

# Strategieorientiertes Bewertungsschema für Unternehmensakquisitionen in der Screening-Phase

---

# **Strategieorientiertes Bewertungsschema für Unternehmensakquisitionen in der Screening-Phase**

Master Thesis zur Erlangung des akademischen Grades  
eines Master of Arts im Studiengang  
**„Controlling & Finance“**  
an der Fachhochschule Vorarlberg GmbH

eingereicht bei  
Dr. Georg Erdmann

von  
Markus Scheffknecht  
Matr. Nr. 0710251035  
Am Neuner 45  
A-6890 Lustenau

Lustenau, 30. Juni 2009

---

---

*Bevor Sie Geld investieren,  
investieren Sie erst einmal Ihre Zeit.*

*Unbekannter Autor*

---

---

## Kurzfassung

Die Arbeit „Strategieorientiertes Bewertungsschema für Unternehmensakquisitionen in der Screening-Phase“ befasst sich mit der Vorfelduntersuchung einer Unternehmensakquisition (Screening Phase).

Zu Beginn der Arbeit werden grundlegende Begrifflichkeiten, Prozesse und Praktiken von Unternehmensakquisitionen abgehandelt.

Kern der Arbeit ist die Konzeption eines strategieorientierten Bewertungsschemas von Zielunternehmen, welche potenzielle Kaufkandidaten für eine Unternehmensakquisition darstellen. Durch eine strukturierte Vorgehensweise wird es dem akquirierenden Unternehmen (Käufer) ermöglicht, ein Bewertungsschema für potenzielle Übernahmekandidaten zu erstellen. Das Ergebnis ist eine Rangfolge der möglichen Akquisitionskandidaten.

Die Rangfolge wird durch die Bewertung folgender Kriterien durchgeführt:

- Strukturelle Kriterien (Branche, Größe, etc.)
- Strategieorientierte Kriterien (Strategische Stimmigkeit, USPs, etc.)
- Bilanzanalytische Kriterien (diverse Bilanzkennzahlen)

Im ersten Schritt erfolgt die Berechnung der definierten Kennzahlen bzw. subjektive Bewertung der Zielunternehmen anhand der definierten Kriterien. Die Kennzahlen bzw. Kriterien werden durch eine Punktevergabe pro Unternehmen benotet (1=niedrige, 10=hohe Bewertung).

Anschließend werden die Kriterien, angepasst an die Akquisitionstrategie und Zielsetzung des Käufers (subjektiv) gewichtet. Die Gewichtung wird mit der Benotung multipliziert und pro Unternehmen eine Summe dieser Punkte gebildet, welche sich dann in der Rangfolge der potenziellen Übernahmekandidaten widerspiegelt.

Mit der vorliegenden Methode können Unternehmen bereits im Vorfeld der aufwändigen Due Diligence Prüfung eine einfache Rangfolge für die Folgeuntersuchung definieren.

---

---

## Abstract

The Master Thesis „Strategy-oriented Rating schema for company acquisitions in the screening phase“ focuses on to the screening phase of company acquisitions before the due diligence phase.

At the beginning of the thesis, general definitions, methods and processes of company acquisitions are explained.

The core of the thesis is the conception of a strategy oriented rating schema for target companies for an acquisition. Through a structured procedure the acquiring company (buyer) has the possibility to create a rating schema for potential targets. The outcome of the process is a ranking of several possible acquisition candidates.

The ranking is done through the valuation of certain criteria:

- Structural criteria (Branch, size, etc.)
- Strategy oriented criteria (Strategic fit & coherence, USPs, etc.)
- Balance sheet analysis criteria (ratio analysis)

In the first step, the calculation of the defined ratios and the subjective valuation of the potential target companies is done after the defined criteria.

The ratios and criteria are graded with points between 1 (poor) and 10 (good) per company.

Afterwards, the criteria are weighted (subjective) after the defined acquisition strategy of the buyer.

The weight is multiplied with the quantity of points received and the sum of each company is calculated. The sum of points a company receives is responsible for the company's position in the following ranking for potential acquisitions candidates.

With this schema, a company ranking can be done previously the extensive due diligence phase.

---

---

## Danksagung

„Keine Schuld ist dringender, als die, Dank zu sagen.“

Marcus Tullius Cicero

Den Dank möchte ich nicht schuldig bleiben. Ich danke Herrn Dr. Georg Erdmann für die Betreuung, Unterstützung und die anregenden Diskussionen.

Mein weiterer Dank gilt den Interviewpartnern, die die praktische Abhandlung des Themas erst möglich machten, die mir Rede und Antwort standen, für die aufgewendete Zeit und die Unterstützung.

Dank gebührt meiner Familie, aber vor allem Sabine für die Rücksicht auf die aufgewendete Zeit und ihre positiven Impulse.

Nicht zuletzt danke ich all jenen, die namentlich unerwähnt blieben, mich aber bei der Erstellung dieser Diplomarbeit unterstützt haben.

Sie alle haben wesentlich zum Erfolg dieser Arbeit beigetragen!

---

---

# Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>EINFÜHRUNG.....</b>	<b>12</b>
1.1	RELEVANZ DES THEMAS.....	12
1.2	ZIELSETZUNG DER ARBEIT.....	13
1.3	AUFBAU DER ARBEIT UND WISSENSCHAFTLICHE VORGEHENSWEISE.....	13
<b>2</b>	<b>GRUNDLEGENDE BEGRIFFE.....</b>	<b>15</b>
2.1	ARTEN VON UNTERNEHMENSZUSAMMENSCHLÜSSEN.....	15
2.1.1	<i>Begriffsbestimmung.....</i>	<i>15</i>
2.1.1.1	Merger & Acquisition.....	15
2.1.1.2	Share Deal.....	16
2.1.1.3	Asset Deal.....	17
2.2	STRATEGISCHE KLASSIFIZIERUNG VON ZUSAMMENSCHLÜSSEN.....	17
<b>3</b>	<b>INTENTIONEN FÜR UNTERNEHMENS-AKQUISITIONEN.....</b>	<b>20</b>
3.1	MARKTWERTSTEIGERENDE MOTIVE.....	20
3.1.1	<i>Synergieerzielung.....</i>	<i>20</i>
3.1.2	<i>Portfoliomanagement.....</i>	<i>22</i>
3.1.3	<i>Restrukturierung.....</i>	<i>22</i>
3.1.4	<i>Spekulative Motive.....</i>	<i>23</i>
3.2	NICHT MARKTWERTSTEIGERENDE MOTIVE.....	23
3.3	SCHLÜSSELRSIKEN.....	24
<b>4</b>	<b>BETEILIGTE EINES AKQUISITIONSPROZESSES.....</b>	<b>25</b>
4.1	INTERNE GRUPPEN.....	25
4.1.1	<i>Akquirierendes Unternehmen.....</i>	<i>25</i>
4.1.2	<i>Zielunternehmen.....</i>	<i>26</i>
4.1.3	<i>Transition Team.....</i>	<i>26</i>
4.2	EXTERNE GRUPPEN.....	27
4.2.1	<i>Wirtschafts- und Sozialpartner.....</i>	<i>27</i>
4.2.2	<i>M&amp;A Experten.....</i>	<i>27</i>
<b>5</b>	<b>DER AKQUISITIONSPROZESS.....</b>	<b>28</b>
5.1	PLANUNGSPHASE.....	29
5.1.1	<i>Strategische Analyse- und Konzeptionsphase.....</i>	<i>29</i>
5.1.2	<i>Analyse der Ausgangssituation.....</i>	<i>30</i>
5.1.3	<i>Zieldefinition und Strategie.....</i>	<i>32</i>
5.1.4	<i>Screening - Suche und Kandidatenauswahl.....</i>	<i>35</i>
5.2	DURCHFÜHRUNGSPHASE (TRANSAKTIONSPHASE).....	41

---

---

5.2.1	<i>Kontaktaufnahme</i> .....	41
5.2.2	<i>Letter of Intent</i> .....	42
5.2.3	<i>Due Diligence</i> .....	43
5.2.3.1	Financial Due Diligence .....	43
5.2.3.2	Tax Due Diligence .....	45
5.2.3.3	IT Due Diligence.....	45
5.2.3.4	Commercial-technological Due Diligence .....	46
5.2.3.5	Market Due Diligence .....	47
5.2.3.6	Legal Due Diligence .....	49
5.2.3.7	Intellectual Property Due Diligence .....	51
5.2.3.8	Environmental Due Diligence .....	51
5.2.3.9	Human Resources Due Diligence .....	52
5.2.3.10	Cultural Due Diligence .....	54
5.3	INTEGRATIONS- & VERNETZUNGSPHASE.....	56
5.3.1	<i>Das 7 K-Modell</i> .....	56
5.3.2	<i>Der Integrationsgrad</i> .....	57
5.3.3	<i>Post-Merger Audit</i> .....	59

## **6 AUSWAHL STRATEGISCHER ERFOLGSKRITERIEN UND ENTWICKLUNG EINES BEWERTUNGSMODELLS ..... 60**

6.1	GRUNDLEGENDE VORGEHENSWEISE.....	60
6.2	STRUKTURELLE KRITERIEN.....	62
6.2.1	<i>Eingrenzung Unternehmensgröße</i> .....	62
6.2.2	<i>Branche</i> .....	63
6.2.3	<i>Geografische Abgrenzung der Geschäftstätigkeit</i> .....	63
6.2.4	<i>Unternehmenscharakter</i> .....	63
6.2.5	<i>Standort der Zentrale</i> .....	64
6.3	STRATEGISCHE KRITERIEN .....	64
6.4	FINANZKRITERIEN.....	66
6.4.1	<i>Finanzwirtschaftliche Kennzahlen</i> .....	67
6.4.1.1	Investitionsanalyse .....	67
6.4.1.2	Kapitalstrukturanalyse .....	68
6.4.1.3	Liquiditätsanalyse.....	69
6.4.2	<i>Erfolgswirtschaftliche Kennzahlen</i> .....	72
6.4.2.1	Ergebnisanalyse.....	72
6.4.2.2	Rentabilitätsanalyse.....	73
6.4.2.3	Wertschöpfungsanalyse.....	75
6.5	ENTWICKLUNG EINES BEWERTUNGSSCHEMAS.....	78
6.5.1	<i>Nutzwertanalyse</i> .....	78
6.5.2	<i>Kriterienbewertung</i> .....	78

---

---

6.5.3	<i>Kriteriengewichtung</i> .....	79
6.5.4	<i>Praxisbeispiel</i> .....	80
<b>7</b>	<b>RESUMEE</b> .....	<b>83</b>
<b>8</b>	<b>QUELLENVERZEICHNISSE</b> .....	<b>84</b>
8.1	LITERATURVERZEICHNIS.....	84
8.2	INTERNETQUELLEN .....	88
8.3	INTERVIEWS .....	88
<b>9</b>	<b>EIDESSTATTLICHE ERKLÄRUNG</b> .....	<b>89</b>
	<b>ANHANG</b> .....	<b>90</b>

---

---

## Abbildungsverzeichnis

Abb.1: Beteiligungshöhe und Bezeichnungen (bei „klassischem“ Aktienrecht wie in Deutschland / Österreich) (Eigene Darstellung in Anlehnung an Wöhe; Döring, 2002, S.315) .....	16
Abb.2: Horizontale, vertikale und diversifizierende M&A Transaktion (Kummer 2005, S.38) .....	18
Abb.3: Klassifikation von Fusionen und Akquisitionen nach Steger (1999, S.1-4) .....	18
Abb.4: Der Akquisitionsprozess (Eigene Darstellung in Anlehnung an Kerler 2000,S.234) .....	29
Abb.5: Modifizierte Porter-Branchenstrukturanalyse nach DePamphilis (eigene Darstellung in Anlehnung an DePamphilis 2001, S.145) .....	31
Abb.6: Ranking der strategischen Kriterien anhand strategischer Prioritäten (Eigene Darstellung in Anlehnung an <i>IP 6</i> ) .....	33
Abb.7: Beispiel für ein Akquisitionsprofil (Eigene Darstellung in Anlehnung an Jansen 2008, S.260) .....	34
Abb.8: Auswahlprozess von potenziellen Übernahmekandidaten (eigene Darstellung in Anlehnung an Naber 1986, S.111) .....	35
Abb.9: Phasen der Auswahl und Bewertung geeigneter Akquisitionskandidaten (eigene Darstellung in Anlehnung an Lucks; Meckel 2002, S.80) .....	36
Abb.10: Wesentlicher Inhalt eines Letter of Intent (Eigene Darstellung in Anlehnung an Berens; Mertes; Strauch 2008 B S.54 in Berens; Brauner; Strauch 2008A) .....	42
Abb.11: Facetten der Due Diligence (eigene Darstellung) .....	43
Abb.12: Überschneidung der FDD mit Jahresabschlussprüfung (eigene Darstellung in Anlehnung an KPMG in Menz u. a. 2007, S.89) .....	44
Abb.13: Interne Unternehmensanalyse im Rahmen der MDD (eigene Darstellung in Anlehnung an Lauszus u. a. 2008, S.484) .....	48
Abb.14: Externe Unternehmensanalyse im Rahmen der MDD (eigene Darstellung in Anlehnung an Lauszus u. a. 2008, S.487-488) .....	49
Abb.15: Faktoren zur inhaltlichen Beschreibung des Humankapitals (eigene Darstellung in Anlehnung an Wucknitz 2002, S.203) .....	53
Abb.16: Erfolgsfaktoren Unternehmenskultur und Führungsverhalten (eigene Darstellung in Anlehnung an Sackmann 2004, S.44) .....	55
Abb.17: Das 7 K-Modell der Post Merger Integration (eigene Darstellung in Anlehnung an Jansen 2008, S.319-321) .....	57

---

---

Abb.18: Integrationstypologie nach der Wandelanforderung (eigene Darstellung in Anlehnung an Marks / Mirvis 1998 in Jansen 2008, S.326) .....	58
Abb.19: Phasen der Auswahl und Bewertung geeigneter Akquisitionskandidaten (eigene Darstellung in Anlehnung an Abb.9) .....	61
Abb.20: Definition der Klein- und mittelständischen Unternehmen (KMU) der EU (Eigene Darstellung in Anlehnung an Europäische Kommission 2009) .....	62
Abb.21: Future Growth Value (eigene Darstellung in Anlehnung an Jansen; Picot; Schiereck 2001, S.169) .....	76
Abb.22: Übersicht der Bewertungskriterien (eigene Darstellung) .....	79
Abb.23: Bewertungsschema Unternehmen Mustermax (eigene Darstellung) .....	81

---

---

## Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDD	Cultural Due Diligence
CF	Cash Flow
COV	Current Operations Value
CTDD	Commercial-Technological Due Diligence
DAX	Deutscher Aktienindex
DD	Due Diligence
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EDD	Environmental Due Diligence
EG	Europäische Gemeinschaft
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EVA®	Economic Value Added
FDD	Financial Due Diligence
FGV	Future Growth Value
HRDD	Human Resources Due Diligence
IP	Interviewpartner
IPDD	Intellectual Property Due Diligence
ITDD	Information Technology Due Diligence
KMU	Klein- und mittelständische Unternehmen
KPI	Key Performance Indicators
KPMG	Klynveld, Peat, Marwick und Goerdeler – Internationales Wirtschaftsprüfungs- und Beratungsunternehmen
LDD	Legal Due Diligence
LOI	Letter of Intent
M&A	Merger & Acquisition
MBI	Management Buy In
MBO	Management Buy Out
MDD	Market Due Diligence
MVA	Market Value Added
NOPAT	Net Operating Profit After Taxes

---

---

NWC	Net Working Capital
ROCE	Return on Capital employed
ROI	Return on Investment
SD	Sustainable Development (Nachhaltige Entwicklung)
sog.	sogenannte
TDD	Tax Due Diligence
USD	US-Dollar
USP	Unique Selling Proposition
vgl.	vergleiche
WACC	Weighted Average Cost of Capital

---

---

# 1 EINFÜHRUNG

## 1.1 RELEVANZ DES THEMAS

Neben dem Produkt- und Dienstleistungsmarkt hat sich auch ein stetig wachsender Markt für Unternehmen entwickelt. Unternehmer und Manager reagieren mit dem Unternehmenskauf bzw. Zusammenschluss auf den raschen globalen Wandel der Wirtschaft.

Im Streben nach nachhaltig wertorientierter Unternehmensführung sowie einer hohen Marktkapitalisierung steht nicht mehr der reine Shareholder Value im Vordergrund, sondern es gewinnt der Stakeholder Value zunehmend an Bedeutung, was bedeutet, dass neben den Interessen der Anteilseigner auch Interessensgruppen wie Mitarbeiter, Kunden, Lieferanten in den Vordergrund rücken (Picot 2008, S.2-3).

Seit 2002 wird von der 6. Welle im „Merger & Acquisition“ Markt gesprochen. Diese 6. Welle ist geprägt von institutionellen Investoren, niedrigen Zinsen und Käufern aus China und Indien (Jansen 2008, S.62).

Nach wie vor stellen Unternehmensakquisitionen und Fusionen hochkomplexe Vorgänge im Wirtschaftsleben dar – genau deshalb scheitern mehr als zwei Drittel der Unternehmensakquisitionen laut einer mehrjährigen KPMG-Studie (Menz u. a. 2007, S.13-17). Scheitern bedeutet in diesem Fall, dass die Zielsetzungen, die mit der Übernahme verbunden waren, nicht oder nur teilweise erreicht werden. Meist sind diese Zielsetzungen mit der Steigerung des Unternehmenswerts verbunden.

„Dum prüfe, wer sich bindet. Unternehmensfusionen funktionieren wie eine Ehe – gut oder gar nicht. In letzter Zeit häufiger gar nicht. Dabei könnte mit schlüssigen Pre-Merger-Konzepten die Basis für eine erfolgreiche Unternehmensfusion schon lange vor Vertragsabschluss gelegt werden.“ (Ernst-Motz 2008).

---

## 1.2 ZIELSETZUNG DER ARBEIT

Die Zielsetzung der nachfolgenden Arbeit ist es, ein strategieorientiertes Bewertungsschema in Form einer Potenzialanalyse zu erstellen.

Dieses Bewertungsschema soll im Rahmen einer Screeningphase (Kandidatensuche und Vorauswahl für eine Unternehmensakquisition) eine erste Rangreihung der potenziellen Übernahmekandidaten zulassen.

Diese Rangreihung soll anhand von verschiedenen herausgearbeiteten Kriterien erfolgen, welche im Rahmen der Arbeit analysiert und definiert werden.

## 1.3 AUFBAU DER ARBEIT UND WISSENSCHAFTLICHE VORGEHENSWEISE

Ein Großteil des in der nachfolgenden Arbeit verwendeten Wissens wird mittels Literaturvergleichen gewonnen, durch sogenannte sekundäre Forschung. Vergleichend und ergänzend dazu werden in die Kapitel 5 und hier im Speziellen in 5.1.4 Primärdaten aus dem unternehmerischen Alltag eingearbeitet. Dies geschieht durch die Erhebung von allgemeingültigem, firmeninternem Wissen im Rahmen von qualitativen Befragungen.

Entscheidend für die Wahl der qualitativen Forschung ist die Möglichkeit der authentischen Erfassung von Information, die bei der quantitativen standardisierten Befragung verloren geht (Mayer 2002, S.24-26).

Hier wiederum fällt die Wahl auf das Experteninterview, welches eine Sonderform des Leitfadeninterviews darstellt, da der Befragte weniger als Person, sondern mehr in seiner Funktion als Experte interessant ist (Mayer 2002, S.37).

Es werden sechs Interviews mit Experten von verschiedenen Unternehmen durchgeführt (Zeitraum April/Mai 2009). Alle Interviewpartner (nachfolgend *IP* ... genannt) sind Personen, die ihrerseits den Prozess einer Unternehmensakquisition schon mehrfach in der Rolle des Beraters oder Mitarbeiters / Managers eines Käuferunternehmens begleitet ha-

---

ben und demnach aufgrund der gesammelten Erfahrung als Experten bezeichnet werden können.

Aufgabe der qualitativen Forschung ist es, Theorien aus empirischen Untersuchungen zu entwickeln. Dabei wird von beobachteten Einzelfällen auf allgemeingültige Theorien geschlossen (Mayer 2002, S.22-24).

Die Erkenntnisse dieser Befragungen werden direkt in die obengenannten Kapitel eingearbeitet und als Interviewaussagen gekennzeichnet. Der Leitfaden für das Interview ist im Anhang zu finden. Der Autor hat die Interviews digital aufgezeichnet, konsolidiert und mit den Ergebnissen der theoretischen Ansätze verglichen. Aus Gründen der Diskretion werden weder Namen, Datum und Ort des Interviews genannt. Die digital aufgezeichneten Interviews werden drei Monate nach positiver Beurteilung der Arbeit gelöscht.

---

## 2 GRUNDLEGENDE BEGRIFFE

Nachfolgende Kapitel sollen die verwendeten Begrifflichkeiten und das nötige Hintergrundwissen für den Rahmen dieser Arbeit definieren.

### 2.1 ARTEN VON UNTERNEHMENSZUSAMMENSCHLÜSSEN

#### 2.1.1 Begriffsbestimmung

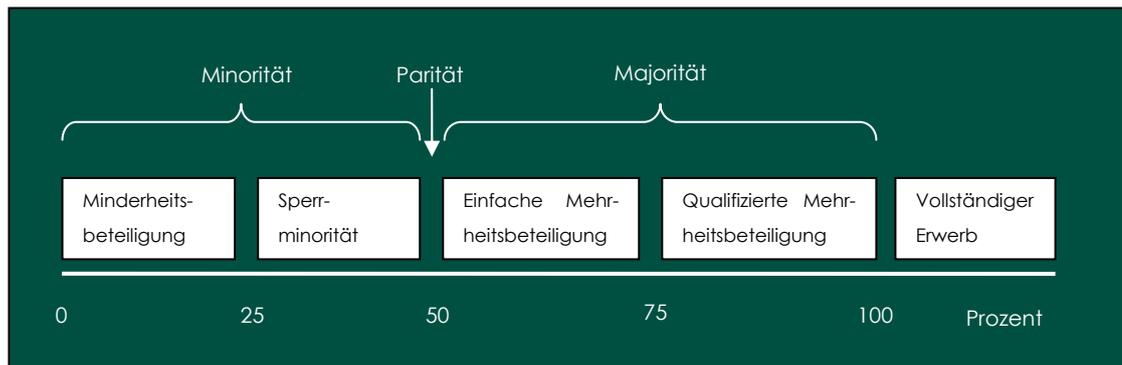
##### 2.1.1.1 Merger & Acquisition

In der Literatur wird zwischen internem Wachstum (Neuerrichtung oder Erweiterung von Betrieben, Aufbau neuer Kapazitäten) und externem Wachstum (Unternehmenszusammenschluss) unterschieden (Kummer 2005, S.15). Kummer unterscheidet weiter zwischen kapitalgebundenen Unternehmenszusammenschlüssen (Fusion, Akquisition) und vertraglichen Zusammenschlüssen (Zunft, Kartell, Interessensgemeinschaft, strategischen Allianzen). In der vorliegenden Arbeit wird ausschließlich auf die kapitalgebundenen eingegangen.

