grundsätzlich kann jede Verhandlung im Wege des Streites oder friedlich geführt werden. Während früher viele strittige Verhandlungen im Wege des Kampfes (oder gar des Krieges) ausgetragen wurden, ist dies heute im wirtschaftlichen Kontext eher selten der Fall. Der Ausgangspunkt einer Verhand-

lung ist dabei immer das Streben nach Zielerreichung. Bemerkenswerterweise definierte Carl von Clausewitz in seinem Buch „Vom Kriege“ den Krieg „als bloße Fortsetzung der Politik mit anderen Mitteln“. In diesem Sinne sei er, so schrieb von Clausewitz, „ein Akt der Gewalt, um den Gegner zur Erfüllung unseres Willens zu zwingen“. [3]

3 (von Clausewitz, Carl, 1832/2010), Seite 39

Es lohnt sich, über das Verhältnis von Verhandlung und Krieg noch ein wenig nachzudenken. Da bei Übernahme eines nicht börsennotierten Unternehmens am Ende die Zustimmung des Verkäufers erfolgen muss, kommt es in den wenigsten Fällen zu wirklich streitigen Verhandlungssituationen. Sicherlich werden Verhandlungen sehr hart und oftmals argumentativ mit dem „Waffengeklirre“ des Wirtschaftslebens geführt. In letzter Konsequenz muss jedoch bei dem Ziel, „den Gegner zur Erfüllung unseres Willes zu zwingen“, eine friedliche Einigung erzielt werden. Hier gibt es wenigstens sprachlich gesehen eine interessante Ausnahme: Auf dem Feld der börsennotierten Transaktionen sind „feindliche Übernahmen“ gegen den Willen des Managements des Unternehmens möglich. Allerdings sind die rechtlichen Transaktionspartner hier die Aktionäre. Sie müssen am Ende der Übernahme zustimmen. Ausnahme hiervon sind Minderheitsaktionäre, die im Rahmen eines Squeeze-out-Verfahrens abgefunden werden können.

1.2 Der M&A-Prozess als eine Reihe von Verhandlungspunkten

Der in Abbildung 1 dargestellte Prozessablauf zeigt die einzelnen Stufen im Rahmen einer Unternehmenstransaktion am Beispiel eines Unternehmensverkaufs. Diese Abbildung dient als Grundlage der späteren Erläuterung der einzelnen Verhandlungspunkte.

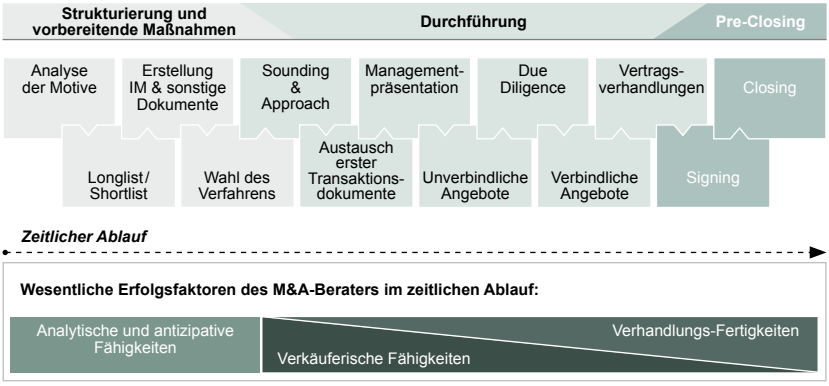

Abbildung 1
Der M&A-Prozessablauf am Beispiel eines Unternehmensverkaufs

Auch wenn bei Unternehmensübernahmen und Fusionen das ultimative Ziel im rechtsverbindlichen Abschluss, dem Closing der Transaktion, besteht, gibt es doch auf dem Weg dorthin eine Reihe von Verhandlungssituationen, die als notwendige Zwischenschritte allesamt für das Erreichen des späteren Abschlusses sehr wichtig sind.

So wollen naturgemäß die Verhandlungspartner beispielsweise im Verlauf der Gespräche Positionsgewinne erzielen.

Dementsprechend ist die oftmals in der Praxis verwendete Terminologie des Verhandelns in M&A-Transaktionen nicht nur auf das Verhandeln des Wortlautes eines Kaufvertrages beschränkt, sondern umfasst alle Verhandlungspunkte im M&A-Prozess.

In vielen Publikationen wird der Begriff des Verkaufens dennoch synonym mit dem Begriff des Verhandelns verwendet.

Sind diese beiden Begriffe tatsächlich nur zwei Worte für dieselbe Sache?

„Verkaufen“ heißt: Den potentiellen Kunden auf

1. die Produktmerkmale
2. die Wirkungsweise
3. den Nutzen

hinweisen.

Durch eine Argumentation in dieser Reihenfolge wird – nach Behandlung von Einwänden – ein Abschluss in Form des Verkaufs erzielt.

„Verhandeln“ jedoch bedeutet einerseits die oben genannten Instrumente des aktiven Verkaufens zu beherrschen, aber darüber hinaus auch

1. die Interessen
2. die Notwendigkeiten
3. die Prioritäten
4. die Restriktionen
5. den Blickwinkel

des anderen zu erfragen und zu berücksichtigen. An dieser Stelle sei bereits gesagt: Die Fähigkeit, einen M&A-Deal erfolgreich zu strukturieren und zu verhan-

deln, benötigt in den meisten Fällen weniger Überredungskunst, als die hohe Kunst des richtigen Zuhörens. Betrachtet man die Anforderungen, die an einen M&A-Berater gestellt werden, so stehen am Anfang des M&A-Prozesses sicherlich mehr verkäuferische Fähigkeiten im Vordergrund, während am Ende des Verkaufsprozesses Verhandlungs-Know-how und -geschick im Sinne der oben genannten Definition und eine gehörige Portion an Erfahrung ausschlaggebend für eine erfolgreiche Transaktion sind.

1.3 Das Principal-Agent-Problem in der M&A-Beratungspraxis

Seit Jahrzehnten werden M&A-Berater, sowohl auf Verkäuferseite, als auch auf Käuferseite, im Wesentlichen erfolgsorientiert entlohnt. Dieser Marktstandard macht dieses Segment für Investmentbanken und Beratungsunternehmen einerseits hochattraktiv, allerdings birgt dies auch eine Reihe von Risiken und insbesondere für Verhandlungssituationen Konfliktfelder, die bei der Betrachtung dieses Themas nicht außen vor bleiben dürfen. Dies gilt einerseits für den M&A-Berater, aber auch für andere Beteiligte in einer Transaktion.

Abbildung 2
Auswahl möglicher Konfliktfelder

Die obenstehende Abbildung 2 zeigt eine Auswahl möglicher Konfliktfelder, die allesamt in dem aus der Betriebswirtschaftslehre bekannten Principal-Agent-Problem zusammengefasst werden können.

