

M&A-Prozesse bei Corporates

Eine aktuelle Bestandsaufnahme zeigt,
wo die deutschen Unternehmen stehen

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	2
Motivation und Aufbau der Studie	4
Ergebnisse der Studie	6
Fakten zu durchgeführten Transaktionen	6
Strategische Ziele und Markteinflüsse	9
Organisation des M&A-Prozesses	11
Unternehmensbewertung und Jahresabschluss	18
Fazit und Benchmark	20

Vorwort

Sehr geehrte Leserinnen,
sehr geehrte Leser,

das Thema „Mergers & Acquisitions“ (M&A) ist angesichts der Globalisierung der Absatz- und Beschaffungsmärkte ein wichtiger Eckpfeiler einer langfristig ausgerichteten Unternehmensstrategie.

Die vorliegende Studie, die in Kooperation mit der Goethe-Universität Frankfurt am Main deutschlandweit durchgeführt wurde, beleuchtet ausgewählte Aspekte der Organisation und des Ablaufs von M&A-Prozessen bei großen und mittelgroßen deutschen Unternehmen und soll als Orientierungshilfe zur Durchführung einer erfolgreichen M&A-Transaktion dienen, wofür abgeschlossene Transaktionen, strategische Ziele und Markteinflüsse sowie die Organisation des M&A-Prozesses und entsprechende Erfolgskennzahlen eingehend analysiert wurden.

Zusammenfassend lässt sich insbesondere deutlich erkennen, dass M&A-Transaktionen bei den Unternehmen weiterhin einen hohen Stellenwert haben, vielfach zur Umsetzung der Unternehmensstrategie herangezogen werden und zu einer langfristigen Unternehmenswertsteigerung führen sollen. Daraus resultiert eine immer weitergehende Professionalisierung der M&A-Tätigkeiten, so zum Beispiel in Form des Aufbaus von eigenen M&A-Abteilungen mit Beratern oder erfahrenen M&A-Praktikern.

Wir möchten uns bei allen Teilnehmern herzlich bedanken und wünschen Ihnen eine interessante und anregende Lektüre unserer Studie.



Freddy Strottmann
Leiter Financial Advisory
Deloitte



Manfred Bögle
Leiter Transaction Services
Deloitte

Motivation und Aufbau der Studie

Boomende Unternehmenstransaktionen

Das M&A-Geschäft boomt. 2015 erreichte das weltweite Transaktionsvolumen mit 4,7 Billionen US-Dollar ein Rekordniveau.¹ Zwar steht wie so häufig nach wie vor der amerikanische Kapitalmarkt an der Spitze dieser Entwicklung. Steigende Transaktionszahlen prägen aber auch das europäische und hier ebenfalls das deutsche M&A-Geschäft. Aktuelle Transaktionszahlen belegen eindrucksvoll die ansteigende Bedeutung des M&A-Geschäfts für strategische Investoren.

Diese Entwicklung stellt insbesondere mittelständische Unternehmen vor neue Herausforderungen. Sie müssen sich verstärkt darauf einstellen, bei der Suche nach geeigneten Targets auf Konkurrenten zu treffen oder sogar selbst auf die Einkaufsliste von Mitbewerbern zu geraten. Die Zeiten, in denen M&A-Transaktionen ein seltenes Ereignis in der Unternehmensgeschichte darstellten, dürften auch für deutsche mittelständische Unternehmen der Vergangenheit angehören. M&A-Transaktionen werden im Mittelstand unerlässliches Mittel zur Umsetzung der Strategie sein, „um im globalen Wettbewerb zu bestehen“.²

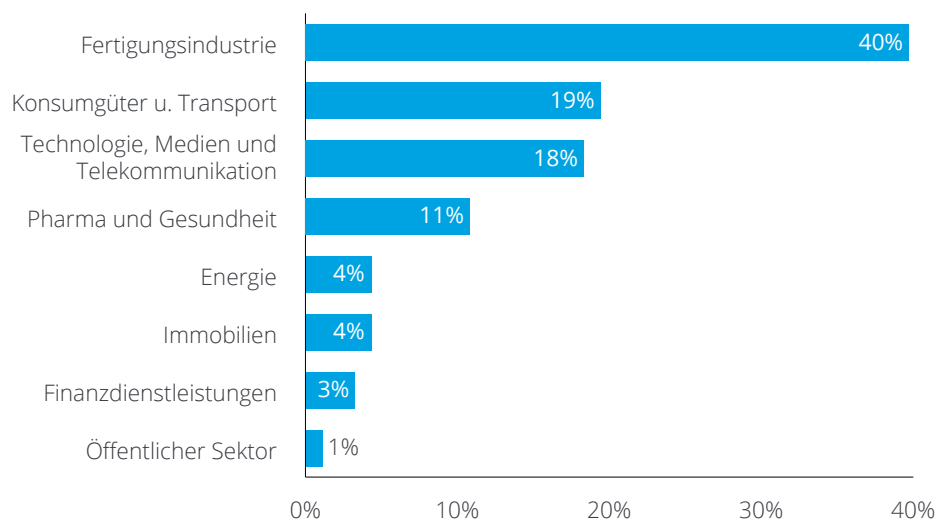
Sind deutsche Unternehmen gerüstet?

Unklar ist, ob deutsche und davon insbesondere mittelständische Unternehmen für diese Herausforderung gewappnet sind. Nicht selten stellen M&A-Transaktionen Unternehmen vor „eine außergewöhnliche, neue und oft

ungewohnte Situation“.³ So geraten sie im Bieterwettbewerb um lukrative Targets gegenüber Private-Equity-Gesellschaften rasch ins Hintertreffen, denn Letztere sind aufgrund der Häufigkeit, mit der sie Transaktionen durchführen, mit dem Thema und dessen Umsetzung bestens vertraut.

Die vorliegende Studie nimmt eine Standortbestimmung für deutsche Unternehmen vor. Sie untersucht, ob diese gut aufgestellt sind, um im Bieterwettbewerb zu bestehen, und analysiert, in welchen Bereichen ihre Stärken und Schwächen liegen. Dazu untersucht sie den M&A-Prozess deutscher Unternehmen verschiedener Branchen (s. Abb. 1).

Abb. 1 – Branchenzugehörigkeit der Teilnehmer



¹ Vgl. Deloitte: M&A Trends Report 2016, S. 2.

² Deloitte: Mergers & Acquisitions im Mittelstand, S. 5.

³ Deloitte: Mergers & Acquisitions im Mittelstand, S. 5.

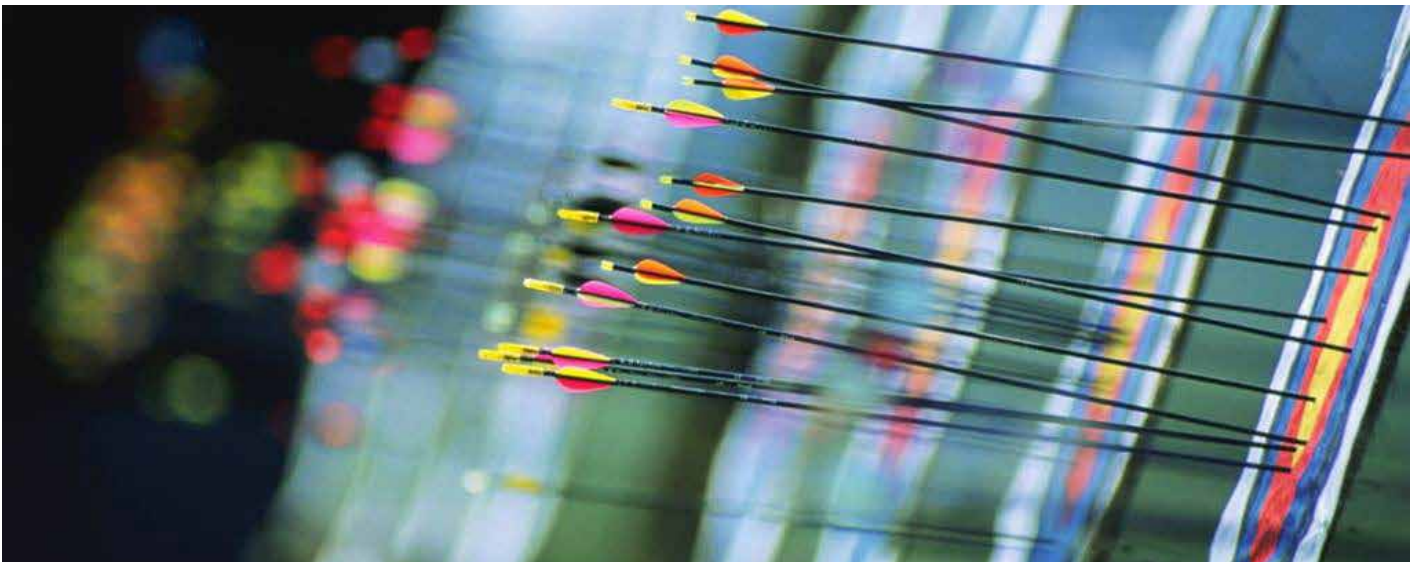
Befragt wurden durchgehend strategisch motivierte Investoren. Reine Finanzinvestoren gehörten aufgrund ihres unterschiedlichen M&A-Schwerpunkts nicht dazu.

