

Mag. Veronika Sturm-Haigermoser



Erfolgreiche Unternehmensübernahmen als Teil der Wachstumsstrategie

1. Einleitung

Der Erwerb von Unternehmen und Beteiligungen eröffnet für Unternehmen interessante Zukunftschancen und zählt zugleich zu den wichtigsten, aber auch risikoreichsten unternehmerischen Entscheidungen.

In zahlreichen Publikationen zum Thema Unternehmensakquisition wird immer wieder auf die geringe Erfolgsquote verwiesen. Empirischen Untersuchungen zufolge bringen mehr als die Hälfte aller Unternehmens-

übernahmen nicht den erwarteten Erfolg, sodass Unternehmenswert vernichtet statt geschaffen wird. Eine nähere Analyse dieser Studien lässt erkennen, dass Akquisitionen, die Teil der Gesamtunternehmensstrategie sind, wesentlich häufiger einen positiven Erfolgsbeitrag generieren als opportunistische Kaufentscheidungen. Daher ist es empfehlenswert, jeder Unternehmensübernahme einen Strategieformulierungsprozess voranzustellen.

2. Ablauf einer Unternehmensakquisition

Gut geplante Unternehmensübernahmen umfassen drei Phasen:

- die Entwicklung einer Akquisitionsstrategie
- die Objektsuche und Umsetzung des Akquisitionsprozesses
- die Integration der Akquisition (Post Merger Integration)

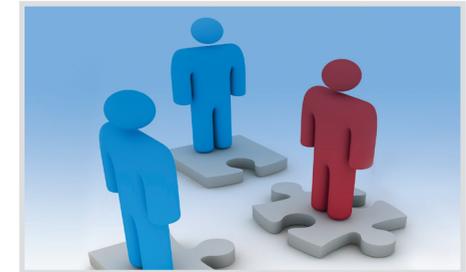
Alle drei Schritte sind wesentlich für eine erfolgreiche Unternehmensakquisition.

2.1. Akquisitionsstrategie als Teil der Gesamtstrategie

M&A Entscheidungen sollten immer Teil der gesamten Unternehmensstrategie sein. Die Erarbeitung einer Akquisitionsstrategie beginnt mit einer ausführlichen Analyse des eigenen Unternehmens sowie des unternehmerischen, wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds.

Jedes strategische Geschäftsfeld wird dabei einer Wettbewerbsanalyse unterzogen, um strategische Potenziale und Lücken aufzudecken. Das finanzielle Umfeld hat einen bestimmenden Einfluss auf das mögliche Transaktionsvolumen; es bestimmt, ob Akquisitionen überhaupt finanzierbar sind und in welcher Größenordnung eine Unternehmensübernahme möglich ist. Auch das unternehmerische Umfeld ist ein maßgeblicher Einflussfaktor auf den Erfolg von Unternehmensübernahmen. Dabei sind insbesondere Kriterien wie Eigentümerstruktur, Managementkapazitäten, Organisationsstruktur, der vorliegende Grad der Diversifizierung und Internationalisierung sowie die Unternehmenskultur ausschlaggebend.

Zur Akquisitionsstrategie gehört auch, dass man Zukäufe in Angriff nimmt, wenn es der



Markt oder die Unternehmensentwicklung erfordern. In der Praxis begegnet einem jedoch immer wieder eine opportunistische Vorgehensweise, bei der Unternehmen unabhängig von der Unternehmensstrategie gekauft werden, weil sie gerade zufällig auf dem Markt sind.

Dementsprechend kann man hinsichtlich der Vorgehensweise bei der Identifizierung potenzieller Akquisitionsobjekte drei Käufertypen unterscheiden:¹

■ „**Strategen**“ wählen eine proaktive Vorgehensweise und begreifen die Suche nach potenziellen Akquisitionstargets als stetigen Prozess der Analyse und Sondierung.

■ „**Schnäppchenjäger**“ wählen bei der Kandidatensuche einen opportunistischen Ansatz und verstehen Akquisitionen eher als „Glücksfall“ denn als Instrument der strategischen Unternehmensführung.

■ „**Selektive**“ zeichnen sich durch eine sehr gezielte Vorgehensweise aus; akquirieren jedoch nur selten.

Bei einer aktiven und gezielten Vorgehensweise, die Teil der Gesamtstrategie ist, werden im ersten Schritt interessante Kandidaten identifiziert und erst danach wird die Verkaufsbereitschaft bei den Eigentümern sondiert. Beim opportunistischen Ansatz hingegen

werden zunächst Unternehmen identifiziert, die zum Verkauf stehen und erst im Anschluss wird deren Attraktivität bzw. Kompatibilität beurteilt.

