

Euroforum-Lehrgang in 10 schriftlichen Lektionen

# **Mergers & Acquisitions**

Fachliche Leitung: Claus Eßers

## **Die kaufmännische Due Diligence (Commercial Due Diligence)**

Roman Schneider

# *Mergers & Acquisitions*

## LEKTION 5

Roman Schneider  
Felix Schwerin

---

## Die kaufmännische Due Diligence (Commercial Due Diligence)

---

### Hinweis des Herausgebers

© 2010, Herausgeber dieser Lektion des schriftlichen Management-Lehrgangs ist die EUROFORUM Verlag GmbH, Düsseldorf. Wir weisen darauf hin, dass das Urheberrecht sämtlicher Texte und Grafiken in dieser Lektion bei dem/n jeweiligen Autor/en und das Urheberrecht des Lehrgangs als Sammelwerk bei dem Herausgeber liegt. Die begründeten Urheberrechte bleiben umfassend vorbehalten. Jede Form der Vervielfältigung z. B. auf drucktechnischem, elektronischem, optischem, photomechanischem oder ähnlichem Wege – auch auszugsweise – bedarf der ausdrücklichen, schriftlichen Einwilligung sowohl des Herausgebers als auch des jeweiligen Autors der Texte und Grafiken. Es ist Lehrgangsteilnehmern und Dritten nicht gestattet, die Lektionen oder sonstige Unterrichtsmaterialien zu vervielfältigen.

**LESEPROBE**

**Roman Schneider**

Roman Schneider ist Diplom-Ökonom und arbeitet seit Anfang der 80er-Jahre als Unternehmensberater. Er führt seit 2000 als geschäftsführender Gesellschafter die S-M-M Managementberatung GmbH in Düsseldorf und Hamburg mit dem Fokus Public Services. Nach seinen Studien arbeitete er einige Jahre hauptamtlich als Dozent in der Erwachsenenbildung und an einer Fachhochschule. Als Principal von Roland Berger & Partner war Roman Schneider von 1985 bis 1995 u. a. verantwortlich für die Beratung öffentlicher Unternehmen. Als Managing Director und Partner internationaler Beratungsgesellschaften hat er bis 2000 zahlreiche Mandate zur Restrukturierung und Transaktion vor allem im kommunalen Umfeld wahrgenommen.

## Inhalt

	<b>Zielformulierung</b>	6
<b>1</b>	<b>Stellung der Commercial Due Diligence im Gesamtkontext einer Due Diligence</b>	7
<b>2</b>	<b>Ziele der Commercial Due Diligence</b>	11
2.1	Die Identifikation des künftigen Marktpotenzials und die strategische Ausrichtung des Target stehen im Mittelpunkt der CDD	11
2.2	Differenzierung Käufer-Due-Diligence und Vendor Due Diligence	15
2.3	Unterschiede in den Akquisitionszielen einer CDD	17
<b>3</b>	<b>Untersuchung und Bewertung der Marktposition und Marktchancen des Target</b>	19
3.1	Prüfpunkt 1: Analyse der externen Rahmen- und Marktbedingungen	19
3.1.1	Analyse der Markt- und Kundenstruktur	21
3.1.2	Marktteilnehmer horizontal und auch vertikal screenen – Vergleichsgrößen erleichtern das Arbeiten	23
3.2	Erfassung des Marktpotenzials – der Blick in die Zukunft	24
<b>4</b>	<b>Die Analyse und Bewertung unternehmensinterner Faktoren führt zur Identifikation der Stärken und Schwächen des Target</b>	26
4.1	Prüfpunkt 2: Analyse der strategischen Ausrichtung des Akquisitionsobjekts	26
4.1.1	Analyse des strategischen Zielsystems	26
4.1.2	Untersuchung der Unternehmensstrategie	27
4.1.3	Zusammenfassung der strategischen Prüfung	29
4.2	Prüfpunkt 3: Organisations- und Managementanalyse	29
4.2.1	Strukturaudit	30
4.2.2	Prozessaudit	31
4.2.3	Management- und Personalaudit	33
4.2.4	Audit der Informationssysteme	36
4.2.5	Zusammenfassung der Organisations- und Managementanalyse	37
4.3	Prüfpunkt 4: Untersuchung der Führungssysteme	37
4.3.1	Planungs- und Kontrollsysteme	38
4.3.2	Personalentwicklungssysteme	39
4.3.3	Kommunikationssysteme	40
4.3.4	Zusammenfassung essenzieller Fragen zu den Führungssystemen	41