Die Ergebnisse der Studie basieren auf Expertenbefragungen, die im Zeitraum zwischen Mai und Juli 2016 durchgeführt wurden. Interviewpartner waren die für den Kauf und Verkauf von Unternehmen Verantwortlichen. Die Erhebung erfolgte sowohl durch persönliche, auf 60–90 Minuten ausgelegte Interviews mit 42 Fragen als auch durch den Einsatz eines Fragebogens, den die Teilnehmer online ausfüllen konnten und der 24 primär quantitative Fragestellungen enthielt.

47 Unternehmen nahmen an den persönlichen Experteninterviews und 46 Unternehmen an der parallel durchgeführten Online-Umfrage teil. Von den Interviewpartnern leiten 58 Prozent die M&A-Abteilung des Unternehmens bzw. die für die M&A-Projekte zuständige Einheit. Weitere 22 Prozent der Befragten haben die Funktion des Leiters der Strategieabteilung inne, während rund 12 Prozent die Abteilung Rechnungswesen, Controlling oder Finanzen führen. 8 Prozent der Interviewten setzen sich aus den Positionen Vorstandsmitglied, Vorstandsassistentin und sonstige Mitarbeiter der M&A-Abteilung zusammen.

Der Umsatz der persönlich befragten Unternehmen liegt größtenteils zwischen 1 und 5 Mrd. Euro (24 Unternehmen), während drei einen Umsatz zwischen 5 und 10 Mrd. Euro ausweisen. Zwölf weisen sogar einen Umsatz über 10 Mrd. Euro aus und nur sieben Unternehmen einen Umsatz unter 1 Mrd. Euro.

Im Schnitt beschäftigen die persönlich befragten Unternehmen 12.250 Mitarbeiter/innen (Median). Sie sind ausschließlich der Kategorie der großen Kapitalgesellschaften gemäß § 267 Abs. 3 HGB zuzuordnen.



Ergebnisse der Studie

Fakten zu durchgeführten Transaktionen

Die ausgewählten Unternehmen, die an der Studie teilnahmen, zeichnen sich i.d.R. durch eine aktive Beteiligung auf dem Transaktionsmarkt aus. Erwerben sie ein Target, zahlen sie häufig einen Preis zwischen 20 und 60 Mio. Euro (s. Abb. 2).

Die befragten Unternehmen bringen pro Jahr jeweils vier Transaktionen (Median) erfolgreich zum Abschluss. Der Anteil der jährlich angestoßenen, aber im Rahmen der Due Diligence abgebrochenen Transaktionen beläuft sich auf knapp über die Hälfte.

Wesentliche Gründe für einen Transaktionsabbruch betreffen neben unterschiedlichen Kaufpreisvorstellungen klassischerweise Erkenntnisse aus den Due Diligences. Auch ein fehlender sogenannter „strategischer oder kommerzieller Fit“, eine unzureichende aktuelle Performance des Targets sowie aufgedeckte Schwächen der Technologie stellen vielfach Gründe für einen Transaktionsabbruch dar. In Einzelfällen sind regulatorische oder politische Gründe ausschlaggebend für einen Abbruch. Auch ein Rückzug der Verkaufsabsicht seitens des potenziellen Übernahmekandidaten ist keine Seltenheit. Für rechtliche und steuerliche Aspekte finden sich in der Regel vertragliche Lösungen (s. Abb. 3).

Abb. 2 – Volumen einzelner Transaktionen

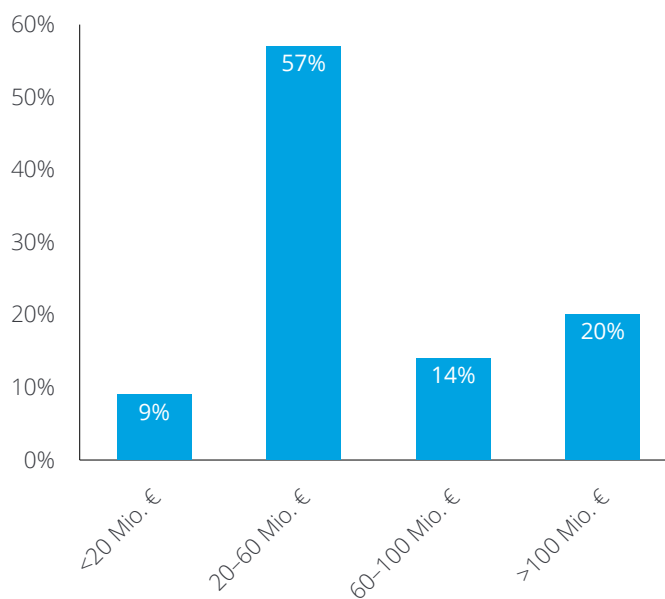
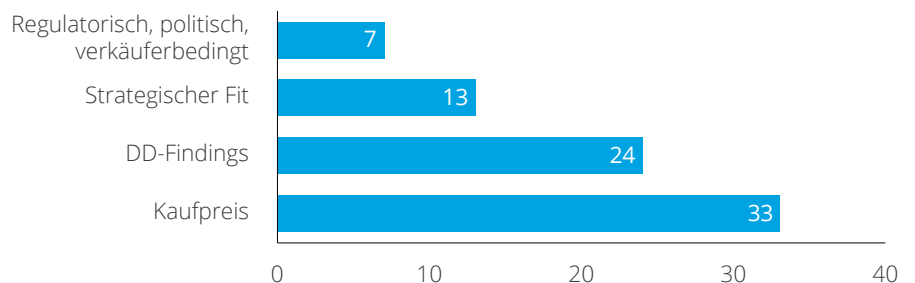


Abb. 3 – Gründe für den Transaktionsabbruch

(Anzahl der Nennungen, Mehrfachnennungen möglich)



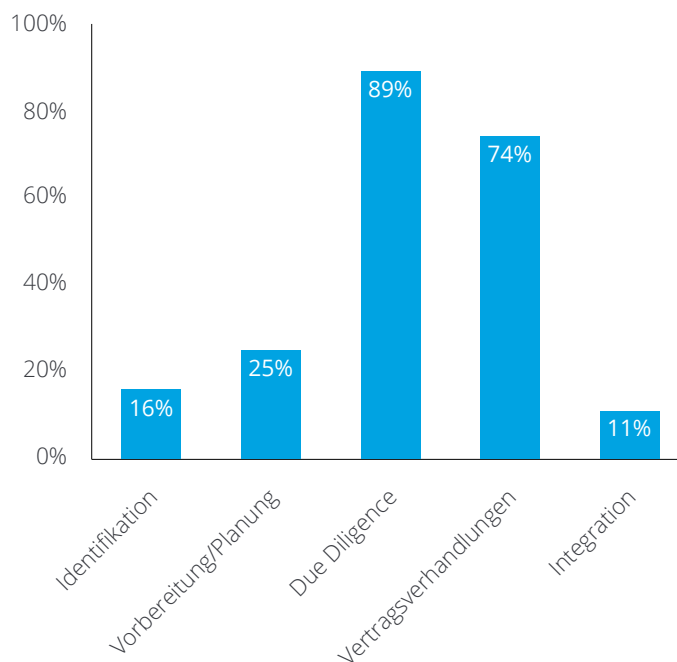
Der Zeitraum, der zwischen einer ersten Kontaktaufnahme und dem erfolgreichen Abschluss einer Transaktion liegt, ist naturgemäß unterschiedlich. Die befragten Unternehmen geben den Transaktionszeitraum zwischen einem knappen Monat und etwa 18 Monaten an. Der Median liegt knapp unter acht Monaten.

Im Rahmen der M&A-Transaktionen greifen die Studienteilnehmer zu sehr unterschiedlichen Zeitpunkten auf externe Berater zurück (s. Abb. 4). In der Gesamtschau werden diese regelmäßig relativ spät kontaktiert. Der Großteil der befragten Unternehmen (75%) beauftragte externe Berater erst in der Phase der vertieften Due Diligence.

Nur 25 Prozent ziehen externe Berater im Rahmen einer Voranalyse hinzu. Dies könnte daran liegen, dass sich die Unternehmen in dieser Phase hauptsächlich auf strategische Aspekte konzentrieren und diese häufig selbst abdecken. Oftmals sind die Targets den Unternehmen auch schon gut bekannt, weshalb eine ausführliche Voranalyse in der Regel als nicht notwendig erscheint. Nur 16 Prozent der Befragten beauftragen Unternehmensexterne mit der Suche nach geeigneten Übernahmekandidaten.

Wie Abbildung 4 verdeutlicht, unterstützen externe Berater die Unternehmen zudem in erheblichem Umfang bei den Vertragsverhandlungen, die sich an die Due Diligence anschließen. Dagegen verzichten viele Studienteilnehmer nach dem Closing regelmäßig auf deren Unterstützung. Externe Berater sind hier zumeist nur tätig, um ein einheitliches IT- und/oder ERP-System zu implementieren. Nur 10 Prozent der Befragten erklärten, dass sie externe Berater auch bei der organisatorischen Durchführung der Post-Merger Integration (PMI) hinzuziehen.