Eine gut durchdachte M&A Strategie und das Screening möglicher Akquisitionsobjekte auf Basis der definierten Akquisitionskriterien tragen erheblich zur Reduktion des Akquisitionsrisikos bei und steigern die Chance auf eine deutliche Verbesserung der Wettbewerbskraft.

2.2. Professionelle Objektsuche und Umsetzung des Akquisitionsprozesses

2.2.1. Erarbeiten einer Liste interessanter Akquisitionsobjekte

Viele erfolgreiche Unternehmen sind in Nischen tätig und verfügen über detailliertes Wissen über ihre Mitbewerber sowie andere Unternehmen, die ihren strategischen Zielsetzungen entsprechen, sodass die Liste passender Akquisitionsobjekte rasch erstellt ist.

In anderen Fällen werden anhand der definierten Akquisitionsstrategie die Suchkriterien für potenzielle Übernahmeobjekte festgelegt, u.a. Branche, Produktspektrum, Technologie, Größe, Profitabilität, Eigentümer- und Managementstruktur und geographische Lage. Darauf aufbauend wird eine Liste der Akquisitionsobjekte erstellt und hinsichtlich der Erfüllung von strategischen Zielsetzungen, Synergiepotenzialen und der Integrierbarkeit bewertet.

2.2.2. Sondierung der Interessenslage bei den Eigentümern

Nun gilt es das Akquisitionsinteresse bei den Eigentümern der Übernahmeobjekte zu platzieren und zu sondieren, ob ein Verkauf

realistisch ist. Dabei ist abzuwägen, ob es sinnvoll ist, wenn das eigene Management diese Erstansprache vornimmt oder ob es vernünftiger ist, wenn diese durch einen Dritten erfolgt.

Manchmal dauert es etwas länger bis die Eigentümer davon überzeugt sind zu verkaufen. Geduld und Beharrlichkeit sind hier gefragt. In einzelnen Fällen vergehen mehrere Jahre bis es zu einem Verkauf kommt. Das Wissen, dass es einen oder mehrere Kaufinteressenten gibt, erhöht die Wahrscheinlichkeit eines Verkaufs. Kaufinteressenten, die ihr Interesse deponiert haben, werden häufig prioritär kontaktiert, wenn die Verkaufsbereitschaft gekommen ist.

2.2.3. Unternehmensbewertung und Letter of Intent (LOI)

Stimmen Branche, Unternehmensgröße, Standortfaktoren etc. mit den Akquisitionskriterien überein und der Kaufinteressent fasst den Entschluss zum Eintritt in Kaufverhandlungen mit den Eigentümern eines bestimmten Unternehmens, so ist er nun gefordert, sich auf Basis der vom Verkäufer zur Verfügung gestellten Unterlagen und aufgrund eigener Recherchen und Analysen ein möglichst umfassendes Bild vom Akquisitionsobjekt zu schaffen. Diese Informationen fließen in die Bewertung des Akquisitionsobjekts ein. Je nach Qualität der zur Verfügung stehenden Informationen können verschiedene Methoden der Unternehmensbewertung eingesetzt werden. Am häufigsten werden heute Ertragswertmethoden, die auf zukünftige Erträge bzw. Free Cash Flows abstimmen, sowie verschiedene Multiplikatoren verwendet. Wichtig ist es, die Werttreiber genau zu analysieren, etwaige Synergiepotenziale abzuschätzen, diese aber auch nicht zu hoch zu bewerten und für sich selbst eine klare Preisobergrenze zu definieren, die man schließlich im Zuge weiterer Verhandlungen auch einhält.

Auf Basis der vorliegenden Informationen wird dem Verkäufer ein unverbindliches Angebot („Absichtserklärung“ oder „Letter of Intent“) unterbreitet. Können sich Kaufinteressent und Verkäufer nun auf die wesentlichen Rahmenbedingungen des Unternehmenserwerbs einigen, ist es üblich, eine beidseitige Absichtserklärung oder Punktation zu unterzeichnen, in der neben einer klaren Definition des Kaufpreises und der Bewertungsparameter auch Umfang und Dauer der Due Diligence, Exklusivität, Vertraulichkeit und andere wesentliche Bedingungen geregelt werden.

