

STRATEGISCHE DUE DILIGENCE

WIE MAN FIRMEN SINNVOLL (VER-)KAUFT

Erfolgsfaktoren

Kunden

Märkte

Technologie

Synergien

DER GRUNDGEDANKE DER DUE DILIGENCE

1 EIN BEGRIFF FÜR WERTPAPIERE

Wer Wertpapiere herausgeben oder gar damit an die Börse gehen will, unterliegt strengen Regelungen. Vieles muss bedacht und geprüft werden. Diese *Due Diligence* hat idealerweise das Ziel, dem potenziellen Anleger alle Informationen zur Verfügung zu stellen, damit er eine informierte Anlageentscheidung treffen kann. In der Praxis dient sie auch dazu, die Haftungsrisiken der Herausgeber zu limitieren oder gar auszuschließen.

Due Diligence, die sorgfältige Prüfung, ist also ein juristisch geprägter Begriff.

2 MERGERS UND AKQUISITIONS

Bei Unternehmenskäufen wird ein entsprechendes Verfahren vom Käufer durchgeführt. Er will wissen, was er für sein Geld bekommt. Und: die Beteiligten wollen (oder müssen) sich absichern, damit man ihnen im Falle eines Fehlkaufs nicht Fahrlässigkeit oder Kunstfehler vorwerfen kann.

Diesen Grundgedanken möchte ich im Folgenden als Kennzeichen einer „traditionellen Due Diligence“ definieren, wohl wissend, dass sowohl der Begriff selbst als auch die damit verbundene Vorgehensweise in der heutigen Intensität ein Kind des letzten Jahrzehnts ist und somit wenig wirkliche Tradition aufweisen kann.

Die folgenden Überlegungen beziehen sich nur auf Unternehmenskäufe.



UNTERNEHMENSKAUF ALS PROZESS

3 ES GIBT VIELE FORMEN

Ein Unternehmenskauf kann in vielen Varianten abgewickelt werden. Hier einige interessante Spielarten:

1. Kauf, Übernahme
2. Fusion („Ehe unter Gleichen“)
3. Umgekehrter Kauf (reverse Takeover, z.B. um durch Übernahme einer börsennotierten Gesellschaft selbst an die Börse zu gehen)
4. Management buy-out (Führungskräfte kaufen ihr Unternehmen)
5. Management buy-in (externe Führungskräfte kaufen sich ein)
6. Kooperationen in verschiedenen Intensitäten
7. Joint-Venture (mehrere Kapitalgeber kaufen eine Firma gemeinsam)

Es ist von Bedeutung, sich die Vielzahl der möglichen Varianten vor Augen zu halten, denn sie ermöglicht eventuell kreative Lösungen.