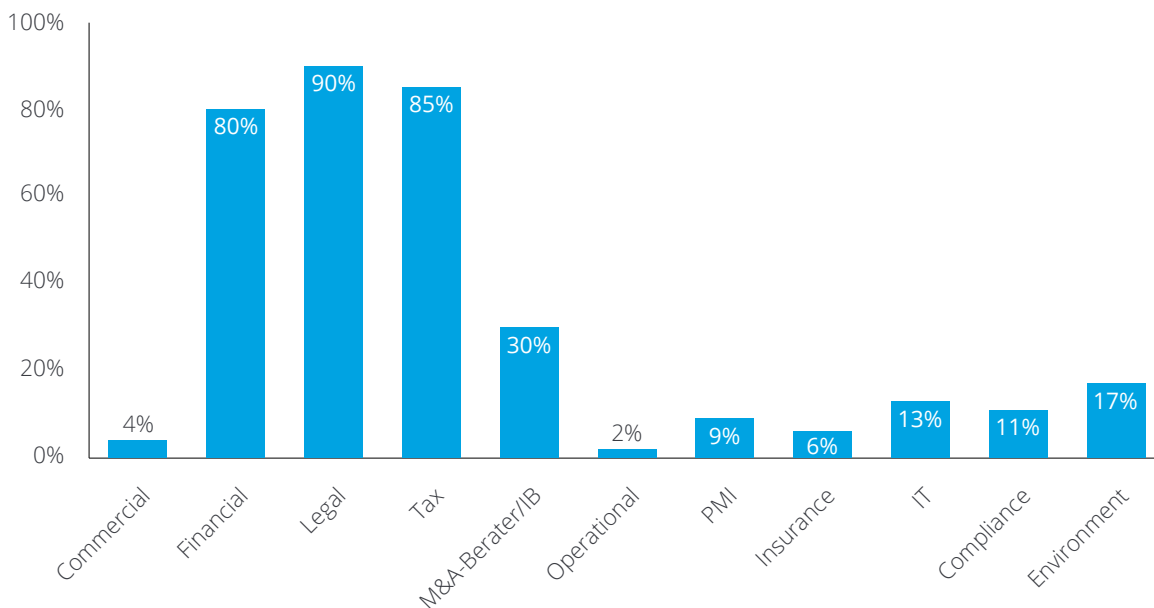
Abb. 4 – Zeitpunkt der Einbindung externer Berater



Als häufigste Begründung für das späte Heranziehen externer Berater werden die damit verbundenen Kosten genannt. Die Auswertungen der Studie zeigen jedoch, dass Unternehmen, die schon frühzeitig, also schon bei der Vorbereitung und Planung der Transaktion, externe Expertise miteinbeziehen, die Verhandlungen nach Beginn einer Due Diligence seltener abbrechen als solche, die dies erst zu einem späteren Zeitpunkt tun. Es ist zu vermuten, dass durch die umfassendere Voranalyse bei Ersteren die Gründe für den Nichterwerb frühzeitig erkannt werden. Die Kosten für eine verstärkte Einholung der Fremdexpertisen können dann unter den Kosten liegen, die bei einer Weiterverfolgung des Erwerbsplans entstehen. Insbesondere Unternehmen mit vergleichsweise hohen Abbruchquoten in relativ späten Verhandlungsphasen könnten diesen Trade-off für sich beachten und evaluieren.

Beauftragen Unternehmen externe Berater im Rahmen der Phase der vertieften Due Diligence, nehmen diese unterschiedliche Aufgaben wahr. Schwerpunktbereiche sind Financial, Legal und Tax Due Diligence. Fachliche Expertisen in den Bereichen Environmental, Operational und PMI werden erkennbar seltener nachgefragt. Auffällig ist zudem, dass lediglich 6 Prozent der Befragten externe Berater zur Durchführung einer Commercial Due Diligence heranziehen. Der Großteil der Studienteilnehmer gab an, dass das eigene M&A-Team in Verbindung mit der zuständigen operativen Einheit bzw. mit anderen Stabsstellen diese Aufgabe genauso gut, wenn nicht gar besser erfüllen könne (s. Abb. 5).

Abb. 5 – Einbindung externer Berater im Rahmen der Due Diligence



Generell erwarten die Unternehmen von den externen Beratern (lokale) Fachexpertise, Marktkenntnis und das Aufzeigen und vor allem Quantifizieren von im Rahmen der Due Diligence aufgedeckten Risiken. Häufig werden diese auch lediglich aus Kapazitätsgründen beauftragt und/oder als Sparringspartner zur Diskussion eigener Berechnungen und Annahmen herangezogen.

Grundsätzlich sind die Studienteilnehmer mit der Beratungsleistung Dritter zufrieden. Alle befragten Unternehmen planen auch zukünftig, externe Berater in gleichem Umfang und in den gleichen Bereichen wie bisher heranzuziehen. 22 Prozent können sich vorstellen, die Zusammenarbeit im Bereich der Post-Merger Integration auszuweiten. Diese Erwägungen können Ausdruck einer sensibleren Wahrnehmung der Herausforderungen sein, die eine fundierte Post-Merger Integration für die Unternehmen bereithält, oder auch der immer weiter steigenden Komplexität.

Strategische Ziele und Markteinflüsse Umsatzwachstum

Nahezu alle Studienteilnehmer planen kurz- oder mittelfristig weitere Akquisitionen. Für 91 Prozent der Befragten ist der Kauf von Unternehmen expliziter Bestandteil der Unternehmensstrategie. Aber auch gezielte Verkaufserwägungen sind keine Seltenheit. So überwogen 2014 bei den HDAX-Unternehmen die Verkäufe von Unternehmensbereichen die Hinzuerwerbe.⁴ Dies bestätigte sich auch im Rahmen der Ergebnisse der vorliegenden Studie. Die Mehrheit der Befragten betreibt angabegemäß ein aktives Portfoliomanagement, bei welchem aktiv Unternehmensteile identifiziert werden, von denen sie sich trennen wollen.

Dagegen steht der Verkauf (un-)selbstständiger Unternehmensbereiche, die innerhalb der letzten zehn Jahre erworben wurden, nicht im Mittelpunkt strategischer Überlegungen. Hier erklärte nur eine Minderheit der Befragten, dass sie sich in der M&A-Abteilung konkret mit entsprechenden Verkaufsplänen beschäftigten. Lediglich 28 Prozent der Studienteilnehmer veräußerten in den letzten zehn Jahren innerhalb einer Zeitspanne von maximal fünf Jahren Teile eines zuvor erworbenen Unternehmens. Ein vollständiger Verkauf erfolgte lediglich in nicht signifikanten Einzelfällen. Dies kann ein Indiz für erfolgreiche Akquisen sein. Es kann aber auch für das fehlende Eingeständnis gescheiterter Transaktionen stehen.

⁴ Vgl. Deloitte: M&A Report HDAX 110 Activity and Focus 2005–2014, S. 7.

Nahezu zwei Drittel der Befragten messen das Wachstum primär anhand des Umsatzes sowie der Marktanteile, die sie in bestimmten Segmenten erzielen. In Branchen, in denen dem Umsatzwachstum natürliche Grenzen gesetzt sind, beurteilen die Unternehmen das Wachstum verstärkt anhand der Entwicklung der Profitabilität (z.B. EBIT-Marge). Andere Messgrößen wie die Mitarbeiteranzahl, der Auftragseingang sowie das Margen- und Produktionswachstum sind nicht für alle Unternehmen gleichermaßen relevant und treten daher in der Gesamtbetrachtung in den Hintergrund.

Auffällig ist, dass bei einem Großteil der Befragten das für die mittelfristige Zukunft angestrebte Umsatzziel so bemessen wurde, dass es sich voraussichtlich nur mit anorganischem Wachstum erreichen lässt. Die Konsequenzen, die mit der Kommunikation entsprechender Wachstumsab-

sichten verbunden sind, lassen sich nicht eindeutig bestimmen. Einerseits bringt dies die Akquisitionspläne voran, indem potenzielle, verkaufswillige Targets und einschlägige Berater auf das Unternehmen und seine ambitionierten Wachstumsziele aufmerksam werden. Andererseits besteht die Gefahr, dass diese Unternehmen durch das Kommunizieren ihrer Wachstumsstrategie ihre Verhandlungspositionen schwächen und auf dem wettbewerbsintensiven Markt unangemessene Kaufpreise zahlen müssen.