2.2.4. Due Diligence

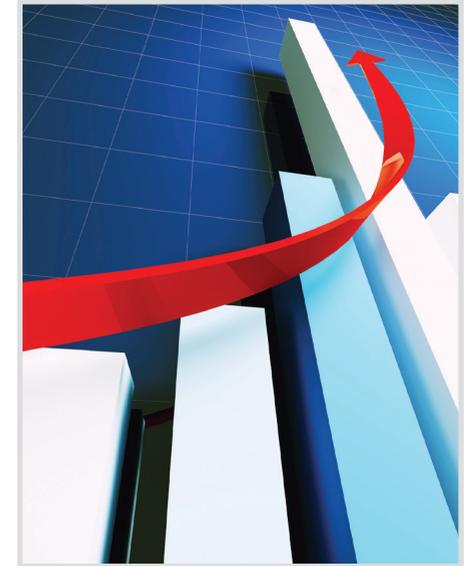
Nachdem man sich über die prinzipiellen Parameter der Transaktion geeinigt hat, werden noch detaillierte Informationen über das Unternehmen und das Umfeld benötigt, um die Entscheidung über den Unternehmenskauf abzusichern. Diese Informationen werden im Zuge der Due Diligence eingeholt und analysiert. Ziel der Due Diligence ist es, die Chancen und Risiken einer Unternehmensakquisition zu erkennen und zu bewerten.

Eine umfassende Due Diligence geht weit über die formale Prüfung der Jahresabschlüsse hinaus und beinhaltet neben der Prüfung der Vergangenheit vor allem auch eine Einschätzung der Zukunftsaussichten eines Unternehmens. Je nach Schwerpunktsetzung unterscheidet man verschiedene Teilbereiche:

- Bei der **Financial Due Diligence** wird die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Akquisitionsobjekts überprüft.

- Die **Tax Due Diligence** untersucht die steuerlichen Risiken.

- Die **Legal Due Diligence** befasst sich mit allen rechtlichen Verhältnissen des Unternehmens.



- Im Rahmen der **Commercial Due Diligence** wird die Marktposition und das Wettbewerbsumfeld des Zielunternehmens analysiert.

- Bei der **Technical Due Diligence** wird der technische Zustand von Maschinen, Anlagen und Gebäuden untersucht und vorhandene Technologien werden überprüft.

- Die **Environmental Due Diligence** prüft Liegenschaften hinsichtlich etwaiger Umwelt- und Altlasten.

Manchmal werden auch noch weitere Teilaspekte durchleuchtet z.B. im Rahmen einer gesonderten HR Due Diligence oder IT Due Diligence.

Die Due Diligence wird anhand eines umfassenden Fragebogens („Due Diligence Checklist“) vorbereitet. Die Ergebnisse werden in einem Bericht („Due Diligence Report“) zusammengefasst.

Das Due Diligence Team besteht meistens aus Mitarbeitern des Kaufinteressenten sowie externen Experten. In Betracht kommen beispielsweise Wirtschaftsprüfer und Steuerberater, Rechtsanwälte und Unternehmensberater.

Der finanzielle Aufwand der Due Diligence ist in der Regel gut investiert, unabhängig davon ob es zum Vertragsabschluss kommt oder nicht. Im Falle des Unternehmenserwerbs dient die Due Diligence der Transparenz, Risikoabsicherung und Entscheidungssicherheit. Werden bei der Due Diligence bisher nicht erkannte Mängel festgestellt, können eine Minderung des Kaufpreises oder weitere Zusagen des Verkäufers verhandelt werden. Kommt es nicht zum Vertragsabschluss, wird zumindest ein „Fehlkauf“ verhindert.

2.2.5. Kaufvertragsentwurf und Vertragsverhandlungen

Anhand eines Kaufvertragsentwurfs werden alle offenen und zu regelnden Aspekte des Unternehmenskaufs verhandelt. Die Ergebnisse der Due Diligence Prüfung fließen in diese Verhandlungen ein. Die Verhandlungsphase wird mit der Vertragsunterzeichnung („Signing“) abgeschlossen. Bei größeren Unternehmenszusammenschlüssen ist eine Anmeldung und Genehmigung der Transaktion durch die Wettbewerbsbehörde erforderlich. Der Kaufprozess wird mit der Eigentumsübertragung und Zahlung („Closing“) beendet.

2.3. Post Merger Integration als entscheidender Erfolgsfaktor

So wichtig die Integrationsphase ist, so häufig wird ihre Bedeutung insbesondere von Unternehmen ohne oder mit geringer Akquisitionserfahrung unterschätzt. Während bei

der Umsetzung einer Akquisition nicht nur aus Vertraulichkeitsgründen meist nur ein kleiner Personenkreis involviert ist, muss das Projekt in der Integrationsphase auf eine wesentlich breitere Basis gestellt werden. Vor dem Hintergrund, dass so gut wie alle Unternehmensbereiche von der Integration betroffen sind, ist dieser Prozess mit angemessenen Projektmanagementressourcen auszustatten.