Laut Kerler (2000, S.11) werden die Begriffe „Merger“ (Fusion) und „Acquisition“ (Akquisition, Übernahme) in der Literatur nicht einheitlich verwendet. Gerpott trennt die Begriffe „Merger“ und „Acquisition“ mit der Tatsache ab, „ob infolge des angestrebten Zusammenschlusses der Unternehmen die rechtliche Selbständigkeit der beteiligten Partner berührt wird“ (Gerpott 1993, S.30).

Auch Kummer (2005, S.16-17) sieht diese Begriffe als in der Literatur verwässert. Für ihn stellt eine Akquisition „der vollständige, mehrheitliche oder teilweise Erwerb eines Unternehmens oder eines Unternehmensteils durch ein anderes Unternehmen“ dar.

Eine Fusion sieht Kummer weiter als einen „Zusammenschluss von zwei oder mehr Unternehmen zu einer rechtlichen und wirtschaftlichen Einheit“. Bei der Abgrenzung zwischen Akquisition und Fusion bezieht Kummer die Beteiligungshöhe mit in die Überlegung ein, allerdings definiert auch er keine genauen Grenzen, um hier eine Unterscheidung zu treffen.



**Abb.1: Beteiligungshöhe und Bezeichnungen (bei „klassischem“ Aktienrecht wie in Deutschland / Österreich) (Eigene Darstellung in Anlehnung an Wöhe; Döring, 2002, S.315)**

Laut Kummer steigt mit der Beteiligungshöhe die Einflussnahme eines Käufers, Kerler unterscheidet vergleichend Merger & Acquisition nach dem „Grad der zukünftigen Vernetzung der betroffenen Unternehmen“ (Kerler 2000, S.11).

In nachfolgender Arbeit wird als Arbeitsdefinition der Titel „Akquisition“ gewählt, da hier ausschließlich Akquisitionen mit Mehrheitsbeteiligung von Unternehmen betrachtet werden. Sonderformen wie „Management Buy Out“ (MBO) oder „Management Buy In“ (MBI) werden nicht betrachtet.

### 2.1.1.2 Share Deal

Von einem Share Deal wird gesprochen, wenn ein Unternehmen veräußert bzw. erworben wird, indem Beteiligungsrechte seines Rechtsträgers übertragen werden. Rechtlich gesehen sind die Geschäftsanteile, Akti-

---

en oder Beteiligungen der Kaufgegenstand (Berens; Mertes; Strauch 2008B, S.25-27 in Berens; Brauner; Strauch 2008A, S.25-27).

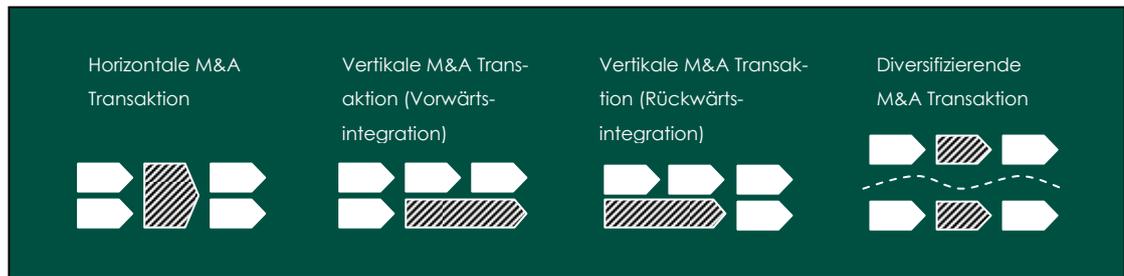
### **2.1.1.3 Asset Deal**

Bei einem Asset Deal handelt es sich um einen Erwerb von Wirtschaftsgütern und immateriellen Vermögenswerten sowie der Übernahme von Verbindlichkeiten. Der Asset Deal stellt eine Alternative zum Share Deal dar, da das Unternehmen von seinem bisherigen Rechtsträger getrennt wird und damit der Erwerber neuer Rechtsträger ist. Dabei ist es möglich, einzelne Bestandteile des Unternehmens oder das Unternehmen als Ganzes zu erwerben (Berens; Mertes; Strauch 2008B, S.27-28 in Berens; Brauner; Strauch 2008B, S.27-28).

## **2.2 STRATEGISCHE KLASSIFIZIERUNG VON ZUSAMMENSCHLÜSSEN**

Für die strategische praxisorientierte Unterscheidung greift Kerler auf eine Definition von Ansoff zurück, welcher Akquisitionen nach der Akquisitionsrichtung unterscheidet. Dabei charakterisiert Ansoff vier Gruppen von Akquisitionsarten (Ansoff 1987, S.133):

- Horizontale Akquisition: Übernahme von Unternehmungen im gleichen Produkt-/Markt-Segment (die Unternehmen stehen auf gleicher Stufe der Wertschöpfungskette)
- Vertikale Akquisition: Unternehmen von vor- und nachgelagerten Wertschöpfungsstufen werden verbunden (rückwärtsgerichtet: Kauf eines Zulieferers, vorwärtsgerichtet: Kauf eines Kunden)
- Konzentrische (oder diversifizierende) Akquisition: Übernahme eines Unternehmens, welches marketingtechnische oder technologische Ähnlichkeiten aufweist
- Konglomerate Akquisition: Übernahme eines Unternehmens, welches in anderen Produkt- oder Marktkombinationen tätig ist



**Abb.2: Horizontale, vertikale und diversifizierende M&A Transaktion (Kummer 2005, S.38)**

Während Kerler die konglomerate Akquisition als eine eigenständige Form einstuft, ist für Kummer die konglomerate Akquisition nur eine andere Bezeichnung für diversifizierende Akquisition (Kummer 2005, S. 38).

Eine weitere Klassifikation hat Steger lt. Abb.3 begründet.

Kategorie	Bezeichnung	Strategisches Ziel	Praxisbeispiele
Traditional M&A	Consolidation Merger	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Rationalisierung</li> <li>• Reduktion von Überkapazitäten</li> <li>• Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Total / Elf</li> <li>• Sanofi / Syntelabo</li> </ul>
	Pearls on a string	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ausweitung des Produkt- und Markenportfolios und/oder der regionalen Abdeckung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ABB expandiert nach Osteuropa</li> </ul>
	Strategic Assembler	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ausweitung der Produktpalette</li> <li>• Ausweitung der geografischen Präsenz</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nestle</li> </ul>
Transformational M&A	New Industry Entrance	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Brancheneintritt durch M&amp;A Transaktionen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Westinghouse und CBS Media</li> </ul>
	Portfolio Turnover	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Transformation durch anhaltende M&amp;A Strategie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mannesmann wird zum Automotive - Konzern</li> </ul>
	Global Leap	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Entscheidende Ausweitung von Produktprogramm und geografischer Abdeckung durch M&amp;A</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Daimler / Chrysler</li> <li>• Airtouch / Vodafone</li> </ul>

**Abb.3: Klassifikation von Fusionen und Akquisitionen nach Steger (1999, S.1-4)**

---

Die Kategorien von Steger lassen sich lt. Kummer einerseits in die Dimensionen „Ausweitung von Geschäftsfeldern“ (z.B. Produkte, Märkte und Industrien), andererseits auf die „Entwicklung von Fähigkeiten“ einteilen. Die „Traditional M&A“ stellen dabei kleine Veränderungen dar, bei denen ein Transfer von Fähigkeiten und Geschäftstätigkeiten stattfindet; bei den „Transformational M&A“ findet ein Aufbau von neuen Fähigkeiten und Geschäftsfeldern statt, so Kummer (2005, S.42-43).

---

## **3 INTENTIONEN FÜR UNTERNEHMENS- AKQUISITIONEN**

Für die Suche nach einem geeigneten Übernahmekandidaten ist die Intention für den Unternehmenskauf primär wichtig, um in Abhängigkeit des Motivs die Anforderungen an den Kandidaten zu definieren.

Für Berens ist das grundsätzliche Motiv einer Akquisition die „Suche nach Potenzialen für Wettbewerbsvorteile und deren Umsetzung in einem neuen Unternehmensverbund (Berens; Mertes; Strauch 2008B, S.39 in Berens; Brauner; Strauch 2008A, S.39). Grundsätzlich unterscheidet er zwischen marktwertsteigernden und nicht-marktwertsteigernden Motiven.

### **3.1 MARKTWERTSTEIGERENDE MOTIVE**

#### **3.1.1 Synergieerzielung**

Die Synergieerzielung zielt auf eine „Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit auf Geschäftsbereichsebene durch Gestaltung der Beziehungen unter den Tochtergesellschaften“ ab (Berens; Mertes; Strauch 2008B, S.43 in Berens; Brauner; Strauch 2008A, S.43).

Durch die Erschließung von Synergiepotenzialen sollen Mehrwerte für die Aktionäre erschlossen werden. Kerler (2000, S.62-77) hat die verschiedensten Theorien von Synergien analysiert und eine eigene Definition aus diesen erstellt, welche grundlegend für die vorliegende Arbeit sein soll. Er unterteilt Synergie in vier verschiedene Arten:

1. Güterwirtschaftliche Synergien: Voraussetzung dafür sind Similaritäten von Aktivitäten, Produkten oder Märkten der zusammenschließenden Unternehmen. Diese können in allen Bereichen des

---

Unternehmens, von der Beschaffung, der Lagerhaltung über die Produktion bis zum Verkauf und der Forschung & Entwicklung auftreten (vgl. Operative Synergiepotenziale in Kummer 2005, S.33: Economies of Scale, Scope and Speed, Lernkurveneffekt, etc.). Demnach versprechen sich viele Manager z.B. bei der Durchführung von produktionsorientierten Akquisitionen die höchsten Renditen, da hier güterwirtschaftliche Synergien in Form von Kosteneinsparungspotenzialen auftreten.

2. Finanzwirtschaftliche Synergien: Hier werden Steuervorteile (nicht ausgeschöpfte Verschuldungskapazitäten oder Verlustvorträge), eine Komplementarität von Wachstumsmöglichkeiten und finanziellen Ressourcen zwischen den Unternehmungen sowie der Coinsurance Effekt genannt. Der Coinsurance Effekt bedeutet, dass die Fremdkapitalgeber durch eine Akquisition eine bessere Absicherung ihrer gewährten Kredite erreichen.
3. Machtsynergien: Die Machtsynergien fördern die Verhandlungsstärke gegenüber Lieferanten und Käufern. Diese Art von Synergie, welche oft in einer Monopolisierung aufgeht, wird weitgehend durch nationale und internationale Wettbewerbskommissionen kontrolliert und verhindert.
4. Managementsynergien: Managementsynergien entstehen, wenn im Rahmen einer Akquisition das weniger kompetente Management des akquirierten Unternehmens durch ein kompetenteres Management ersetzt wird. Diese Synergie entsteht nur durch Wissenstransfer. Restrukturierungen können teilweise als Managementsynergien bezeichnet werden.

---

### 3.1.2 Portfoliomanagement

Sicherheit durch verteilte Unsicherheit – so lautet der Grundgedanke des Portfoliomanagements, welches auf der Portfoliotheorie von Markowitz aus dem Jahre 1952 (Markowitz 2008, S.329-369) aufbaut. Laut Jansen (2004, S.88) ist demnach die Anlagenstreuung auf mehrere Investitionen vorteilhaft, da dadurch eine Risikoreduzierung des gesamten Portfolios erfolgt. Dies spielt vor allem bei konglomeraten Akquisitionen eine große Rolle, um das eigene Unternehmen durch unverwandte (optimalerweise negativ korrelierende) Geschäftsbereiche strukturell, saisonal sowie konjunkturell abzufedern.

Gesucht werden hier speziell gesunde, attraktive Unternehmen, deren Wert nicht vollständig im Kaufpreis abgebildet ist. Es stehen Ertragsverstetigungs-, Risikoreduktions-, Kapitalkostenreduktions- sowie Finanzierungsausgleichsgesichtspunkte im Vordergrund (Berens; Mertes; Strauch 2008B, S.40-41 in Berens; Brauner; Strauch 2008A, S.40-41).

### 3.1.3 Restrukturierung

Nach Porter (1987, S.48-51) wird bei einer Akquisition aufgrund von Restrukturierung ein Unternehmen nach dem Kauf restrukturiert bzw. neu ausgerichtet, um danach wieder verkauft zu werden.

Auch Berens u. a. definieren für eine Restrukturierung bzw. Sanierung das „Erkennen von nicht verwirklichtem Potenzial in der neuen Tochtergesellschaft“, welche nach der Restrukturierung meist in einen Verkauf mündet (Berens; Mertes; Strauch 2008B, S.41-43 in Berens; Brauner; Strauch 2008A, S.41-43).

In diesem Falle, so Berens weiter, ist die Rolle der Konzernleitung die eines aktiven Sanierers und Reorganisators, welche nach dem Kauf das bestehende Management wahrscheinlich austauscht und durch Kostensenkungen und Umsatzerhöhungen sowie Überprüfung der Notwendigkeit der vorhandenen Substanz (Reallokation von Aktiva und Passiva,

---

Realisierung stiller Reserven) versuchen wird, das Unternehmen operativ und strategisch neu auszurichten.

### **3.1.4 Spekulative Motive**

Unter spekulativen Motiven verstehen Berens u. a. die Erzielung zeitlicher Arbitragegewinne, welche aus der Differenz des Kaufpreises zum Verkaufspreis (unter Rücksichtnahme der Finanzierungskosten) entstehen (Berens; Mertes; Strauch 2008B, S.45-46 in Berens; Brauner; Strauch 2008A, S.45-46).

Diese Arbitragegewinne können aus Informationsdefiziten aufgrund von Marktunvollkommenheiten oder aus der Akquisitionserfahrung entstehen, unter der Voraussetzung, dass dem Käufer Informationen zur Verfügung stehen, die anderen Marktteilnehmern nicht bekannt sind.

## **3.2 NICHT MARKTWERTSTEIGERENDE MOTIVE**

Nicht marktwertsteigernde Motive definiert Kerler als sogenannte „Managertheorien“. Diese Theorien sehen als Ausgangspunkt der Akquisition nicht den Markt als ausschlaggebend, sondern den Manager. Diese Managertheorie baut auf die Prinzipal-Agent Theorie auf, welche sich mit der Analyse der Beziehung zwischen Auftraggeber (Eigentümer – Prinzipal) und Auftragnehmer (Geschäftsführer, Manager – Agent) befasst. Hieraus entsteht der sogenannte Agency-Konflikt, welcher besagt, dass der Agent als Homo Oeconomicus nur zu einem gewissen Grad die Interessen seines Prinzipals vertritt und auch Entscheidungen in seinem eigenen Interesse fällt. Dies kann sich in einem Wertverlust für den Prinzipal auswirken (Kerler 2000, S.52-53).

Laut Monsen und Dowens (1965, S.221-236) setzt sich das zu betrachtende Arbeitseinkommen des Agenten aus monetären Elementen (Gehalt, Boni) und nichtmonetären Elementen (Macht, Prestige, Freizeit) zusammen. Hier kann einerseits die Größe des Unternehmens Auswirkung auf den monetären Teil des Einkommens haben, andererseits

---

kann sich die Größe aber auch z. B. auf Prestige und die Macht des Agenten auswirken (persönliche Selbstverwirklichung, vgl. Hybris-Theorie: Selbstüberschätzung des Managers in Roll 1986, S.197-215). Neue Herausforderungen können durch das Verlassen des Kerngeschäftes gesucht werden (Berens; Mertes; Strauch 2008B, S.46-47 in Berens; Brauner; Strauch 2008A, S.46-47).

### **3.3 SCHLÜSSELRIKEN**

Hooke (1997, S.53-58) definiert sog. Schlüsselrisiken einer Akquisition:

- „Operating Risk“: Der Geschäftserfolg entspricht aus verschiedenen Gründen nicht den Erwartungen. Meist hängt dieses Risiko mit einer fehlgeleiteten Integrations- bzw. Zusammenführungsphase zusammen.
- „Overpayment Risk“: Wenn für das akquirierte Unternehmen ein zu hoher Preis bezahlt wurde, der trotz hoher Kapitalrückflüsse nicht in der gewünschten Zeit erreicht werden kann, spricht Hooke vom Risiko der „Überbezahlung“, eines zu hohen Kaufpreises.
- „Financial Risk“: Das Finanzrisiko hängt laut Hooke von zwei Faktoren ab: einerseits von der Höhe der Verschuldung für die Akquisition, andererseits der Höhe der Verschuldung des Zielunternehmens.

---

## **4 BETEILIGTE EINES AKQUISITIONSPROZESSES**

Um den Prozess der Unternehmensakquisition nachvollziehbar und verständlich zu schildern, werden nachfolgend die beteiligten Parteien erklärt.

Lucks und Meckl unterscheiden bei den Beteiligten eines Akquisitionsprozesses zwischen sog. internen und externen Gruppen (2002, S.29-50). An diese Unterscheidung hält sich der Autor auch in nachfolgenden Kapiteln 4.1 und 4.2.

### **4.1 INTERNE GRUPPEN**

#### **4.1.1 Akquirierendes Unternehmen**

Laut Lucks und Meckl sind primär die Eigentümer des akquirierenden Unternehmens zu nennen, welche durch die Akquisition in erster Linie eine Wertsteigerung des Unternehmens erwarten. Weitere Motive für eine Akquisition wurden bereits im Kapitel 3 angeführt. Meist ist die Durchführung einer Akquisition von der Zustimmung der Aktionäre abhängig. Außerdem ist das Top-Management zu nennen, welches die zentrale Führungsfunktion im M&A Prozess wahrnimmt. Eine Beteiligungsrolle nimmt das operative Management wahr, welches für fachspezifische Fragen hinzuziehen ist. Weiters werden meist Abteilungen wie „Unternehmensentwicklung“ oder „Strategische Unternehmensplanung“ (Fachabteilungen und Stäbe) in den M&A Prozess miteinbezogen, welche die Kandidatensuche und die Strategieentwicklung übernehmen. Meist ist die Finanzabteilung für die Bewertung der Unternehmen zuständig und das „Beteiligungscontrolling“ übernimmt den Controllingprozess des Zielunternehmens.

---

In vielen Fällen werden auch sog. institutionalisierte Spezialabteilungen für M&A und Kooperationen gebildet, welche das Aufgabenspektrum von M&A Beratern übernehmen und damit den Gesamtprozess steuern. Dies ist allerdings nur sinnvoll, wenn regelmäßige M&A Transaktionen durchgeführt werden.

Nicht zuletzt tragen die Mitarbeiter selbst entscheidend zum Gelingen des M&A Projekts bei - M&A bedeuten auch für Mitarbeiter des akquirierenden Unternehmens einen tiefgreifenden Einschnitt in den Alltag und sind mit entsprechenden Verunsicherungen verbunden.

### **4.1.2 Zielunternehmen**

Beim Zielunternehmen haben die Eigentümer eine entsprechend hohe Bedeutung, da diese über den Verkauf entscheiden. Die Zielsetzung ist hier, einen möglichst hohen Preis zu erzielen. Des Weiteren kann sich die Kooperation des Managements mit dem Käuferunternehmen entscheidend auf die Integration und die Bereitschaft der Mitarbeiter zur Umstrukturierung auswirken. Allerdings hält sich diese Bereitschaft in Grenzen, wenn das Management erwartet, in Zukunft keine Managementposition mehr zu erhalten. Natürlich tragen auch das operative Management und die Mitarbeiter selbst wesentlich zum Gelingen der Transaktion bei. Hier besteht meist ein hohes Misstrauen gegenüber dem neuen Arbeitgeber, da es oft zu Kürzungen der Gehälter sowie Um- und Restrukturierungsmaßnahmen kommt.

### **4.1.3 Transition Team**

Offt findet laut Lucks und Meckl ein Interessensausgleich auf mehreren Ebenen zwischen dem Käufer und dem Verkäufer statt. Dabei wird versucht, die divergierenden Interessen der unterschiedlichen Parteien in Einklang zu bringen. Es wird durch sog. Transition Teams versucht, Interessenskonflikte schon im Vorfeld zu lösen und die Betroffenen frühzeitig

---

in den Prozess einzubinden. Diese Transition Teams werden aus allen beteiligten Gruppen zusammengestellt und treffen sich regelmäßig nach Veröffentlichung der Transaktion.

*Interviewpartner 1 (IP 1)* hebt heraus, dass dem Verantwortlichen der Integration eine Schlüsselrolle zukommt – die Projektleitung muss nicht zwingend in der Hand des übernehmenden Unternehmens liegen, sondern kann auch seitens des Zielunternehmens erfolgen. Generell übt eine Unternehmensakquisition meist eine starke Bindung auf die „Key Player“ des Integrationsprozesses aus.

## **4.2 EXTERNE GRUPPEN**

### **4.2.1 Wirtschafts- und Sozialpartner**

Unter dieser Gruppe verstehen Lucks und Meckl Wettbewerber, Zulieferer, Kunden und öffentliche Institutionen wie Regierung, Verwaltung, Gewerkschaften und Verbände (2002, S.37).

### **4.2.2 M&A Experten**

Hier wird zwischen Beratern, die generell sämtliche Phasen des M&A Prozesses begleiten und spezialisierten Beratern, die auf bestimmte Phasen spezialisiert sind (Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, etc.) unterschieden. Aufgrund der großen Erfahrung der Berater empfiehlt es sich, von deren Dienstleistungen Gebrauch zu machen und speziell auch in der Due Diligence Phase Sachverständige zu engagieren.