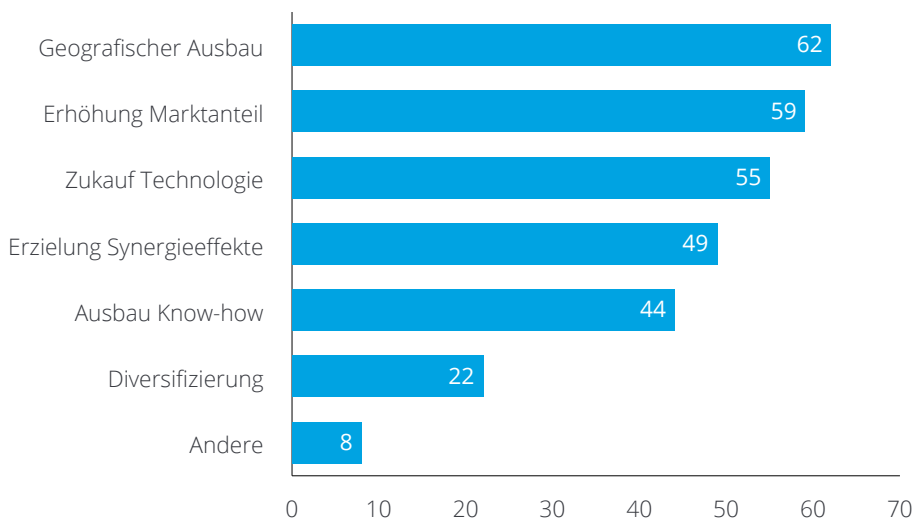
Das Ziel des Umsatzwachstums bei deutschen Unternehmen unterscheidet sich deutlich von der Strategie der Private-Equity-Gesellschaften. Bei diesen ist der Weiterverkauf des Targets schon bei seinem Erwerb beabsichtigt. Die Performanceverbesserung des Targets avanciert hier zum primären Ziel, um den Verkaufswert zu steigern. Die Geschäfts-

modelle von strategischen Investoren und Private-Equity-Gesellschaften unterscheiden sich damit stark voneinander. Dennoch können ein Verkauf von nicht strategiekonformen Unternehmensbereichen und die Neuinvestition der dadurch frei gewordenen Mittel in vielversprechendere zielführende Targets auch bei strategischen Investoren zum Unternehmenswachstum beitragen. Es wirkt so, als würden viele Unternehmen diese Möglichkeit vernachlässigen.

Zu den primären Zielen angestoßener M&A-Transaktionen zählen insbesondere der Erwerb von zusätzlichem Know-how, die geografische Ausdehnung der Unternehmenstätigkeit sowie die Erhöhung von Marktanteilen (s. Abb. 6). Darüber hinaus spielen der Zukauf von Technologien und die Diversifizierung der Unternehmenstätigkeit eine wichtige Rolle.

Abb. 6 – Ziele von M&A-Transaktionen

(Anzahl der Nennungen, Mehrfachnennungen möglich)



Die Bedeutung, die Synergien beim Kauf eines Unternehmens zukommt, hängt stark von der Branche ab, in der der Käufer tätig ist. Insbesondere Unternehmen, die in stark konsolidierten und gesättigten Branchen tätig sind, messen aufgrund geringerer Wachstumsmöglichkeiten den Synergieeffekten eine höhere Bedeutung zu als die übrigen Corporates. Auffällig ist aber, dass die Mehrzahl der Befragten Synergien nicht zu den expliziten, vorrangigen Zielen einer M&A-Transaktion rechnet, sondern ihnen nur eine zentrale Nebenbedingung zuweist.

Einfluss des historischen Zinstiefs

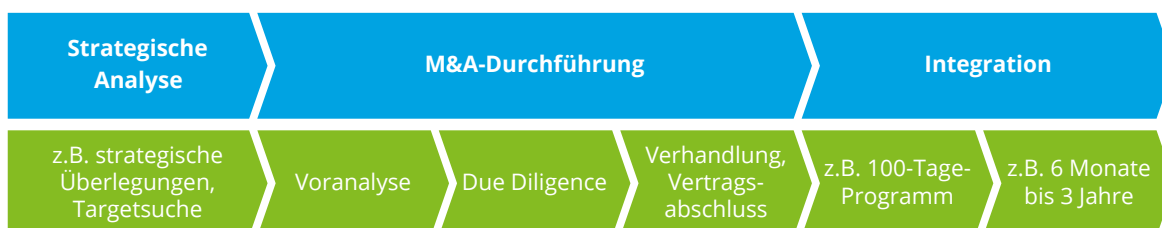
Das anhaltende Zinstief beeinflusst die M&A-Transaktionen in verschiedene Richtungen. Einerseits erleichtert es die Refinanzierung geplanter Unternehmenskäufe, indem es die Aufnahme günstiger Kredite ermöglicht. Andererseits wirkt es preistreibend. Diese Wirkung resultiert zum einen aus der Methodik der Unternehmensbewertung selbst. In der Regel ermitteln Kaufinteressenten den potenziellen Kaufpreis eines Unternehmens unter Einsatz von Discounted-Cash-flow-Verfahren. Dabei führt ein Zinsrück-

gang zu (rechnerisch) höheren Unternehmenswerten. Der preiserhöhende Effekt ergibt sich aber auch aus der derzeitigen Angebots- und Nachfragesituation auf dem Unternehmensmarkt. Beim derzeitigen Zinstief und gleichzeitigem Hoch der Aktienkurse fällt es liquiditätsstarken Unternehmen zunehmend schwer, freie Finanzmittel lukrativ und risikobeschränkt zu investieren. Die Nachfrage nach verfügbaren Targets und die Bereitschaft, für sie höhere Preise zu zahlen, steigt. Welcher der beiden gegenläufigen Effekte des Niedrigzinsumfelds überwiegt, ist unklar. Auch die Expertenbefragung führt hier zu keinem klaren Bild.

Organisation des M&A-Prozesses Professionalisierung des Verfahrens- ablaufs

In den letzten Jahren ist bei den befragten Unternehmen eine fortschreitende Professionalisierung der M&A-Prozesse zu beobachten. Der Großteil hat einen klaren unternehmensinternen Standardprozess definiert, der ein durchgängiges Projektmanagement von einer strategischen Analyse bis hin zum Abschluss der Transaktion (Closing) darstellen kann (s. Abb. 7).

Abb. 7 – M&A-Standardprozess



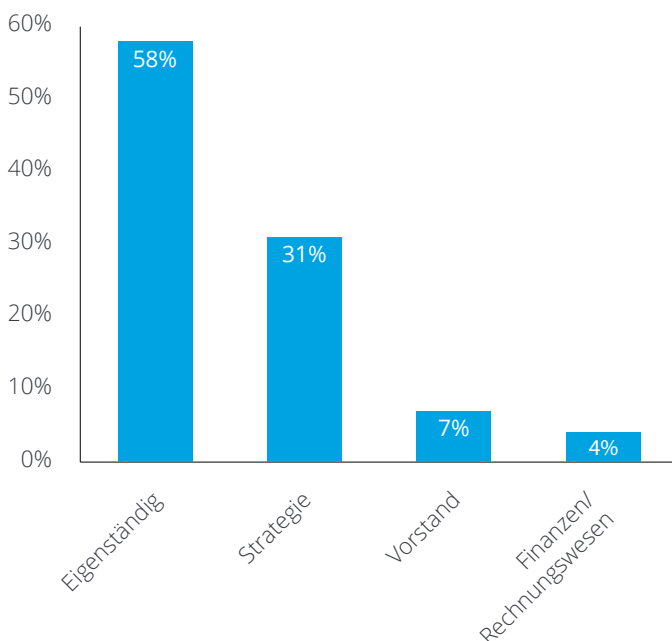
89 Prozent der Befragten folgen bei ihren M&A-Aktivitäten einem Abbildung 7 ähnlichen Standardprozess als „Richtschnur“. Außerdem erklärten insgesamt 83 Prozent der Unternehmen, dass sie einen standardisierten M&A-Prozess erst in der jüngeren Vergangenheit implementiert bzw. relevante Teilbereiche des Prozessablaufs und/oder die Prozessdokumentation wesentlich verbessert hätten.

Auffällig ist, dass Unternehmen verstärkt dazu übergehen, die M&A-Prozesse zu zentralisieren und eine eigenständige M&A-Abteilung zu implementieren bzw. eine bereits bestehende Abteilung personell aufzustocken. Viele der befragten Unternehmen mit einer eigenständigen M&A-Abteilung bauten sie erst innerhalb der letzten fünf Jahre auf. Die Studienteilnehmer nennen als wesentli-

chen Grund für die Zentralisierung der M&A-Tätigkeiten Synergieeffekte und Erfahrungszugewinne im Rahmen der durchgeführten Transaktionen.

Hinsichtlich der unternehmensinternen organisatorischen Aufhängung einer eigenständigen M&A-Abteilung bestehen zwischen den Befragten erhebliche Unterschiede. Bei etwa 30 Prozent ist die M&A-Abteilung an die Strategieabteilung bzw. die Unternehmensentwicklung angegliedert. Häufig sind die Mitarbeiter in diesem Fall nicht nur für die Durchführung von Transaktionen zuständig, sondern auch für die generelle strategische Ausrichtung sowie die Identifizierung möglicher Targets. Vereinzelt fallen M&A-Projekte aber auch in den direkten Zuständigkeitsbereich des Vorstands bzw. der Unternehmensleitung (s. Abb. 8).