4.4	Prüfpunkt 5: Analyse der Businessplanung	41
4.4.1	Plausibilitätsprüfung der Planungsprämissen und Betrachtung des Planungsprozesses	42
4.4.2	Rolle der Akquisitionsziele in der Planungsanalyse	43
4.4.3	Die Plan-Gewinn-und-Verlust-Rechnung als zentraler Motor der Analyse	44
4.4.4	Analyse/Erstellung der prospektiven Kapitalflussrechnung	46
4.4.5	Zusammenfassung der Planungsaspekte	47
4.5	Prüfpunkt 6: Analyse von Produkten und Leistungen	47
4.5.1	Produkte und Leistungen – Analyse des Produktprogramms	47
4.5.2	Die Gewichtung des Markenwertes in der Analyse der Produkte und Leistungen	49
4.5.3	Prüfung der Produktpreise	51
4.5.4	Zusammenfassung essenzieller Produkt- und Preisfragen	52
4.6	Prüfpunkt 7: Die Vertriebsorganisation	53
4.6.1	Analyse der Vertriebsstruktur	53
4.6.2	Prüfung der Vertriebsorganisation und des Vertriebspersonals	54
4.6.3	Zusammenfassung essenzieller Fragen zum Vertrieb	55
4.7	Prüfpunkt 8: Marketing und Kommunikation	55
4.7.1	Untersuchung der Marketingstrategie und des Marketingmix	56
4.7.2	Analyse der Werbestrategie und der angewandten Werbeinstrumente	56
4.7.3	Analyse der Kundenbindungsaktivitäten	57
4.7.4	Zusammenfassung typischer Fragestellungen für den Bereich Marketing und Kommunikation	59
4.8	Prüfpunkt 9: Forschung und Entwicklung	59
4.8.1	Prüfung der laufenden und geplanten Forschungs- und Entwicklungsprojekte	60
4.8.2	Gewerbliche Schutzrechte und Lizenzen	61
4.8.3	Zusammenfassung der F&E-Prüfpunkte	62
4.9	Reflexion der Analyseergebnisse	63
<b>5</b>	<b>Entscheidungsfindung mithilfe der erlangten Analyseergebnisse</b>	<b>65</b>
5.1	Zusammenführung der externen und internen Erkenntnisgewinne	65
5.2	Nutzung der Analyseergebnisse für die Überprüfung der Unternehmensplanung	67
5.3	Ermittlung der Synergiepotenziale	67
5.4	Bewertung des Strategic Fit	69
<b>6</b>	<b>Auswahl der CDD-Teams und Projektorganisation</b>	<b>71</b>
<b>7</b>	<b>Checkliste zur Commercial Due Diligence</b>	<b>74</b>

<b>Zusammenfassung</b>	81
<b>Übungsaufgaben</b>	82
<b>Lösungen</b>	83
<b>Fußnotenverzeichnis</b>	85
<b>Literaturverzeichnis</b>	86
<b>Stichwortverzeichnis</b>	88
<b>Abbildungsverzeichnis</b>	91

## Zielformulierung

Eine Due Diligence umfasst in der Regel zahlreiche fachspezifische Prüfungen des Akquisitionssubjekts. Deren Ergebnisse fließen bei der Bewertung und der finalen Entscheidung – Übernahme ja/nein – in den Entscheidungsprozess mit ein.

Ein ganz wesentlicher Bestandteil einer Due Diligence ist dabei die Betrachtung der externen Markt- und Rahmenbedingungen sowie die Analyse der inneren Verfassung des zu prüfenden Unternehmens, also z. B. Organisation und Arbeitsabläufe. Diese kaufmännischen Aspekte werden im Rahmen der so genannten Commercial Due Diligence untersucht. Ziel der Commercial Due Diligence ist die Ermittlung der Integrierbarkeit des Zielunternehmens in die eigenen Organisationsstrukturen und die Beleuchtung der Marktstellung des zu kaufenden Unternehmens.

