

# ADVISORY NOTES.

N°12 | April 2011

Der gelungene Zukauf von Unternehmen.

## Der gelungene Zukauf von Unternehmen

Was mittelständische Unternehmen beachten sollten – und an welcher Stelle professionelle Unterstützung sinnvoll ist.

**D**ie Verschmelzung und Übernahme von Unternehmen – auf neudeutsch „Mergers & Acquisitions“ (M&A) – gelten in der Konzernwelt seit langem als zentrale und zugleich vornehmste Aufgabe des strategischen Managements. Auch wenn man vielfach in der Presse davon lesen kann, dass sich die Integration der übernommenen Geschäfte schwierig gestaltet, sind dies doch meist nur Momentaufnahmen. Unzweifelhaft bleibt, dass die heutige Expansion und Innovationskraft großer Konzerne ohne den Zukauf von Marktanteilen bzw. externem Know-how undenkbar gewesen wäre und auch zukünftig bleiben wird.

Betrachtet man dagegen den gehobenen Mittelstand, so stellt man fest, dass M&A nur selten Ausdruck einer übergeordneten Unternehmensstrategie ist. Meist wird der Kauf bzw. Verkauf von Unternehmen eher passiv bzw. opportunistisch betrieben. War diese Haltung in der Vergangenheit teilweise noch überlebensfähig, zwingen die immer kürzer werdenden Produkt- und Technologielebenszyklen sowie der zunehmende internationale Wettbewerb zu einer Neuorientierung. Unternehmenstransaktionen sollten heute zwingender Bestandteil der strategischen Unternehmensentwicklung sein. Vor diesem Hintergrund möchte der vorliegende Artikel Unternehmern aufzeigen, wie sie den gelungenen Zukauf von strategisch passenden Unternehmen am besten angehen.

---

### Der Ausgangspunkt: Die Konsolidierung von Branchen

---

Entscheidenden Einfluss auf eine erfolgreiche M&A-Strategie hat die aktuelle Branchenstruktur und -dynamik. In groß angelegten Studien konnte nachgewiesen werden, dass nahezu alle Industrien einem langfristigen, S-kurvenförmigen Konsolidierungstrend folgen. Dies bedeutet, dass sich die Marktanteile nach anfänglicher starker Fragmentierung mit zunehmender Geschwindigkeit in den Händen weniger, immer größer werdender Akteure sammeln, bis sich schließlich eine oligopolistische Marktstruktur herausgebildet hat. Einhergehend mit der Konsolidierung können die zuwachsenden Unternehmen zum Teil erhebliche Skalen- und Verbundeffekte realisieren, wodurch der Wettbewerb bei der Preisgestaltung zunehmend abgehängt wird. Da sich gleichzeitig auch meist die Kundenstruktur auf globaler Ebene konzentriert, wird die Größe zudem entscheidend, um überhaupt noch als verlässlicher Lieferant wahrgenommen oder bei großen Projektausreibungen berücksichtigt werden zu können. Unternehmen, die bei dieser Dynamik den Anschluss verlieren, werden langfristig nicht überlebensfähig sein, im besten Fall werden sie vorübergehend zu interessanten Übernahmekandidaten.

Vollzog sich die vorstehende Entwicklung in der Vergangenheit noch in einem Zeitraum von Jahrzehnten, führt der zunehmend professionelle Einsatz von M&A-Strategien zu einer Geschwindigkeit, bei der eine rein organische Weiterentwicklung des Unternehmens nicht mehr ausreicht oder zumindest sehr riskant erscheint. In anderen Worten lässt sich somit feststellen, dass die wachsende Anzahl von Transaktionen in einer Branche weitere Transaktionen provoziert, et cetera pp. Die Literatur nennt dieses Phänomen daher auch sehr treffend „Merger Endgame“.