Abb. 8 - Angliederung der M&A-Abteilung



Personelle Größe und Qualifikation von M&A-Abteilungen

Von den befragten Unternehmen, die über eine eigenständige M&A-Abteilung verfügen, beschäftigen diese in ihr vier Vollzeitmitarbeiter (Median). Fehlt eine entsprechende Abteilung, stellt das Unternehmen je nach Projekt bei Bedarf eine Projektgruppe mit etwa fünf Personen zusammen und involviert zusätzlich Mitarbeiter der einschlägigen Fachabteilungen.

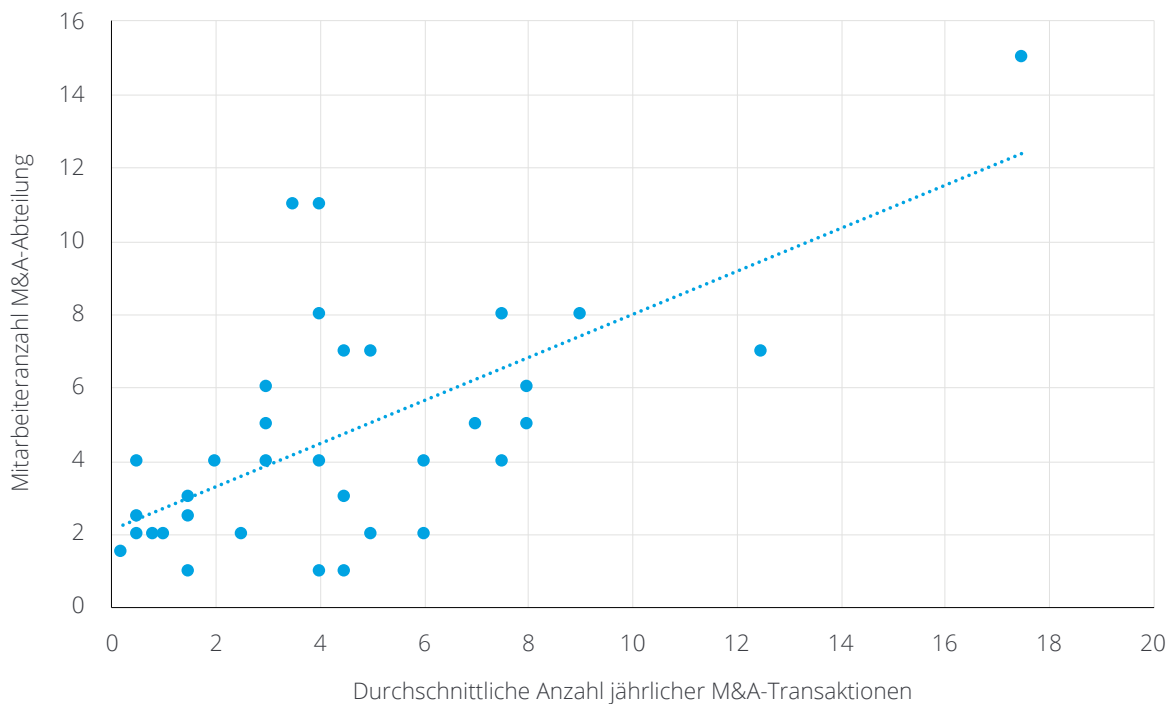
Die Mehrzahl der befragten Unternehmen besetzt frei werdende und/oder zusätzlich

geschaffene Stellen im M&A-Bereich hauptsächlich mit hoch qualifizierten Experten. Dabei ist festzustellen, dass insbesondere kleinere und mittlere Unternehmen bei der Vergrößerung ihres M&A-Teams überwiegend externe Mitarbeiter rekrutieren. Als Gründe für die (Neu-)Besetzung mit extern gewonnenen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern werden ein fundiertes M&A-Know-how genannt, das in diesem Umfang bzw. Zuschnitt im Unternehmen noch nicht vorhanden ist, und das Einbringen eines im Idealfall umfassenden Netzwerks. Zu

dieser Trendaussage passt, dass größere Unternehmen zur Verstärkung ihres M&A-Teams vorrangig Investmentbanker und/oder Strategie- oder M&A-Berater rekrutieren.

Abbildung 9 verdeutlicht, dass Unternehmen mit einer höheren Anzahl an erfolgreich abgeschlossenen Transaktionen auch eine höhere Anzahl an Mitarbeitern in ihrem M&A-Team haben.

Abb. 9 – Zusammenhang von Mitarbeitern der M&A-Abteilung und Anzahl durchschnittlicher Transaktionen

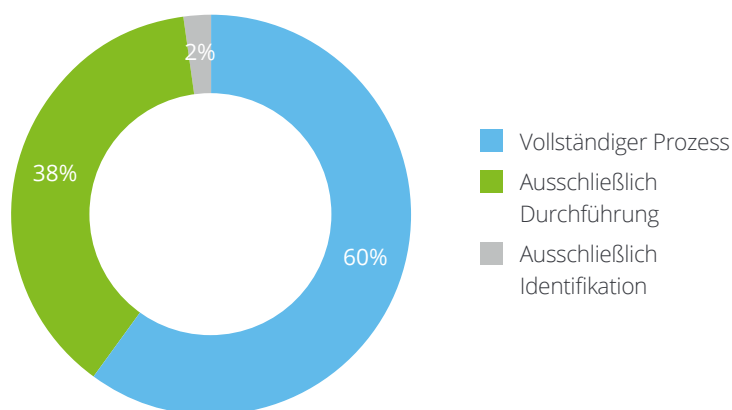


Dabei bleibt der Ursache-und-Wirkung-Zusammenhang offen. Denkbar ist, dass Unternehmen, die verstärkt auf Unternehmensakquisitionen setzen und diese auch durchführen, im Vorfeld der erfolgreich zum Abschluss gebrachten Transaktionen ihre M&A-Abteilung mit einer entsprechend größeren Mitarbeiterzahl ausstatten. Denkbar ist aber auch, dass ein relativ groß aufgestelltes M&A-Team aus sich heraus erfolgreicher akquiriert als Unternehmen, die weniger Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter mit dieser Kernaufgabe betrauen.

Einbindung der M&A-Verantwortlichen in den Transaktionsprozess

Die zu beobachtende Aufwertung der Stellung des M&A-Bereichs innerhalb der Unternehmensstruktur führt bei der Mehrzahl der Studienteilnehmer dazu, dass die Aufgaben der M&A-Verantwortlichen angewachsen sind. Bei nahezu zwei Drittel der Unternehmen (60% der Befragten) sind die M&A-Mitarbeiter neben der eigentlichen Abwicklung des M&A-Prozesses auch für die Identifikation und Vorbereitung sowie Planung der Transaktion zuständig. Bei 38 Prozent beginnt die Tätigkeit des M&A-Teams interessanterweise erst mit dem Einstieg in die konkreten Kaufverhandlungen und dauert dann bis zur Vertragsunterzeichnung an (s. Abb. 10).

Abb. 10 – Einbindung der M&A-Abteilung



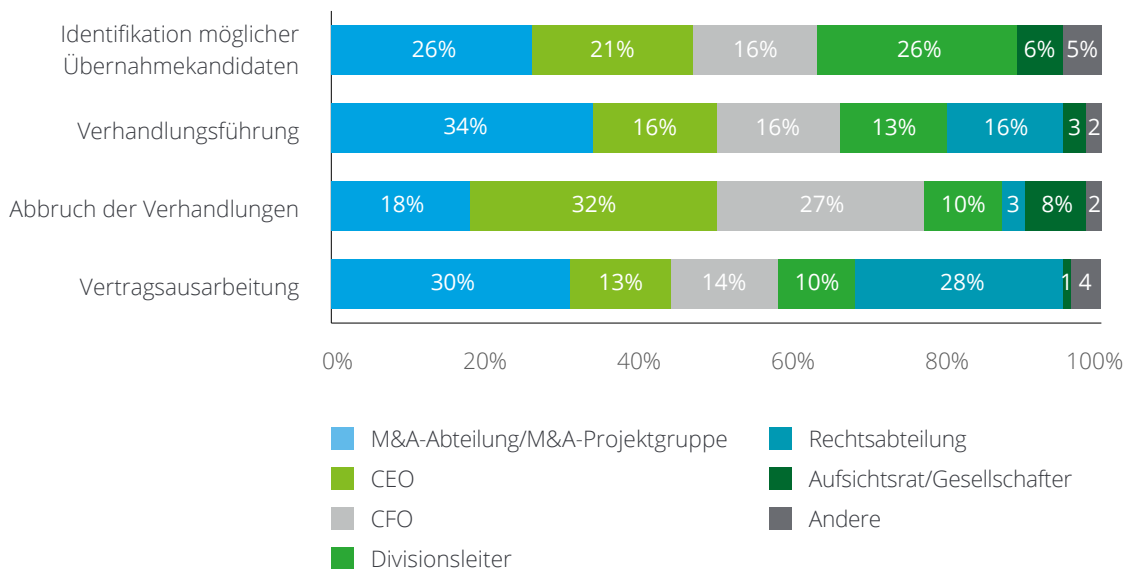
Entscheidungsbefugnisse der M&A-Verantwortlichen

Die Entscheidungsbefugnisse der M&A-Verantwortlichen variieren erwartungsgemäß in Abhängigkeit von der Größe und Komplexität der M&A-Transaktionen. Mehrheitlich erfolgt bei großen Transaktionen eine engere Einbindung des Vorstands, des Aufsichtsrats sowie der strategischen Abteilungen.