Die Principal-Agent-Theorie bzw. Agenturtheorie (teils auch Prinzipal-Agenten-Modell genannt) ist ein aus der Wirtschaftswissenschaft kommendes Modell der Neuen Institutionenökonomik. Die Theorie wurde zuerst in einem Aufsatz von Michael Jensen und Wil-

liam Meckling im Jahre 1976 erörtert. Ihre Grundzüge gehen auf die Theorie unvollständiger Verträge zurück, die unter anderem Ronald Coase begründete. Dabei bezeichnet Prinzipal den Auftraggeber und Agent den Beauftragten. Letzterer besitzt dabei normalerweise einen Wissensvorsprung (Informationsasymmetrie), der in unterschiedlicher Weise entweder zu Gunsten oder Ungunsten des Prinzipals eingesetzt werden kann. Die Theorie bietet somit ein Modell, um das Handeln von Menschen und Institutionen in einer Hierarchie zu erklären. Zudem trifft sie generelle Aussagen zur Gestaltung von Verträgen. Die Principal-Agent-Theorie geht von Wirtschaftssubjekten aus, die in ihrer Entscheidungsfindung eingeschränkt sind, etwa durch asymmetrische Informationsverteilung. Sie verfügen nur über unvollständige Informationen, wenn sie das Handeln anderer beurteilen sollen. Ferner wird den Beteiligten Opportunismus unterstellt. In einer weiten Definition liegt eine Principal-Agent-Beziehung vor, sobald das Wohlergehen einer Partei (Prinzipal) von den Handlungen einer anderen Partei (Agent) abhängig ist. Nach enger Definition gibt es einen Auftraggeber (Prinzipal), der einen Auftragnehmer (Agent) im gegenseitigen

Einvernehmen gegen Entlohnung mit einer Aufgabe betraut. Da die beiden unterschiedliche Ziele verfolgen können, kann es zu Konflikten kommen. Zudem werden Risikoneigungen berücksichtigt: Prinzipiell ist auf beiden Seiten Risikoneutralität, Risikoaversion oder Risikofreude möglich. Dies hängt von den Charaktereigenschaften und der jeweiligen Situation der Akteure ab. Der Prinzipal beauftragt den Agenten in der Hoffnung, dass dieser seine Aufgabe im Sinne des Prinzipals erledigt. Er kann jedoch das Engagement und/oder die Qualitäten seines Agenten nur mit Einschränkungen erkennen und sieht – wenn überhaupt – nur das Ergebnis von dessen Bemühungen. Demgegenüber hat der Agent einen Informationsvorsprung, da er die eigene Qualität besser kennt und das eigene Verhalten selbst festlegen und entsprechend gut beurteilen kann. Er wird diese Informationsasymmetrie zu Ungunsten des Prinzipals ausnutzen, wenn dies seinen eigenen Zwecken dienlich ist.

Um diesen Konflikt auszuschalten und einen Gleichklang der Interessen zu erzeugen, hat man in der Vergangenheit eine erfolgsorientierte Entlohnung als zweckdienliches Mittel angesehen, um diesen potenti-

ellen Konflikt durch die gemeinsame Fokussierung auf das Ziel des Abschlusses auszuschalten. Diese erfolgsorientierte Bezahlung hat ihren Marktstandard in der klassischen Lehman-Formel[4] und deren Modifikationen gefunden. Ursprünglich war die Lehman-Formel als Kompensationsmodell für Banken gedacht, die Kapital von einem Investor eingeworben hatten oder eine große Aktientransaktion für Kunden abwickelten. Die Formel wurde auf den Gesamtbetrag der Transaktion angewandt und strukturierte ursprünglich ein Erfolgshonorar wie folgt:

5% für die erste Million des Transaktionsvolumens

4% der zweiten Million

3% der dritten Million

2% der vierten Million und

1% des Betrages der 4 Millionen überschritten hatte.

4 Siehe hierzu auch http://en.wikipedia.org/wiki/Lehman_Formula

Das Honorar einer Bank z.B. bei einer Kapitalerhöhung über $ 10 Millionen belief sich somit auf

Stufe	Schwellenwert	Schwellenwert kumuliert	Prozentsatz auf Schwellenwert	Honorar	Honorar kumuliert
1	$ 1.000.000	$ 1.000.000	5%	$ 50.000	$ 50.000
2	$ 1.000.000	$ 2.000.000	4%	$ 40.000	$ 90.000
3	$ 1.000.000	$ 3.000.000	3%	$ 30.000	$ 120.000
4	$ 1.000.000	$ 4.000.000	2%	$ 20.000	$ 140.000
5	$ 6.000.000	**$ 10.000.000**	1%	$ 60.000	**$ 200.000**

Abbildung 3

Darstellung der klassischen Lehman-Formel

Diese Formel wurde vor allem in den Zeiten zwischen 1970 und 1990 auch im M&A-Bereich angewendet, jedoch aufgrund verschiedener Aspekte, u.a. Inflation und vor allem veränderte Ertragserwartungen der involvierten Parteien mit unterschiedlichen Schwellenwerten (z.B. 5% für die ersten € 10 Mio., zzgl. 4% auf die nächsten € 10 Mio. etc.) versehen. Mittlerweile sind am Markt alle möglichen Abwandlungen vorzufinden. Insbesondere bei Verkaufstransaktionen wird die Lehman-Formel oftmals invers verwendet und die Prozentsätze steigen bei steigendem Transaktionsvolumen. Dies

soll den Berater dazu antreiben, einen möglichst hohen Verkaufspreis zu realisieren.

In M&A-Transaktionen außerhalb des Kapitalmarktes gibt es mindestens den Kaufpreis für die Gesellschaftsanteile und den Umfang der eingeräumten Garantien und Gewährleistungen als wirtschaftliche Parameter. Beide Parameter sind für den wirtschaftlichen Erfolg einer Transaktion entscheidend. Die Lehman-Formel bzw. Abwandlungen davon entlohnen jedoch ausschließlich den erzielten Kaufpreis.

Gesetzt den Fall, eine Transaktion könnte für den Verkäufer zu einem sehr attraktiven, hohen Verkaufspreis abgeschlossen werden, jedoch müsste der Verkäufer unverhältnismäßig hohe Garantien zusichern, so ist das Interesse des Beraters des Verkäufers unter rein wirtschaftlichen Gesichtspunkten, ausschließlich der Abschluss des Vertrages. Würde hingegen die Entlohnung des Beraters auch dem Umfang der Garantien und Gewährleistungen einbeziehen, so würde sein Rat eventuell anders ausfallen. Die Schwierigkeiten in dieser Situation liegen darin, dass bei Beauftragung des Beraters der Umfang und die Ausgestaltung der Garantien und Gewährleistungen nicht feststehen und man

dementsprechend keine harte und unmissverständliche Definition dieses Zieles im Mandatierungsschreiben bzw. Projektvertrag zwischen Auftraggeber und Berater festlegen kann.

Abhilfe kann geschaffen werden, indem man den Berater – entgegen der reinen erfolgsorientierten Bezahlung – mit einem Grundhonorar ausstattet, das nicht nur einen Teil der Kosten deckt, sondern auch einen Anreiz darstellt, die Transaktion unter Berücksichtigung aller Aspekte zu verfolgen und zu unterstützen, auch wenn dies den Nicht-Abschluss beinhaltet.

Ein weiteres gängiges Mittel zur Gleichschaltung der Interessen zwischen Berater (Agent) und Auftraggeber (Prinzipal) ist die Vereinbarung einer sog. Break Fee oder Break-up Fee, d.h. einer Einmalzahlung bei Abbruch der Transaktion, die dem Berater ein Auskommen über den reinen Kosten- und Auslagenersatz hinaus gewährt. Allerdings ist die vertragliche Ausgestaltung oftmals schwierig, denn viele Mandanten scheuen die Zahlung einer Abbruchgebühr, wenn die Gründe für den Abbruch nicht bei dem Mandant, z.B. in unverhältnismäßigen Garantieforderungen liegen, sondern in einem sich dramatisch veränderten Kapitalmarkt- und

Finanzierungsumfeld, z.B. in den Monaten nach Ausbruch der Bankenkrise im November 2008.