---

### **Die Professionalisierung der eigenen M&A-Strategie**

---

Hat sich der Unternehmer dazu entschieden, die Unternehmensentwicklung systematisch durch Akquisitionen zu beschleunigen, sollte er sich zunächst über die Spielzüge seiner Wettbewerber informieren. Hierbei steht die Frage „Wer kauft wen, warum und für wieviel?“ im Mittelpunkt, deren Antwort es kontinuierlich zu aktualisieren gilt. Konzerne besitzen für diese Marktbeobachtung meist eigene Stabsabteilungen, deren Einrichtung sich aber beim Mittelstand aufgrund der fehlenden Transaktionshäufigkeit kaum rechnen würde. Wesentlich effektiver und effizienter ist hier der Einsatz eines professionellen Corporate Finance Dienstleisters als ausgelagerte M&A-Abteilung. Etablierte M&A-Berater verfügen typischerweise über große Transaktions- und Analysedatenbanken, aus denen sich branchenspezi-

fisch die aktuelle Transaktionslandschaft und die darin erzielten Werte aufzeigen lassen. Darüber hinaus verfügen diese Häuser über ein enges Netzwerk zu relevanten Banken, Investoren und dritten M&A-Professionals. Diese Beziehungen lassen sich gewinnbringend nutzen, um frühzeitig Informationen zu erhalten, welche potentiellen Übernahmeeobjekte derzeit auf dem Markt sind bzw. kommen.

Ist das aktuelle M&A-Umfeld und seine Bedeutung für die eigene Unternehmensentwicklung bekannt, kann hierauf aufbauend eine Liste potentieller Übernahmekandidaten erstellt werden.

Deren Auswahl hängt wiederum von der primären strategischen Stoßrichtung ab. Hier können eher produktbezogene Ziele (z.B. Erweiterung/Auslastung der Produktionskapazitäten, Übernahme regionaler Fertigungsstandorte, Erweiterung/Ergänzung der Produktpalette, Erwerb von Vorstufen oder Folgestufen für die eigenen Erzeugnisse, Erzielen von Synergie- und Verbundeffekten, Erwerb von komplementären Know-how oder Lizenzen, etc.) oder marktbezogene Ziele (Erhöhung/Verteidigung des eigenen Marktanteils, Erschließung von Auslandsmärkten oder neuen Kundengruppen, Erweiterung des Handlungsspielraums in der Preispolitik, neue Vertriebswege, Erhöhung des eigenen Unternehmenswerts, etc.) dominieren. Ein strategisch versierter M&A-Berater wird bei diesen zentralen Fragestellungen immer auch die Rolle eines wichtigen Sparringspartners einnehmen können, kennt er doch durch seine tägliche Arbeit mehr oder weniger erfolgreiche Entwicklungspfade von

Unternehmen. Die Gefahr, dass wichtige unternehmerische Weichenstellungen von einer Branchen- bzw. Betriebsblindheit eingetrübt sind, wird so stark minimiert.

sichten gewonnen werden, wie der Wettbewerb die aktuelle Branchendynamik wahrnimmt und welche strategischen Schlussfolgerungen er hieraus zieht. Diese Erkenntnisse können dann wie-



Sind die bevorzugten Übernahmekandidaten identifiziert, müssen diese im nächsten Schritt auf die richtige Art und Weise angesprochen werden. Diese vertraulichen Sondierungsgespräche übernimmt am besten wieder ein hierin erfahrener M&A-Berater. Denn die meisten Unternehmer würden einem sie umwerbenden Wettbewerber nie direkt ihre Verkaufsbereitschaft signalisieren. Ebenso muss der Stil der Ansprache sehr umsichtig gewählt werden. Es empfiehlt sich hier nicht, mit der Tür ins Haus zu fallen, sondern zunächst – in einer durch Vertraulichkeitsvereinbarungen geschützten Atmosphäre – allgemein über die strategischen Absichten des Übernahmekandidaten zu sprechen. Hierbei besteht dann auch die Möglichkeit, dem Gesprächspartner die aktuelle Branchendynamik und seine sich hieraus ergebenden Optionen bewusst zu machen, wodurch nicht selten zunächst nur vage vorhandene Verkaufsüberlegungen nachhaltig konkretisiert werden können. Unabhängig hiervon können in jedem dieser Sondierungsgespräche wichtige Ein-

derum mit der eigenen M&A-Strategie rückgekoppelt werden, wodurch diese Schritt für Schritt an Schlagkraft gewinnen sollte.