Sind die M&A-Beteiligten auch mit der Identifikation möglicher Übernahmekandidaten beauftragt, teilen sie sich diese Aufgabe regelmäßig mit dem Vorstand und

den Divisionsleitern. Die Verhandlungsführung liegt hauptsächlich bei der M&A-Abteilung und erfolgt in enger Abstimmung mit den jeweiligen Vorständen. Ein Abbruch der Verhandlung wird zumeist auf Empfehlung der M&A-Abteilung durch den Vorstand vorgenommen, wobei in wenigen Fällen die M&A-Abteilung die Entscheidung des Verhandlungsabbruchs eigenständig trifft. Die eigentliche Vertragsaushandlung fällt regelmäßig in den Kompetenzbereich der M&A-Abteilung und der Rechtsabteilung des Unternehmens. Der Vorstand ist hier nur in wenigen Unternehmen involviert (s. Abb. 11).

Abb. 11 – Entscheidungsbefugnisse im Rahmen des M&A-Prozesses (Mehrfachnennungen enthalten)



Identifikation der Targets

In einer vor zehn Jahren durchgeführten Studie erhob Deloitte UK bei den befragten Unternehmen ein erhebliches Verbesserungspotenzial im Rahmen des gesamten M&A-Prozesses. Eine unzureichende Transaktionsvorbereitung wurde hier ebenso bemängelt wie unklare Prozessdurchführung und mangelhafte Integrationsbegleitung nach einem erfolgreichen Erwerb. Die festgestellten Mängel waren so ausgeprägt, dass die Studie die Wettbewerbsfähigkeit von Corporates gegenüber Private-Equity-Gesellschaften infrage stellte.⁵

Die vorliegende Erhebung bestätigt diesen Eindruck für die befragten deutschen Unternehmen vordergründig nicht. Hierfür könnte die bereits erwähnte Professionalisierung des M&A-Prozesses einschließlich der Vorgaben interner Ablaufregeln verantwortlich sein. Diese Entwicklung schafft gute Voraussetzungen, um im Bieterwettbewerb erfolgreich zu sein.

53 Prozent der Befragten gaben an, ein internes Screening einzusetzen, das auf eine rechtzeitige Entdeckung potenzieller Übernahmekandidaten zielt. Insbesondere die Unternehmen, die verstärkt auf externes Wachstum setzten, verfügen bereits über dieses Instrument oder planen es einzuführen.

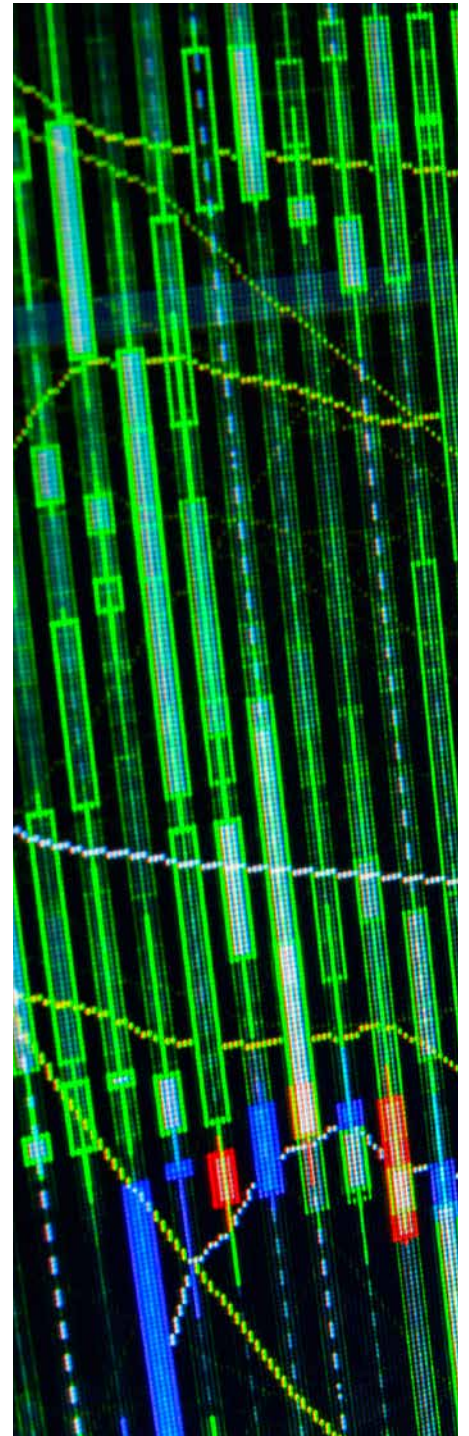
Die von externen Beratern vorgeschlagenen Targets sind hingegen oft nicht strategiekonform, bemängeln zahlreiche befragte Unternehmen. Dies weist auf eine lose und/oder zu wenig strukturierte Zusammenarbeit zwischen den Corporates und den externen Beratern hin.

Daraus lässt sich die Empfehlung ableiten, neben dem Aufbau des internen Screenings die Kommunikation mit ausgewählten M&A-Beratern zu intensivieren, denn diese können oft schon früh erkennen, ob Verkaufsabsichten oder Veränderungen der Eigentümerstrukturen bei potenziellen Übernahmekandidaten zu erwarten sind. Die Unterstützung dieser Berater kann daher gegebenenfalls einen Wettbewerbsvorteil im Transaktionsprozess darstellen.

Entlohnung der M&A-Verantwortlichen

Die an der M&A-Transaktion beteiligten Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter erhalten durchweg ein Fixgehalt und meist eine Erfolgsbeteiligung, die an allgemeine Unternehmenskennzahlen und herkömmliche Zielvereinbarungen anknüpft. Eine finanzielle Beteiligung am Kaufpreisvolumen oder an sonstigen transaktionsbezogenen Kennzahlen erfolgt dagegen nicht. Fast alle Befragten gaben an, dass in ihrem Unternehmen kein transaktionsbezogenes Entlohnungssystem existiert. Der Unterschied zu Private-Equity-Gesellschaften ist augenfällig. Dort gehören transaktionsabhängige Erfolgsbeteiligungen zum Vergütungssystem.

Die Zurückhaltung, die Unternehmen bei der erfolgsabhängigen Entlohnung ihrer M&A-Verantwortlichen an den Tag legen, ist verständlich. Private-Equity-Investoren erwerben regelmäßig Unternehmen, um sie ggf. nach einer Zeit der Entwicklung wieder mit Aufschlag zu verkaufen. Der Wertbeitrag, den diese Targets für den Investor bringen, lässt sich damit relativ einfach bestimmen. Dagegen werden die Zukäufe, die Corporates tätigen, regelmäßig dauerhaft in das eigene Unternehmen integriert.



⁵ Vgl. Deloitte: Corporate fight back, S. 11.

Die Besonderheit des Erwerbsvorgangs bei strategischen Investoren erschwert es, den nachhaltigen Erfolgsbeitrag, den das erworbene Unternehmen liefert, zu messen, macht dies aber nicht unmöglich. Insbesondere Unternehmen, bei denen die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter den Erwerbsprozess ab dem Screening bis zur Integration umfassend und eigenverantwortlich betreuen, verzichten dadurch auf ein wirksames, wissenschaftlich erforschtes Instrument, diese Akteure im Interesse der Wertsteigerung des Gesamtunternehmens zielgerichtet zu motivieren. Hier kann der Verzicht auf transaktionsbezogene Erfolgsbeteiligungen darauf hinweisen, dass im Unternehmen andere Ziele zum zu erbringenden strategischen Beitrag von Akquisitionen bestehen bzw. quantifiziert sind.

Die Einführung eines transaktionsbezogenen Entlohnungssystems würde aber voraussetzen, dass die Akteure der M&A-Abteilung mit weitreichenderer Verantwortung ausgestattet werden müssten. Ohne diese Voraussetzung wäre die Einführung eines transaktionsbezogenen Entlohnungssystems nicht zielführend, sondern eher konfliktträchtig und demotivierend.

Kontrolle der Zielerreichung

Bei der Kontrolle der Zielerreichung besteht eine ausgeprägte und auffällige Diskrepanz zwischen den theoretischen Anforderungen und ihrer praktischen Umsetzung.

In der Theorie gilt als gesichert: Wird das erworbene Target aktiv in das erwerbende Unternehmen integriert und dieser Prozess durch sachkompetente Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter begleitet, erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass die Akquisition nachhaltig erfolgreich ist. Idealerweise erfolgt dies federführend durch ein sorgfältig zusammengesetztes und erfahrenes Projektteam. Zu diesem sollten neben den sachkompetenten operativen (Führungs-)Kräften die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter des M&A-Bereichs gehören. Letztere sind vor allem in der Anfangsphase der Integration durch die in der Due Diligence und den Verhandlungen gewonnenen Erkenntnisse mit dem Zielunternehmen und den im Kaufvertrag getroffenen Vereinbarungen vertraut und können dadurch den Einstieg in die Integration erleichtern.