Darüber hinaus gibt es leider viele Berater am Markt, die ihre Beratungsleistungen und ihre Sicherheit des Abschlusses einer Transaktion dadurch „verkaufen", dass sie ausschließlich auf erfolgsorientierter Basis tätig werden. Dem potentiellen Mandanten wird erläutert, dass er ja kein Risiko mit der Beauftragung eingeht und oftmals gelingt es diesen „Beratern" auch tatsächlich, mit dieser Argumentation in ein Mandatsverhältnis zu gelangen. Damit werden wiederum Marktstandards geschaffen, die es dem seriösen Berater erschweren, einen ausgewogenen, im Gleichklang mit den Zielen des Auftraggebers stehenden Projektvertrag über die Beratung beim Verkauf zu schließen.

Auch kann man weiterhin am Markt beobachten, dass es „Berater" gibt, die sich sowohl von der Käufer- als auch der Verkäuferseite mit einem Honorar entlohnen lassen. Die Konflikte hierbei sind unübersehbar. Eine reine Maklerleistung könnte eine solche Vorgehensweise eventuell noch, theoretisch betrachtet, rechtfertigen, jedoch ist insgesamt die Maklerfunktion im Rahmen eines komplexen Projektes, wie einem Unternehmens-

verkauf sowie in Zeiten der durch das Internet und die globalen Kommunikations- und Informationsmöglichkeiten geschaffenen Markttransparenz, eher von geringerer Bedeutung.

Die nachfolgende Tabelle zeigt im Überblick die verschiedenen Entlohnungsparameter der Zusammenarbeit eines Verkäufers mit einem M&A-Berater sowie die jeweiligen Vor- und Nachteile:

Entlohnungs-komponente	Art der Regelung	Vorteile	Nachteile
Reine erfolgsorientierte Bezahlung	In % des Transaktionsvolumens; evtl. als einfacher Prozentsatz oder in Abwandlung der klassischen Lehman-Formel	Keine Kosten für den Unternehmer bei Scheitern der Transaktion Klare Abschlussorientierung des Beraters Erfolg klar ermittelbar	Erfolgsorientierte Bezahlung verführt zum Zuraten zu einem Abschluss zu jedem Preis und zu jeder Garantie mit jedem Vertragspartner (auch unter evtl. Verschweigen bzw. Geringschätzen etwaig erkannter Risiken.
Nur auf Festhonorarbasis	Z.B. in Form von Stundensätzen oder monatlichen Pauschalhonoraren	Geringere Kosten Berater arbeitet ohne "unbedingten" Abschlussdruck	Berater ist unfokussiert / Berater hat seinen Erfolg bereits mit Abschluss des Mandatsvertrags / Berater ist u.U. an langen Projektlaufzeiten interessiert.
Einmaliger Retainer und hohe Success Fee	Monatliches Pauschalhonorar und Success Fee. U.U. wird die Summe des Pauschalhonorares (evtl. bis zu einem gewissen Betrag) auf die spätere Success Fee angerechnet.	Einmalaufwand des Retainers klar überschaubar Klare Abschlussorientierung des Beraters	Einmaliger Retainer reicht dem Berater bei notwendigen, längeren Projektlaufzeiten nicht zu annähernden Kostendeckung, so dass dieser die "Lust am Mandat" verliert / Hohe erfolgsorientierte Bezahlung verführt zum Zuraten zu einem Abschluss zu jedem Preis und zu jeder Garantie mit jedem Vertragspartner (auch unter evtl. Verschweigen bzw. Geringschätzen etwaig erkannter Risiken.
Monatlicher, geringer Retainer und hohe Success Fee	Kombination aus o.g. Regelungen	Geringe, laufende Kosten Berater weiterhin in hohem Maße abschlussorientiert	Hohe, weitestgehend erfolgsorientierte Bezahlung verführt zum Zuraten zu einem Abschluss zu jedem Preis und zu jeder Garantie mit jedem Vertragspartner (auch unter evtl. Verschweigen bzw. Geringschätzen etwaig erkannter Risiken.
Monatlicher, hoher Retainer und geringe Success Fee	Kombination aus o.g. Regelungen	Kombination aus o.g. Faktoren	Kombination aus o.g. Faktoren
Monatlicher Retainer, Success Fee und Break-up Fee	Kombination aus o.g. Regelungen, zzgl. einer Vergütung bei Abbruch der Transaktion als Entschädigung für das Nicht-Erlangen einer Success Fee	Kombination aus o.g. Faktoren	Kombination aus o.g. Faktoren
Success Fee und Break-up Fee	Kombination aus o.g. Regelungen	Finanzierung aller Aufwendungen am Projektende	Kombination aus o.g. Faktoren
Bezahlung nach bestimmten Meilensteinen	Pauschalhonorar, z.B. bei Vorliegen des Informationsmemorandums (IM), bei Erreichen eines Letter of Intent (LOI) etc.	Bezahlung anhand nach-vollziehbarer Zwischenschritte	Öffnet "Tür und Tor" für die Konzentration auf Interessenten, mit denen man relativ einfach Zwischenschritte, aber evtl. niemals den Abschluss erreicht (z.B. frühzeitiges Andeuten der Einräumung einer umfangreichen Due Diligence Prüfung für den Wettbewerber) bei Abschluss eines "schwachen" LOI

Abbildung 4
Unterschiedliche Entlohnungskombinationen von M&A-Beratungsleistungen

Neben diesen auf die Entlohnung gerichteten Prinzipal-Agenten-Konflikten gibt es auch andere Konfliktpotentiale, die aus einer eventuellen Informationsasymmetrie zwischen dem Auftraggeber und dem Berater entstehen können.

Vertrauensproblem:

Jede Verhandlung bewegt sich im Spannungsfeld zwischen einerseits dem Schaffen von Werten (wertfördernd oder englisch: creating value) und andererseits dem Fordern von Werten (wertfordernd oder englisch: claiming). Jeder Berater, der als Verhandler – unter Abwesenheit des Prinzipals – in einer für ihn adäquaten Situation mehr Zugeständnisse am Verhandlungstisch im Rahmen des Schaffens von Werten macht, gerät in die Gefahr, dies zu Lasten seines Mandanten zu tun. Mit zunehmender Verhandlungsdauer fällt es ihm schwerer, seinen Mandanten davon zu überzeugen, dass diese Regelungen zum Vorteil des Mandanten sind oder gar notwendig waren und nicht zum eigenen Vorteil oder der Gegenseite unbedacht zugegeben wurden. Das ursprüngliche Vertrauensverhältnis zwischen Auftragge-

ber und Berater erfährt damit eine starke Belastungsprobe.

Transformationsproblem:

Je vehementer ein Verhandler die Motive seines Auftraggebers vertritt, desto wahrscheinlicher ist es, dass er im Rahmen seines erfolgreichen Agierens im Verhandlungsprozess diese Zwischenerfolge (Positionsgewinne) sichern kann und auch entsprechende Zugeständnisse an anderer Stelle geben muss. Jedoch können diese Schritte dazu führen, dass der Auftraggeber dem Verhandler die Legitimation für diese Zwischenschritte abspricht, nach dem Motto: „Das hätten Sie doch nicht zusagen dürfen – das hätten Sie mit mir abstimmen müssen". Die Verhandlungspartner jedoch werden in zunehmendem Maße annehmen, dass der Verhandler mit umfangreichen Kompetenzen ausgestattet ist. Sie werden es nur schwer nachvollziehen können, wenn der Verhandler sich bei bestimmten Punkten auf die Entscheidung seines Mandanten zurückzieht, deren Bedeutung beispielweise für die Gegenseite nicht in dem Maße gegeben ist,

wie die der vorher bei der Erlangung der Positionsgewinne gemachten Zugeständnisse.