## Die richtige Gestaltung der Transaktion

Ist die prinzipielle Verkaufsbereitschaft und grobe Kaufpreiserwartung eines im Fokus stehenden Übernahmekandidaten im Zuge einer Reihe von persönlichen Gesprächen und Vorverhandlungen geklärt, wird nun der eigentliche Transaktionsprozess angestoßen. Die zwei zentralen Arbeitsfelder sind dabei die Detailuntersuchung des zu übernehmenden Unternehmens im Rahmen einer Due Diligence sowie die laufende Verhandlung der finalen Bedingungen mit dem Verkäufer bzw. mit dessen Vertretern. Da diese beiden Prozesse viel Zeit und Ressourcen binden, ist es für den Käufer sehr wichtig, dass er – soweit er selbst keine Dealbreaker identifizieren konnte – eine mög-

lichst hohe Transaktionssicherheit besitzt. Um diese zu schaffen, sollte unter den Parteien frühzeitig Exklusivität vereinbart werden, damit das Unternehmen nicht während des Prüfprozesses an einen anderen Interessenten verkauft werden kann. Ebenso sollten sich Käufer und Verkäufer bereits am Beginn in Form eines wechselseitigen „Memorandum of Understanding“ (MoU) darauf verständigen, wie sie die grundlegenden Rahmenbedingungen der angestrebten Transaktion sehen. Hierzu gehören insbesondere folgende vier Fragen: 1) Eine erste Eingrenzung des Kaufpreis sowie die zentralen Bedingungen bzw. in der Due Diligence zu verifizierenden Annahmen, die ihm zugrunde liegen 2) Wie viele Anteile bzw. welche Assets übernommen werden sollen 3) Bis wann die Transaktion abgeschlossen sein sollte sowie 4) mit welcher Absicht das Unternehmen (ggf. unter Beteiligung des Verkäufers) weiter entwickelt werden soll. Hat der Verkäufer diesen Punkten im MoU zugestimmt und ist der weitere Prozess auch in diesem Sinne verlaufen, sollte er nicht sanktionslos einseitig die Gespräche für beendet erklären dürfen. Macht er es trotzdem, sollten dem Käufer zumindest die bisher entstandenen Prüfungskosten ersetzt werden.

Bei dem vorstehend nur skizzenhaft beschriebenen Vorgehen gibt es zahlreiche Spielvarianten und taktische Fehler, die man begehen kann. Daher ist es sehr sinnvoll sich hierbei von einem erfahrenen M&A-Advisor beraten zu lassen, für den solche Prozesse Tagesgeschäft sind. Dies gilt umso mehr, wenn man nicht alleiniger Gesprächspartner des Veräußerers ist, sondern das zu ver-

kaufende Unternehmen im Rahmen eines Auktionsprozesses abgegeben werden soll. Dieser in der Regel ebenfalls von M&A-Professionals durchgeführte Typ von Verkaufsprozess steht meist unter einem enormen Zeitdruck, bei dem man sich taktisch gegen den mitbietenden Wettbewerb durchsetzen muss. Dieser versucht nicht selten sich zunächst mit einem scheinbar – da an Bedingungen geknüpften – hohen Kaufpreisgebot Exklusivität zu sichern, in deren Verlauf dann sukzessive der gebotene Preis wieder zurückgenommen wird. Ein erfahrener M&A-Advisor ist mit solchen Konstellationen vertraut, kennt im Zweifelsfall die Usancen seines auf der Gegenseite arbeitenden Kollegen und weiß, wie im Einzelfall am sinnvollsten zu agieren ist. Das Ziel bleibt aber auch hier wie bereits schon weiter oben beschrieben dasselbe: Exklusivität und Wahrung der Transaktionssicherheit.