Die Realität gestaltet sich jedoch häufig anders. Die Studie lässt im Bereich der Post-Merger Integration starke Defizite erkennen. Nur bei etwa der Hälfte der Befragten besteht eine vorgegebene Prozedur für die Durchführung von Post-Merger Integrations. Meist erfolgt die Begleitung des Integrationsprozesses nur implizit auf operativer Ebene, wobei die Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter regelmäßig gleichzeitig auch weiterhin den üblichen operativen Aufgabenbereich abdecken müssen. Die Dauer der Integrationsbegleitung variiert innerhalb eines Unternehmens naturgemäß stark, denn sie hängt vom erworbenen Target ab. Die Mehrheit der Studienteilnehmer, die ein aktives Integrationsmanagement betreiben, nennen als Dauer des Prozesses einen Zeitraum zwischen 6 und 36 Monaten (Median: 9–12 Monate).

Die unvollständige Prozessbegleitung und die fehlenden Verantwortlichkeiten werden mehrheitlich als Schwachstellen des gesamten M&A-Prozesses identifiziert. Es besteht die Gefahr, dass Fehlentwicklungen zu spät oder gar nicht erkannt und Gegenmaßnahmen zu spät oder nicht eingeleitet werden.

Unternehmensbewertung und Jahresabschluss

Erfolgskennzahlgeprägte Jahresabschlussanalyse

Die Analyse des Jahresabschlusses bildet neben der Auswertung des Teasers bzw. des Information Memorandum regelmäßig den Ausgangspunkt für eine fundierte Bewertung und Einschätzung eines möglichen Übernahmekandidaten. Im Rahmen der Jahresabschlussanalyse legt die überwiegende Mehrheit der Befragten bei einer ersten Einschätzung des Targets den Fokus auf Performance und Profitabilität des Unternehmens. Neben der Gewinn- und Verlustrechnung und der Bilanz kommt der Kapitalflussrechnung – sofern vorhanden – und dabei insbesondere der Entwicklung des Working Capital Bedeutung zu. Wie Abbildung 12 zu entnehmen ist, spielen auch die übrigen Jahresabschlussbestandteile eine abrundende Funktion. Sie wurden aber

von den Interviewpartnern regelmäßig nicht an erster Stelle genannt.

Die vorrangige Analyse der Erfolgskennzahlen überrascht nicht. Diese bilden das Herzstück der Unternehmensbewertung, wenn diese mit Discounted-Cashflow-Verfahren oder Multiples durchgeführt wird, da diese auf den Erfolgskennzahlen des Targets basieren. Im Rahmen der Erfolgskennzahlen dominiert klar das Ergebnis der operativen Geschäftstätigkeit (EBIT bzw. EBITDA), das ggf. noch um bestimmte, begründete Einflüsse bereinigt wird. Erfolgsneutralen Eigenkapitalposten, die vor allem häufig im Rechnungslegungssystem der IFRS zu finden sind, kommt keine Bedeutung zu.

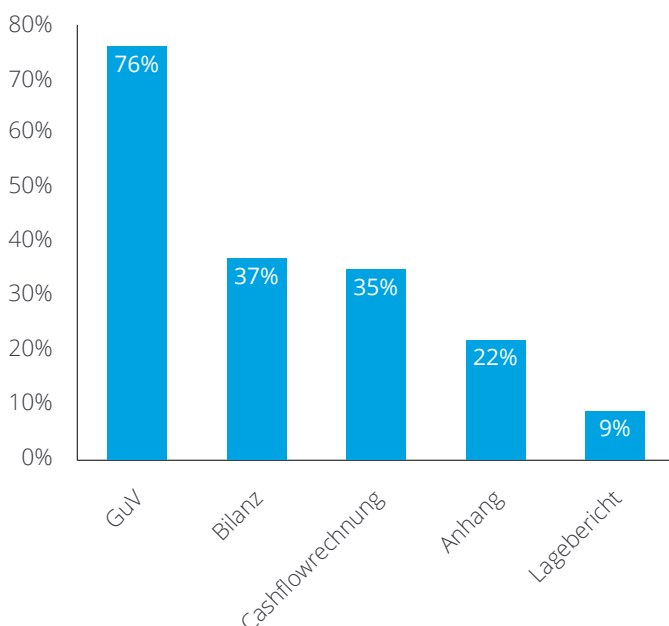
Für die überwiegende Mehrzahl der befragten Unternehmen ist eine stabile positive Ertragslage des Targets Voraussetzung für dessen Erwerb. In diesen

Fällen sind sie auch bereit, dafür (deutlich) höhere Kaufpreise zu entrichten. Die klare Mehrheit der Studienteilnehmer erklärte explizit, lediglich „gesunde“ und nicht im Restrukturierungsprozess befindliche Unternehmen erwerben zu wollen.

Die von den Targets vorgelegten Jahresabschlüsse sind häufig nach unterschiedlichen Rechnungslegungskonzepten (z.B. HGB, IFRS, US-GAAP) erstellt. Das jeweilige Rechnungslegungssystem, das beim Target zum Einsatz kommt, spielt bei der ersten Einschätzung eines möglichen Übernahmekandidaten oft nur eine untergeordnete Rolle. Die Mehrheit der befragten Unternehmen gab an, dass es keinen entscheidenden Einfluss auf das Analyseergebnis habe, und äußerte keine Präferenz für ein bestimmtes Rechnungslegungssystem und dessen Erfassungsgrundsätze.

Abb. 12 – Bedeutung der Bestandteile des Jahresabschlusses

(Mehrfachnennungen möglich)



Die nicht tiefgehende Auseinandersetzung mit den Besonderheiten des vom jeweiligen Target genutzten Rechnungslegungssystems im Rahmen der Erstevaluierung überrascht. Zahlreiche Geschäftsvorfälle werden durch die einzelnen Bilanzierungssysteme stark unterschiedlich erfasst und periodisiert. Das Auseinanderklaffen von HGB- und IFRS-Ergebnissen ist die Regel, nicht die Ausnahme. Und schon geringfügige Veränderungen der Bilanzierungsregeln beeinflussen die Erfolgskennzahlen in erheblichem Umfang. Aktuelle Literaturbeiträge, die sich mit den neu eingeführten Bilanzierungsvorschriften von Leasingverträgen im IFRS-Abschluss beschäftigen, haben gezeigt, dass bei unverändertem ökonomischem Grund Sachverhalt bei allen Unternehmen eine Erhöhung des EBITDA um 13 Prozent und bei Einzelhändlern um 41 Prozent zu erwarten ist⁶ – mit entsprechenden Auswirkungen auf die einschlägigen Multiples. Ohne fundierte Rechnungslegungskennnisse und eine entsprechende Überleitungsrechnung ist eine fehlerhafte Einschätzung des Targets, seiner Entwicklung im Zeitablauf und seines Werts möglich. Zwar sind diese Verwerfungen regelmäßig ausführlicher Gegenstand einer sich anschließenden Due Diligence. Es besteht aber die Gefahr, dass lukrative Targets aufgrund von Fehlinterpretationen der Jahresabschlusszahlen vorzeitig aussortiert werden und das Stadium der Transparenz schaffenden, aufklärenden Due Diligence erst gar nicht erreichen.

Aufgrund der hohen Relevanz, die der Jahresabschluss bei der Erstevaluierung des Targets mit sich bringt, ist dessen Vertrauenswürdigkeit von besonderer

Bedeutung. Der Großteil der Befragten vertritt die Ansicht, dass geprüfte Jahresabschlüsse die Wahrscheinlichkeit einer Kontaktaufnahme begünstigen. Allerdings stellt ein ungeprüfter Abschluss kein Ausschlusskriterium für eine Transaktion dar. Die Studienteilnehmer gaben hierbei an, dass dieser Mangel im Rahmen einer tiefgehenden Due Diligence beseitigt werden könne. Erfolgt die Abschlussprüfung durch eine der vier großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften („Big 4“), nimmt das die überwiegende Mehrzahl der Befragten positiv zur Kenntnis.

Erfolgskennzahlengeprägte Unternehmensbewertung

Die M&A-Abteilungen der Corporates verwenden bei der Unternehmensbewertung durchgehend die Multiplikatorenmethode und/oder die DCF-Verfahren. Nahezu alle Studienteilnehmer setzen bei der Berechnung des Unternehmenswerts beide Modelle ein – wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß und in unterschiedlicher Funktion.

Allgemein zeigt sich, dass Unternehmen die DCF-Verfahren wegen der mit ihnen verbundenen Spielräume eher zur internen Bewertung heranziehen, während sie die Multiplikatorverfahren zur Plausibilisierung der DCF-Werte und für interne als auch externe Kommunikationszwecke verwenden. Einige der Befragten nutzen explizit nur eines der beiden Verfahren zur Ermittlung einer Kaufpreisobergrenze. Andere Studienteilnehmer bestimmen mit beiden Verfahren die mögliche Bandbreite der Unternehmenswerte und nutzen diese Erkenntnis anschließend als Orientierungshilfe für nachfolgende Verhandlungen.