Auftragsproblem:

Je besser ein Verhandler die Motive seines Mandanten kennt, desto härter kann er für diese Motive kämpfen. Andererseits birgt ein Zuviel an Know-how die Begrenztheit bei der Suche nach kreativen Lösungen. Der ursprüngliche Vorteil des Verhandlers, der mit mehr Abstand und emotionaler Distanz agieren kann, weicht den Nachteilen des voll informierten und damit auch voll involvierten Verhandlers.

Die oben aufgeführten Konflikte stellen leider nur eine Auswahl an möglichen Konflikten zwischen dem Auftraggeber und den Beratern in M&A-Transaktionen dar. Entscheidend für die Beseitigung dieser Konflikte ist die Schaffung eines weitestgehenden Gleichklangs der Interessen zwischen Auftraggeber und Berater.

Dies muss einerseits durch eine entsprechende Regelung bei der Vergütung erfolgen (adäquater Retainer,

adäquate Success Fee (evtl. mit Mindest- und Maximalhonorar und Break-up Fee) und andererseits durch eine ständige Kommunikation zwischen Berater und Auftraggeber, die es ermöglicht, die oben genannten systembedingten Konfliktpotentiale zu erkennen, zu erläutern und damit professionell umzugehen – im Idealfall diese sogar gänzlich zu vermeiden. Dies erfordert natürlich ein hohes Maß an gegenseitigem Vertrauen, nicht nur in die fachlichen Eigenschaften des Beraters, sondern auch in dessen persönliche Integrität.

Für den Auftraggeber ist es dementsprechend bedeutend, einen Berater auszuwählen, der diese Eigenschaften in der Vergangenheit erfolgreich nachgewiesen hat und der hieraus resultierend nicht darauf angewiesen ist, die Transaktion zu jedem Preis und zu jeder Garantie mit jedem Vertragspartner abschließen zu müssen.

1.4 Gedankliche Analyse – Instrumente des Verhandelns

Um im Rahmen der weiteren Ausführungen dieses Buches auf die gleiche Sprache und Begrifflichkeiten zurückgreifen zu können, sind nachfolgend die wichtigsten Begriffe definiert, mit denen wir Verhandlungssituationen analysieren können.

1.4.1 BATNA – Best Alternative to Negotiated Agreement

Der Begriff des BATNA wurde geprägt durch die Autoren des Harvard-Modells, die als Grundlage des rationalen, kooperativen Verhandelns das Denken in Alternativen sehen. Das Akronym BATNA steht dabei für den Begriff der „Best Alternative to the Negotiated

Agreement“. Es beschreibt neben den vielen Alternativen, die es im Verlauf von Verhandlungen und der Einigung mit dem Verhandlungspartner gibt, die beste Alternative für den Fall, in dem man sich tatsächlich nicht einigen kann. So könnte beispielsweise die BATNA eines Unternehmers im Hinblick auf die Nicht-Einigung beim Verkauf seines Unternehmens in

- der Weiterführung des Unternehmens mit dem bestehenden Management und dem Rückzug des Unternehmers auf die Gesellschafterebene,
- einem Börsengang des Unternehmens,
- der Liquidation des Unternehmens oder
- dem Einbringen des Unternehmens in eine Stiftung

bestehen.

Vor bedeutenden Verhandlungen ist es sehr wichtig, darüber nachzudenken, was aller Wahrscheinlichkeit nach geschieht, wenn es eben nicht zu einer Einigung kommt – und welche Optionen man bei einem Scheitern hat? Hier kommt es vor allem darauf an, die Wahr-

scheinlichkeiten richtig einzuschätzen und – sofern möglich – den Wert der Alternativen zu beziffern.[5]

Neben dem Einschätzen der eigenen BATNA ist auch das Antizipieren der BATNA des Verhandlungspartners ein wichtiger Baustein in der Vorbereitung einer Verhandlung. Dabei sei kurz erwähnt, dass es bei diesem Vorgang von immenser Bedeutung ist, die Situation des Verhandlungspartners anhand von Fakten einzuschätzen und in der Analyse zu akzeptieren, dass man gewisse Sachverhalte nicht sicher einordnen kann. Vermutungen und Unterstellungen, nach dem Motto: „Der Interessent A kann gar nicht anders" sind hoch gefährlich, denn sie führen zu Fehlannahmen, die sich auch kontraproduktiv auf die eigene Einstellung zum Verhandlungsziel auswirken und die eingenommene Verhandlungsposition fehlleiten können. Das Motto lautet hier: „Stop guessing!"

Das im nächsten Kapitel dargestellte Fallbeispiel zeigt die Suche nach Alternativen (BATNA) im Rahmen ei-

5 In der Praxis sind in solchen Fällen häufig zwei Extreme festzustellen: Entweder der Unternehmer überschätzt seine Alternativen in hohem Maße oder er unterschätzt sie deutlich. Beide Extreme beeinflussen seine Fähigkeit, in der Verhandlung richtig und angemessen zu agieren.

nes Verkaufsmandates aus Gründen der nicht gelösten Nachfolge im Unternehmen.

Es gilt: Das konkrete Wissen um die beste Alternative führt zu einer Unabhängigkeit in den Verhandlungen. Die BATNA-Analyse gehört zu jeder guten Verhandlungsvorbereitung (siehe Checkliste).

Fassen wir BATNA also noch einmal zusammen:

- BATNA soll für den Fall eines möglichen Scheiterns von Verhandlungen vorab Klarheit schaffen, welche anderen Möglichkeiten grundsätzlich vorhanden sind und welche alternativen Vorgehensweisen eingegangen werden können.
- BATNA steht für die Suche nach möglichen Alternativen und das Ermitteln der besten Alternative als wichtiger Punkt in der Verhandlungsvorbereitung.
- BATNA stellt den Orientierungspunkt dar, ob ein Verhandlungsausstieg günstiger erscheint als ein Verhandlungsabschluss.
- BATNA ist erfolgversprechender als das Setzen eines starren Limits („So viel will ich maximal

erreichen oder mindestens erhalten, sonst ist die Verhandlung gescheitert"), weil die wichtigere Frage der bestehenden Alternativen im Fall des Scheiterns der Verhandlung geklärt wird.

- BATNA stellt einen wesentlicher Faktor für erfolgreiche Verhandlungen dar: Die konkrete Kenntnis von Alternativen stärkt grundsätzlich die eigene Verhandlungsposition.

1.4.2 Reservation Price

Der sog. Reservation Price bezeichnet den Grenzpreis des jeweiligen Transaktionspartners und ist somit der höchste Preis, den ein Käufer bereit ist zu bezahlen bzw. der geringste Preis, den ein Verkäufer noch bereit ist zu akzeptieren. In Verhandlungen bezeichnet der Reservation Price den Punkt, an dem ein Verhandler bereit ist, den Verhandlungstisch zu verlassen („Walk-away Point"), weil er aufgrund des Erreichens seiner „Schmerzgrenze" keinen Sinn mehr in der Verhandlung sieht oder sehen will.