Jenseits der taktischen Beratung ist die Unterstützung durch einen M&A-Advisor auch deshalb sehr sinnvoll, weil die Ressourcenbindung und zeitliche Belastung während der heißen Phase eines Transaktionsprozesses enorm ist. Ein externer Berater bietet hierbei nicht nur externe Kapazitäten, sondern besitzt auch die Erfahrung, sich schnell in die Menge der prüfungsrelevanten Daten einzuarbeiten und dabei die wichtigsten Themen in Bezug auf Risiko bzw. Kaufpreisrelevanz aufzudecken. Auf diese Weise soll sichergestellt werden, dass sich der Erwerber nur auf die kritischen Fragen konzentrieren muss und somit möglichst wenig von der Führung des eigenen



Unternehmens und dessen Tagesgeschäft abgelenkt wird.

---

## Die Struktur einer intelligenten Akquisitionsfinanzierung

---

Konnte die notwendige Transaktionssicherheit geschaffen werden, stellt sich im Anschluss die Frage, in welcher Struktur die Übernahme am besten umgesetzt werden sollte. Im Mittelpunkt dieser Überlegung steht vor allem die richtige Gestaltung der Akquisitionsfinanzierung. Grundsätzlich gibt es hierbei zwei grundverschiedene Möglichkeiten: Die „klassische Finanzierung“ durch den Erwerber vs. die „Leveraged-Buyout“-Finanzierung.

Bei der „klassischen Finanzierung“ erwirbt die bestehende Gesellschaft des Käufers das externe Übernahmeobjekt. Ein hierfür notwendiger Kredit muss sich also in die bestehende Struktur der Passivseite des Käufers eingliedern. Der zentrale Vorteil einer solchen Vorgehensweise ist es, das in der Regel ein relativ geringer Prüfungsaufwand seitens der finanzierenden (Haus-)Bank besteht. Denn dieser ist nicht nur der Erwerber bekannt, sondern sie hat auch die Sicherheit, dass die gesamten Cashflows der zukaufenden Unternehmensgruppe zur Tilgung und Zinszahlung zur Verfügung stehen. Ähnliches gilt für mögliche Sicherheiten. Auch hier kann die Bank auf das Vermögen des Gesamtunternehmens zugreifen und nicht nur auf die Assets des Übernahmeobjekts. Weil hierdurch das Gesamtrisiko der Bank

gesenkt wird, sollten auch die Kreditkonditionen vergleichsweise günstig sein.

Diesem Vorteil stehen allerdings auch profunde Nachteile gegenüber. So ist die Aufnahme von klassischem Fremdkapital begrenzt, da hierdurch die Eigenkapitalquote des Erwerbers gesenkt wird. In Konsequenz bedeutet dies, dass das erzielbare Kreditvolumen und somit die Höhe des finanzierbaren Kaufpreises nicht vom Wert des Übernahmeobjekts, sondern von der Bilanzstruktur des Erwerbers abhängt. Eine vergleichbare Asymmetrie besteht in der Risikoverteilung zwischen Eigenkapital und Fremdkapital. Stellt sich die Übernahme als Fehlinvestition dar, so dass die Beteiligung komplett abgeschrieben werden muss, so wird in gleicher Höhe das Eigenkapital des Gesamtunternehmens vernichtet. Die Ansprüche des Fremdkapitals bleiben dagegen in der Regel in voller Höhe erhalten und müssen aus anderen Bereichen bedient werden.