DCF-Methoden und Multiplikatorverfahren müssen mit erheblichen Vereinfachungen arbeiten und eröffnen in der praktischen Umsetzung Ermessensspielräume. Nach Ansicht einiger Befragten trägt das aktuelle Marktumfeld – das durch das Niedrigzinsumfeld, einen starken Verkäufermarkt und die damit einhergehende starke Verhandlungsposition der Verkäufer geprägt ist – zur Relativierung der rechnerisch ermittelten Bewertungsergebnisse bei. Dem Verhandlungsgeschick der Verfahrensbeteiligten und den strategischen Überlegungen fällt hier eine größere Bedeutung zu als unter normalen Marktbedingungen. Deshalb sehen die M&A-Verantwortlichen die Bewertungsergebnisse, die sie durch den Einsatz der Discounted-Cashflow-Methoden und/oder der Multiples erzielen, lediglich als Indikation. Diese Einschätzung schützt im Wesentlichen vor formalen Fehlbewertungen und -entscheidungen. Gesteht man aber den angewendeten Verfahren keine Richtigkeitsgewähr zu, fällt es schwer(er), die Verhandlungsgrenzen methodisch sauber abgesichert zu definieren.

⁶ Vgl. Hommel/Dehmel/Zeitler: BB 2016, S. 1170.

Fazit und Benchmark

1. Die Ergebnisse der Studie sind ermutigend. Die Mehrzahl der befragten Unternehmen schenkt den M&A-Transaktionen starke Beachtung. Sie berücksichtigen damit, dass Transaktionen einen wesentlichen Beitrag zur Strategieumsetzung des Unternehmens leisten (können), und sind dazu übergegangen, die M&A-Tätigkeiten intern aufzunehmen bzw. weiter zu professionalisieren.
2. Der angestoßene Professionalisierungsschritt zeigt Wirkung. Zahlreiche Unternehmen verfügen über eine eigenständige M&A-Abteilung sowie strukturierte Maßnahmen und Prozesse, die es erlauben, den Verlauf eines Transaktionsprozesses zu standardisieren.
3. Dennoch besteht weiterhin Optimierungspotenzial im M&A-Prozess zahlreicher Unternehmen. Viele von ihnen betreiben kein strukturiertes Screening, das eine proaktive Transaktionstätigkeit ermöglicht. Potenzielle Targets werden dadurch nicht bzw. häufig erst relativ spät aufgespürt. Professionelle, institutionelle Investoren können diese zeitliche Verzögerung nutzen, um einen gravierenden Vorteil in einem stark kompetitiven Umfeld zu erreichen. Der interne Ausbau des strukturierten Screenings und ein intensiverer Austausch mit wenigen, aber selektierten M&A-Beratern können diesem Risiko vorbeugen.
4. Die M&A-Verantwortlichen begleiten den Unternehmenskauf häufig nur bis zum Vertragsabschluss. Die Integration des Targets fällt dann nicht mehr in ihr Aufgabengebiet. Dadurch geht an der Schnittstelle zur Integration Wissen verloren, was den Verlauf und den Erfolg der Integration negativ beeinflussen kann. Eine strukturierte Vorgehensweise bei der Post-Merger Integration, die unter anderem auch den Know-how-Transfer aus dem M&A-Team sicherstellt, wirkt potenziellen Wertverlusten entgegen.
5. Da die M&A-Verantwortlichen keine transaktionserfolgsabhängigen Anreize erhalten, könnte es eventuell an einem gesteigerten originären Interesse an einer wertgenerierenden Unternehmenstransaktion mangeln. Insbesondere in Unternehmen, in denen die M&A-Abteilung mit weitreichender Verantwortung ausgestattet ist, könnte unter anderem ein transaktionsbezogenes Entlohnungssystem dieses Hemmnis beseitigen. Dafür ist es aber erforderlich, dass Vorstand und M&A-Abteilung die mit der Transaktion verfolgte Strategie und die einschlägigen Erfolgskennzahlen klar definieren und vorgeben, um den Zielerreichungsgrad nachzuverfolgen.
6. Die Strategie der meisten M&A-Verantwortlichen ist auf Unternehmenswachstum ausgerichtet. Sie erwerben Targets, um sie dauerhaft und Gewinn bringend in das eigene Unternehmen zu integrieren. Ihr Wiederverkauf bei schwacher Performance gilt häufig als Ausdruck des Versagens und nicht als reguläre Handlungsoption. Durch das Festhalten an einmal erworbenen Target verschonen Corporates damit möglicherweise Wertsteigerungs- und/oder Wertsicherungspotenziale.
7. Die M&A-Verantwortlichen verfügen über sehr gute Kenntnisse im Bereich der Unternehmensbewertung und ein ausgeprägtes Gespür für die Relativität der Bewertungsergebnisse. Allerdings sind die Sensibilität für die (inter-)nationalen Bilanzierungsregeln und deren erhebliche Unterschiede zueinander weniger stark ausgeprägt als bei Finanzinvestoren. Die personelle Verstärkung oder zumindest die intensive Unterstützung der M&A-Verantwortlichen durch Rechnungslegungsexperten kann der Gefahr entgegenwirken, das Erfolgspotenzial lukrativer Targets falsch einzuschätzen und sie nicht weiter zu verfolgen.



Ansprechpartner Deloitte



Egon Sachsalber

Partner | Frankfurt
Tel: +49 (0)69 75695 6144
esachsalber@deloitte.de



Manfred Bögle

Partner | München
Tel: +49 (0)89 29036 8106
mboegle@deloitte.de



Andreas Faulmann

Partner | Düsseldorf
Tel: +49 (0)211 8772 3346
afaulmann@deloitte.de



Georg Tominski

Partner | Stuttgart
Tel: +49 (0)711 16554 7145
gtominski@deloitte.de



Alexander Gehring

Partner | Hannover
Tel: +49 (0)511 3023 4406
agehring@deloitte.de



Steffen Säuberlich

Partner | Berlin
Tel: +49 (0)30 25468 252
ssaeberlich@deloitte.de



Jens Schulze-Vellinghausen

Partner | Hamburg
Tel: +49 (0)40 32080 4996
jschulzevellinghausen@deloitte.de

Ansprechpartner Universität



Prof. Dr. Michael Hommel

Goethe Universität
Frankfurt a. M.
Tel: +49 (0)69 798 34747
hommel@wiwi.uni-frankfurt.de



Florian Kiy

Goethe Universität
Frankfurt a. M.
Tel: +49 (0)69 798 34726
kiy@wiwi.uni-frankfurt.de



Nicholas Zeitler

Goethe Universität
Frankfurt a. M.
Tel: +49 (0)69 798 34729
zeitler@wiwi.uni-frankfurt.de



Theresa Zick

Goethe Universität
Frankfurt a. M.
Tel: +49 (0)69 798 34730
zick@wiwi.uni-frankfurt.de

Deloitte bezieht sich auf Deloitte Touche Tohmatsu Limited („DTTL“), eine „private company limited by guarantee“ (Gesellschaft mit beschränkter Haftung nach britischem Recht), ihr Netzwerk von Mitgliedsunternehmen und ihre verbundenen Unternehmen. DTTL und jedes ihrer Mitgliedsunternehmen sind rechtlich selbstständig und unabhängig. DTTL (auch „Deloitte Global“ genannt) erbringt selbst keine Leistungen gegenüber Mandanten. Eine detailliertere Beschreibung von DTTL und ihren Mitgliedsunternehmen finden Sie auf www.deloitte.com/de/UeberUns.

Deloitte erbringt Dienstleistungen in den Bereichen Wirtschaftsprüfung, Steuerberatung, Financial Advisory und Consulting für Unternehmen und Institutionen aus allen Wirtschaftszweigen; Rechtsberatung wird in Deutschland von Deloitte Legal erbracht. Mit einem weltweiten Netzwerk von Mitgliedsgesellschaften in mehr als 150 Ländern verbindet Deloitte herausragende Kompetenz mit erstklassigen Leistungen und unterstützt Kunden bei der Lösung ihrer komplexen unternehmerischen Herausforderungen. Making an impact that matters – für mehr als 225.000 Mitarbeiter von Deloitte ist dies gemeinsames Leitbild und individueller Anspruch zugleich.

Diese Veröffentlichung enthält ausschließlich allgemeine Informationen, die nicht geeignet sind, den besonderen Umständen des Einzelfalls gerecht zu werden und ist nicht dazu bestimmt, Grundlage für wirtschaftliche oder sonstige Entscheidungen zu sein. Weder die Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch Deloitte Touche Tohmatsu Limited, noch ihre Mitgliedsunternehmen oder deren verbundene Unternehmen (insgesamt das „Deloitte Netzwerk“) erbringen mittels dieser Veröffentlichung professionelle Beratungs- oder Dienstleistungen. Keines der Mitgliedsunternehmen des Deloitte Netzwerks ist verantwortlich für Verluste jedweder Art, die irgendjemand im Vertrauen auf diese Veröffentlichung erlitten hat.