## 5 DER AKQUISITIONSPROZESS

Dieses Kapitel stellt einen zentralen Teil der Arbeit dar, da hier die Eingliederung des später im Detail untersuchten Screeningprozesses stattfindet und eine gesamtheitliche Übersicht über den klassischen Ablauf einer Unternehmensakquisition gegeben wird.

In der facheinschlägigen Literatur wird ein M&A Prozess in folgende drei Phasen unterteilt (Jansen; Picot; Schiereck 2001, S.36):

1. Planungsphase (Entscheidungsprozess für eine Akquisition)
2. Durchführungsphase (insbesondere Due Diligence, Bewertung der Gesellschaft, Transaktionsvertrag)
3. Integrations- und Implementierungsphase

Kerler (2000, S.234) spaltet diesen Prozess in der nachfolgend angeführter Abbildung noch weiter auf:

Phase	Aktion	Details
Pre-Merger (Planungsphase)	Strategieentwicklung des Akquisiteurs und Erkennen der strategischen Notwendigkeit	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Umweltanalyse</li> <li>• Vision</li> <li>• Unternehmensanalyse</li> <li>• Analyse vorhandener Synergiepotenziale</li> <li>• Strategieentwicklung pro Strategischer Geschäftseinheit</li> <li>• Evtl. mit M&amp;A Beratern, Teambildung</li> </ul>
	Suche, Identifikation und Kontaktierung eines Targets	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Anforderungsprofil</li> <li>• Auswahlprozess</li> <li>• Erste Kontakte und Erhalt des Unternehmens-Profils</li> <li>• Erste Bewertung des Targets</li> <li>• Letter of Intent und Due Diligence</li> <li>• Unternehmensanalyse und FIT-Analyse (Prüfung ob das Zielobjekt den Anforderungen entspricht)</li> </ul>
Merger (Durchführungsphase)		

	Realisations- und Integrationsphase	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Planung und Akquisitionsabwicklung</li> <li>• Abklärung der Finanzierung</li> <li>• Planung Post-Merger Management (PMM)</li> <li>• Überprüfung Wettbewerbsbeschränkungen</li> </ul>
	Bewertung	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cash Flow Projektion</li> <li>• Berechnung korrekter Kapitalkosten</li> <li>• Szenarioerstellung</li> <li>• Ermittlung des Unternehmenswertes</li> <li>• Bereitstellung von Argumentationswerten für die spätere Verhandlung</li> </ul>
	Schlussverhandlungen	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bildung des Verhandlungsteams</li> <li>• Argumentation/Festlegung Verhandlungsstrategie</li> <li>• Allfälliger Kaufentscheid</li> <li>• Signing</li> <li>• Closing</li> </ul>
Post Merger (Integrationsphase)	Integration und Kontrolle	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Post Merger Management (PMM)</li> </ul>

**Abb.4: Der Akquisitionsprozess (Eigene Darstellung in Anlehnung an Kerler 2000,S.234)**

## 5.1 PLANUNGSPHASE

### 5.1.1 Strategische Analyse- und Konzeptionsphase

Picot sieht als zentrale Punkte in der Planungsphase die Fragen nach dem „Ob“, „Wann“ und „Wie“ eine Akquisition vorgenommen werden soll (in Jansen; Picot; Schiereck 2001, S.38):

- „Ob“: Festlegung der Unternehmensziele und Definition der Wachstumsstrategie
- „Wann“: Diese Frage steht in starker Beziehung zur Notwendigkeit der Stärkung des Stammgeschäftes sowie strategischen Überlegungen und der finanziellen und personellen Möglichkeiten

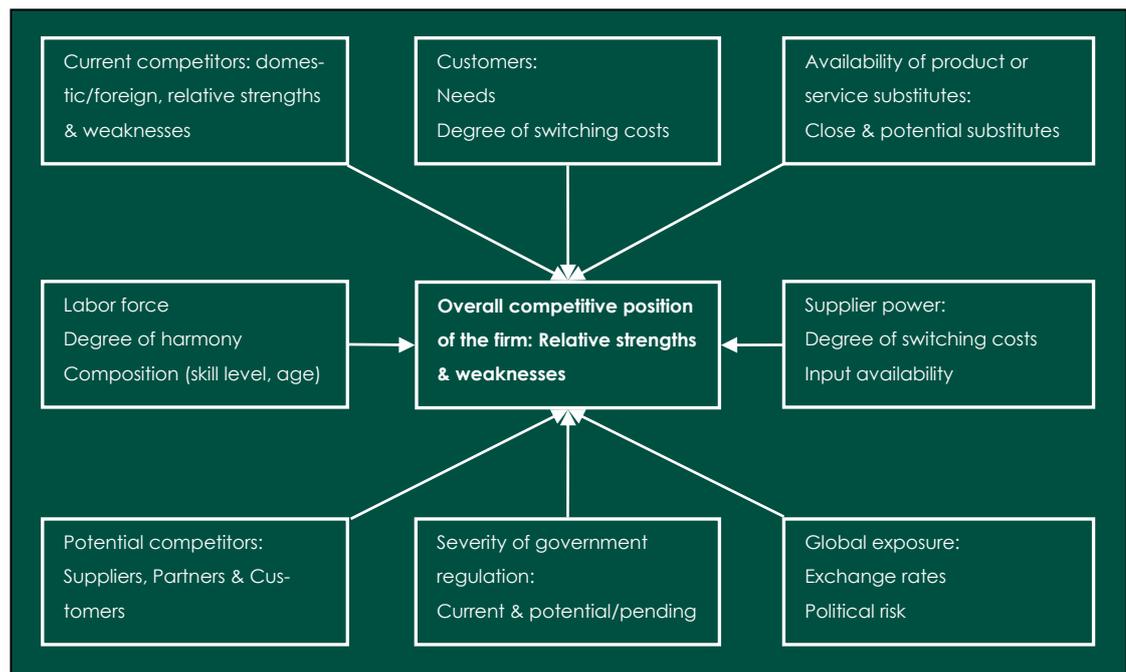
- 
- „Wie“: Das „Wie“ definiert, mittels welcher Form einer Akquisition die Ziele erreicht werden sollen. Es muss festgelegt werden, ob eine Minder- oder Mehrheitsbeteiligung durchgeführt wird, dazu müssen die rechtlichen und betriebswirtschaftlichen Parameter abgeklärt werden.

### **5.1.2 Analyse der Ausgangssituation**

Im Rahmen der Umweltanalyse sollten zuerst die relevanten Faktoren betreffend der allgemeinen Wirtschaftsentwicklung sowie den politischen, technologischen, rechtlichen und soziokulturellen Trends analysiert werden. Weiters sollten Chancen und Risiken der Branche, der Finanz-, Beschaffungs- und Absatzmärkte untersucht werden, um daraus die eigenen strategische Erfolgspositionen und operativen Wettbewerbsvorteile zu definieren.

Bei der Strategiebildung sollten die gewonnenen Erkenntnisse in die Suche nach Alternativen hinsichtlich Produktprogramm, der finanziellen Größenordnung und der geografischen Begrenzung für eine Akquisition einfließen (Berens; Mertes; Strauch 2008B in Berens; Brauner; Strauch 2008A, S.49).

DePamphilis hat dazu eine Erweiterung des „Porter competitive Framework“ (Branchenstrukturanalyse nach Porter) entwickelt:



**Abb.5: Modifizierte Porter-Branchenstrukturanalyse nach DePamphilis (eigene Darstellung in Anlehnung an DePamphilis 2001, S.145)**

Neben dieser, lt. Jansen (2008, S. 253) „unternehmerischen Umweltanalyse“ muss eine Analyse des eigenen Unternehmens erfolgen. Jansen nennt dazu folgende Werkzeuge zur Bestimmung der eigenen Position (2008, S. 250):

- Stärken- / Schwächenanalyse
- Erfolgsfaktorenanalyse
- Diversifikationstests
- Kernkompetenzdefinition
- Portfoliotests
- Test der „economies of scale & scope“ -Typen
- Wertschöpfungskettenanalyse

---

### 5.1.3 Zieldefinition und Strategie

Laut Jansen erschließen sich aus der Kombination der durchgeführten Analysen sogenannte strategische „Gaps“, also Lücken, auf welche sich die nachfolgende Definition der Ziele und Strategie konzentrieren sollte (2008, S. 254).

Für Kerler (2000, S.235) ist im nächsten Schritt die klare Formulierung einer Vision bzw. Leitidee wichtig, die das zukünftige Tätigkeitsgebiet und den Marktanspruch der Käuferunternehmung beschreibt. Daraus muss ein Anforderungsprofil abgeleitet werden (siehe Abb.7).

Lt. Gomez und Weber (1989, S.40) „fehlt letztlich der Zusammenhalt und die gemeinsame Orientierung“ wenn keine solche strategische Leitidee vorhanden ist. Auch Voss und Müller-Stewens definieren eine gesamtheitlich abgestimmte Akquisitionsstrategie als einen wichtigen Teil des gesamten M&A Prozesses (in Keuper; Häfner; v.Glahn 2006, S.6-7).

Jansen nennt hier die Unterscheidung zwischen Konzern- und Geschäftsfeldstrategie als wichtig (Jansen 2008, S. 251). Weiters zeigen lt. Jansen verschiedene Untersuchungen seit den 1970er Jahren, dass eine positive Korrelation zwischen Planung und Erfolg besteht, d. h. dass Akquisitionen mit einer schriftlich formulierten Strategie erfolgreicher sind als jene ohne Strategie (Jansen 2008. S.262).

Auch für *IP 4* ist das strategiegerichtete Vorgehen vorrangig: Die Auswahl eines Akquisitionskandidaten muss an die eigene Unternehmensstrategie angepasst sein. Als Beispiel wurde hier der Kauf eines Unternehmens in Osteuropa genannt, wo es vorrangig um den Vertriebsaufbau und erst nachrangig um die dort vorhandene Produktion ging. Demnach wurde nach Unternehmen Ausschau gehalten, die vor Ort über einen starken Vertrieb verfügten.

Die Relevanz der Strategie wird auch von *IP 6* hervorgehoben. Es muss eine klare Investment-Strategie vorliegen, um laut *IP 6* die Grundlage für eine erfolgreiche Akquisition zu schaffen. Hier stellt sich die Frage nach einer vorhandenen Lücke: Eine detailliert Analyse hat zu erfolgen, welche Lücke in der Strategie vorliegt und wie diese, möglicherweise durch eine Akquisition, geschlossen werden kann (GAP Analysis). *IP 6* nennt diesen Prozess den „Strategy Check“, dessen Output eine präferierte Option einer „Partneringstrategie“ verbunden mit definierten Kriterien für diese Strategie ist.

*IP 6* nennt vier verschiedene strategische Prioritäten, welche mit unterschiedlichen strategischen Kriterien verbunden sind, die wiederum unterschiedlich gewichtet werden:

Priorität	Kriterium	Relevanz
Wachstum	• Einschränken des Lieferantenrisikos	4
	• Zurechtkommen mit Voluminaänderungen (Erhöhung der Flexibilität)	4
Differenzierung	• Zugang zu Technologie-Know How	4
	• Zugang zu Entwicklungs-Know How	3
	• Zugang zu Produktions-Know How	3
Produktivität	• Verbessern der Kostenposition	1
	• Interne Ressourcen freistellen	1
Mitarbeiter	• ...	

1 = Sehr hoch; 2 = Hoch; 3 = Mittel; 4 = Niedrig; 5 = Keine Relevanz

**Abb.6: Ranking der strategischen Kriterien anhand strategischer Prioritäten (Eigene Darstellung in Anlehnung an *IP 6*)**

Aufgrund dieser Kriterien muss in weiterer Folge ein Akquisitionsprofil erstellt werden - Jansen definiert dafür ein Beispiel (2008, S. 260):

<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Größenordnung:</b> 50 bis 300 Mio; größere Akquisition möglich, wenn Geschäftsbereiche abgestoßen werden können</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Art der Übernahme:</b> freundliche Transaktion</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Produktportfolio:</b> 50% der neu hinzugekommenen Produkte sollen einen Marktanteil von zumindest 30% im Zielmarkt aufweisen</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Voraussetzungen:</b> Gute Kapitalstruktur und konstante Ergebnisse</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Wertschöpfung des Neugeschäftes:</b> Bruttogewinnspanne &gt; 70%</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Umwelt:</b> keine Umweltprobleme, Altlasten oder Sanierungspflichten</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Technologiekompetenz:</b> Wichtiges Kriterium für weitere Entwicklung der Geschäftsbereiche und Produkte</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Zeitmanagement:</b> Zügige Abwicklung der Transaktion und Integration</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Kostenmanagement:</b> Berücksichtigung aller Akquisitionskosten</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Integrationswahrscheinlichkeit:</b> Gute Chancen der Integration sowohl auf Geschäftsführungsebene sowie auf Gesamtorganisationsebene</li> </ul>

**Abb.7: Beispiel für ein Akquisitionsprofil (Eigene Darstellung in Anlehnung an Jansen 2008, S.260)**

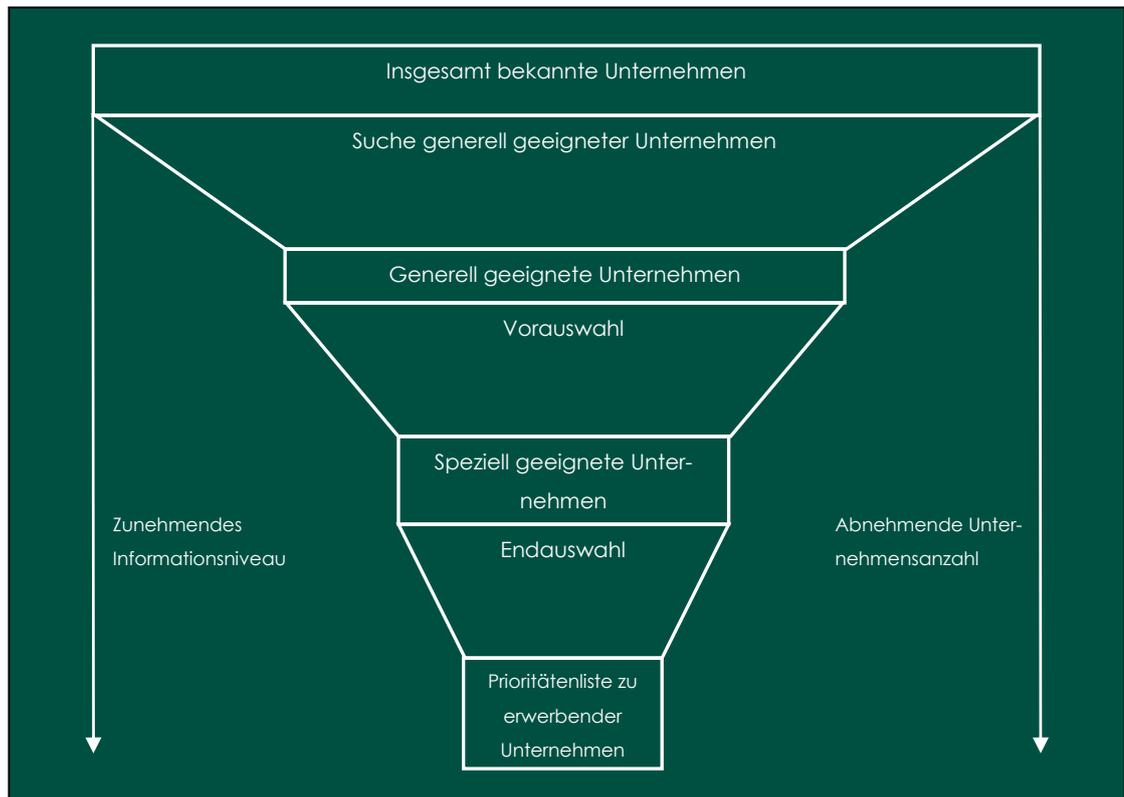
Laut *IP 2*, der im Beratungsgeschäft tätig ist, findet die oben dargestellte Vorgehensweise auch in der Praxis Anwendung. Folgende Faktoren stehen für *IP 2* für die Erstellung eines ersten Akquisitionsprofils im Vordergrund:

- Branche
- Unternehmensgröße
- Charakter: Private / Public
- Geografische Abgrenzung der Tätigkeit: National / Global
- Bilanzsumme
- Maximaler Verkaufspreis

---

## 5.1.4 Screening - Suche und Kandidatenauswahl

Laut Kerler sollte die Suche nach Übernahmekandidaten möglichst weitläufig durchgeführt werden, um möglichst viele dem Anforderungsprofil entsprechende Objekte zu finden (Kerler 2000, S.236).



**Abb.8: Auswahlprozess von potenziellen Übernahmekandidaten (eigene Darstellung in Anlehnung an Naber 1986, S.111)**

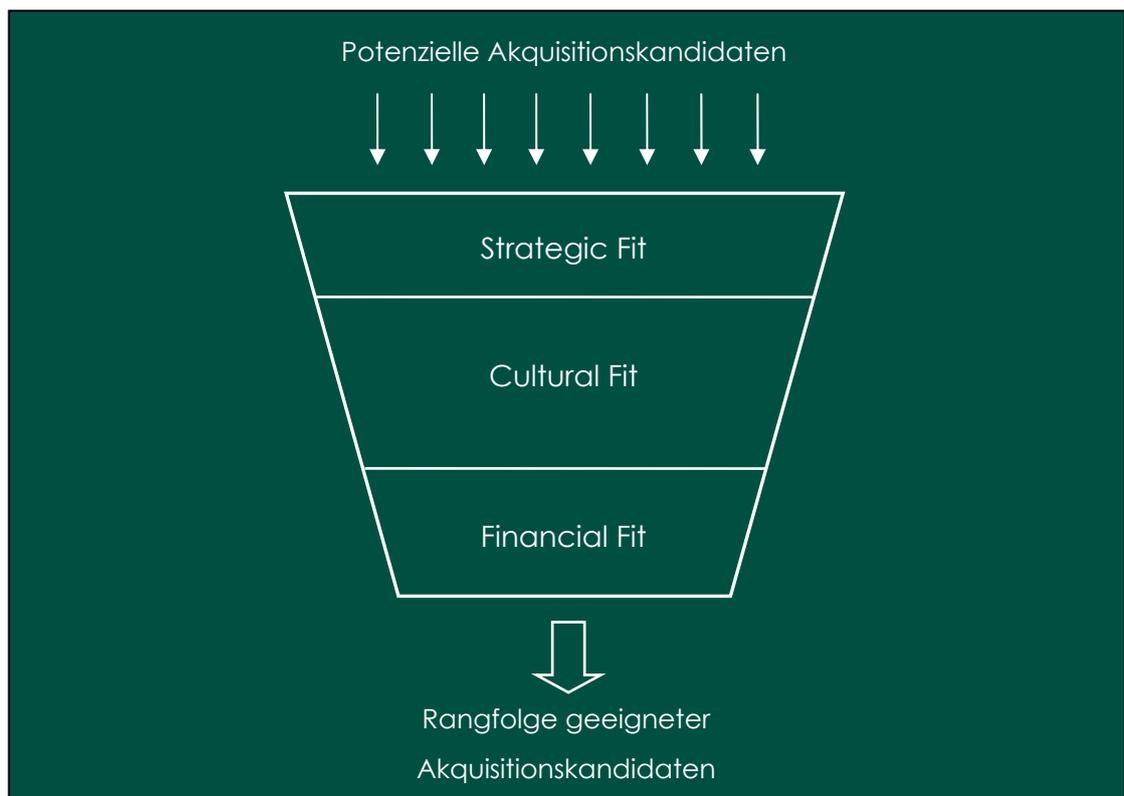
Nach DePamphilis erfolgt die Suche nach Kandidaten meist über Datenbanken und Firmenverzeichnisse wie die von Dun & Bradstreet, Standard & Poors u. ä., über Anwälte, Banken oder Berater oder aber in Eigenrecherche (Kunden- bzw. Mitbewerber und andere Marktteilnehmer). Aus diesen potenziellen Übernahmekandidaten wird eine „Long List“ erstellt, welche dann auf Grund des definierten Anforderungsprofils auf eine „Short List“ gekürzt wird (2001, S.181-183).

*IP 2* bestätigt diese Vorgehensweise, wenngleich meist die Zeit fehlt, um in dieser frühen Phase bereits detaillierte Untersuchungen vorzunehmen.

---

Im Unternehmen von *IP 6* wird ein laufendes Screening des Marktes durch jede einzelne Business Unit durchgeführt, welches von der jeweiligen Strategie der Business Unit abhängt.

Lucks und Meckel unterteilen die Screeningkriterien laut nachfolgender Abbildung:



**Abb.9: Phasen der Auswahl und Bewertung geeigneter Akquisitionskandidaten (eigene Darstellung in Anlehnung an Lucks; Meckel 2002, S.80)**

*IP 5* hat mit seinem Unternehmen in der Beratungsbranche ein strukturiertes Werkzeug entwickelt, mit welchem Datenbanken des Kredit-schutzverbandes, Dun & Bradstreet und ähnlichen aufgrund definierter Parameter gescannt werden können.

Dabei werden folgende Screening-Kriterien in die Auswahl einbezogen:

- Umsatz & Ertrag (sofern verfügbar)
- Mitarbeiteranzahl
- Gründungsjahr

- 
- Standort
  - Branche
  - Sonderqualifikationen wie Patente, Markenschutz, Vorhandensein einer Unique Selling Proposition (Alleinstellungsmerkmal)
  - Gewünschte Beteiligungshöhe in %
  - Zeitrahmen der Akquisition (keinen Einfluss auf das Scanning)
  - Kaufpreis (keinen Einfluss auf das Scanning)

Die Wirtschaftsprüfungs- und Unternehmensberatergesellschaft KPMG nennt die Dienstleistung im Vorfeld der Erstansprache „Pre Deal Evaluation“. Dabei werden folgende öffentlich zugängliche Informationen geprüft (KPMG.de 2009):

- Risikofelder und Deal Breaker im finanzwirtschaftlichen, kommerziellen und steuerlichen Bereich
- Performance der Zielgesellschaft im Vergleich zur Branche oder zu Vergleichsunternehmen (aus öffentlich zugänglichen Informationen)
- Stärken und Schwächen des Zielunternehmens
- Trends und Vorhersagen zur Branche
- Themenstellungen, die bei einer Due Diligence eine wichtige Rolle spielen
- eine erste Indikation von Wertschöpfungspotenzialen

Für *IP 1* ist der wichtigste Bewertungsindikator in dieser Phase das Geschäftsmodell: Es wird anhand öffentlich zugänglicher Daten detailliert analysiert, was das potenzielle Zielunternehmen „tut“, was für Mittel eingesetzt werden und wie das Geschäftsmodell strukturiert ist.