Durch die Prüfung der internen Kernbereiche und -funktionen, wie z. B. des Vertriebs, des Personals, der Führungssysteme oder des Rechnungswesens, und die Analyse der externen Rahmenbedingungen können die Stärken/Schwächen und Chancen/Risiken der Zielgesellschaft erkannt und mögliche Synergiepotenziale durch eine Übernahme erfasst werden. Schließlich werden die Analyseergebnisse auf ihren „Strategic Fit“ hin bewertet, um so die Kompatibilität der Zielgesellschaft mit der eigenen Organisation festzustellen. Zudem kann die Commercial Due Diligence für einen Käufer ein Mittel sein, um sich seinen Gesellschaftern gegenüber abzusichern, sollte nach erfolgter Übernahme die Zielgesellschaft durch unvorhersehbare Einflüsse plötzlich an Wert verlieren.

Ziel dieser Lektion ist es, Sie durch die einzelnen Prüfpunkte zu führen, die Sie in der Commercial Due Diligence beherrschen sollten. Wir werden Sie in den Analysepunkten auf entsprechende zu stellende Fragen hinweisen und Ihnen mögliche Stolpersteine vor Augen führen. Die angewandten Methoden zur Beantwortung der relevanten Fragen und die abschließend durchzuführende Bewertung der Zielgesellschaft stellen praxisnahe Vorgehensweisen dar, die Sie im Falle einer Due Diligence auch demgemäß anwenden können.

## 1 Stellung der Commercial Due Diligence im Gesamtkontext einer Due Diligence

„Due diligence’ is a process whereby an individual, or an organization, seeks sufficient information about a business entity to reach an informed judgement as to its value for a specific purpose.”<sup>1</sup>

Was heißt das nun? Due Diligence (mit erforderlicher Sorgfalt zu umschreiben) ist eine Aufgabe, die im Rahmen von Kauf-/Verkaufsprozessen von Unternehmen oder Teilen davon zentrale Bedeutung besitzt. Waren vor einigen Jahren noch wenige unternehmerische Kernbereiche von einer umfänglichen Prüfung betroffen (hauptsächlich Finanzen/Jahresabschlüsse/Steuern), zeigen sich heute zahlreiche neue Felder, die für die Prüfung einer Transaktion wichtig, ja sogar überlebenswichtig werden, will der Käufer vor Überraschungen gefeit sein. Hierzu gehört in aller Regel der Check aller Themenbereiche, die für eine erfolgreiche Übernahme und Integration der Zielgesellschaft von Relevanz sind, zum Beispiel die Unternehmensstrategie, das Personal, das technologische Know-how, die Organisationsstruktur, die Produkte und Leistungen, das Unternehmensumfeld etc.

Ein Veräußerer wird sich einer Due Diligence über das zum Verkauf stehende Unternehmen durch einen oder mehrere potenzielle Erwerber im Allgemeinen nicht entziehen können, oder würden Sie etwa die Katze im Sack kaufen?

Häufig hat der Veräußerer aber auch ein originäres Interesse daran, eine Due Diligence über sein Verkaufsobjekt durchzuführen. Die Gewährung vertiefter Einblicke in das zum Verkauf stehende Unternehmen über eine Due Diligence ermöglicht ihm im besten Falle eine Reduzierung der abzugebenden kaufvertraglichen Garantien und fördert zusätzlich noch die Möglichkeit einer Exkulpation im Falle einer später erkannten Unzulänglichkeit der Kaufsache.

Für den potenziellen Erwerber hingegen ist eine Due Diligence auch gleichzeitig eine Versicherung seinen Gesellschaftern gegenüber, sollte die Zielgesellschaft nach erfolgreicher Integration aus unvorhersehbaren Gründen an Wert verlieren.



Abschnitt 2.2 wird noch einmal speziell auf die so genannte Vendor Due Diligence (Initiierung der Due Diligence durch den Veräußerer) eingehen.