Bei der Betrachtung des Reservation Price sind nicht nur die eigene Preisvorstellung, sondern auch die Kosten zu berücksichtigen, die bspw. dadurch entstehen könnten, dass beim „Walk-away Point" ein anderer Käufer – vielleicht ein Wettbewerber – die Transaktion abschließt und damit in Zukunft Auswirkungen auf das eigene Unternehmen zu erwarten sind (z.B. Erlangung von Skalenvorteilen durch den anderen Käufer, der damit den Marktpreis für bestimmte Produkte nach unten bewegt und hierdurch ein Margenverfall beginnt, der sich über kurz oder lang auch auf die Ertragslage des eigenen Unternehmens auswirkt).

Guhan Subrahmanian, Professor an der Harvard Law School, schreibt in seinem Buch „Dealmaking" über den Reservation Price:

„Die Höhe des Reservationspunktes (Reservation Price) hängt in der Regel davon ab, wie gut oder schlecht die BATNA ist. Der Reservationspunkt hat nichts damit zu tun, welchen Preis man sich als günstig, akzeptabel oder fair vorstellt. Er markiert einfach nur den Punkt, der darüber entscheidet, ob die Wertschöpfung innerhalb eines zur Verhandlung stehenden Deals oder abseits des Verhandlungstisches über die BATNA statt-

findet. Der Reservationspunkt ist eine wichtige Größe, die bei den Verhandlungen stets vor Augen sein sollte."[6]

Fallbeispiel:[7]

Heinrich Meier ist 60 Jahre alt und seit 22 Jahren geschäftsführender Gesellschafter der HMM Gesellschaft für Maschinenbau mbH. Die Unternehmensentwicklung der letzten zehn Jahre war durch ein stetiges Umsatzwachstum geprägt. Auch für die Zukunft geht man von einer weiteren Ausweitung des Geschäftsvolumens aus. Das Unternehmen hat Standorte in sechs Ländern und ist Inhaber mehrerer in der Branche stark beachte-

6 (Subramanian, 2010), Seite 28

7 Dieses Fallbeispiel soll dazu dienen, die notwendige gedankliche und kalkulatorische Vorbereitung auf eine Verhandlung und das Abschätzen der BATNA zu erläutern. Aus Vereinfachungsgründen wurden im Beispielfall die in der Realität ebenfalls zu berücksichtigenden wichtigen Parameter wie private Steuern oder die wirtschaftliche Relevanz der Garantien des Kaufvertrages nicht beachtet.

ter Patente. HMM gilt als Marke in der relevanten Branche.

Herr Meier hat entschieden, dass er sich in naher Zukunft aus dem Geschäftsleben zurückziehen und für sein Lebenswerk ein angemessenes Entgelt erhalten will. Dem Thema der nicht durch die Familie gelösten Nachfolge im Unternehmen hat er sich frühzeitig gewidmet und einen M&A-Berater mit dem diskreten Verkauf des Unternehmens beauftragt. Den Unternehmenswert, so gibt er dem Berater mit auf den Weg, sieht er bei einem EV/EBITDA-Multiplikator in Höhe von 6,4. Er würde also beim Verkauf gerne das 6,4-fache des Gewinns vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen als Gesamt-Unternehmenswert (Enterprise Value) erzielen.

Die nachfolgende Tabelle zeigt die wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens.

	Historical Period			CAGR	FC
Werte in Mio. €	**2011**	**2012**	**2013**	**2011-13**	**2014**
Umsatz	**72.453,0**	**76.120,0**	**81.201,0**	***5,9%***	**84.231,0**
% Umsatzwachstum	NA	*5,1%*	*6,7%*		*3,7%*
Bestandsveränderungen	1.200,0	670,0	850,0		450,0
Sonstige betriebliche Ertrage	300,0	200,0	280,0	320,0 €	320,0
Materialaufwand	38.230,0	39.237,0	41.122.0		42123,0
Rohertrag	**35.723,0**	**36.413,0**	**41.209,0**	***7,4%***	**42.878,0**
% des Umsatzes	*49,3%*	*47,8%*	*50,7%*		*50,9%*
Personalaufwand	18.230,0	18.776.9	19.340,2		20.113,8
Sonstiger betrieblicher Aufwand	12.540,0	13.240,0	14.232.0		14.820.0
EBITDA	**4.953,0**	**4.396,1**	**7.636,8**	***24,2%***	**7.944,2**

Abbildung 5
Beispielhafte Darstellung der wirtschaftlichen Entwicklung eines Unternehmens

Auf dieser Basis bietet der Berater das Unternehmen einer begrenzten Anzahl von möglichen Käufern an. Weil der Markt zu diesem Zeitpunkt eher schwierig ist, haben die bisherigen Bemühungen der beiden nicht zu dem Idealergebnis geführt, das man sich natürlich wünschen würde: Die Nachfrage war nicht groß genug, um einen preistreibenden Wettbewerb unter Kaufinteressenten anzufachen. Dennoch gibt es einen Interessenten, die MARA AG, die einen Kaufpreis auf Basis Enterprise Value (auf schuldenfreier Basis oder neudeutsch „cash and debt free“) in Höhe von 5,3 x EBITDA geboten hat. Der Kaufvertrag

ist verhandelt. Einem Abschluss steht nichts mehr im Weg. Der Enterprise Value beläuft sich auf € 42,1 Mio.

Trotz der Möglichkeit, mit dem Verkauf des Unternehmens einerseits ein Entgelt für die unternehmerische Lebensleistung zu erhalten und andererseits die Nachfolgeproblematik zu lösen, ist Herr Meier mit dem Ergebnis nicht zufrieden. Schließlich hatte er sich im Vorfeld ja einen Preis in der Größenordnung von 6,4 x EBITDA vorgestellt. Er sieht sich in einem Dilemma, denn einerseits ist er fest entschlossen, den Kaufpreis noch einmal zu verhandeln, andererseits fühlt er sich – mangels Wettbewerb unter den Kaufinteressenten – dem Bieter MARA ausgeliefert. Wegen dieses Gefühls fürchtet er auch, mit einem höheren Preis den Bogen zu überspannen und womöglich die Transaktion zu gefährden.

Nun analysiert Herr Meier gemeinsam mit dem M&A-Berater genau das, was dem BATNA-Konzept entspricht: Sie bereiten sich gezielt auf die Preisverhandlungen vor, indem sie die möglichen

Alternativen zum Verkauf betrachten und bewerten:

1. Einbringung in eine Stiftung, Einstellen eines Managers und Weiterführung des Unternehmens und Ausschüttung der Gewinne