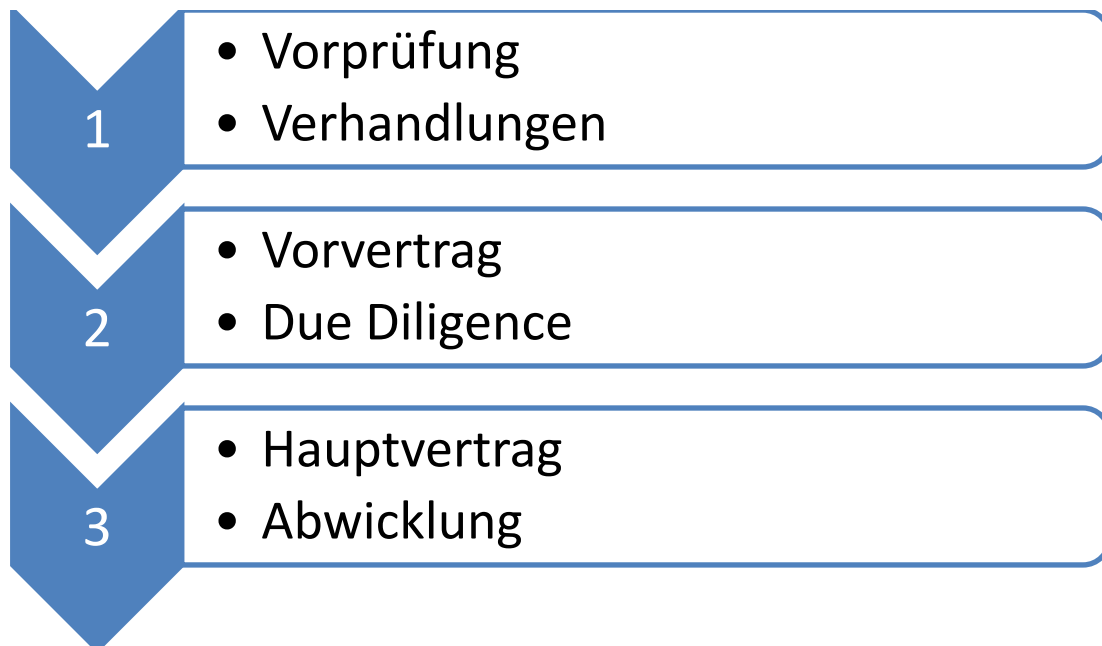
4 STANDARDISIERTE VORGEHENSWEISE

Drum prüfe, wer sich ewig bindet...

So beginnt ein vielzitiertes Vers von Schiller. Sicher ist es eine gute Idee, seine Hausaufgaben zu machen, bevor man eine Firma kauft. Die Literatur empfiehlt z.B. legal, financial, personal, technical etc. Due Diligence, und Check-Listen dazu gibt es zu Hauf.

Allerdings ist es oft nicht möglich oder auch nicht sinnvoll, diese umfangreichen Prüfungen vor Beginn der Kaufverhandlungen zu machen. Nicht möglich, weil der Verkäufer – oft zu Recht – sich scheut, all die hierfür benötigten Detailinformationen herauszugeben. Es besteht ja häufig die Gefahr, dass der so informierte Kaufinteressent ein Wettbewerber ist oder werden könnte. Nicht sinnvoll, weil die hohen Kosten nur dann aufgewendet werden sollte, wenn man weiß, dass man sich einig ist oder zumindest werden kann. Hinzu kommt übrigens noch ein Problem des Timings, denn wenn die DD früh im Verhandlungsprozess durchgeführt wird, sind die Ergebnisse vielleicht schon veraltet, wenn man endlich unterschreiben könnte.

Deshalb favorisieren viele Praktiker den Grundgedanken, große Teile der DD erst durchzuführen, wenn man sich prinzipiell einig geworden ist und das auch durch Unterzeichnung eines Vorvertrags („Letter of Intent, LOI) dokumentiert hat. Eventuell stützt man sich dabei zunächst auf eine vom Verkäufer zur Verfügung gestellte DD („vendor DD“). Die Reihenfolge sieht dann so aus:



Es gibt aber noch eine andere Variante, bei der die DD erst nach dem Kauf stattfindet. Idealerweise hat der Käufer sich dann durch umfangreiche Garantien abgesichert, die auch zu einer nachträglichen Veränderung des Kaufpreises führen können. Diese Vorgehensweise setzt ein deutliches Vertrauen zwischen den Partnern voraus, welche sich beide sicher sein sollten, dass der andere professionell agiert und für die Folgen seines Handelns einstehen will und kann.

Wie so häufig, ist es auch hier die tatsächliche Realität, die uns daran hindert, solche idealtypischen Ablaufpläne einzuhalten. Hier zunächst einige Probleme, die innerhalb der Grundgedanken einer traditionellen DD bleiben. Später werde ich aufzeigen, dass eine traditionelle DD an sich schon fragwürdig und oft nicht zielführend ist.

- Wurde der Kaufpreis im LOI bereits weitgehend fest vereinbart, dann kann es für den Verkäufer problematisch sein, im Rahmen einer umfangreichen DD belastende Faktoren zu fin-

den. Er nimmt sie zur Kenntnis, kann aber eventuell keine finanziellen Konsequenzen daraus ziehen.