Sofern eine erste Kontaktaufnahme bereits stattgefunden hat, werden die Investitionen der Vergangenheit untersucht (Investitionsrückschau) und die Erfolgs- und Kostentreiber im Geschäft aufgezeigt.

Als Beispiel nennt *IP 1* die Beratung eines Kunden in der Logistikbranche. Das Kernstück eines Unternehmensverkaufs war die Software, mit wel-

---

cher das Zielunternehmen die Möglichkeit hatte, Kosten und Organisation von Logistikwegen abzubilden. Aufgabe von *IP 1* war es nun, als beratendes Unternehmen das Geschäftsmodell am Markt zu analysieren und zukünftige Chancen und Risiken zu erarbeiten und daraufhin aufgrund der vorliegenden Daten eine Empfehlung an das Käuferunternehmen abzugeben. Kernfrage dabei war, ob das Geschäftsmodell einen Mehrwert für den Kunden als Ergänzung des Käuferunternehmens darstellen würde.

Für das Unternehmen von *IP 3* sind für jede Akquisition sog. Key Performance Indicators (KPI) von hoher Bedeutung, welche Schlüsselkennzahlen darstellen, die die unternehmerische Leistung widerspiegeln. Diese werden von Experten vor der Analyse definiert und festgelegt. Beispielsweise kann dies beim Kauf eines Web-Portals die Anzahl Zugriffe von Usern pro Monat sein.

Für *IP 2* ist es wichtig, möglichst exakte „Market comparables“ zu finden, um Benchmarks (= vergleichende Analysen) durchführen zu können. Eine Schlüsselkennzahl dabei stellt laut *IP 2* das EBIT (Earnings before Interest and Taxes = Gewinn vor Zins und Steuern) dar. Weiters wird laut *IP 2* in der Screening Phase Augenmerk auf folgende Größen gelegt:

- ROCE: Return on capital employed
- Eigenkapital- bzw. Gesamtkapitalrentabilität
- Nettoverschuldung
- Umlauf- bzw. Nettoumlaufvermögen

Das Unternehmen von *IP 6* führt das Screening ebenfalls anhand eines standardisierten Anforderungsprofils durch, welches angepasst auf die Strategie der Business Unit mittels unterschiedlichen Kriterien und unterschiedlicher Gewichtung der einzelnen Kriterien erstellt wird. Anhand dieser Vorauswahl wird aus der „long list“ eine „short list“ erstellt.

---

Diese „short list“ - Kandidaten werden anschließend auf folgende Kriterien geprüft:

- Durchführbarkeit der Akquisition
- Grober Finanzplan
- Grobes Integrationskonzept und Identifikation von Synergien
- Vergleichsanalyse (Vor- und Nachteile) der Kandidaten und Empfehlung
- Analyse, wie potenzielle Lücken gefüllt werden könnten

Laut der Deloitte-Studie „Nachhaltigkeit mehr Wert“ (Deloitte.com 2007) werden sog. „Sustainable Development Key Performance Indicators“ (SD-KPI), also nachhaltigen KPIs (Schlüsselleistungsindikatoren), ein immer höherer Stellenwert bei Investoren und Analysten zugemessen. Im Rahmen dieser Studie geben sieben relevante Investoren und Analysten ihre Einschätzung für bis zu drei wichtige SD-KPIs für 10 Branchen-gruppierungen des DAX-30 an.

Dabei wurden beispielhaft folgende SD-KPI definiert:

- Automobilindustrie: Durchschnittlicher Flottenverbrauch, Energie- und Treibhausgasintensität der Produktion
- Banken: SD-Integration in Kreditanalyse und Asset-Management
- Chemie: Verringerung der Treibhausgasintensität und der gefährlichen Substanzen
- Industriegüter: Energie- und Treibhausgasintensität von Produktion und Produkten
- Konsumgüter / Einzelhandel: Lieferantenkette und Produktchancen managen
- Pharma: Zugang zu Arzneimitteln für die Mehrheit der Menschheit
- Informations- und Kommunikationstechnologie: Energieeffizienz und Öko-Design

- 
- Transport und Logistik: Energie und Treibhausgaseffizienz, insbesondere Flottenverbrauch
  - Versicherung: SD-Integration in Asset-Management und Versicherungsprämien
  - Versorger: Treibhausgasintensität & Anteil erneuerbare Energien

Da solche Leistungsindikatoren mit Nachhaltigkeitsbezug laut EU-Modernisierungsrichtlinie 2003/51/EG erstmals im Geschäftsjahr 2005 in (Konzern-)Lageberichten veröffentlicht werden mussten, wird die Wichtigkeit dieser SD-KPI auch in Zukunft weiter steigen.

Weitere SD-KPI können laut Deloitte folgende Faktoren betreffen (Deloitte.com 2007):

- Ressourcenknappheit
- Arbeitnehmerbelange
- externe Rahmenbedingungen
- Wettbewerberverhalten in der Branche
- Sustainable development (SD)-orientiertes Investitionsverhalten
- etc.

Aufgrund der Nennung des SD-orientierten Investitionsverhaltens als zukünftiger wichtiger Faktor für Nachhaltigkeit bei Investitionen ist eine Berücksichtigung von SD-KPIs im Rahmen eines Screening Verfahrens bzw. einer Due Diligence sinnvoll.

In diesem ersten Frühstadium der Auswahl sowie im späteren Stadium der Due Diligence ist die Beschaffung der notwendigen Informationen von höchster Bedeutung für den Gesamtprozess. Das Sammeln und Verwerten von Informationen bleibt eine ständige wichtige Aufgabe des potenziellen Käufers. Dieser muss trotz allfällig vorhandener Widerstände soviel Informationen wie möglich sammeln, da die Qualität der

---

Unternehmensbewertung von den vorhandenen Informationen abhängt (Kerler 2000, S. 238).

Auch für Berens sind Entscheidungen über das Eingehen von Geschäftsbeziehungen stets durch unvollkommene Information gekennzeichnet. Wenn die Initiative bezüglich Informationsaktivitäten ausgeht, wird von Wissensübertragung (Signaling) gesprochen, bei der Wissens-erarbeitung (Screening) geht die Initiative vom Käufer aus (Berens; Mertes; Strauch 2008B, S.5 in Berens; Brauner; Strauch 2008A, S.5).

Simon und Von der Gathen nennen als potenzielle Informationsbeschaffungsquellen folgende (2002, S.102):

- Kunden bzw. Lieferanten des Zielunternehmens
- Ehemalige Mitarbeiter
- Unternehmensveröffentlichungen aller Art
- Vertriebsinformationssysteme
- Tests, Verwendung oder Inanspruchnahme der Produkte
- Verbände, Messen, Seminare
- Zeitschriften, Tageszeitungen oder Internet
- Organisationen und Unternehmen, die sich auf Datenbeschaffung spezialisiert haben

## **5.2 DURCHFÜHRUNGSPHASE (TRANSAKTIONSPHASE)**

### **5.2.1 Kontaktaufnahme**

Im Rahmen der Vorauswahl erfolgt die erste Kontaktaufnahme abhängig von der Größe des Kandidaten. DePamphilis empfiehlt, mit kleineren Kandidaten (Umsatz < 25 MIO USD) direkten Kontakt aufzunehmen und bei größeren Unternehmen über einen Berater / Vermittler (meist eine Investmentbank) einen anonymen Erstkontakt herzustellen (DePamphilis 2001, S.184-185; Hooke 1997, S.117).

---

Wenn nach dem Erstkontakt und der Bekanntgabe erster Preisvorstellungen seitens des Verkäufers Interesse vorliegt, werden dem Käufer erste interne Informationen in Form eines Unternehmensprofils zur Verfügung gestellt, diese werden seitens des Käufers auf Grund von Geheimhaltungsgründen begrenzt sein (DePamphilis 2001, S.184-185).

Zu diesem Zeitpunkt werden beiderseitig Verhandlungsteams bestimmt (Hölters 2005, S.55).

### 5.2.2 Letter of Intent

In diesem Stadium kommt es bereits zu einer ersten juristischen Aktion, der sog. Absichtserklärung oder „Letter of Intent“ (LOI). Darin wird Folgendes geregelt (Berens; Mertes; Strauch 2008B S.52-53 in Berens; Brauner; Strauch 2008A):

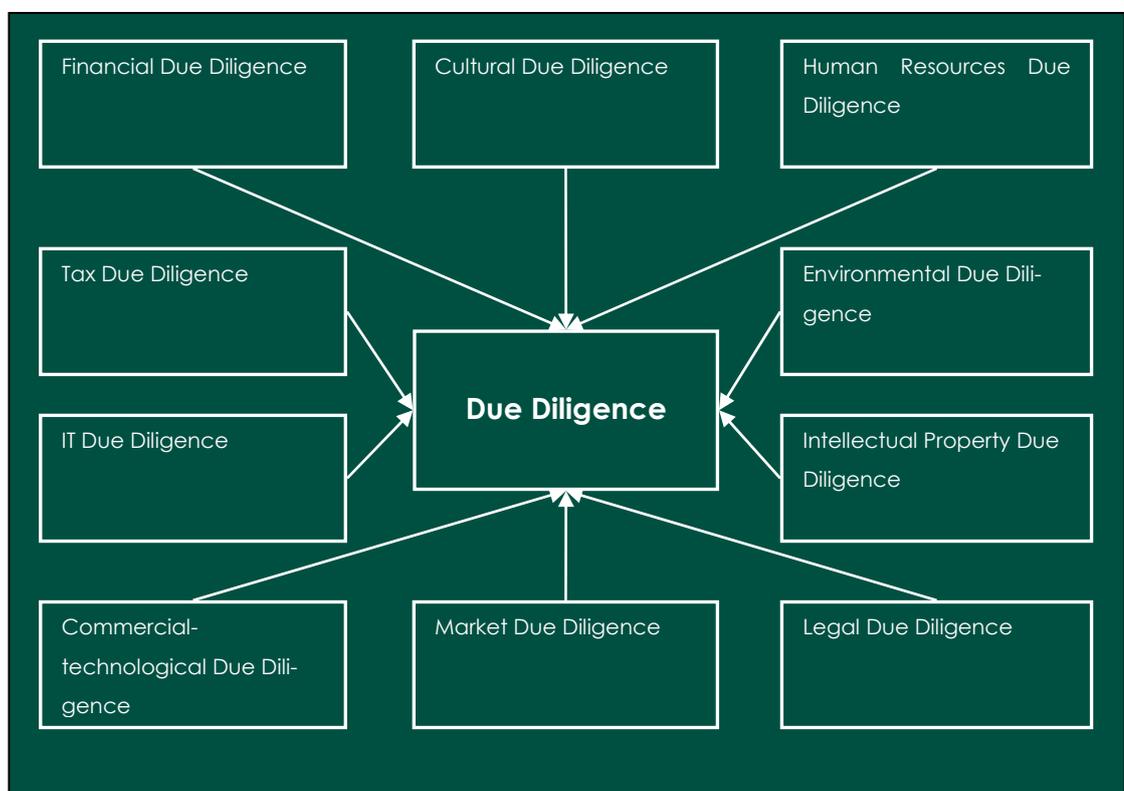
1. Genaue Definition des Transaktionsobjektes
2. Namen und Rechtsform der Vertragspartner
3. Transaktionsform
4. Verpflichtung des Verkäufers, dem Käufer eine Due Diligence zu ermöglichen
5. Verpflichtung des Verkäufers zu einer Exklusivverhandlung
6. Kaufpreisbandbreite
7. Zahlungsmodalitäten
8. Zeitplan für die Due Diligence und Fristen für die Angebotslegung des Käufers
9. Beendigung der Verhandlungen, wenn keine Einigung erzielt wird
10. Vorbehalte / erforderliche Zustimmung der Organe
11. Ausschluss von Schadenersatzforderungen bei Scheitern der Gespräche
12. Geheimhaltungsverpflichtungen

**Abb.10: Wesentlicher Inhalt eines Letter of Intent (Eigene Darstellung in Anlehnung an Berens; Mertes; Strauch 2008 B S.54 in Berens; Brauner; Strauch 2008A)**

---

### 5.2.3 Due Diligence

Parallel zum Verhandlungsbeginn startet der Käufer mit der Due Diligence, den sog. Detailuntersuchungen. Diese werden mit Hilfe der Verkäuferseite vorgenommen, da vor der Unterzeichnung des Letter of Intent keine tiefgehende Untersuchung des Unternehmens (aufgrund Geheimhaltung) möglich war. In dieser Zeit werden auch die Finanzierungsmöglichkeiten des Käufers geprüft sowie die damit verbundene steuerliche Gestaltung (Hölters 2005, S.55-57).



**Abb.11: Facetten der Due Diligence (eigene Darstellung)**

#### 5.2.3.1 Financial Due Diligence

Das primäre Ziel der Financial Due Diligence (nachfolgend FDD) ist es, Transparenz in Bezug auf Chancen und Risiken der Zielgesellschaft zu schaffen. Eine genaue Abgrenzung zur Jahresabschlussprüfung und Unternehmensbewertung ist deshalb lt. Kneisel nötig (2007, S.88).



**Abb.12: Überschneidung der FDD mit Jahresabschlussprüfung (eigene Darstellung in Anlehnung an KPMG in Menz u. a. 2007, S.89)**

Laut Kneisel wird die FDD üblicherweise von Wirtschaftsprüfern durchgeführt. Auf die FDD aufbauend wird üblicherweise die Unternehmensbewertung erstellt, da diese die notwendigen Inputdaten wie nachhaltige bereinigte Unternehmensüberschüsse und Umfeldinformationen für die Bestimmung des Kapitalisierungszinses liefert. Die Unternehmensbewertung selbst ist allerdings nicht als Teil der FDD zu sehen, da diese meist von der unternehmensinternen M&A-Abteilung durchgeführt wird.

Die FDD wird üblicherweise während der sog. „Datenraumphase“ durchgeführt. Diese liegt zeitlich zwischen der Abgabe des sog. „Nicht bindenden Angebots“ (Non-Binding Offer) und des späteren „Bindenden Angebots“ (Binding Offer). Üblicherweise werden die nötigen Daten (Jahresabschlüsse, Controlling-Auswertungen, Planungsrechnun-

---

gen, usw.) aus Sicherheitsgründen den Prüfern in einem speziellen Raum zur Prüfung zur Verfügung gestellt. In zunehmendem Maße erfolgt diese Bereitstellung bereits in virtuellen Datenräumen in speziellen Intranets. Um Zeit zu sparen, wird oft seitens des Verkäufers vorab eine Vendor initiated Due Diligence (VDD) durchgeführt, deren Ergebnisse dann dem potenziellen Käufer zur Verfügung gestellt werden. Dies ist insbesondere bei einem Bieterverfahren mit mehreren Parteien sinnvoll (Kneisel 2007, S.88-91).

### **5.2.3.2 Tax Due Diligence**

Laut Welbers existieren keine gesetzlichen Vorschriften zur Tax Due Diligence (TDD). Die wissenschaftliche Diskussion befasst sich dabei mehrheitlich mit der steueroptimalen Gestaltung bei einem Unternehmenskauf. Dementsprechend ergeben sich folgende Zielsetzungen (Welbers, 2008, S.423-424 in Berens; Brauner; Strauch 2008A):

- Analyse steuerlicher Risiken der Transaktion
- Formulierung einer Steuerklausel (Einarbeitung in den Kaufvertrag, dass der Verkäufer für eventuelle Altlasten belangt werden kann) zur Abdeckung steuerlicher Risiken des Zielunternehmens
- Strukturierung der Akquisition (steuerlich optimale Gestaltung der Transaktion und Integration) auf Ebene des Käuferunternehmens

### **5.2.3.3 IT Due Diligence**

Aufgrund der zwischenzeitlich hohen Bedeutung der IT in einem Unternehmen besteht die Notwendigkeit, die entsprechende Einbettung der IT in ein Management Information System (MIS) zu planen. Das MIS ist in der Regel kein Einzelsystem, es spielen verschiedene unterschiedliche Systeme zusammen, welche integriert und verbunden werden müssen.

---

Dabei gilt es, speziellen Augenmerk auf folgende Bereiche zu legen (Koch; Menke 2008, S.600-624):

- Ausgeprägtes Projektmanagement, Prioritätenbildung
- Analyse der Technik und Technologie im Unternehmen sowie des internen Kontrollsystems
- Bestehende Schnittstellendefinitionen
- Definition notwendiger zukünftiger Schnittstellen
- Analyse der IT-unterstützten Führungsaufgaben
- Outsourcing
- Chancen und Risiken (Risikomanagement & Notfallpläne)

#### **5.2.3.4 Commercial-technological Due Diligence**

In technologieintensiven Branchen vollzieht sich eine Produktdifferenzierung in erster Linie auf Basis innovativer Technologien. Im Rahmen der Commercial-technological Due Diligence (CTDD) gilt es, folgende Aspekte zu überprüfen (Schuh u. a. 2008, S.571-573):

- Sind das notwendige Technologie- und Strategiepotezial für eine nachhaltige Differenzierung vorhanden?
- Können mittels dieser Differenzierung aktuelle und zukünftige Kundenbedürfnisse befriedigt werden?
- Kann die technologische Basis für den sog. Technology Leverage genutzt werden? (Nutzenmaximierung durch Mehrfachverwendung von Produkt- und Prozesstechnologien innerhalb eines Produktionsprogrammes)

Einerseits befasst sich die CTDD also mit den Produkt-Markt-Segmenten und andererseits mit den Technologien und deren Integration in die Produkte. Dazu sind folgende Fragestellungen essentiell (Schuh u. a. 2008, S.573-574):

- Einzigartigkeit der Technologie
- Schnittstellen der Technologie zu anderen Komplementärtechnologien

- 
- Dauerhafter Schutz vor Nachahmung
  - Mögliche Substitutionen der Technologie
  - Mögliche Verbesserungen der Technologie
  - Kompetenz des Entwicklungsteams für zukünftige Weiterentwicklungen

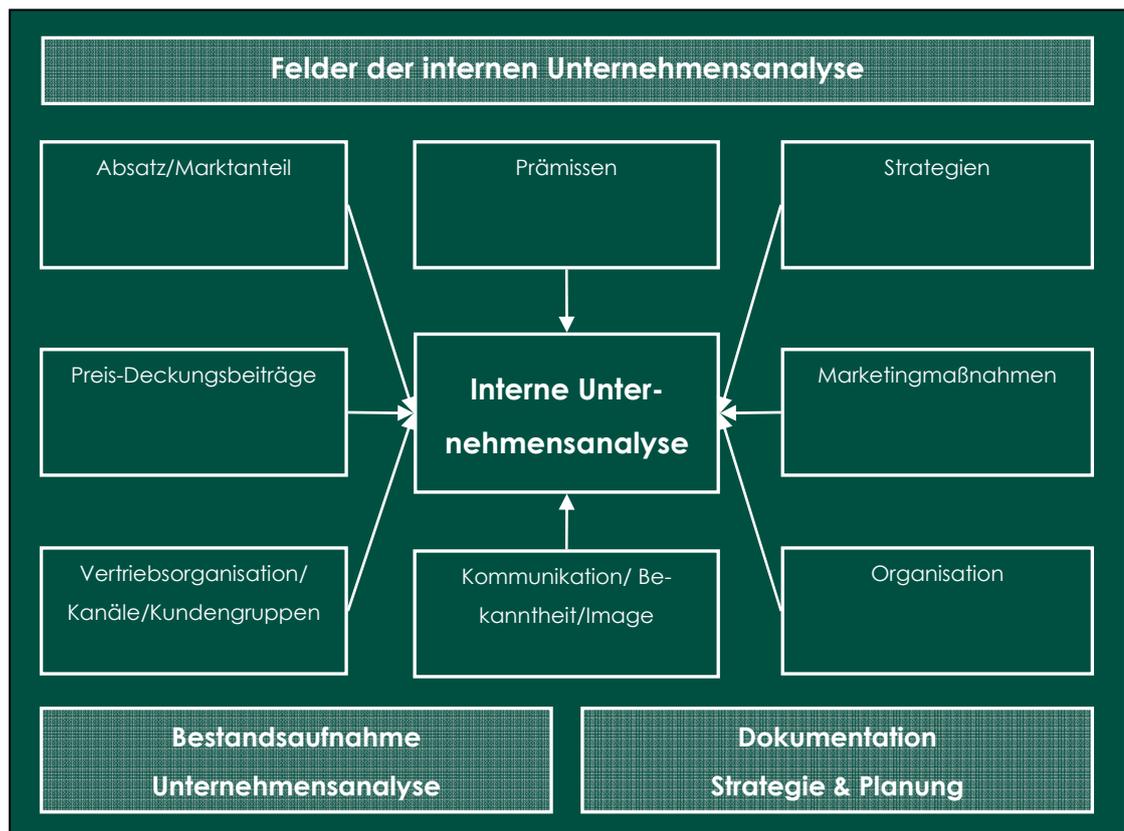
### **5.2.3.5 Market Due Diligence**

Zum Unterschied der klassischen Due Diligence (Financial, Tax, Legal,...) orientiert sich die Market Due Diligence (MDD) stärker an zukünftigen Chancen und Trends, da sich diese auf die strategie- und marketingrelevante Bereiche konzentriert. Diese Informationen dienen einer Plausibilisierung der Planung aus Marktsicht (Lauszus u. a. 2008, S.480-483).