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, welche Informationen der potenzielle Erwerber über das Zielunternehmen benötigt. Und welche Informationen stellt der Verkäufer bereitwillig zur Verfügung? Die Informationsbedürfnisse des Erwerbers erstrecken sich über verschiedenste Themengebiete, von denen die Integrierbarkeit

1 Berens, W., Strauch, J.: Herkunft und Inhalt des Begriffes Due Diligence, S. 11

des „Target“ (im Folgenden häufig gebrauchter Begriff zur Beschreibung der Zielgesellschaft) in die eigene Organisation abzuleiten ist. Im Mittelpunkt der Commercial Due Diligence (im Folgenden auch als CDD abgekürzt) stehen vor allem organisatorische und strategische Prüfungen, die die Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft bestimmen. Aber auch das Marktumfeld muss genauer untersucht werden.

Im Allgemeinen allerdings wird eine Due Diligence in unterschiedliche Bereiche eingeteilt, die Experten verschiedener Fachdisziplinen bearbeiten. Die Einteilung der Due-Diligence-Themengebiete unterliegt keiner einheitlichen Struktur. Gängig ist aber folgende Unterteilung:

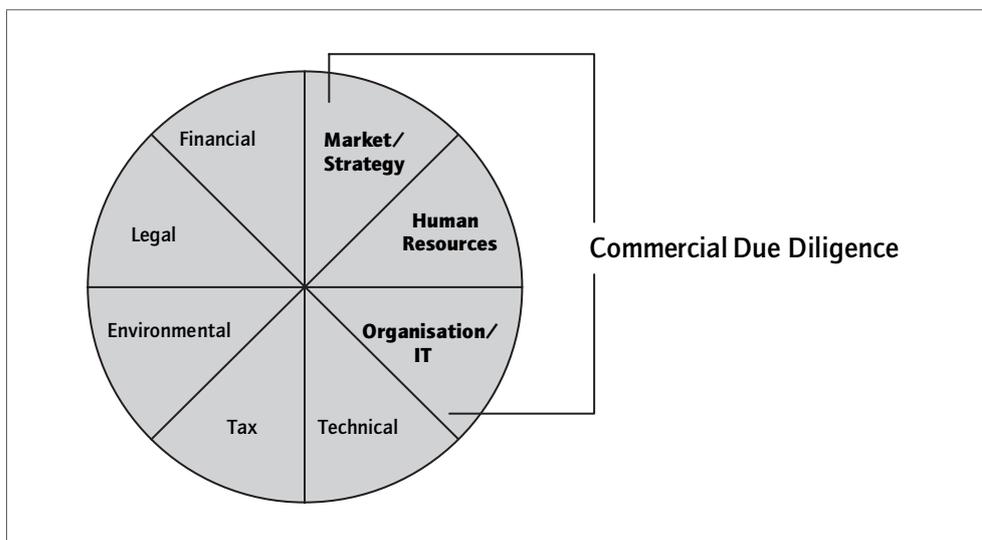


Abbildung 1: Teilbereiche einer Due Diligence und Bestandteile der CDD



Für die CDD gibt es keine allgemein gültige Definition. Die Commercial Due Diligence wird in der Fachliteratur häufig auch als Market Due Diligence, Marketing Due Diligence, wirtschaftliche Due Diligence oder strategische Due Diligence bezeichnet.

Die Zusammensetzung und die Abgrenzung der Teilbereiche sowie die gesetzten Schwerpunkte variieren je nach Fallkonstellation. Es ist sogar möglich, dass einzelne Due-Diligence-Teilbereiche, komplett unbearbeitet bleiben können, ohne dass dadurch Schaden verursacht würde. Diese Gelegenheit, bestimmte Bereiche aus der Betrachtung auslassen zu können, hängt häufig von der kaufvertraglichen Gestaltung ab. So bleibt beispielsweise eine Environmental Due Diligence entbehrlich, wenn später entstehende Umweltschäden vertraglich weiterhin dem Veräußerer angelastet werden. In jedem Fall unabdingbar bleiben allerdings im Allgemeinen die Financial, die Legal, die Tax sowie die Commercial Due Diligence.



Lesen Sie zu den weiteren Due-Diligence-Bereichen auch Lektion 5, Lektion 6 und Lektion 7 dieses Management-Lehrgangs.