- Durch die DD wird der Kaufprozess stark in die Länge gezogen. Geheimhaltung wird erschwert.
- Manche Berater sehen es daher als sinnvoll an, alle relevanten Informationen in einem „Data-Room“ zusammen zu stellen. Dort haben alle Kaufinteressenten innerhalb eines kurzen Zeitintervalls Zugriff. Oft gibt es unterschiedliche Auffassungen, ob und in welcher Form der Kaufinteressent solche Daten mit nach Hause nehmen darf. Wünscht ein Interessent zusätzliche Informationen, so kann dies den Zeitplan, die Verhandlungen und / oder die Gleichbehandlung der Interessenten gefährden.

5 DER ERWEITERTE KAUFPROZESS

Ein großer Teil der Unternehmenskäufe wird von Fachleuten als Fehlschlag angesehen. Ob das mehr oder weniger als die Hälfte aller Käufe sind, mag nur bedingt interessieren, aber wenn wir uns mit diesem Thema befassen, müssen wir offenbar einiges mehr bedenken, um Erfolg zu haben.

Auf der Seite des Käufers sollte ein Kauf zumindest in dreierlei Aspekten zusätzlich vorbereitet werden:

1. Formulierung der Unternehmensstrategie, aus der hervorgeht, was durch die Transaktion erreicht werden soll und welche Grundausrichtung zukünftig vorgesehen ist,
2. Kritische Analyse der eigenen Fähigkeit und Kapazität, das zu kaufende Unternehmen auch zu managen, zu integrieren und mit ihm zusammen zu arbeiten,
3. Plausibilitätsprüfung der Finanzierung des Gesamtprojekts inklusive Akquisitionskosten.

Idealerweise stehen diese Überlegungen ganz am Anfang eines Akquisitionsprozesses. Am Ende würde ich gerne hinzufügen, was eigentlich selbstverständlich sein müsste:

4. Integration der betroffenen Firmen
5. Kommunikation der neuen gemeinsamen Strategie
6. Abwicklung von Garantien, Zahlungen, variablen Kaufpreisteilen, Abnabelung vom bisherigen Eigentümer etc.

Sieht man den Akquisitionsprozess ganzheitlich in all diesen Aspekten, dann kann die DD eine andere Aufgabe bekommen und somit auch einen anderen Nutzen stiften. Machen wir uns auf den Weg - im nächsten Abschnitt.



STRATEGISCHE DD

6 STRATEGIE-ENTWICKLUNG IN DER AKQUISEPHASE

Die Strategie ist die Summe grundsätzlicher Ausrichtungen eines Unternehmens. Sie beantwortet entscheidende Fragen wie z.B.:

- An welche Kunden richten wir uns?
- Welches (Dienst-)Leistungsspektrum bieten wir an?
- Wo suchen wir unsere Einzigartigkeit und den Vorteil gegenüber Konkurrenten?
- Wie organisieren wir die Leistungserstellung, z.B. bezüglich Technologie, Fertigungstiefe, Mitarbeitern und Qualitätsanspruch?



Es mag eigenartig klingen, aber Voraussetzung für eine strategische Due Diligence ist, dass das Unternehmen eine Strategie hat, die klar formuliert und den befassen Führungskräften bekannt ist. Die prinzipielle Überlegung ist nun, in einem frühen Stadium des Akquisitionsprozesses darüber nachzudenken, wie eine erfolgreiche Übernahme in die Strategie passen und/oder diese verändern würde. Dabei ist nicht nur Fantasie erforderlich, sondern auch ein ungewöhnlich hoher Detaillierungsgrad. Es genügt also dann z.B. nicht, allgemein zu formulieren, dass eine Übernahme der logische Schritt auf dem Weg zur Kostenführerschaft ist. Man müsste, um beim Beispiel zu bleiben, auch Aussagen darüber machen, in welchen Bereichen die Kosten gesenkt werden sollen, und wie sehr.

Hier noch einige Beispiel für strategische Überlegungen im Rahmen einer Akquisition. Aus diesen Beispielen resultieren Hypothesen, die durch die strategische DD überprüft werden können.

- Welche Ressourcen des Übernahmekandidaten sind für den Käufer von zentraler Bedeutung? Wie kann er diese in seine Strategie einbinden? Kundenbesitz, Produktionskapazitäten, Innovationspotenzial?
- Kann ich das Leistungsangebot nach Übernahme auf ein schmaleres Sortiment umstellen oder zumindest auf jeweils spezialisierte Fertigungsstätten konzentrieren?