Die Zielsetzungen der MDD definieren Lauszus u. a. (2008, S.480-483) wie folgt:

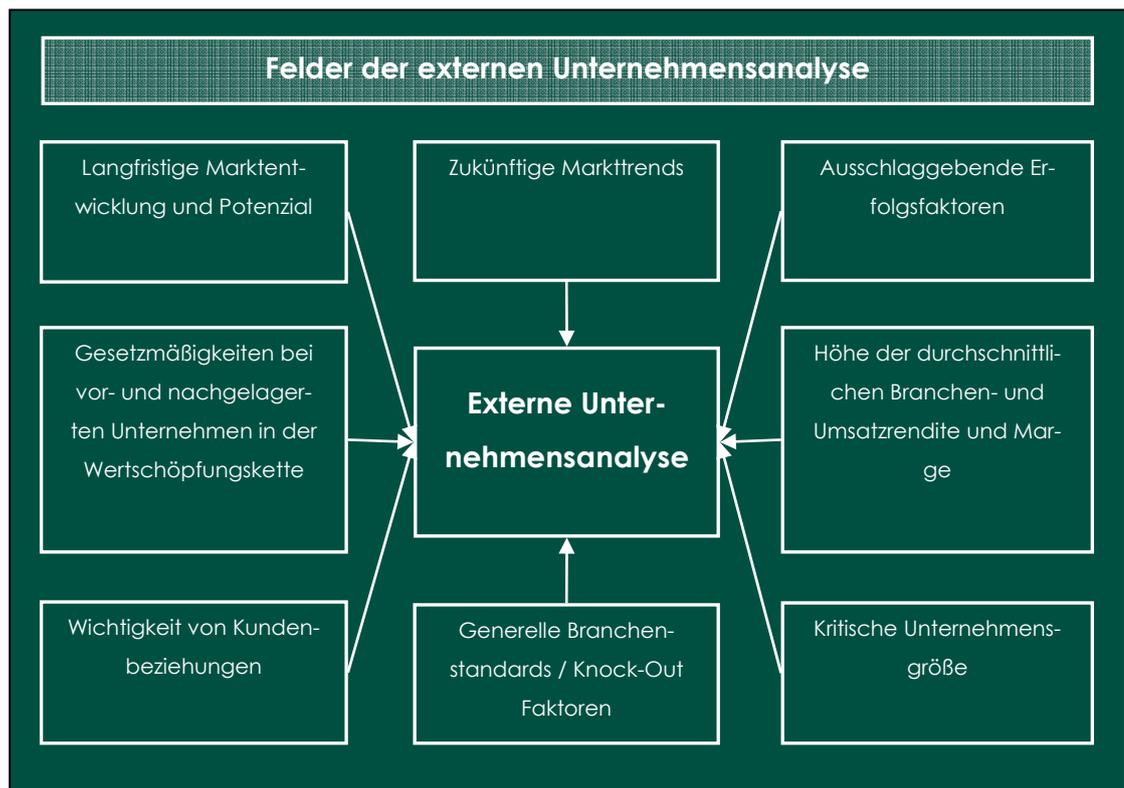
- Attraktivitätsanalyse des Marktes (Wachstum, Potenziale, Trends, Markteintrittsbarrieren, etc.)
- Ermittlung der Leistungsfähigkeit und der Wettbewerbsposition
- Ermittlung möglicher Synergien zwischen Käuferunternehmen und Zielgesellschaft
- Plausibilitätsprüfung der Planzahlen
- Identifikation von spezifischen, bis dato nicht ausgeschöpften Wachstums- und Ertragspotenzialen
- Analyse möglicher marktseitiger Exit-Optionen für das Käuferunternehmen

Dabei wird zwischen der internen (nachfolgend Abb.13) und der externen Unternehmensanalyse (nachfolgend Abb.14) unterschieden:



**Abb.13: Interne Unternehmensanalyse im Rahmen der MDD (eigene Darstellung in Anlehnung an Lauszus u. a. 2008, S.484)**

Die externe Unternehmensanalyse zielt hauptsächlich auf das Marktumfeld des Unternehmens ab. Dabei wird Augenmerk auf die kritischen Erfolgsfaktoren (Wertreiber) und die Wirtschaftlichkeits- bzw. Machbarkeitsprüfung gelegt. Folgende Fragen werden bei der externen Analyse in den Vordergrund gestellt:



**Abb.14: Externe Unternehmensanalyse im Rahmen der MDD (eigene Darstellung in Anlehnung an Lauszus u. a. 2008, S.487-488)**

Ein besonderes Merkmal der MDD ist die Betrachtungsweise: Während im Normalfall die Inside-Out Betrachtung angewendet wird, d. h. das die Analyse von innen durchgeführt wird, wird bei der MDD auch die Betrachtungsweise Outside-In vollzogen. Outside-In bedeutet, dass Absatzmittler, Branchenkenner, Kunden usw. mit in die Analysen einbezogen werden um ein möglichst belastbares externes Urteil (unter Berücksichtigung der nötigen Diskretion und Geheimhaltung) zu erhalten (Lauszus u. a. 2008, S.487-492).

### 5.2.3.6 Legal Due Diligence

Juristische Belange sind nicht die primäre Zielgröße der Überprüfung im Rahmen einer Akquisition, diese dienen nur „der Absicherung und Abrundung der wirtschaftlichen Grundlagen und Rahmenbedingungen, die ihrerseits die Werthaltigkeit und Profitabilität des Unternehmens bestimmen“ (Fritzsche, Stalman, 2008, S.449).

---

Im Rahmen der Legal Due Diligence (LDD) werden maßgebliche Informationen beschafft, die nötig sind, um in rechtlicher Hinsicht ein belastbares Angebot abgeben zu können und nötigenfalls eine Gewährleistung vom Verkäufer zu fordern.

Nachfolgende Faktoren sollten im rechtlichen Sinne beachtet werden:

- Vertraulichkeitsvereinbarung über eine Due Diligence (im Vorfeld der DD)
- Fusionkontrolle: Unterliegt die Regelung einer Fusionskontrolle? (im Vorfeld der DD)
- Rechtsgrundlagen der Zielgesellschaft: Gesellschaftsvertrag, rechtliche Rahmenbedingungen, Rechtsform, Betriebsverfassungsrecht, vertragliche Regelungen, etc.
- Rechtsgrundlagen der Geschäftstätigkeit: Vertragsgestaltungen (AGB), Auftragsbestand, Kooperationen, Großinvestitionen, etc.
- Rechtliche Rahmenbedingungen: Genehmigungen und Vorschriften, Anforderungen und Richtlinien, etc.
- Beteiligungen
- Rechtliches Innen- und Außenverhältnis: Rechtsstreitigkeiten, Prozesse, etc.
- Sonstiges: Personalfragen, Vertriebsstruktur, Immobilien, Versicherungen, Gewerbliche Schutzrechte, Lizenzen, Qualitätssicherung

Fritzsche und Stalman sehen die rechtliche Bewertung von Unternehmensunterlagen als Ergänzung der wirtschaftlichen Betrachtung und als deren nötige Bestätigung oder Infragestellung. Ziel ist es, Freistellungen bzw. Garantieerklärungen für in der LDD gefundene Fragestellungen und Unstimmigkeiten seitens des Verkäufers zu erhalten (Fritzsche, Stalman, 2008, S.450-472).

---

### 5.2.3.7 Intellectual Property Due Diligence

Besonders seit der Ära der „New economy“ bestimmen zunehmend immaterielle Werte den Wert eines Unternehmens. Die Intellectual Property Due Diligence (IPDD) befasst sich mit der Bestandsaufnahme und Systematisierung der Rechtspositionen und dem Erkennen von möglichen Risiken in diesem Zusammenhang. Speziell beim Asset Deal muss darauf geachtet werden, dass alle nötigen Schutzrechte, Nutzungsrechte und Informationen miterworben werden.

Speziell bei wissensbasierten Branchen ist eine IPDD wichtig. Eine Werthaltigkeitsprüfung der immateriellen Vermögensgegenständen sollte durchgeführt werden, um das Risiko einer Fehleinschätzung zu minimieren (Brenner u. a. 2008, S.633-641).

### 5.2.3.8 Environmental Due Diligence

Die sog. Environmental Due Diligence (EDD; Umwelt-Due Diligence) soll umweltrelevante Probleme und (finanzielle) Risiken erfassen. Basis dafür ist das jeweils vor Ort geltende Umweltrecht. Die EDD wird im Rahmen von umwelttechnischen Richtlinien von Consulting-Unternehmen durchgeführt, in der ersten Phase wird ein Umweltbetriebsgutachten erstellt und in der zweiten Phase werden ergänzende Gutachten zur Quantifizierung wertmindernder Tatbestände erstellt. Die EDD muss in enger Verbindung zu den anderen Teilen der Due Diligence gesehen werden, da sie einen starken Bezug zur Wertermittlung der Anlagen und Gebäude hat. Der Nutzen der EDD kann in folgenden Bereichen gesehen werden (Betko u. a. 2008, S.551-562):

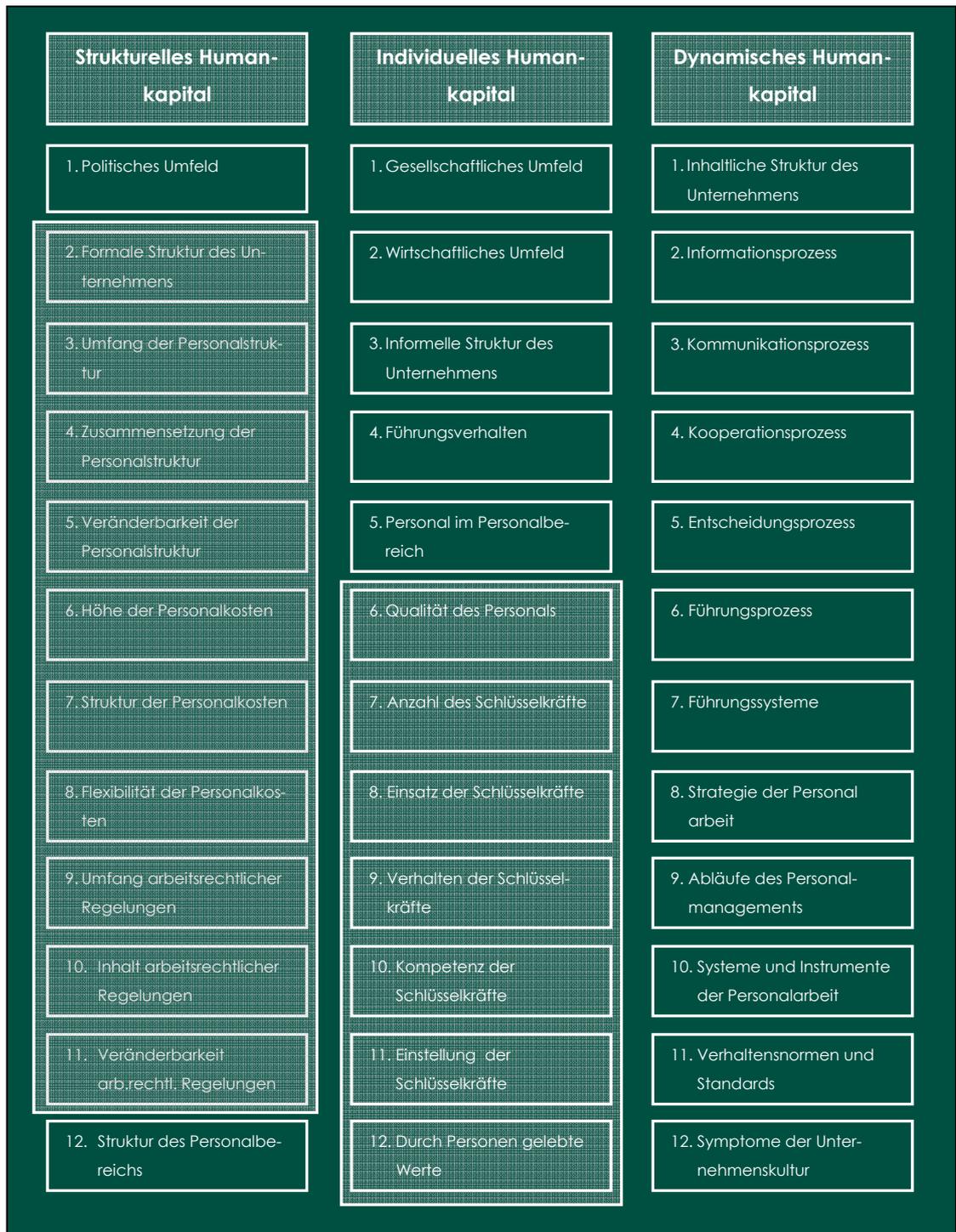
- Identifikation versteckter Risiken
- Klärung von Haftungsfragen
- Vermeidung von Gesetzeswidrigkeiten und zivilrechtlichen Streitigkeiten
- Inanspruchnahme von Verursachern
- Korrekte Kaufpreisermittlung und schneller Vertragsabschluss

- 
- Reduzierung von Produktionskosten durch Optimierung der Anlagentechnik
  - Sicherung des Standortes
  - Sicherung der Wertschöpfung
  - Erhöhung der Umsatzrendite
  - Vorbereitung von Sanierungsmaßnahmen
  - Pflege des Images

### **5.2.3.9 Human Resources Due Diligence**

Laut verschiedenen Untersuchungen stellen Fusionen und Übernahmen die kritischsten Phasen für einen Mitarbeiter in der Geschichte der Unternehmenszugehörigkeit dar (Aldering u. a. 2008, S. 499).

Humankapital wird laut Wucknitz (2002, S. 29-35) in individuelles, dynamisches und strukturelles Kapital eingeteilt:



**Abb.15: Faktoren zur inhaltlichen Beschreibung des Humankapitals (eigene Darstellung in Anlehnung an Wucknitz 2002, S.203)**

Unter strukturellem Humankapital versteht Wucknitz das durch die formalen Organisationsstrukturen reflektierte Humankapital. Individuelles Humankapital wäre demnach das an Einzelpersonen gebundene Humankapital. Dynamisches Humankapital ist unabhängig von Einzelper-

---

sonen und besteht auch weiterhin im Unternehmen, wenn Mitarbeiter das Unternehmen verlassen. Aldering und Högemann definieren speziell die Punkte 2-11 des strukturellen Humankapitals und 6-12 des individuellen Humankapitals in Abb.15 (farblich herausgehoben) als für eine Human Resources Due Diligence (HRDD) besonders wichtig.

Um die Messung der „Personalbonität“ im Rahmen einer HRDD möglich zu machen, sollten im Vorfeld einige essentielle Bewertungsmaßstäbe festgelegt werden. Weiters sollten unbedingt die indirekten Auswirkungen eines Zusammenschlusses auf das Personal angemessen berücksichtigt werden (Aldering u. a. 2008, S.502-519).

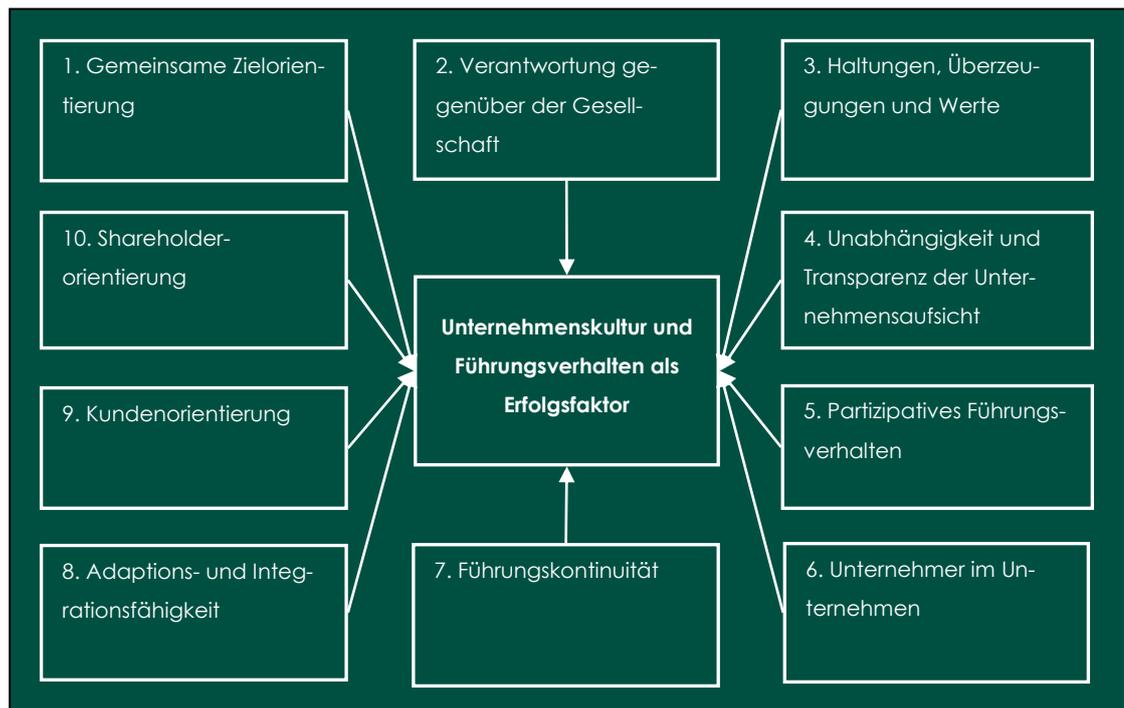
### **5.2.3.10 Cultural Due Diligence**

Felsing u. a. (2003, S.500) sieht den Begriff der Unternehmenskultur aus der kulturalistischen Perspektive. Demnach wird die Unternehmung als Kultur und der Kulturbegriff als Metapher für ständig in Veränderung stehende komplexe soziale Geschehnisse, die sich einem zielgerichteten Eingriff entziehen, gesehen.

Kutschker und Schmid (2006, S.690-695) hingegen vertreten die interventionalistische Perspektive, die besagt, dass die Unternehmenskultur als eine Variable verstanden wird, die durch gezieltes Eingreifen verändert und gestaltet werden kann.

Högemann schließt daraus eine vermittelnde Betrachtung, welche beide Positionen vereinigt und davon ausgeht, dass Kultur veränderbar ist, dies jedoch unter Hinblick der hohen sozialen Komplexität nur langfristig geschehen sollte (Högemann 2008, S.526). Högemann versteht unter Unternehmenskultur „das von einer Gruppe von Individuen geteilte System von Werten, Normen, Einstellungen und Idealen... das die Entscheidungen und Handlungen dieser Gruppe maßgeblich beeinflusst.“ (Högemann 2008, S. 527).

Die Inhalte für den Entwicklungsprozess einer Unternehmenskultur sieht Högemann als Erfolgsfaktoren der Unternehmenstätigkeit, welche in Abb.16 beispielhaft aufgezeigt werden.



**Abb.16: Erfolgsfaktoren Unternehmenskultur und Führungsverhalten (eigene Darstellung in Anlehnung an Sackmann 2004, S.44)**

Nach Högemann soll im Rahmen einer Cultural Due Diligence (CDD) vorerst eine Operationalisierung und Messung von unternehmensspezifischen Kulturmerkmalen erfolgen. Im Anschluss sollen valide, verlässliche und objektivierende Messmethoden gefunden werden, eine transparente Kommunikation der Ergebnisse erfolgen und diese Ergebnisse durch gezieltes Veränderungsmanagement im Rahmen der Post Merger Integration verarbeitet werden (Högemann 2008, S.533-545).

Entgegen der Meinung, dass die Unterschiede in der Unternehmenskultur eine wesentliche Rolle für den Erfolg oder Misserfolg von Fusionen spielen, verdeutlicht eine von Jansen durchgeführte Studie das Gegenteil. In einer Untersuchung von 800 Transaktionen konnte kein signifikanter Zusammenhang zwischen den Unterschieden der Unternehmenskulturen und dem Erfolg von Zusammenschlüssen ermittelt werden (Jansen u. a. 2001, S.22-26).

---

*IP 2* bestätigt dies auch praxisseitig: die Cultural Due Diligence wird in der Praxis meist überkompensiert durch andere, vermeintlich wichtigere Aspekte. Im Rahmen einer Akquisition spielt die Kultur im Vorfeld der Transaktion meist eine untergeordnete Rolle, erst in der Integrationsphase sollte darauf Hauptaugenmerk gelegt werden, wie auch die Ergebnisse der nachfolgend genannten Studie bestätigen.

Laut Ergebnissen der Studie „Survey Corporate M&A Deutschland“ (Karkowski 2008, S.29-31) verlangen allerdings 29% der Käufer als Voraussetzung eine Anpassung des Käuferunternehmens an die eigene Unternehmensstruktur – nur 15% wählen den „best of both worlds“ Ansatz. Die restlichen 56% machen diese Entscheidung vom jeweiligen Fall abhängig.

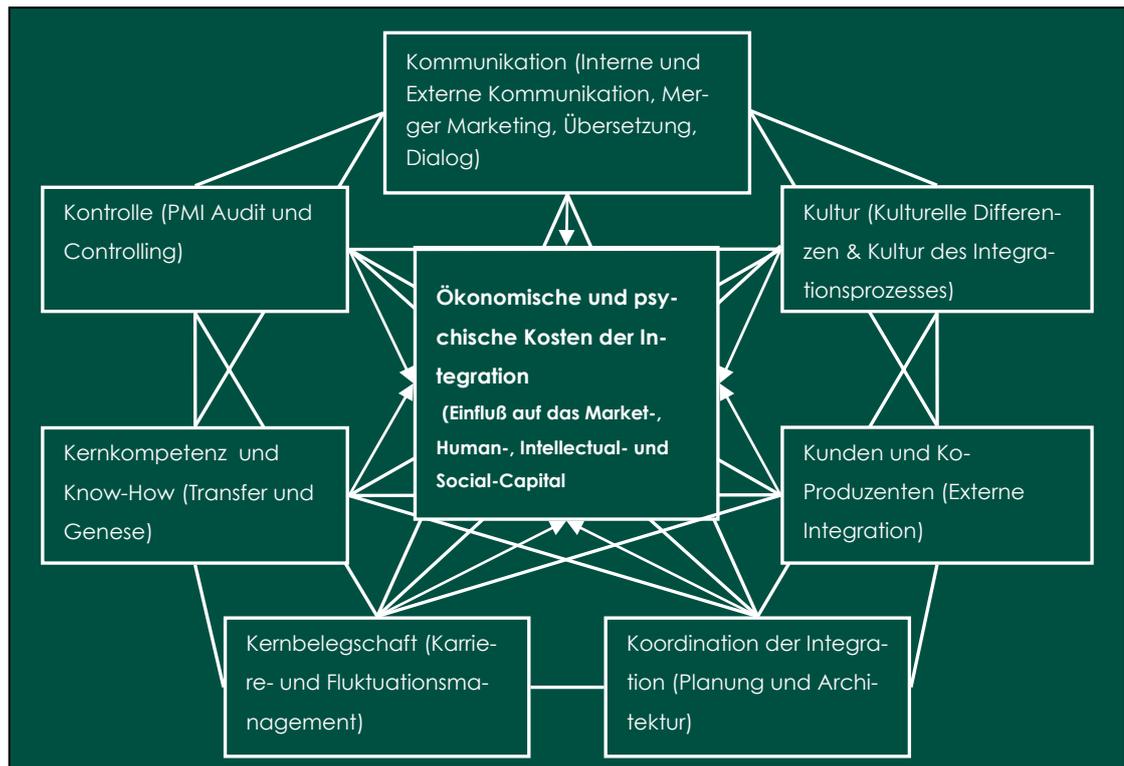
## **5.3 INTEGRATIONS- & VERNETZUNGSPHASE**

Da sich der Kern dieser Arbeit mit der Screening-Phase befasst, wird die (an sich sehr wichtige) Integrationsphase im Sinne der vollständigen Verständnisbildung nur gestreift.