	Historical Period			CAGR	FC	Projection Period				
Werte in Mio. €	2011	2012	2013	2011-13	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Umsatz	**72.453,0**	**76.120,0**	**81.201,0**	*5,9%*	**84.231,0**	**86.757,9**	**88.926,9**	**91.594,7**	**94.342,5**	**98.116,2**
% Umsatzwachstum	*NA*	*5,1%*	*6,7%*		*3,7%*	*3,0%*	*2,5%*	*3,0%*	*3,0%*	*4,0%*
Bestandsveränderung	1.200,0	670,0	850,0		450,0					
Sonst. betriebl. Erträge	300,0	200,0	280,0	*320,0*	320,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0
Materialaufwand	38.230,0	39.237,0	41.122,0		42.123,0	43.379,0	44.463,4	45.339,4	46.699,5	48.077,0
Rohertrag	**35.723,0**	**36.413,0**	**41.209,0**	*7,4%*	**42.878,0**	**43.679,0**	**44.763,4**	**46.555,3**	**47.943,0**	**50.339,3**
% des Umsatzes	*49,3%*	*47,8%*	*50,7%*		*50,9%*	*50,3%*	*50,3%*	*50,8%*	*50,8%*	*51,3%*
Personalaufwand	18.230,0	18.776,9	19.340,2		20.113,8	20.388,1	20.897,8	20.883,6	21.510,1	22.370,5
Sonst. betriebl. Aufwand	12.540,0	13.240,0	14.232,0		14.820,0	15.182,6	15.562,2	15.937,5	16.415,6	17.170,3
EBITDA	**4.953,0**	**4.396,1**	**7.636,8**	*24,2%*	**7.944,2**	**8.108,2**	**8.303,4**	**9.734,3**	**10.017,3**	**10.798,4**
% margin	*6,8%*	*5,8%*	*9,4%*		*9,4%*	*9,3%*	*9,3%*	*10,6%*	*10,6%*	*11,0%*
Abschreibungen	2.100,0	2.310,0	2.410,0		2.620,0	2.602,7	2.667,8	2.747,8	2.830,3	2.943,5
EBIT	**2.853,0**	**2.086,1**	**5.526,8**	*35,4%*	**5.324,2**	**5.505,5**	**5.635,6**	**6.986,4**	**7.187,0**	**7.854,9**
% des Umsatzes	*3,9%*	*2,7%*	*6,4%*		*6,3%*	*6,3%*	*6,3%*	*7,6%*	*7,6%*	*8,0%*
Steuern	855,9	625,8	1.568,0		1.597,3	1.651,6	1.690,7	2.095,9	2.156,1	2.356,5
EBIAT	**1.997,1**	**1.460,3**	**3.658,8**	*35,4%*	**3.726,9**	**3.853,8**	**3.944,9**	**4.890,5**	**5.030,9**	**5.498,5**
Plus: Abschreibungen	2.100,0	2.310,0	2.410,0		2.620,0	2.602,7	2.667,8	2.747,8	2.830,3	2.943,5
Less: Investitionen	-2.200,0	-2.250,0	-2.310,0		-2.420	-2.602,7	-2.667,8	-2.747,8	-2.830,3	-2.943,5
Less: Zunahme des Netto Working Capitals						527,2	-1.068,1	-1.963,6	-24,0	-322,2
Unlevered Free Cashflow						**4.381,1**	**2.876,8**	**2.926,9**	**5.006,9**	**5.176,3**

Abbildung 6
Modellrechnung bei Fortführung (Einbringung in eine Stiftung)

Es zeigt sich hier folgendes rechnerisches Ergebnis: Da das Unternehmen rein eigenkapitalfinanziert ist, beläuft sich die Summe des ausschüttungsfähigen

Cashflows, d.h. ausschüttungsfähige Liquidität, der nächsten fünf Jahre auf rd. € 20,3 Mio.

2. Liquidation des Unternehmens

Die nachfolgende Tabelle zeigt eine überschlägige Liquidationsrechnung:

Werte in Mio. €	Buchwert	Liquidations-wert	Gewinn/ Verlust
Immaterielle Vermögensgegenstände	850	–	850
Sachanlagen	12.540	7.524	5.016
Umlaufvermögen	24.164	19.331	4.833
Sonstige Aktiva	871	349	523
Summe Aktiva	**38.426**	**27.204**	**11.222**
Rückstellungen	2.490	1.867	622
Verbindlichkeiten	5.224	5.224	–
Sonstige Passiva	674	674	–
Summe Passiva	**8.388**	**7.766**	**622**
Zwischensumme Aktiva ./. Passiva		**19.438**	
Außerbilanzielle Verpflichtungen		1.250	
Kosten eines "Sozialplans"		819	
Liquidationskosten		816	
Steuern		350	
Verbleibender Nettobetrag auf Ebene der Gesellschaft		**16.203**	

Abbildung 7
Modellrechnung bei Liquidation

Herr Meier erkennt also, dass das Ergebnis einer Liquidation seines Unternehmens als Alternative

zur Nicht-Einigung ihm einmalig etwa € 16,2 Mio. einbringen würde.

3. Börsengang des Unternehmens

	Historical Period			CAGR	FC	Projection Period					CAGR
Werte in Mio. €	2011	2012	2013	2011-13	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014-19
Umsatz	**72.453,0**	**76.120,0**	**81.201,0**	*5,9%*	**84.231,0**	**86.757,9**	**88.926,9**	**91.594,7**	**94.342,5**	**98.116,2**	*3,1%*
% Umsatzwachstum	*NA*	*5,1%*	*6,7%*		*3,7%*	*3,0%*	*2,5%*	*3,0%*	*3,0%*	*4,0%*	
Bestandsveränderung	1.200,0	670,0	850,0		450,0						
Sonst. betriebl. Erträge	300,0	200,0	280,0	*320,0*	320,0	300,0	300,0	300,0	300,0	300,0	
Materialaufwand	38.230,0	39.237,0	41.122,0		42.123,0	43.379,0	44.463,4	45.339,4	46.699,5	48.077,0	
Rohertrag	**35.723,0**	**36.413,0**	**41.209,0**	*7,4%*	**42.878,0**	**43.679,0**	**44.763,4**	**46.555,3**	**47.943,0**	**50.339,3**	*3,3%*
% des Umsatzes	*49,3%*	*47,8%*	*50,7%*		*50,9%*	*50,3%*	*50,3%*	*50,8%*	*50,8%*	*51,3%*	
Personalaufwand	18.230,0	18.776,9	19.340,2		20.113,8	20.388,1	20.897,8	20.883,6	21.510,1	22.370,5	
Kosten Investor Relations						1.650,0	450,0	450,0	450,0	450,0	
Sonst. betriebl. Aufwand	12.540,0	13.240,0	14.232,0		14.820,0	15.182,6	15.562,2	15.937,5	16.415,6	17.170,3	
EBITDA	**4.953,0**	**4.396,1**	**7.636,8**	*24,2%*	**7.944,2**	**6.458,2**	**7.853,4**	**9.284,3**	**9.567,3**	**10.348,4**	*5,4%*
% margin	*6,8%*	*5,8%*	*9,4%*		*9,4%*	*7,4%*	*8,8%*	*10,1%*	*10,1%*	*10,5%*	

Abbildung 8
Modellrechnung beim Börsengang

Die Berechnung dieses Szenarios ergibt: Der EBITDA verringert sich einerseits um die Kosten des Börsenganges und auch um die in Zukunft anfallenden Kosten der Investor-Relations-Aktivitäten.