Ist die Strategie auch bezüglich der Übernahme klar definiert, dann verändert sich die Aufgabe der DD. Es geht jetzt nicht mehr vordergründig darum, eventuelle Risiken zu ermitteln, sondern um die Überprüfung der Hypothese, dass der angestrebte strategische Erfolg durch die Übernahme erreicht werden kann. In unserem Beispiel würden wir dann also prüfen, welche Kosteneffekte speziell nur durch die geplante Übernahme möglich sind. Dazu würden wir z.B. den Maschinenpark auf Kostensenkungspotenziale untersuchen, Zusammenlegungen in Sortiment und Lager prüfen, die Kapazitätsnutzung optimieren usw. Zugegebenermaßen müssten wir tief einsteigen, um zu ermitteln, ob diese und andere theoretisch denkbaren Lösungsschritte hier auch durchführbar und erfolgversprechend sind. Die zusätzliche Mühe würde aber mindestens aus drei Gründen lohnen:

1. Wir bekommen ein gutes Bild, ob die Akquisition unseren Zielen dient
2. Das Management wird am Ende der DD Unterlagen in Händen halten, die eher einem Beratungsgutachten gleichen als einem Schriftsatz. Damit kann die Arbeit gleich beginnen.
3. Durch die Ergebnisse der strategischen DD kann der Käufer den Führungskräften seines Akquisitionsziels frühzeitig kommunizieren, wo die Reise hingeht. Die Verunsicherung aller Betroffenen, die typischerweise den Erfolg vieler Übernahmen in Frage stellt, kann so deutlich vermindert werden (wenn diese Betroffenen die Strategie positiv sehen).

Daneben hätte ein solcher Ansatz noch erhebliche Vorteile für die spätere Integration der neu gekauften Firma, weil die schon Vorfeld notwendige Zusammenarbeit Gemeinsamkeiten schafft und durch frühzeitige Offenlegung von Zielsetzung und Vorgehensweise Misstrauen abbauen kann. Besonders wird die strategische DD den unternehmerisch orientierten Kapitalgeber ansprechen, weil er erstmals erkennen kann, welche grundlegenden Veränderungen in der strategischen Positionierung eines Unternehmens durch die geplante Akquisition angestrebt werden. Er kann dann selbst überlegen, ob sich dies rechnet.



DER TEUFEL STECKT IM DETAIL

7 FALLSTRICKE

Mehr noch als bei der klassischen DD kann der Erfolg einer strategischen DD davon abhängen, dass der potenzielle Übernehmer qualifizierte Informationen bekommt und dass die Führungskräfte des Zielobjekts zur Mitarbeit bereit sind. Sind diese Voraussetzungen im konkreten Fall nicht gegeben, ist allerdings auch deutlich, dass diese Akquisition hohe Risiken beinhaltet. Die Frage wird dann nicht sein, ob eine strategische DD die richtige Vorgehensweise ist, sondern ob man überhaupt kaufen will.

Die Strategie kann auch so ausgerichtet sein, dass sie auf erhebliche Widerstände im Zielunternehmen und/oder im Markt stoßen muss. Das ist zum Beispiel oft dann der Fall, wenn das zu kaufende Unternehmen geschlossen werden soll, um die Produktion in die neue Mutter zu verlegen, um da eine bessere Auslastung zu erreichen. Taktisch kann es klug sein, solche Absichten zunächst zu verheimlichen. Wenn man eine derartige Täuschung will und sie nicht aus ethischen Gründen ablehnt, muß man gewärtig sein, dass eine zu detaillierte Prüfung der Machbarkeit solcher Ideen die Geheimhaltungsabsicht durchkreuzen kann. Dasselbe gilt für den Fall, dass der Verkäufer aus Vertraulichkeitsgründen keine DD zulässt – durch entsprechende Vertragsgestaltung kann man dann zwar viele Risiken ausschalten, aber es wird kaum gelingen, sich den Erfolg der eigenen Zukunftsstrategie kaufvertraglich abzusichern.