Laut Jansen kommt der Integration von Akquisitionsobjekten eine bedeutende Rolle zu. Oft ist mangelhaftes Integrationsmanagement für den Misserfolg einer Akquisition verantwortlich. Für Jansen muss die Planung der Integration bereits in der Pre-Merger Phase stattfinden, da dies im Rahmen der Synergieerschließung und bezüglich den Integrationskosten wesentliche Auswirkung auf den Kaufpreis hat.

### **5.3.1 Das 7 K-Modell**

Jansen nennt als Grundmodell der Post-Merger Integration das 7 K-Modell der Integration, in dem alle kritischen Aspekte zusammengefasst sind (Jansen 2008, S.319-321):

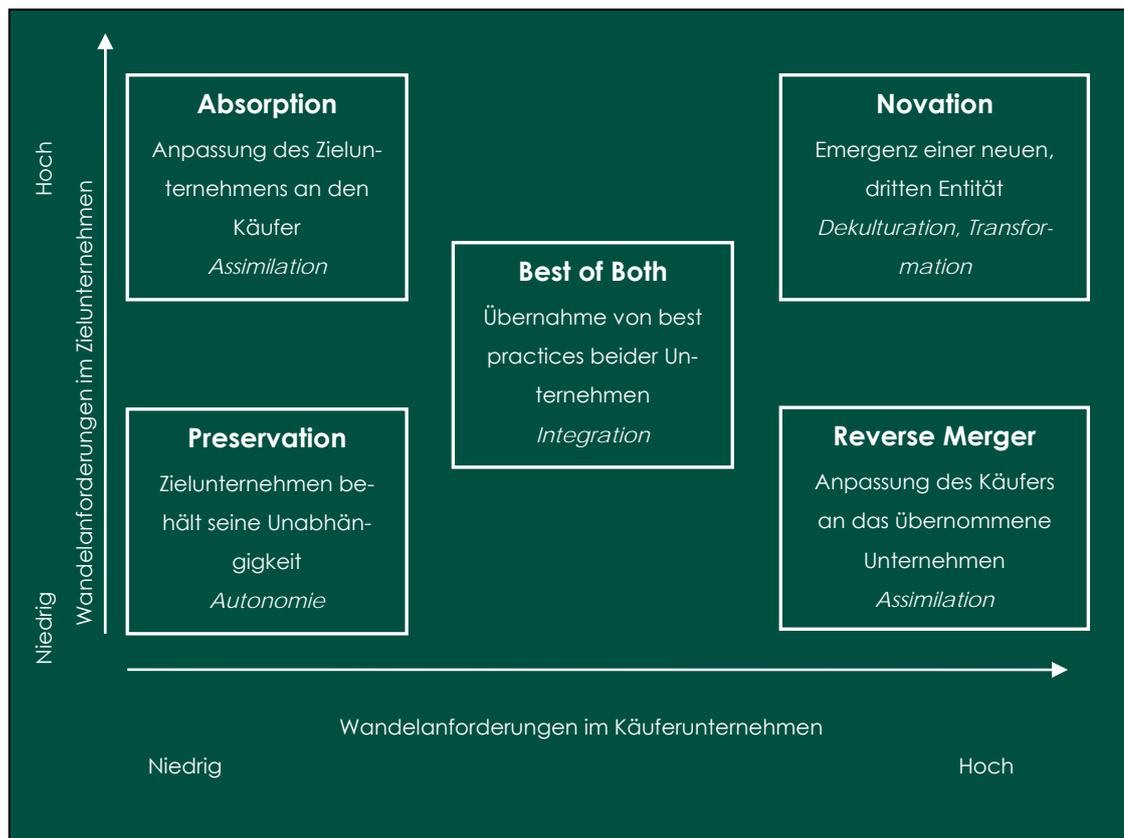


**Abb.17: Das 7 K-Modell der Post Merger Integration (eigene Darstellung in Anlehnung an Jansen 2008, S.319-321)**

Auch laut Picot bindet dieses 7 K-Modell alle wesentlichen Aspekte des Post-Merger Managements in eine Gesamtstrategie ein und macht die resultierenden Integrationskosten besser bestimmbar (Picot 2008, S.572-573).

### 5.3.2 Der Integrationsgrad

Nach Marks und Mirvis lassen sich verschiedene Formen von Integrationen abhängig von ihrem Integrationsgrad unterscheiden. Marks und Mirvis differenzieren nach den Anforderungen an das Management für die beteiligten Organisationen (Marks / Mirvis 1998 in Jansen 2008, S.326):



**Abb.18: Integrationstypologie nach der Wandelanforderung (eigene Darstellung in Anlehnung an Marks / Mirvis 1998 in Jansen 2008, S.326)**

Die Art der Integration muss laut Jansen von der strategischen Zielsetzung abhängig gemacht werden – zur Komplementierung, Expansion oder Diversifikation müssen unterschiedliche Intensitäten der Integration vollzogen werden.

Jansen unterscheidet zwischen folgenden Zielebenen der Integration mit den dazugehörigen Maßnahmen (2008, S.330):

- Strategische Integration bzw. Strategiekomplementarität: Eingliederung als Profitcenter, gemeinsame Neuausrichtung
- Organisatorische und administrative Integration: Schnittstellenklärung, Prozessintegration, finanz- und fiskaltechnische Integration, Controlling- und Systemintegration
- Personelle Integration: Führungsstil, Anreiz- und Vergütungssystem, Personalentwicklung, Kommunikations- und Entscheidungsstrukturen

- 
- Kulturelle Integration: Erhaltung der nationalen und unternehmensspezifischen Kulturen, Assimilation einer eigenständigen Kultur und Identität, Leitlinien, Corporate Identity, Austausch von Mitarbeitern
  - Operative Integration: Konsolidierung von Produktlinien und Produkttechnologien, Standorten, Kostensynergien, Integration Einkauf, Logistik, Vertrieb
  - Externe Integration: Kommunikation und Einbindung von Analysten, Kunden, Lieferanten, Beratern und anderen Stakeholdern

*IP 1* deutet als wesentlichen Erfolgsfaktor einer erfolgreichen Integration die Geschwindigkeit von Entscheidungen an: Statt langfristige Lösungen „zusammenzubauen“, sollen kurzfristig schnelle Entscheidungen getroffen werden, damit für das Personal Klarheit herrscht. Die Optimierung von Prozessen und Abstimmung der beiden Organisationen soll später nachgezogen werden. Denn wenn Entscheidungen zu lange dauern, schwinden die Synergiepotenziale und die Motivation der Mitarbeiter geht verloren.

### **5.3.3 Post-Merger Audit**

Jansen nennt den Schritt des Post Merger Audits als hoch relevant, welcher sich aber nicht nur auf rein finanzwirtschaftliche Kennzahlen beschränken darf. Wirtschaftliche und strategische Zielerreichungsgrößen sollten bei diesen Audits, welche nach der Integration und spätestens drei Jahre danach stattfinden sollten, im Vordergrund stehen (2008, S.330).

Laut *IP 1* wird bei den meisten Unternehmensakquisitionen im mittelständischen Bereich das Post Merger Controlling vergessen.

---

## **6 AUSWAHL STRATEGISCHER ERFOLGSKRITERIEN UND ENTWICKLUNG EINES BEWERTUNGSMO- DELLS**

### **6.1 GRUNDLEGENDE VORGEHENSWEISE**

In diesem Kapitel sollen bestimmte Größen bzw. Kriterien erläutert werden, aufgrund deren ein Unternehmen für eine mögliche Akquisition vor der Kontaktaufnahme als attraktiv eingestuft werden kann. Zielsetzung ist, Faktoren und Kennzahlen zu definieren, anhand derer nachfolgend ein Bewertungsschema erstellt werden kann.

Diese Faktoren und Kennzahlen wurden aus den theoretischen und praktischen Erkenntnissen aus Kapitel 5 ausgearbeitet.

Der Duden definiert Erfolg als „positives Ergebnis einer Bemühung“ (Duden 2008).

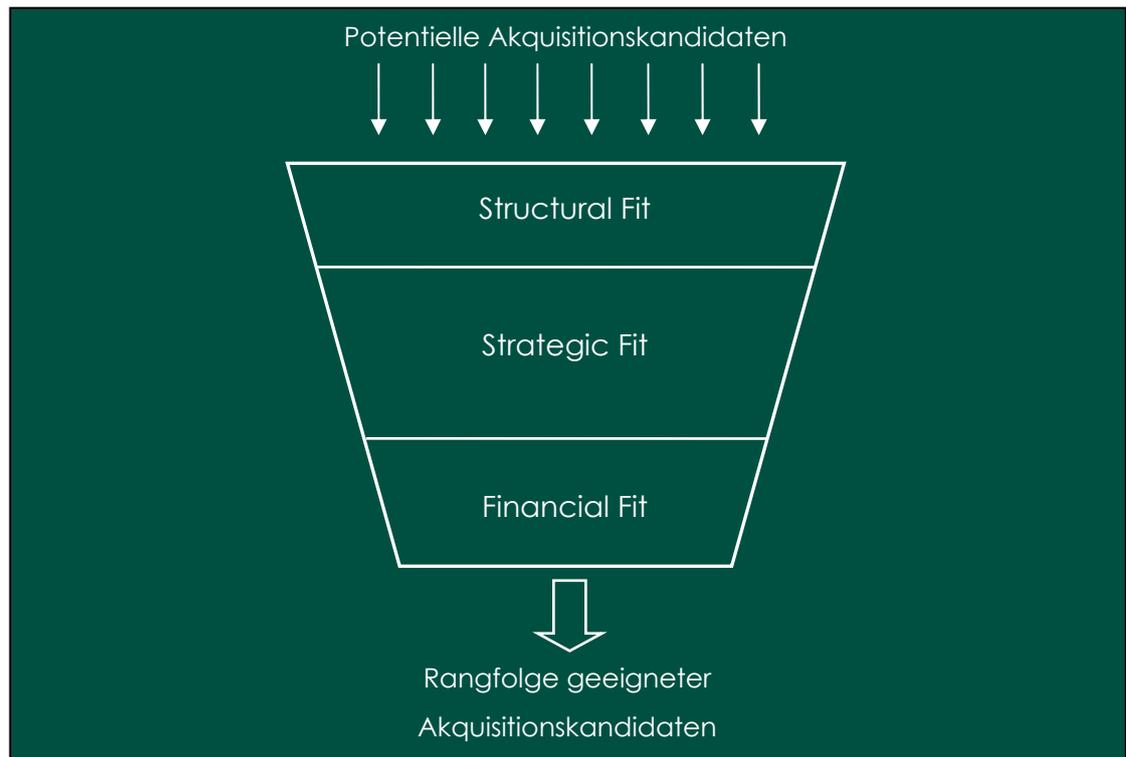
Die Zielsetzung einer jeden Unternehmensakquisition ist es, durch Synergien und/oder weiterer Motive, Mehrwert für das Käuferunternehmen zu schaffen (Kerler 2000, S.111).

Der Mehrwert, der durch eine Akquisition geschaffen wird, hängt von der zuvor definierten Zielsetzung und Strategie ab, auf Grund derer die Akquisition durchgeführt wird (vgl. Kapitel 3).

Eine mehrheitliche Aussage in den Kapiteln 5.1.3, 5.1.4 und 5.2.3.10 war die niedrige Relevanz der Unternehmenskultur im Rahmen des Screeningprozesses. Die Notwendigkeit der Berücksichtigung der Unternehmenskultur findet erst bei der Integration statt, muss aber sehr wohl vorher geplant werden. Da die Unternehmenskultur im Screeningprozess keinen hohen Stellenwert besitzt, wird der Autor den Ansatz von Lucks und Meckl (vgl. Abb.9) dahingehend ändern, dass der „Cultural Fit“ durch den „Structural Fit“ ersetzt wird und an die erste Position des Screeningprozesses verschoben wird.

---

Nachfolgend eine Darstellung dieses „neuen“ Screeningprozesses:



**Abb.19: Phasen der Auswahl und Bewertung geeigneter Akquisitionskandidaten (eigene Darstellung in Anlehnung an Abb.9)**

Der Autor wird in Folge einige der definierten Kriterien als „Muss-Kriterien“ (Deal Breaker, also Kriterien, die bei Nichtzutreffen eine Akquisition verbieten) definieren und die restlichen in „Kann-Kriterien“ einteilen. „Muss-Kriterien“ müssen zwingend erfüllt werden. Das Zutreffen dieser „Muss-Kriterien“ wird in einer ersten Phase der Selektion überprüft, das Zutreffen der „Kann-Kriterien“ in der zweiten, detaillierteren Analysephase.

Die Wichtigkeit bzw. der Stellenwert der „Kann-Kriterien“ erfolgt durch die spätere Gewichtung. In Abhängigkeit des Akquisitionsmotivs variiert diese Wichtigkeit der einzelnen Faktoren.

„Kann-Kriterien“ können natürlich aufgrund ihrer möglichen hohen Relevanz in „Muss-Kriterien“ umgewandelt werden.

So stehen beispielsweise bei einer Akquisition aufgrund spekulativer Motive keine „strategischen Fit“-Kriterien im Vordergrund, sondern vorrangig finanzwirtschaftliche Kennzahlen.

Wird allerdings ein Unternehmen gesucht, welches durch Sanierung und Restrukturierungsmaßnahmen wieder auf die Erfolgsspur gebracht werden soll, so soll dieses wahrscheinlich eher negative bilanzanalytische Zahlen aufweisen, dafür aber strukturell und strategisch passen.

## 6.2 STRUKTURELLE KRITERIEN

Strukturelle Kriterien sind die nach Ansicht des Autors am einfachsten zu evaluierenden Kriterien, da diese meist öffentlich zugänglich sind und Basisinformationen darstellen.

### 6.2.1 Eingrenzung Unternehmensgröße

Unternehmens- kategorie	Anzahl Mitarbeiter	Umsatz (oder)	Bilanzsumme
Mikro	< 10	≤ 2 MIO €	≤ 2 MIO €
Klein	< 50	≤ 10 MIO €	≤ 10 MIO €
Mittelgroß	< 250	≤ 50 MIO €	≤ 50 MIO €
Groß	> 250	> 50 MIO €	> 50 MIO €

**Abb.20: Definition der Klein- und mittelständischen Unternehmen (KMU) der EU (Eigene Darstellung in Anlehnung an Europäische Kommission 2009)**

Anhand oben angeführter Abbildung kann eine Eingrenzung der Unternehmensgröße durchgeführt werden. Die Grenzen sind fließend, deshalb sollte eine etwas flexible Bewertung durchgeführt werden. Leichte Abweichungen sind zwar möglich, höhere Abweichungen werden aber wahrscheinlich auch Auswirkungen auf den Übernahmepreis haben.

▶▶ **Muss-Kriterium:**  
Unternehmensgröße

---

## 6.2.2 Branche

Spezieller Augenmerk muss auf die Branchenauswahl gelegt werden. Die Wichtigkeit des Kriteriums Branche wird zu einem hohen Maße von der Strategie beeinflusst.

▶▶ **Muss-Kriterium:**  
Branchenzugehörigkeit

## 6.2.3 Geografische Abgrenzung der Geschäftstätigkeit

Die Geografie der Geschäftstätigkeit hängt ebenfalls stark mit der Strategie zusammen: Abhängig von der Zielsetzung muss definiert werden, ob mehrere Standorte gewünscht sind und was die Geschäftstätigkeit (Produktion, Vertrieb, Lager, etc.) dieser Standorte sein soll.

▶▶ **Muss-Kriterium:**  
Geografische Abgrenzung der Geschäftstätigkeit: National / International

## 6.2.4 Unternehmenscharakter

Eine weitere grundlegende Entscheidung ist, ob eine Konzentration auf kapitalmarktorientierte oder private Unternehmen oder beides stattfindet. Dies kann speziell bei der Informationsbeschaffung wesentliche Unterschiede im Zugang zu Informationen mit sich bringen.

▶▶ **Kann-Kriterium:**  
Charakter: Private / Public

---

### 6.2.5 Standort der Zentrale

Der Standort kann, muss aber kein wichtiges Kriterium darstellen. Speziell bei steuerlichen Aspekten sollte aber darauf geachtet werden.

▶▶ **Kann-Kriterium:**  
Standort Zentrale

## 6.3 STRATEGISCHE KRITERIEN

Die strategischen Kriterien müssen zwingend an die Akquisitionsstrategie angepasst sein:

*IP 4* nannte das Beispiel einer Akquisition mit der Zielsetzung, eine Vertriebsstruktur in Polen zu errichten. Demnach gilt ein starker Vertrieb als Muss-Kriterium beim Zielunternehmen.

Nach Einschätzung des Autors können für die strategische Stimmigkeit keine genaueren Kennzahlen evaluiert werden, da dies jeweils fallabhängig ist und damit unterschiedlich betrachtet und evaluiert werden muss. Es kann kein allgemeingültiges Schema aufgestellt werden.

Allerdings werden nachfolgend einige exemplarische Beispiele für Akquisitionsmotive mitsamt den relevanten Kriterien erklärt (vgl. Abb.6 und Abb.7):

- Diversifikation durch Portfoliomanagement → Beta Faktor. Der Beta Faktor spiegelt die Relation zwischen Rendite des Marktportefeuilles und der Rendite einer Aktie wider (Gabler 2000, S.425). Durch den Vergleich der Beta-Faktoren des Käufer- und Zielunternehmens über einen längeren Zeitraum kann, ähnlich wie beim Portfoliomanagement von Finanzanlageprodukten, eine Einschätzung der Diversifikation erfolgen. Der Beta Faktor ist allerdings nur bei kapitalmarktorientierten, börsengehandelten Unternehmen nachvollziehbar eruiierbar.

- 
- Einschränken des Lieferantenrisikos → Kauf eines Zulieferers → Kostenposition und Qualität wichtig
  - Zugang zu Technologie- bzw. Produktions-Know-How → Hohe Fertigungstiefe, hohe Mitarbeiterqualifikation
  - Zugang zu Entwicklungs-Know-How → Anzahl Schutzrechte, Hohe Mitarbeiterqualifikation
  - Verbessern der Kostenposition → Kostenführerschaft oder hohe Synergieeffekte
  - Erschliessung neuer Märkte oder Suche nach Produktionsstandorten in Niedriglohnländern → Standort & ökonomische / rechtliche Bedingungen
  - Stärkung der Marktmacht → Branche, Definition der Tätigkeit, Markenwert, Marktanteile, klares Alleinstellungsmerkmal (USP=Unique Selling Proposition) vorhanden?

Für dieses strategische Screening ist eine Analyse der Strategie des Zielunternehmens notwendig (sofern es die verfügbaren Informationsquellen zulassen).

Der Autor empfiehlt dazu die Erstellung eines „Strategy papers“ mit Hilfe dessen eine Analyse der Strategie des potenziellen Übernahmekandidaten durchgeführt werden kann.

Folgende Informationsquellen stehen zur Verfügung:

- Marktkenntnis eigener Vertriebsmitarbeiter
- Öffentlich zugängliche Informationen (Internet, Presseinformation, veröffentlichte Vorträge, Bücher, usw.)
- Unternehmenswebsite
- Jahresabschlüsse (für eine finanzwirtschaftliche Untermauerung der eingeschlagenen Strategie)
- Gute Kontakte zu Lieferanten, Kunden, Mitbewerbern und (ehemaligen) Mitarbeitern des Zielunternehmens

---

Weiters sollten zur Einschätzung des Zielunternehmens Key Performance Indicators (KPI) in Bezug auf das Geschäftsmodell (Marktmacht, USP, etc.) und die Nachhaltigkeit (SD-KPI) definiert werden, anhand derer das Unternehmen quantitativ bewertet werden kann. Diese KPIs sind allerdings stark von den verfügbaren Informationen abhängig, die über das Zielunternehmen vorliegen.

- ▶▶ **Muss-Kriterium:**  
Strategische Übereinstimmung des Zielunternehmens mit der Akquisitionsstrategie
- ▶▶ **Kann-Kriterium:**  
Definition von KPIs um das Geschäftsmodell, die USPs und den Stellenwert der Nachhaltigkeit zu bewerten

## 6.4 FINANZKRITERIEN

Aus den Ergebnissen der Interviews und der Sicht des Autors geben nachfolgende Kennzahlen ein realistisches Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Unternehmens.

Für die Berechnung der nötigen Kennzahlen sollte über einen Jahresabschluss verfügt werden, der in den meisten Fällen bei Registergerichten, Kreditschutzverbänden, Wirtschaftsauskunftsagenturen u. ä. eingeholt werden kann.

Nach Einschätzung des Autors macht eine überwiegende Verwendung von Relativkennzahlen Sinn, da diese ins Verhältnis gesetzten Kennzahlen einfacher miteinander zu vergleichen sind, wenn ein Benchmark von verschiedenen Unternehmen stattfindet. Hier geht der Autor mit der Überlegung von Du Pont konform, dass nicht die Gewinnmaximierung als absolute Größe, sondern die relative Größe Gesamtkapitalrentabilität (Horvath 2009, S.509) das wichtigste Kriterium ist.

---

Die Bilanzanalyse sollte, sofern verfügbar, auf einen Zeitraum der letzten drei bis fünf Jahre durchgeführt werden und beschränkt sich damit auf eine reine Ex-Post Einschätzung.

Die Abwägung zukünftiger Entwicklungen muss im Rahmen der später durchgeführten Due Diligence getroffen werden, da erst dann die nötigen internen Informationen vom Zielunternehmen vorliegen.

Aus den Ergebnissen der Interviews lässt sich weiter ableiten, dass Benchmarks und brancheninterne Vergleiche mit „Market comparables“ in der Praxis oft für Einschätzungen von Unternehmen verwendet werden.