Die vergleichbaren börsennotierten Unternehmen, die als Ausgangsbasis für eine IPO-Bewertung herangezogen werden können, zeigen folgende Bewertungsbandbreiten:

Company		Current Share Price	% of 52-wk	Equity Value	Enter-prise Value	Enterprise Value / LTM Sales	2013 Sales	2014 Sales	LTM EBITDA	2013 EBITDA	2014 EBITDA	LTM EBIT	2013 EBIT	2014 EBIT	LTM EBITDA Margin
Tier I: Large Cap	CompCo 1	8,19	97%	530	814	0,4x	0,5x	0,4x	6,9x	6,5x	6,4x	8,0x	7,7x	7,2X	7%
	CompCo 2	0,05	83%	920	970	0,6x	0,5x	0,5x	16,0x	12,5x	6,5x	18,0x	14,0x	8,0x	3%
	CompCo 3	2,86	72%	1.240	1.540	0,3x	0,6x	0,6x	8,5x	8,0x	6,5x	9,0x	8,5x	8,0x	7%
	CompCo 4	12,54	67%	722	1.013	1,8x	1,8x	1,7x	9,6x	8,8x	7,6x	11,0x	10,0x	9,6x	8%
	Mean					0,8x	0,8x	0,8x	10,2x	8,9x	6,7x	11,5x	10,1x	8,2x	6%
	Median					0,5x	0,5x	0,5x	90,x	8,4x	6,5x	10,0x	9,3x	8,0x	7%
Tier II: Mid-Cap	MCompCo 5	14,78	67%	120	130	0,5x	0,5x	0,5x	7,0X	6,5x	6,4x	8,1x	7,5X	7,4x	8%
	MCompCo 6	$6,16	63%	$213	$229	0,3x	0,3x	0,3x	8,0x	8,0x	7,3x	9,2x	9,2x	8,4x	7%
	MCompCo 7	75,85	57%	180	182	2,4x	1,6x	0,9x	9,2x	8,5x	8,2x	10,6x	9,8x	9,4x	6%
	MCompCo 8	19,3	45%	122	158	0,7x	0,8x	0,7x	8,0x	7,8x	7,5x	9,2x	9,0x	8,6x	8%
	MCompCo 9	8,69	92%	143	163	0,5x	0,5x	0,4x	9,0x	9,2x	9,5x	10,4x	10,6x	10,9x	5%
	Mean					0,9x	0,9x	0,7x	0,5x	8,2x	8,0x	7,8x	9,5x	8,9x	7%
	Median					0,5x	0,5x	0,5x	0,5x	8,0x	8,0x	7,5x	9,2x	8,6x	7%
Tier III: Small-Cap	SCompCo 10	£42,3	62%	$64	$87	1.0x	0,8x	0,9x	7,0x	6,5x	5,9x	8,4x	7,8X	7,0x	10%
	SCompCo 11	12,12	64%	52	65	0,4X	0,4x	0,3x	6,0x	5,0x	4,5x	7,2x	6,0x	5,4x	9%
	SCompCo 12	43,23	53%	48	56	0,6x	0,5x	0,4x	8,0x	7,5x	6,8x	9,6x	9,0x	8,1x	8%
	SCompCo 13	12,23	45%	47	45	0,7x	0,5x	0,5x	7,0x	6,8x	6,1x	8,4x	8,2x	7,3x	10%
	SCompCo 14	12,43	54%	64	76	0,7x	0,6x	0,7x	6,5x	6,2x	5,6x	7,8x	7,4x	6,7x	11%
	Mean					0,7x	0,6x	0,6x	6,9x	6,4x	5,8x	8,3x	7,7x	6,9x	10%
	Median					0,7x	0,5x	0,5x	7,0x	6,5x	5,9x	8,4x	7,8x	7,0x	10%
Overall	Mean					0,8x	0,7x	0,6x	8,3x	7,7x	6,8x	9,6x	8,9x	8,0x	8%
	Median					0,6x	0,5x	0,5x	8,0x	7,7x	6,5x	9,1x	8,7x	8,0x	8%
	High					2,4x	1,8x	1,7x	16,0x	12,5x	9,5x	18,0x	14,0x	10,9x	11%
	Low					0,32x	0,3x	0,3x	6,0x	5,0x	4,5x	7,2x	6,0x	5,4x	3%

Abbildung 9
Comparable Companies – Übersicht

Bei einem IPO, so rechnet die von Herrn Meier wegen einer möglichen Emission angesprochene Bank ihm vor, ergibt sich folgende Wertbandbreite:

	Enterprise Value / LTM	2013	2014	LTM	2013	2014	LTM	2013	2014
Werte in Mio. €	Sales			EBITDA			EBIT		
Mean	0,7x	0,5x	0,5x	7,0x	6,5x	5,9x	8,4x	7,8x	7,0x
Median	1,0x	0,8x	0,9x	8,0x	7,5x	6,8x	9,6x	9,0x	8,1x
HMM	**84.231**	**86.758**	**88.927**	**7.944**	**8.108**	**8.303**	**5.324**	**5.505**	**5.636**
Enterprise Value									
Mean	58.962	43.379	44.463	55.609	52.703	48.575	44.723	42.943	39.562
Median	84.231	69.406	80.034	63.553	60.812	56.048	51.112	49.549	45.648
Median Overall	**51.908**								
Mittelwert Overall	**55.073**								

Abbildung 10
Wertbandbreite beim Börsengang

Mit diesen vier Wertenindikatoren (Verkauf mit niedrigerem EBITDA-Multiplikator, Fortführung durch Stiftung, Liquidation und Börsengang) ausgerüstet, können Herr Meier und sein Berater die BATNA bestimmen. Gestützt durch seinen Berater legt Herr Meier hier aber nicht einfach die errechneten Werte zugrunde, sondern beachtet dabei auch, dass die einzelnen Alternativen mit unterschiedlichen Erfolgs- bzw. Eintrittswahrscheinlichkeiten verbunden sind. Diese sind hier in der nachfolgenden Tabelle entsprechend einer einfachen Gewichtung dargestellt.

Werte in Mio. €	Wert	Wahrscheinlichkeit	Gewichteter Betrag	
Verkauf	42.104	100%	42.104	
Fortführung	20.368	70%	14.258	
Liquidation	16.203	90%	14.583	
Börsengang	**51.908**	**65%**	**33.740**	**BATNA**

Abbildung 11
Beispielhafter Vergleich von Handlungsalternativen

Daraus ergibt sich für Herrn Meier überraschenderweise, dass der Verkauf des Unternehmens – auch bei einem niedrigeren EV/EBITDA-Multiplikator von 5,3 – rein monetär betrachtet nun

doch die beste Alternative darstellt. Sollten jedoch die Verhandlungen scheitern, zeigt sich auf der Basis der Berechnungen und der unterstellten Eintrittswahrscheinlichkeiten der Börsengang als die monetär attraktivste Alternative zu dem Verkauf.

Mit dieser Sicherheit im Rücken gehen Herr Meier und sein M&A-Berater nun in die entscheidende Verhandlung. Solchermaßen gestärkt gelingt es ihnen, der MARA AG durch ein souveränes Auftreten und ein rationales Verhandeln weitere Vorteile eines Erwerbs für MARA zu verdeutlichen und damit den Kaufpreis auf 5,8x EBITDA zu erhöhen.

1.4.3 ZOPA – Zone of Possible Agreement

Es liegt im Wesen nahezu aller Verhandlungen, dass man den Reservation Price, also den Grenzpreis des Verhandlungspartners nicht exakt kennt. Ebenso sind andere Parameter einer Verhandlung nicht bekannt, die für den Abschluss einer Vereinbarung wichtig sind. Je nach Vorbereitung kann es hier zwar zu einer deutlichen Reduzierung der Informationsasymmetrie kommen. Die Existenz von Unwägbarkeiten ist allerdings grundsätzlich ein Problem, mit dem jeweils beide Verhandlungspartner umgehen müssen.

Hier erweist sich das Konzept der ZOPA („Zone of possible Agreement") als hilfreich Die ZOPA ist die Darstellung des Bereiches, in dem sich die Vorstellungen von Verkäufer und Käufer überlappen. Nur in diesem Bereich wird in der Regel eine Einigung möglich sein.

Oftmals wird die ZOPA erst in mehreren Verhandlungsrunden erreicht. Die nachfolgende Grafik zeigt die

Möglichkeit der Näherung der beiden Parteien an den Einigungsbereich.