Akquisitionserfahrene Unternehmen legen dabei mehr Wert auf die „richtigen Leute“ als auf bis ins letzte Detail ausgefeilte Pläne. Gezielt werden die Projektteams mit analytisch und konzeptionell bewanderten Spezialisten besetzt, die intensiv und beharrlich arbeiten.²

Unmittelbar nach Abschluss der Transaktion ist es wichtig, die Zielsetzungen und das strategische Rational der Akquisition an Kunden und Mitarbeiter überzeugend zu kommunizieren. Es ist essentiell, dass die Marktpräsenz und Kundenbetreuung nicht im Zuge der fusionsbedingten Innenorientierung in den Hintergrund geraten. Dabei ist sicherzustellen, dass die Konkurrenz kaum Argumente und Zeit hat, aus dem Zusammenschluss Marktkapital zu schlagen.

Da die Verunsicherung der Mitarbeiter eine große Gefahr für den Erfolg einer Akquisition darstellt, ist es wichtig, rasch klare Verhältnisse bei fusionsbedingten Personalentscheidungen und der Besetzung von Führungspositionen zu schaffen. Mitarbeiter in Schlüsselpositionen, die über gute Alternativen zur bestehenden Position verfügen, können in dieser sensiblen Phase leicht abgeworben werden.

Die wichtigsten Erfolgsfaktoren des Integrationsprozesses lassen sich wie folgt zusammenfassen:

- Frühzeitige Planung der Integration (möglichst noch vor dem Closing)

- Zusammenstellen eines schlagkräftigen Integrationsteams und Festlegen der Involvierung des Top Managements

- Sicherstellung des laufenden Geschäftsbetriebs und der Aktivitäten am Markt

- Zügige Entscheidungen zur Strategie und Führungsstruktur

- Umfassende Kommunikation der strategischen Zielsetzungen der Akquisition nach innen und außen

- Rücksichtnahme auf Kulturunterschiede, Zusammenführung mit Respekt (keine Gewinner und Verlierer)

- Aktives Chancen- und Risikomanagement

- Geschwindigkeit vor Perfektion – positive Stimmung der ersten Monate nutzen!

3. Zusammenfassung und Ausblick

Unerfahrene Kaufinteressenten richten ihr Augenmerk häufig ausschließlich auf die Kaufpreisfindung und Finanzierung, da sie diese Faktoren als erfolgsentscheidend erachten. Damit unterschätzen sie die Bedeutung der im Vorfeld einer Akquisition stattfindenden Strategieformulierung und die Analyse des „Strategic Fit“ von Übernahmeobjekten ebenso wie die Herausforderung einer erfolgreichen Post Merger Integration. Eine zielgerichtete Vorgehensweise und professionelle Vorbereitung der Transaktion sowie der Integrationsphase gehören damit zu den kritischen Erfolgsfaktoren.

Ein professionelles Projektmanagement trägt entscheidend zu einer raschen und erfolgreichen Umsetzung der Transaktion bei. Wenn das Unternehmen wenig Akquisitionserfahrung



hat und im Unternehmen nicht ausreichend Ressourcen vorhanden sind, ist es jedenfalls ratsam, externe Experten in das Projektteam aufzunehmen.

Das M&A Geschäft wird sich in Zukunft weitgehend unabhängig von der Unternehmensgröße entwickeln. Neben großen Unternehmen entdeckt vor allem der Mittelstand die Bedeutung von M&A als Strategieoption. Die Unternehmen konzentrieren sich wieder zunehmend auf ihre Kernkompetenzen und streben überwiegend horizontale Akquisitionen an, um ihr Kerngeschäft zu erweitern und die Marktposition zu stärken.

Im Zuge der Fokussierung auf das Kerngeschäft kommt es bei vielen Unternehmen auch zu einer Portfoliobereinigung, indem Nicht-Kerngeschäftsbereiche abgestoßen werden. Abgesehen von der Konzentration auf das Kerngeschäft hat das auch meist den positiven Nebeneffekt einer Erhöhung der Eigenkapitalquote, was insbesondere im mittelständischen Bereich in Hinblick auf die erwarteten Verschärfungen der Kreditvergabe durch die Basel III Regulierungen ein nicht unbedeutender Aspekt sein dürfte. ■