## 6.4.1 Finanzwirtschaftliche Kennzahlen

Coenenberg definiert die Zielsetzung der finanzwirtschaftlichen Bilanzanalyse als die „Gewinnung von Informationen über die Kapitalverwendung (Investitionsanalyse), Kapitalaufbringung (Finanzierungsanalyse) und über die Beziehung zwischen Kapitalverwendung und Kapitalaufbringung (Liquiditätsanalyse)“ (Coenenberg 2005, S.985).

### 6.4.1.1 Investitionsanalyse

Bei der Investitionsanalyse wird die Art und Zusammensetzung des Vermögens analysiert. Nach Einschätzung des Autors bildet hier die Vermögensintensität die zentrale Kennzahl:

$$\text{Vermögensintensität} = \frac{\text{Anlagevermögen}}{\text{Umlaufvermögen}}$$

Je größer der Anteil des Umlaufvermögens (UV), umso größer ist die Flexibilität und Stabilität des Unternehmens hinsichtlich des:

- 
- Liquiditätspotenzials aufgrund des hohen Umfangs des kurzfristigen Vermögens und des
  - Anteils der Fixkosten, da das leistungswirtschaftliche Risiko geringer ist weil sich Beschäftigungsänderungen erfolgsmäßig auswirken

Weiters ist die Kapazitätsausnutzung und damit die Ertragslage bei einem kleineren Anteil des Anlagevermögens (AV) besser, da steigende Kapazitätsausnutzung zu steigendem Umsatz und damit zu steigendem Vorrats- und Forderungsbestand führt.

Doch gerade bei Unternehmensvergleichen muss diese Kennzahl aufgrund der Branchenzugehörigkeit, der Fertigungstiefe, des Produktionsprogrammes, der Geschäftspolitik und des Automatisierungsgrades mit Vorsicht betrachtet werden (Coenenberg 2005, S.986-987).

▶▶ **Kann-Kriterium:**  
Vermögensintensität

#### 6.4.1.2 Kapitalstrukturanalyse

Die Kapitalstrukturanalyse gibt über Quellen und Zusammensetzung nach Art, Sicherheit und Fristigkeit des Kapitals Aufschluss (Coenenberg 2005, S.993).

Da aber aus Sicht des Autors der statische Verschuldungsgrad (Fremdkapital / Eigenkapital) keine hohe Auswirkung auf die Entscheidung pro / kontra Akquisition (sondern eher auf den Kaufpreis) hat, wird der dynamische Verschuldungsgrad als relevante Ersatzkennzahl im nachfolgenden Kapitel gewählt.

---

### 6.4.1.3 Liquiditätsanalyse

Unter Liquidität wird die Fähigkeit eines Unternehmens verstanden, jederzeit seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Dabei wird einerseits beachtet, welche Finanzmittel zur Schuldentilgung verfügbar sind und andererseits, wie hoch die Wahrscheinlichkeit ist, dass es zur Zahlungsunfähigkeit kommt. Es wird zwischen der Liquiditätsanalyse aufgrund von Bestandsgröße und von Stromgrößen unterschieden.

Die Liquiditätsanalyse aufgrund von Bestandsgrößen (aktuelle Bestände Aktiva & Passiva) beruht auf dem Grundsatz der Fristenkongruenz. Dieser besagt, dass die Kapitalbindung nicht länger sein darf als der Kapitalüberlassungszeitraum. Langfristiges Vermögen soll also durch langfristiges Kapital gedeckt sein (Coenenberg 2005, S.1001-1003).

Aus der Sicht des Autors haben die langfristigen Liquiditätskennzahlen (bspw. Deckungsgrad A =  $EK/AV$ ) keine erwähnenswerten Auswirkungen auf den Screening Prozess, da sich diese im Rahmen einer Akquisition durch die mögliche Veränderung der Kapitalstruktur ändern können. Deshalb werden nur mittelfristige Liquiditätskennzahlen betrachtet.

Durch das Net Working Capital (NWC) kann die Finanz- und Ertragskraft eines Unternehmens analysiert werden. Das NWC bildet die Differenz zwischen Umlaufvermögen und kurzfristigem Fremdkapital. Ein positives NWC gibt dementsprechend Auskunft darüber, wie viel Anlagevermögen und Teile des Umlaufvermögens durch langfristiges Kapital finanziert sind.

Bei negativem NWC ist die Gefahr der Illiquidität hoch, da das Umlaufvermögen nicht reicht, kurzfristige Verbindlichkeiten zu decken (Coenenberg 2005, S.1005-1007).

---

## Berechnung Net Working Capital:

Umlaufvermögen

- Kurzfristiges Fremdkapital

---

**= Net Working Capital**

Bei der Quotientendarstellung wird von der Working Capital Ratio gesprochen, welcher nach Einschätzung des Autors sinnvoller für den direkten Vergleich von Unternehmen eingesetzt werden kann (Coenberg 2005, S.1005-1007):

$$\text{Working Capital Ratio} = \frac{\text{Umlaufvermögen}}{\text{Kurzfristiges Fremdkapital}}$$

Je höher der Working Capital Ratio, desto günstiger steht es um die Liquidität des Unternehmens. Nach der sog. „Banker's rule“ sollte der Working Capital Ratio bei etwa 200% liegen. Es ist zu beachten, dass bei diesen Kennzahlen die Vergangenheitsbetrachtung noch stärker zum Tragen kommt, da sich die Daten der Bilanz speziell beim Umlaufvermögen und den Verbindlichkeiten seit dem Bilanzzeitpunkt stark geändert haben können (Perridon; Steiner 2002, S553-554).

▶▶ **Kann-Kriterium:**  
Working Capital Ratio

Bei der Liquiditätsanalyse aufgrund von Stromgrößen wird untersucht, welche Finanzmittel aus dem Betriebsprozess erwirtschaftet und wie diese eingesetzt wurden.

Dazu wird der Cash Flow herangezogen, welcher als Zahlungsüberschuss der betrieblichen Tätigkeit einer Periode zu sehen ist. Der Cash

---

Flow zeigt auf, welche Innenfinanzierungsmöglichkeiten das Ergebnis eines Unternehmens liefert (Horvath 2009, S.396-397).

Der Cash Flow wird als Summe aller einzahlungsgleichen Erträge abzüglich der Summe aller auszahlungsgleichen Aufwendungen berechnet und kennzeichnet die Mittel, die für Investitionen, Tilgungen und Gewinnausschüttungen zur Verfügung stehen (Coenenberg 2005, S.1011-1016).

Der Autor wählt aufgrund der gegebenen Informationen im Rahmen eines Screening Verfahrens die sogenannte „indirekte Ermittlung“, welche sich wie folgt berechnet (Coenenberg 2005, S.814):

### **Berechnung Cash Flow:**

Jahresüberschuss

+/- Abschreibungen/Zuschreibungen

+/- Erhöhung/Auflösung von Rückstellungen

+/- Erhöhung/Reduzierung von sonstigem Fremdkapital

+/- Erhöhung/Reduzierung von Eigenkapital

+/- Reduzierung/Erhöhung von Anlagevermögen

+/- Bestandsminderung/Bestandsmehrung an fertigen und unfertigen Erzeugnissen

+/- Reduzierung/Erhöhung von Forderungen

---

**= Cash Flow**

▶▶ **Kann-Kriterium:**  
Cash Flow

Verbindlichkeiten können letztlich nur aus selbsterwirtschafteten Mitteln getilgt werden, deshalb gilt der Cash Flow als Indikator der Verschuldungsfähigkeit.

---

Mit dem dynamischen Verschuldungsgrad wird bestimmt, wie lange es mit gleichbleibenden zukünftigen Cash Flows dauert, die Verschuldung abzubauen (Coenenberg 2005, S.1017).

$$\text{Dynamischer Verschuldungsgrad} = \frac{\text{Effektivverschuldung}}{\text{Cash Flow}}$$

Beispielsweise ergibt ein Ergebnis von drei eine Dauer von drei Jahren für den Abbau des Fremdkapitals (Sollwert  $\leq 7$ ) (Coenenberg 2005, S.1017-1018).

▶▶ **Kann-Kriterium:**  
Dynamischer Verschuldungsgrad

## 6.4.2 Erfolgswirtschaftliche Kennzahlen

Als Zielsetzung der erfolgswirtschaftlichen Bilanzanalyse wird die Gewinnung von Informationen zur Beurteilung der Ertragskraft eines Unternehmens gesehen, wobei unter Ertragskraft die Fähigkeit verstanden wird, in der Zukunft Erfolge zu erwirtschaften (Coenenberg 2005, S.1027).

### 6.4.2.1 Ergebnisanalyse

Es soll das „Earnings before Interest and Taxes“ (EBIT) als Messgröße für die operative Ertragskraft eines Unternehmens herangezogen werden. Das EBIT wird zur Ermittlung des ordentlichen Betriebsergebnisses herangezogen, wobei alle nicht der eigentlichen betrieblichen Tätigkeit zuzuordnenden Aufwendungen herausgefiltert werden. Die nötigen Positionen sind in der Gewinn- und Verlustrechnung zu finden (Coenenberg 2005, S.967).

---

### Berechnung EBIT:

Jahresüberschuss

+/- außerordentliches Ergebnis

+/- Ertragsteuern

+ Zinsaufwand

---

**= EBIT**

Dabei werden national unterschiedliche Zins- und Steuerbelastungen nicht berücksichtigt, um eine internationale Vergleichbarkeit von Unternehmen zu schaffen.

Weiters wird ein nicht verzerrter Einblick in die geschäftliche Situation geschaffen, unabhängig von der Höhe der Eigenkapitalquote (und der damit verbundenen unterschiedlichen Höhe der Fremdkapitalzinsen) (Coenenberg 2005, S.967).

▶▶ **Kann-Kriterium:**  
EBIT

### 6.4.2.2 Rentabilitätsanalyse

Bei der Rentabilitätsanalyse werden Ergebnisgrößen zu einer dieses Ergebnis maßgeblich bestimmenden Einflussgröße in Relation gesetzt.

Aus dem bereits als absoluten Wert berücksichtigten EBIT wird als relative Bewertungsgröße dazu die **EBIT-Marge bzw. Umsatzrentabilität** berücksichtigt (Coenenberg 2005, S.1093; Bilanzbuchhalter und Controller 2004, S.1-4):

$$\text{EBIT-Marge (auch Umsatzrentabilität)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Umsatzerlöse}}$$

---

Speziell bei Unternehmensvergleichen in derselben Branche wird gerne die EBIT-Marge betrachtet (Coenenberg 2005, S.1093; Bilanzbuchhalter und Controller 2004, S.1-4): Je höher die EBIT Marge, desto besser.

▶▶ **Kann-Kriterium:**  
EBIT-Marge

Zur Beurteilung der Rentabilität eines Investments wird die Eigen- bzw. Gesamtkapitalrentabilität herangezogen.

$$\text{Eigenkapitalrentabilität} = \frac{\text{Jahresüberschuss}}{\text{Eigenkapital}}$$

$$\text{Gesamtkapitalrentabilität} = \frac{\text{Jahresüberschuss} + \text{Fremdkapitalzinsen}}{\text{Gesamtkapital}}$$

Mittels Eigenkapitalrentabilität kann der Umfang beurteilt werden, in dem sich das Eigenkapital mit dem Jahresüberschuss verzinst.

Bei der Gesamtkapitalrentabilität müssen zum Jahresüberschuss noch die Fremdkapitalzinsen dazu addiert werden, da diese auch durch das investierte Kapital erwirtschaftet wurden. Ein Vergleich von Unternehmen die über unterschiedliche Kapitalstrukturen verfügen, wäre sonst nicht sinnvoll.

Um Unternehmen in unterschiedlichen Ländern miteinander zu vergleichen, sollten diese Rentabilitätskennzahlen vor Steuern berechnet werden, da das steuerliche Modell stark von der späteren Gesamtstruktur des Unternehmensverbandes abhängt (Perridon; Steiner 2002, S.568).

---

Im Rahmen eines Screening Verfahrens wird mittels dieser beiden Kennzahlen die vergangene Rentabilität bewertet.

▶▶ **Kann-Kriterium:**  
Eigenkapitalrentabilität  
Gesamtkapitalrentabilität

### 6.4.2.3 Wertschaffungsanalyse

Da bei klassischen Rentabilitätskonzepten wie z. B. dem Return on Investment (ROI) und dem Return on Capital Employed (ROCE) keine Kosten für Fremd- und Eigenkapital berücksichtigt werden, ist es aus der Sicht des Autors nötig, die Kennzahlenauswahl um eine Messgröße der absoluten Wertänderung zu erweitern (Roehrenbacher.at 2009, S.5).

Nach Jansen, Picot und Schiereck (2001, S.164-166) gilt die Wertsteigerung für die Anteilseigner als normative Zielsetzung der Unternehmensführung. Dementsprechend ist das Ziel einer wertorientierten Unternehmensführung die Erhöhung des Marktwertes des Unternehmens. Allerdings bedeutet dies nicht zwangsläufig eine Wertsteigerung für die Anteilseigner. Entscheidend dafür ist vielmehr die Differenz zwischen dem Marktwert und dem investierten Kapital.

Als Wertbeitrag einer Periode wird der Economic Value Added (EVA®) gesehen. Der EVA® ist eingetragenes Warenzeichen von Stern Stewart & Co. und ist ein Übergewinnkonzept, welches „die buchhalterische Gewinnschwelle um die Ansprüche der Eigenkapitalgeber erhöht“ (Horvath 2009, S.457).

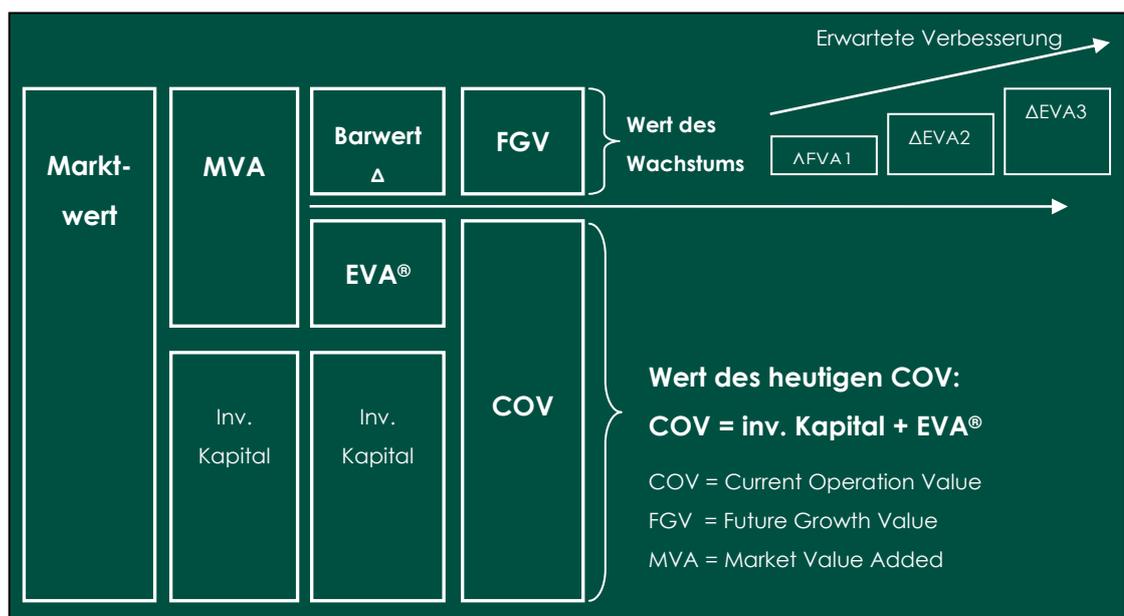
Berechnet wird der EVA® aus der Differenz zwischen Geschäftsergebnis und Kapitalkosten einer betrachteten Periode, allerdings wird nur Wert geschaffen, wenn der EVA® positiv ist:

$$\text{EVA}^{\text{®}} = \left( \frac{\text{NOPAT}_t}{\text{inv. Kapital}_t} - k_{\text{GK},t} \right) \times \text{inv. Kapital}$$

NOPAT steht für Net Operating Profit After Taxes in der Periode t, also Jahresüberschuss nach Steuern und vor Finanzierungskosten. Durch die Herausrechnung der Finanzierungskosten ist sichergestellt, dass alle Kapitalgeber gleich behandelt werden.

Das investierte Kapital stellt die Buchwerte des Anlage- und Umlaufvermögens dar, erweitert um betriebsnotwendige, aber nicht aktivierte Vermögensgegenstände, abzüglich des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und der unverzinslich kurzfristigen Wertpapiere.

Der Kapitalkostensatz setzt sich aus gewichteten Kosten für das Eigen- und Fremdkapital (WACC = Weighted Average Cost of Capital) zusammen (nach dem Capital Asset Pricing Modell CAPM)(Horvath 2009, S.457).



**Abb.21: Future Growth Value (eigene Darstellung in Anlehnung an Jansen; Picot; Schiereck 2001, S.169)**

---

Der Current Operations Value (COV) ist die Summe des investierten Kapitals und dem Wert des derzeitigen EVA®-Niveaus.

Der Future Growth Value (FGV) stellt theoretisch die Barwerte der zukünftigen Veränderung des EVA® dar, bei börsennotierten Unternehmen ist der FGV als Differenz des COV zum Marktwert zu sehen. Wenn dieser positiv ist, geht der Kapitalmarkt von einer Steigerung der Performance aus.

Bei nicht börsennotierten Unternehmen kann der FGV nur über den Barwert des erwarteten EVA® errechnet werden, doch da in der Screening Phase keine Planzahlen des Zielunternehmens vorliegen werden, muss der aktuelle EVA® als Annahme für zukünftige EVA® dienen.

Der Mehrwert zwischen investiertem Kapital (also die Summe EVA® und FGV) und dem Marktwert eines Unternehmens wird als „Market Value Added“ (MVA) bezeichnet. Die Maximierung des MVA, also der Differenz zwischen investiertem Kapital und dem Marktwert des Unternehmens kann also als zentrales Ziel der wertorientierten Unternehmensführung gesehen werden.

Die Erhöhung des MVA sollte die Zielgröße jeder unternehmerischen Entscheidung sein und kann in statischer Hinsicht als Differenz zwischen investiertem Kapital und Unternehmenswert gesehen werden. In einer dynamischen Betrachtung entspricht der MVA dem Barwert der zukünftigen periodischen Wertbeiträge.

Allerdings sollte diesen Wertbeiträgen aus Sicht des Autors keine zu große Wertigkeit zufließen, da die Ex-Post Betrachtung keinerlei Einschätzung über zukünftige Potenziale zulässt (Jansen; Picot; Schiereck 2001, S.165-169).



**Kann-Kriterium:**  
EVA® der letzten Perioden

---

## 6.5 ENTWICKLUNG EINES BEWERTUNGSSCHEMAS

### 6.5.1 Nutzwertanalyse

Laut Horvath (2009, S.465) sind die Zielsetzungen der statischen und dynamischen Investitionsrechnung nur monetäre Größen, die bei komplexen Planungssituationen mit einer großen Anzahl von Einflussfaktoren und Zielgrößen überfordert sind. Deshalb sei bei solchen Situationen das Verfahren der Nutzwertanalyse anzuwenden, „...weil es in der Lage ist, komplexe Planungsalternativen unter Berücksichtigung der Präferenzen der Entscheidungsträger im Sinne eines multimedialen Zielsystems zu ordnen“ (Horvath 2009, S.465).

Dabei gibt der ermittelte Nutzwert, welcher einen subjektiven Wertbegriff darstellt, die Vorteilhaftigkeit einer Planungsalternative an.

### 6.5.2 Kriterienbewertung

Vorab soll eine Grobselektion durch die strukturellen Muss-Kriterien (Unternehmensgröße, Branche, Geografische Abgrenzung) erfolgen.

Die übrig bleibenden Unternehmen sollen nun anhand der definierten Kriterien in folgender Auflistung bewertet werden (wobei zu beachten ist, dass die strukturellen Muss-Kriterien für diese Bewertung nun wegfallen, da sie bereits analysiert wurden):

Name	Art	Ergebniswert
Unternehmensgröße	Muss	4-Größentypen
Branche	Muss	Branchenzugehörigkeit
Geografische Abgrenzung	Muss	Geografische Tätigkeitsdefinition
Charakter	Kann	Private/Public
Standort Zentrale	Kann	Standortdefinition
Strategische Stimmigkeit	Muss	Detailanalyse & Strategy Paper
KPI Geschäftsmodell & Nachhaltigkeit	Kann	KPI Definition
Vermögensintensität	Kann	Relativ

Working Capital Ratio	Kann	Relativ
Cash Flow	Kann	Absolut
Dynamischer Verschuldungsgrad	Kann	Relativ
EBIT	Kann	Absolut
EBIT Marge	Kann	Relativ
Eigenkapitalrentabilität	Kann	Relativ
Gesamtkapitalrentabilität	Kann	Relativ
EVA®	Kann	Absolut

**Abb.22: Übersicht der Bewertungskriterien (eigene Darstellung)**

Aus Sicht des Autors ist es sinnvoll, eine Bewertungsskala von 1 bis 10 zu verwenden, wobei 1 den niedrigsten Wert und 10 den höchsten Wert darstellt. Anschließend werden in einer Zielertragsmatrix die Alternativen (in diesem Fall Akquisitionskandidaten) nach den in Abb.22 angeführten Kriterien beurteilt.

### 6.5.3 Kriteriengewichtung

In Abhängigkeit der Akquisitionsstrategie muss eine Gewichtung der Kriterien erfolgen, diese wird anschließend mit den erreichten Werten der Handlungsalternativen (Akquisitionskandidaten) multipliziert.

Der Autor empfiehlt eine Gewichtung der restlichen 13 Kriterien von 0-100, wobei die Summe der Gewichtungen 100 ergeben sollte.

Schlussendlich werden alle Handlungsalternativen in einer Nutzwertmatrix anhand der erreichten Punktezahl gereiht, wobei die Alternative mit der höchsten Punktezahl die geeignetste Wahl darstellt (Horvath 2009, S.465-466).

Sollten bei einigen Unternehmen, welche in den Vergleich einbezogen werden, nicht alle notwendigen Zahlen verfügbar sein, müssen im Sinne des einheitlichen Vergleiches diese Kennzahlen entweder, sofern möglich, geschätzt werden oder bei den anderen Unternehmen ebenfalls nicht im Vergleich berücksichtigt werden. Die Gewichtungsfaktoren

---

müssen entsprechend angepasst werden, damit die Summe wieder 100 ergibt und die Resultate damit vergleichbar sind.