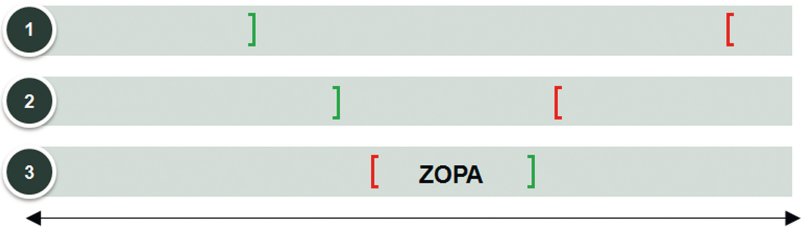

Abbildung 12
Schematische Darstellung der Entstehung einer ZOPA

Wie man in Block 1 sieht, liegen die Vorstellung der Verhandlungspartner am Anfang noch weit auseinander: Die linke, grüne Klammer symbolisiert den Kaufpreis, den der Käufer zu bezahlen bereit ist; die rechte, rote Klammer zeigt die Verkaufspreisvorstellung des Verkäufers. Im Block 2 wurde bereits durch rationales Verhandeln einerseits ein Mehrwert für den Käufer aufgezeigt und andererseits hat sich der Reservation Price des Verkäufers durch neu identifizierte Risiken nach unten verschoben. Im untersten, dritten Block ist eine ZOPA vor allem dadurch entstanden, dass sich die nun vorherrschenden Preisvorstellungen von Käufer und Ver-

käufer im Verhältnis zu den Anfangspositionen deutlich verschoben haben.

Die ursprünglich linke, grüne Klammer ist nun rechts neben die ursprünglich rechte, rote Klammer gerückt. Die Überlappung in der Wertskala kennzeichnet die ZOPA. Die Analyse der möglichen ZOPA gibt – bei Antizipation der BATNAs der Verhandlungspartner und der Reservationspreise – Aufschluss darüber, ob eine Verhandlung überhaupt erfolgreich sein kann. Natürlich ist dies keine exakte mathematische Rechnung, sondern ein Vorgang, der stets mit einer Vielzahl von Variablen verbunden ist.

Nichtsdestotrotz ist die gedankliche Analyse der Situation ein sehr wichtiger Punkt, um „aus dem sicheren Stand heraus" verhandeln zu können.

Das nachfolgende Schaubild fasst die bisher vorgestellten Instrumente und den Analysevorgang zusammen:

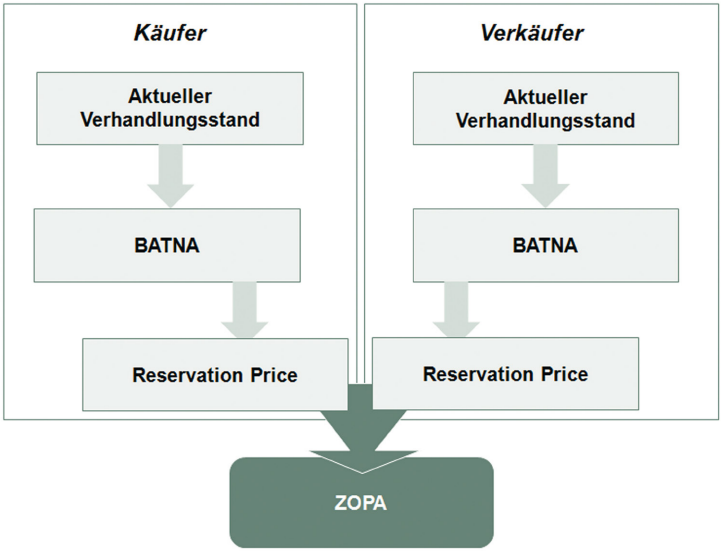

Abbildung 13
Zusammenfassende Darstellung der gedanklichen Verhandlungsprinzipien

1.5 Die Bedeutung der Grundprinzipien menschlicher Kommunikation und Informationsverarbeitung für den M&A-Prozess

Verhandlungen sind Kommunikationsvorgänge. Dementsprechend ist es notwendig, sich ebenfalls zum besseren Verständnis der Vorgänge in M&A-Verhandlungen die Grundprinzipien menschlicher Kommunikation vor Augen zu führen. Ebenso sind Verhandlungen bei Unternehmenstransaktionen gekennzeichnet durch eine Vielzahl von zu verhandelnden Parametern. Auf den Verhandler wirken somit eine Reihe von Einflussfaktoren ein, die die Verhandlungssituation bestimmen und erschweren.

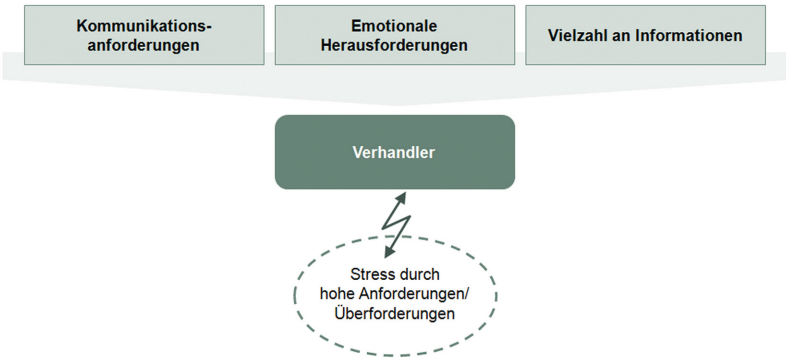

Abbildung 14
Auswahl von wesentlichen Einflussfaktoren auf einen Verhandler in M&A-Transaktionen

Bei der Betrachtung der menschlichen Kommunikation werden drei Grundprinzipien seit Jahren diskutiert und helfen, die Grundlagen für die späteren Ausführungen zu legen. Diese sind:

- Das systemtheoretische Kommunikationsmodell nach Paul Watzlawick
- Die Transaktionsanalyse nach Thomas Harris
- Das „Nachrichten-Fenster“ nach Friedemann Schulz von Thun

1.5.1 Das systemtheoretische Kommunikationsmodell nach Paul Watzlawick

Watzlawick hat in seinen Ausführungen „Menschliche Kommunikation“[8] eine Reihe von grundsätzlichen Annahmen getroffen, die es bei jeder menschlichen Kommunikation zu beachten gilt:

1. Wir können mit anderen Menschen nicht „nicht-kommunizieren“

Der Begriff der Kommunikation ist nicht auf das gesprochene oder geschriebene Wort begrenzt. Das Verhalten eines Kommunikationspartners spricht ebenfalls Bände.

8 siehe hierzu auch (Watzlawick, et al., 2011)

Fallbeispiel:

Will ein Verhandlungspartner z.B. seinem Gegenüber mitteilen, dass er wenigstens im Moment nicht mehr verhandeln will, wird er das nicht immer explizit aussprechen. Er kann das auch tun, indem er einfach schweigt. Er sagt also etwas, in dem er nichts sagt und z.B. auf Nachrichten schlicht nicht reagiert. Diese Art des Schweigens ist dennoch Kommunikation. Dasselbe gilt für nicht eingehaltene Abgabetermine für bestimmte Erklärungen. Wer z.B. eine Frist zur Abgabe eines unverbindlichen Angebotes ignoriert, sagt durch dieses Schweigen – die Nichteinhaltung der Frist – auch etwas aus. Das Interessante daran: Es liegt im Ermessen des Empfängers, diesen schweigenden Kommunikationsakt richtig zu interpretieren.

Es geht immer um die Frage: Was will der Sender damit im konkreten Kontext sagen? Eine der wichtigsten Erkenntnisse aus der Verhandlungspraxis: Bei der