Besonders heikel wird die Situation, wenn sich während der strategischen DD ergibt, dass die vorgesehene Strategie nicht durchführbar oder nicht vorteilhaft ist. Vielleicht findet man Alternati-

ven, die ebenso interessant erscheinen – aber wird man mitten in einem komplexen Verhandlungsprozess genügend Zeit haben, diese neuen Ideen auch noch zu testen? Spätestens an dieser Stelle ist eine „mutige Entscheidung“ gefragt, und man kann nur hoffen, dass Fingerspitzen, Bauch und Nase der Entscheidungsträger die magischen Qualitäten entwickeln, die man guten Managern oft nachsagt.

Oft wird es als selbstverständlich angesehen, dass die Systeme, Erfolgsrezepte und Technologien des Übernehmers überlegen sind und auch beim Zielobjekt sinnvoll eingesetzt werden können. Gerade das sollte aber unbedingt Gegenstand einer DD sein, denn meist beruht ein großer Teil der einkalkulierten Synergie-Effekte darauf, dass man Systeme zusammenlegt. Ist zum Beispiel der Einsatz des eigenen Geschäftsmodells in der veränderten Umgebung nicht erfolgversprechend, dann muss das vorher geklärt werden. Vielleicht könnte man mehr profitieren, wenn man die guten Systeme der zu kaufenden Firma zukünftig auch in der Mutterfirma einsetzt und die „eigenen“ wegwirft? Solche Erkenntnis setzt menschliche Größe und Souveränität voraus...



8 KOSTEN UND QUALIFIKATIONEN

Sicherlich wird eine strategische DD hohe Anforderungen an Qualifikation und Zeitbudget des Akquisitionsteams stellen. Sie kommt nicht billig, ist aber preiswert.

Vermiedene Fehlentscheidungen und gesicherte Durchführbarkeit strategischer Konzepte können sehr viel wert sein. Wenn heute immer wieder berichtet wird, dass ein beträchtlicher Prozentsatz aller Akquisitionen scheitert, dann liegt dies sicherlich auch daran, dass die notwendigen strategischen Konsequenzen eines solchen Schrittes in der Praxis oft zu spät erkannt werden, und dass die produktive Zusammenarbeit von Übernehmern und Übernommenen durch Grabenkämpfe, urzeitliche Beuteschemata und ziellose Hektik torpediert werden kann.

Ergebnis der strategischen DD können Akquisitionsziele sein, deren Erreichen man später systematisch überprüfen kann. Man kann sogar ein Synergiemanagement aufbauen, dessen Aufgabe es ist, strategische Potenziale, die aus der Zusammenarbeit resultieren, zu identifizieren, zu schaffen und auszuschöpfen. Dazu gehört auch ein Plan, wie die Führungskräfte des übernommenen Unternehmens zukünftig eingesetzt werden können, um ihr Potenzial optimal zu nutzen und einen reibungsarmen Übergang zu gewährleisten.

So kann eine qualifizierte, strategische DD die ideale Basis für den Erfolg in der Zukunft liefern.

INHALT

1	Ein Begriff für Wertpapiere	2
2	Mergers und Akquisitions	2
3	es gibt viele Formen	3
4	Standardisierte Vorgehensweise	4
5	Der erweiterte Kaufprozess	5
6	Strategie-Entwicklung in der Akquisephase	6
7	Fallstricke	8
8	Kosten und Qualifikationen	9

© Dr. Friedrich Georg Hoepfner 2008

Dr. Friedrich Georg Hoepfner hat Betriebswirtschaft, Psychologie und Brauereiwissenschaft studiert und bei Firmengründungen in vielen Branchen mitgewirkt. Er führte die Privatbrauerei Hoepfner in Karlsruhe erfolgreich in sechster Generation bis zum Verkauf an die Brau Holding International. Dort übernahm er verschiedene Management-Aufgaben. Heute ist er Geschäftsführer der Hoepfner Bräu in Karlsruhe, einer Immobilienholding im Familienbesitz, und befasst sich mit Fragen der Unternehmensstrategie.



Dr. Friedrich Georg Hoepfner
Hoepfner Bräu
Haid- und Neustr. 18
D-76131 Karlsruhe
+49 721 6183 293
llfgh@web.de