Ergänzend zu der quantitativen Gewichtung erscheint es sinnvoll, eine kurze qualitative Einschätzung jedes Kriteriums zu erfassen, um die vorgenommene Gewichtung und Bewertung zu erklären.

Als Schwäche dieser Nutzwertanalyse ist die subjektive Bewertung und Gewichtung zu sehen, da das Screening Verfahren allerdings eine Vorstufe eines detaillierten Analyseprozesses (Due Diligence) darstellt, sind die Auswirkungen dieser Problematik aus Sicht des Autors als nicht relevant einzustufen.

#### **6.5.4 Praxisbeispiel**

Um die Anwendungsmöglichkeiten des oben vorgestellten Konzeptes und Bewertungsschemas in der Praxis zu verdeutlichen, wird nachfolgend ein Beispiel angeführt. Es handelt sich um ein fiktives Beispiel eines potenziellen Zielunternehmens, anhand dessen der Einsatz des Schemas erklärt wird.

##### **Annahme:**

Ein größeres mittelständisches Unternehmen in Vorarlberg (Westösterreich), welches derzeit nur in Österreich und der Schweiz vom Standort Vorarlberg aus aktiv ist, sucht nach einem kleineren mittelständischen Unternehmen im süddeutschen Raum. Das Zielunternehmen muss im Maschinen- und Anlagenbau tätig sein und die Produktion muss auf modernem Stand sein. Zielsetzung der geplanten Akquisition ist, Synergien im produzierenden Bereich zu schaffen, Kapazitäten in der Produktion zu erweitern und durch den Standort im süddeutschen Raum mittelfristig einen Markteintritt in Deutschland vorzunehmen.

Dementsprechend findet ein Screening mehrerer süddeutscher Firmen statt, welche den Prozess nach strukturellen Muss-Kriterien bereits durchschritten haben.

Eines dieser Unternehmen wird anhand nachfolgender Nutzwertmatrix beurteilt:

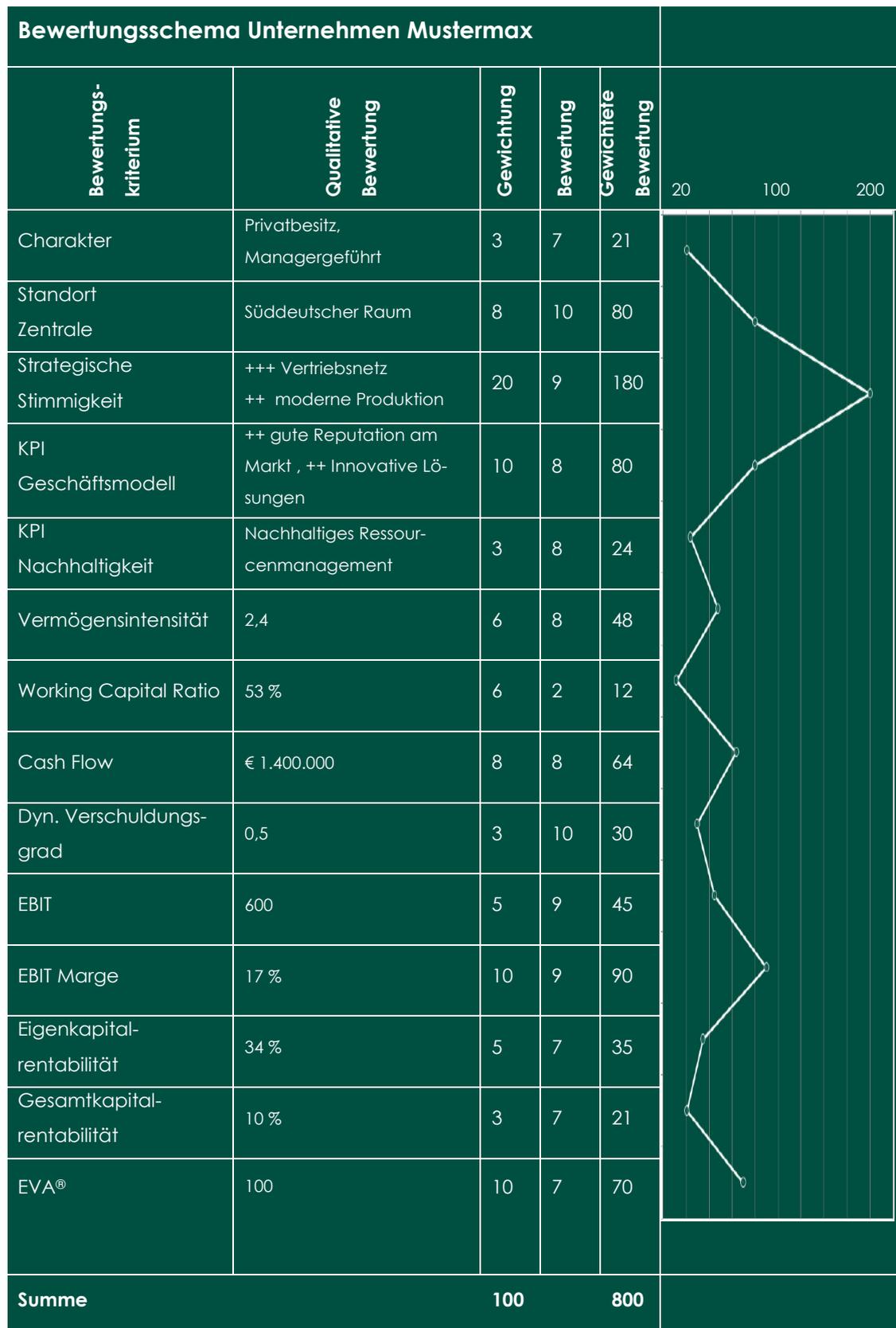


Abb.23: Bewertungsschema Unternehmen Mustermax (eigene Darstellung)

---

Speziell die hohe Gewichtung der strategischen Stimmigkeit sticht hervor. Dies ist auf die Tatsache zurückzuführen, dass es sich hierbei um ein „Muss-Kriterium“ handelt. Laut den durchgeführten Interviews ist dieses Kriterium zentral bei einer Unternehmensakquisition – die Ausrichtung und Strategie des Zielunternehmens muss zur Akquisitionsstrategie passen und stimmig sein.

Weiters werden in diesem Beispiel den KPIs, der EBIT Marge und dem EVA® eine hohe Relevanz zugesprochen.

Die KPIs hängen ebenfalls mit der eingeschlagenen Strategie zusammen und machen diese messbar. Die EBIT-Marge gibt Rückschlüsse über die Rentabilität unabhängig von der Kapitalstruktur des Unternehmens (welche durch eine Akquisition verändert werden könnte).

Der EVA® erfährt deshalb eine hohe Gewichtung, da dieser die Erhöhung des Marktwertes des Unternehmens ausdrückt.

Nach oben angeführtem Schema erhält die Firma Mustermax 800 von 1000 möglichen Punkten.

Im Rahmen eines Benchmarks können damit nun verschiedene Unternehmen vergleichend dargestellt werden.

Damit kann eine Rangfolge erstellt werden, anhand derer im Anschluss die beispielsweise drei bis fünf Bestgereihten für erste Gespräche kontaktiert werden.

---

## 7 RESUMEE

„Einfachheit ist das Resultat der Reife“

Friedrich Schiller

Ziel des Autors war es, genau diese Einfachheit in das komplexe Thema „Akquisitionen“ zu bringen - einen praktischen Prozess zu analysieren, wissenschaftlich aufzubereiten und so einfach und nachvollziehbar wie möglich zu erfassen und zu strukturieren.

Die wohl wichtigste Erkenntnis des Autors ist, dass kein Fall wie der andere ist. Jede Akquisition eines Unternehmens muss, gleich wie der Kauf eines Automobils, an die spätere Nutzung und Zielsetzung des Käufers angepasst werden, dementsprechend müssen bereits die Kriterien im Vorfeld an der Strategie des Käufers ausgerichtet werden.

Je genauer dieser dispositive Planungsprozess vor dem Screening durchgeführt wird und je klarer die Zielsetzung der geplanten Akquisition den beteiligten Parteien ist, umso größer ist die Erfolgswahrscheinlichkeit.

Umso detaillierter kann ein Anforderungsprofil, ähnlich einem Pflichtenheft erstellt werden und umso genauer kann die Erfüllung der Zielsetzung durch ein strukturiertes Bewertungs- und Vergleichsverfahren durchgeführt werden.

Dementsprechend einfach ist das Ergebnis: Eine Rangfolge von Wunschkandidaten, die die Zielsetzungen der Akquisition mit den maximal höchsten Werten erfüllen.

---

## 8 QUELLENVERZEICHNISSE

### 8.1 LITERATURVERZEICHNIS

Aldering, Christoph; Högemann, Bernd (2008): Human Resources Due Diligence. In Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (2008A): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5. Aufl. Stuttgart: Schäffer Poeschel. S.497-522.

Ansoff, H.I. (1987): Corporate Strategy. London.

Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (HRSG)(2008A): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5. Aufl. Stuttgart: Schäffer Poeschel.

Berens, Wolfgang; Mertes, Martin; Strauch, Joachim (HRSG)(2008B): Unternehmensakquisitionen. In Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (2008A): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5. Aufl. Stuttgart: Schäffer Poeschel. S.23-70.

Betko, Hans; Reiml, Dieter; Schubert, Peter (2008): Environmental Due Diligence. In Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (2008A): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5. Aufl. Stuttgart: Schäffer Poeschel. S.549-568.

Brenner, Christian; Knauer, Thorsten; Wömpener, Andreas (2008): Intellectual Property Due Diligence. In Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (2008A): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5. Aufl. Stuttgart: Schäffer Poeschel. S.632-652.

Coenenberg, Adolf G. (2005): Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse. 20. überarb. Auflage. Stuttgart: Schäffer Poeschel.

DePamphilis, Donald (2001): Mergers, Acquisitions and other restructuring activities. San Diego: Academic Press.

Felsing, Tobias; Rüttinger, Bruno; Sauer, Jürgen (2003): Kulturelle Divergenzen bei Unternehmenszusammenschlüssen – Anmerkungen aus psychologischer Perspektive, in: Wurl, Hans-Jürgen (HRSG): Industrielles Beteiligungscontrolling. Stuttgart: Schäffer-Poeschel. S.497-522.

---

Fritzsche, Michael; Stalman, Dörthe (2008): Legal Due Diligence. In Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (2008A): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5. Aufl. Stuttgart: Schäffer Poeschel. S.447-476.

Gabler Verlag (2000): Gabler Wirtschaftslexikon. Band A-Be. 15. Auflage. Wiesbaden: Gabler.

Gerpott, Torsten J. (1993): Integrationsgestaltung und Erfolg von Unternehmensakquisitionen. Stuttgart: Schäffer Poeschel.

Gomez, P.; Weber, P.(1989): Akquisitionsstrategie, Wertschöpfung durch die Übernahme von Unternehmen. Zürich.

Högemann, Bernd (2008): Cultural Due Diligence. In Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (2008A): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5. Aufl. Stuttgart: Schäffer Poeschel. S.523-548.

Hölters, Wolfgang (2005): Handbuch des Unternehmens- und Beteiligungskaufs. 6. neu bearb. und erw. Auflage. Köln: Dr. Otto Schmidt.

Homburg, Christian; Bucerius, Matthias (2004): Marktorientierte Post Merger Integration. In: Mergers & Acquisitions, Ausgabe 4/2004, S.153-161.

Hooke, Jeffrey C. (1997): M&A: a practical guide to doing the deal. New York: John Wiley and sons.

Horvath, Peter (2009): Controlling. 119. vollst. überarb. Auflage. München: Vahlen Verlag.

Jansen, Stephan A. (1999): Mergers & Acquisitions optimal managen: Die Härte der weichen Faktoren: Post Merger Management. Handelsblatt 06.08.1999. S.K3.

Jansen, Stefan A.; Picot, Gerhard; Schiereck, Dirk (HRSG) (2001): Internationales Fusionsmanagement. Erfolgsfaktoren grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse. Stuttgart: Schäffer Poeschel.

Jansen, Stephan A. (2004): Management von Unternehmenszusammenschlüssen. Theorien, Thesen, Tests und Tools. Stuttgart: Klett Cotta.

Jansen, Stefan A. (2008): Mergers & Acquisitions. Unternehmensakquisition und Kooperation. 5. überarb. und erw. Auflage. Wiesbaden: Gabler.

---

Karkowski, Boris (HRSG)(2008): Survey Corporate M&A Deutschland. Eine aktuelle Marktbefragung. Finance Studie, Financial Gates GmbH, Frankfurt am Main.

Kerler, Patrick (2000): Mergers & Acquisitions und Shareholder Value. Bern: Paul Haupt.

Keuper, Frank; Häfner, Michael; von Glahn, Carsten (HRSG) (2006): Der M&A Prozess. Konzepte, Ansätze und Strategien für die Pre- und Post-Phase. Wiesbaden: Gabler.

Kneisel, Holger (2007): Financial Due Diligence im Rahmen von M&A Transaktionen. In: Menz, Markus; Ebersbach, Lydia, Menges, Jochen (2007): Mergers & Acquisitions – Von der Strategie zur Integration. Stuttgart: Haupt. S.85-104.

Koch, Alfred; Menke, Jan-Philipp (2008): IT Due Diligence. In Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (2008A): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5. Aufl. Stuttgart: Schäffer Poeschel. S.599-630.

Kummer, Christopher (2005): Internationale Fusions und Akquisitionsaktivität. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.

Kutscher, Michael; Schmid, Stefan (2006): Internationales Management. 5. Aufl. München: Oldenbourg.

Lauszus, Dieter; Hosenfeld, Sebastian, Hock, Sebastian (2008): Market Due Diligence. In Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (2008A): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5. Aufl. Stuttgart: Schäffer Poeschel. S.477-496.

Lucks, Kai; Meckl, Reinhard (2002): Internationale Mergers & Acquisitions: Der prozessorientierte Ansatz. Berlin: Springer.

Markowitz, Harry M. (2008): Portfolio selection. München: FinanzBuch Verlag.

Mayer, Horst Otto (2002): Interview und schriftliche Befragung. Entwicklung, Durchführung und Auswertung. München: Oldenbourg.

Menz, Markus; Ebersbach, Lydia; Menges, Jochen (HRSG) (2007): Mergers und Acquisitions. Von der Strategie zur Integration. Bern: Paul Haupt.

Monsen, R.J.; Dowens, A. (1965): Theory of large managerial firms. In: The journal of political economy. S.221-236

Naber, Gerd (1986): Strategische Beteiligungsplanung. Frankfurt am Main: Peter Lang.

---

---

Perridon, Louis; Steiner, Manfred (2002): Finanzwirtschaft der Unternehmung. 11. überarb. und erw. Auflage. München: Franz Vahlen.

Picot, Gerhard (2008): Handbuch Mergers & Acquisitions. Planung, Durchführung, Integration. 4. Auflage. Stuttgart: Schäffer Poeschel.

Porter, Michael E. (1987): From Competitive Advantage to Corporate Strategy. In: Harvard Business Review, 65. Band, Nr. 3. S.43-59.

Roll, R. (1986): The Hybris Hypothesis of corporate takeovers. In: Journal of Business, 59. Band, Nr. 2. S.197-216.

Sackmann, Sonja A. (2004): Erfolgsfaktor Unternehmenskultur. Wiesbaden: Gabler.

Schuh, Günther; Schöning, Sebastian; Untiedt, Dirk; Haag, Christoph (2008): Commercial-technological Due Diligence. In Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (2008A): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5. Aufl. Stuttgart: Schäffer Poeschel. S.569-598.

Simon, Hermann, Von der Gathen, Andreas (2002): Das Große Handbuch der Strategieinstrumente. Werkzeuge für eine erfolgreiche Unternehmensführung. Frankfurt: Campus.

Steger, U. (1999): The Transformational Merger. In: Perspectives for Managers, 68. Band, Nr. 12. S.1-4.

Welbers, Hartwig (2008): Tax Due Diligence. In Berens, Wolfgang; Brauner, Hans U.; Strauch, Joachim (2008A): Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen. 5. Aufl. Stuttgart: Schäffer Poeschel. S.421-446.

Wöhe, G.; Döring, U. (2002): Einführung in die allgemeine Betriebswirtschaftslehre. 21. Aufl. München: Vahlen.

Wucknitz, Uwe D. (2002): Handbuch Personalbewertung: Messgrößen, Anwendungsfelder, Fallstudien. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.

Wurl, Hans-Jürgen (HRSG): Industrielles Beteiligungscontrolling. Stuttgart: Schäffer-Poeschel. S.497-522.

---

## 8.2 INTERNETQUELLEN

Bilanzbuchhalter und Controller (2004): Erfolgskennziffer EBIT. Online im Internet:  
<http://www.beck.de/rsw/upload/BC/Ebit.pdf> (Zugriff am 13.06.09)

Deloitte (HRSG)(2007): Studie „Nachhaltig mehr Wert“. Online im Internet:  
[http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/de\\_efi\\_NachhaltigMehrWert\\_230107.pdf](http://www.deloitte.com/dtt/cda/doc/content/de_efi_NachhaltigMehrWert_230107.pdf) (Zugriff am 18.06.09)

Duden (2008): Definition Erfolg. Online im Internet: [http://www.duden-suche.de/suche/trefferliste.php?suchbegriff%5BAND%5D=erfolg&suche=homepage&treffer\\_proseite=10&modus=title&level=125](http://www.duden-suche.de/suche/trefferliste.php?suchbegriff%5BAND%5D=erfolg&suche=homepage&treffer_proseite=10&modus=title&level=125) (Zugriff am 22.05.09)

Ernst-Motz, Antje (2008): Pre-Merger-Konzepte – Unternehmensfusionen. Online im Internet: [http://www.ihk-muenchen.de/internet/mike/WirUeberUns/ihk\\_magazin/112002/Betriebliche\\_Praxis/name.html](http://www.ihk-muenchen.de/internet/mike/WirUeberUns/ihk_magazin/112002/Betriebliche_Praxis/name.html) (Zugriff am 22.05.09)

Europäische Kommission (2009): KMU Definition. Online im Internet:  
[http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise\\_policy/sme\\_definition/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/enterprise_policy/sme_definition/index_de.htm) (Zugriff am 01.06.09)

KPMG (2008): Doing Deals in Tough Times. Online im Internet:  
[http://www.kpmg.de/docs/Doing\\_Deals\\_in\\_Tough\\_Times.pdf](http://www.kpmg.de/docs/Doing_Deals_in_Tough_Times.pdf) (Zugriff am 23.05.09)

KPMG (2009): Pre Deal Evaluation. Online im Internet:  
<http://www.kpmg.de/WasWirTun/3490.htm> (Zugriff am 13.04.09)

Röhrenbacher, Hans (2009): ROCE und EVA. Online im Internet:  
[http://www.roehrenbacher.at/BBH2003/Kap02\\_EVA.pdf](http://www.roehrenbacher.at/BBH2003/Kap02_EVA.pdf) (Zugriff am 19.06.09)

## 8.3 INTERVIEWS

Datum und Ort des Interviews werden aus Gründen der Diskretion nicht angeführt.

Interviewpartner 1 (2009): Telefonisches Interview, geführt vom Verfasser.

Interviewpartner 2 (2009): Telefonisches Interview, geführt vom Verfasser.

Interviewpartner 3 (2009): Persönliches Interview, geführt vom Verfasser.

Interviewpartner 4 (2009): Persönliches Interview, geführt vom Verfasser.

Interviewpartner 5 (2009): Persönliches Interview, geführt vom Verfasser.

Interviewpartner 6 (2009): Telefonisches Interview, geführt vom Verfasser.

---

## 9 EIDESSTATTLICHE ERKLÄRUNG

Ich erkläre hiermit Eides statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe; die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen Prüfungskommission vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Lustenau, den 30. Juni 2009

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'S. Offenbacher'.

---

# ANHANG

## Interviewleitfaden

### *Einleitung*

- Vorstellung Person und Studiengang.
- Vorstellung der Zielsetzung und Vorgehensweise der Master Thesis.
- Zugeständnis absoluter Diskretion. Ergebnisse der Interviews werden in der Thesis anonymisiert. Interviewpartner und Firmen sind nur dem Autor, dem Betreuer der Master Thesis (Dr. Georg Erdmann) sowie evtl. weiteren Mitgliedern der Prüfungskommission bekannt.
- Einholen der Zustimmung für das digitale Aufzeichnen des Interviews. Die Befragung wird digital gespeichert und drei Monate nach der positiven Bewertung der Thesis gelöscht.

### *Fragenbereich*

1. Bitte beschreiben Sie mir kurz Ihr Unternehmen und dessen Geschäftsmodell.
2. Bitte nennen Sie die konkrete Anzahl der angedachten bzw. durchgeführten Akquisitionen (unterteilt nach Screening, Due-Diligence und Kauf-Phase).
3. Wie würden Sie den Erfahrungsgrad von Ihnen bzw. Ihres Unternehmens in Hinblick auf Qualität der durchgeführten Akquisitionen beschreiben?
4. Was sind die vorrangigen Ziele und Motive Ihrer Akquisitionstätigkeit?
5. Wie erfolgt die Suche nach geeigneten Übernahmekandidaten?
6. Welchen Stellenwert hat die Screening Phase im gesamten Prozess (im Vergleich zur Integration)?
7. A. Gibt es im Screening Prozess eine systematische, strukturierte Vorgehensweise?  
B. Wenn Ja, wie ist diese konzipiert?

- 
- C. Wenn Nein, wie bewerten Sie ein Unternehmen im Vorfeld der Akquisition?
8. Welche Bewertungsindikatoren gibt es? Können Sie hier eine Gewichtung nennen? (SEP's, Definition Erfolg – Was ist wichtig für „Erfolg“?)
  9. Wann bzw. aufgrund welcher (Post-)Indikatoren bewerten Sie eine Akquisition als erfolgreich?
  10. Welche Verbindungen/Rückwirkungen der Post-Indikatoren sehen Sie zur Gewinnung von Ante-Indikatoren? (Bzw. was lernen Sie aus abgeschlossenen Transaktionen für zukünftige Projekte?)
  11. Wie hoch schätzen Sie die Erfolgsquote der Akquisitionen, also die Anzahl der Käufe, welche Sie im Nachhinein aufgrund Ihrer Zielsetzungen als erfolgreich definieren?