Die vorstehend kurz beschriebenen zwei Nachteile der „klassischen Finanzierung“ – darüber hinaus gibt es eine Reihe weiterer – reichen für sich allein schon aus, dass professionelle Erwerber für die Finanzierung der Übernahme eine Leveraged-Buyout-Struktur wählen. Bei diesem aus der Private-Equity-Welt stammenden Vorgehen, welches allerdings genauso dem Mittelstand offen steht, überwiegen eindeutig die Vorteile. Grundidee ist hierbei, dass der Kauf des Zielunternehmens über ein nur für diesen Zweck geschaffenes Erwerbervehikel abgewickelt wird. Die Übernahme wird dabei üblicherweise relativ stark über Fremdkapital finanziert (in der Regel über 50%)

um gleichzeitig einen Hebeleffekt auf die Rentabilität des Eigenkapitals zu erzielen (der sogenannte „Leverage“-Effekt). Die spätere Bedienung des aufgenommenen Fremdkapitals erfolgt dabei ausschließlich durch den Zugriff auf die Cashflows der Zielgesellschaft. Das bedeutet, dass im Endeffekt das übernommene Unternehmen durch seine zukünftigen Erträge selbst seinen Kaufpreis erwirtschaften muss. Gelingt dies nicht, können die finanzierenden Banken nicht auf den Erwerber zurückgreifen, da die zu erbringenden Sicherheiten normalerweise allein in den Gesellschaftsanteilen des übernommenen Unternehmens bestehen. Neben dieser risikoadäquaten Parallelität zwischen Finanzierungsobjekt und -ebene existieren noch weitere Vorteile, deren Erläuterung den Rahmen dieses Artikels sprengen würde. Es sei an dieser Stelle nur kurz erwähnt, dass durch eine Leveraged-Buyout-Struktur viele interessante Spielarten zur Ausgestaltung der Eigenkapitalkomponente der NewCo verwirklicht werden können. So kann das in das Zweckvehikel eingelegte Eigenkapital z.B. über Fremdkapital in der Muttergesellschaft finanziert werden. Genauso ist es möglich, dass ein Teil des vereinbarten Kaufpreises in Form eines Verkäuferdarlehens zunächst nicht zur Auszahlung kommt, sondern erst bei Erreichen gewisser Meilensteine getilgt wird. Auf jeden Fall lässt sich zusammenfassend festhalten, dass durch die intelligente Ausgestaltung einer NewCo-Finanzierung auch Zielunternehmen übernommen werden können, deren Kaufpreis auf den ersten Blick die finanziellen Möglichkeiten des Erwerbers übertroffen hätte.

**Fazit:** *Der Ausgangspunkt dieses Artikels war die Feststellung, dass in nahezu jeder Branche ein Trend zur Konsolidierung vorherrscht. Nur Unternehmen, welche das sich hieraus ergebende „Merger Endgame“ aktiv mitspielen, werden sich zu den Gewinnern zählen dürfen. Durchsetzen werden sich am Ende allerdings diejenigen, die ihre Übernahmen am professionellsten und konsequentesten geplant und umgesetzt haben. Hierbei kann ein erfahrener M&A-Berater sehr wertvolle Dienste leisten. Diese bestehen v.a. in der systematischen Auswahl und richtigen Ansprache der Zielobjekte, der anschließenden Due Diligence und taktischen Begleitung der Verhandlungen sowie in der die Eigenmittel schonenden Strukturierung der Akquisitionsfinanzierung. Zum Schluss sollte nicht unerwähnt bleiben, dass ein Berater in den oft harten Verhandlungen als „Prellbock“ und emotionaler „Blitzableiter“ herhalten kann, damit Käufer und Verkäufer auch nach der Transaktion konstruktiv zusammenarbeiten können.*

Dr. Karsten Zippel

Kontakt: [zippel@aquin-cie.com](mailto:zippel@aquin-cie.com)

© Aquin & Cie. AG 2011. All rights reserved.

#### ADVISORY NOTES.

AUFZEICHNUNGSWERTES AUS DEM FELD CORPORATE FINANCE.

Unregelmäßig herausgegeben von:  
AQUIN & CIE. AG  
Schackstraße 1  
D-80539 München  
Phone +49 (0)89.41 35 39 – 0  
Telefax +49 (0)89.41 35 39 – 29

[www.aquin-cie.com](http://www.aquin-cie.com)  
München | Lindau | Bielefeld | Chicago | New Delhi | Beijing