Die in der Commercial Due Diligence zu prüfende Geschäftstätigkeit sowie das Markt- und Wettbewerbsumfeld der Zielgesellschaft bestimmen weitestgehend die Möglichkeiten des unternehmerischen Handelns des Target. Die Einschätzung dieser Komponenten ist konsequenterweise in den Mittelpunkt der Due Diligence zu stellen. Selbstverständlich hat die zahlenmäßige Abbildung der geschäftlichen Aktivitäten im Rahmen der Financial Due Diligence einen ebenso hohen Stellenwert, aufgrund der höheren Komplexität wird sie aber auch regelmäßig zeit- und personalintensiver ausfallen. Und was bringen auch die besten Zahlen, wenn die Unternehmen auf kaufmännischer Basis nicht zusammenpassen und eine spätere Integration vehement gefährdet ist.

Die Commercial Due Diligence dient gemeinsam mit anderen Due-Diligence-Teilbereichen als Grundlage für die Bewertung des Zielobjekts sowie für die darauf folgenden Vertragsverhandlungen. Wesentlich für den Umfang der CDD ist die Formulierung der Strategie, die der Erwerber mit der Akquisition verfolgt und in die das Target zukünftig eingebettet werden soll. Darüber hinaus bietet sich die CDD in besonderem Maße zur Vorbereitung der späteren Integration des Zielunternehmens in die Strukturen des Erwerbers an.



Mehr über die verschiedenen Akquisitionsziele eines Erwerbers lesen Sie in Abschnitt 2.3.

Es ist zu empfehlen, vor Beginn der CDD eine Kriterienhierarchie für die entsprechende Untersuchung des Target zu definieren, nach der Sie entscheiden, welche Themen zu prüfen sind. In aller Regel startet man hierbei mit der Prüfung der strategischen Ausrichtung der Zielgesellschaft, um darauf aufbauend weitere relevante Punkte wie z. B. die Struktur, die Führungssysteme, Produkte und Leistungen etc. zu untersuchen. Es ist durchaus möglich, bei – für die spätere Integration – besonders kritischen Prüfpunkten mit so genannten Knock-out-Kriterien zu arbeiten. Das heißt, wenn Ihnen beispielsweise bereits bei der Untersuchung der Strategie erhebliche Differenzen/Defizite auffallen (die Unternehmen in diesem Punkt schon nicht kompatibel sind), ist es unter Umständen auch nicht sinnvoll, weitere Bereiche des Target zu prüfen und die Due Diligence fortzuführen. Wie aber bereits oben erwähnt, hängt diese Vorgehensweise stark von den Akquisitionszielen und dem damit verbundenen Umfang der entsprechenden Prüfung ab.

An dieser Stelle wird der Grundstein für die Beantwortung der zentralen Fragestellung gelegt: Kann das Ziel des Käufers durch die Übernahme des Target überhaupt

hinreichend gefördert werden? Ist das Ziel überhaupt durch die Akquisition zu erreichen?

Daher ist es notwendig, dass mikroökonomische Zusammenhänge mit makroökonomischen Erkenntnissen des relevanten Marktes gemeinsam betrachtet und verstanden werden. Während Sie bei anderen Due-Diligence-Arten, beispielsweise Financial oder Legal, nahezu sämtliche benötigten Daten vom Zielunternehmen verarbeiten, kombinieren Sie in der CDD externe und interne Informations- und Datenquellen miteinander. Bei den internen Daten handelt es sich um Informationen, die vom Zielunternehmen direkt stammen, und bei externen Daten um allgemein zugängliche Informationen, die nicht vom Veräußerer geliefert werden, oder aber um Ihre eigenen Marktkenntnisse, über die Sie in der Rolle eines Erwerbers verfügen.

## 2 Ziele der Commercial Due Diligence

### 2.1 Die Identifikation des künftigen Marktpotenzials und die strategische Ausrichtung des Target stehen im Mittelpunkt der CDD

Die Vergangenheit ist wichtig, die Zukunft jedoch noch wichtiger. Erfahrungen reichen immer zurück. Sie lehren uns, uns in der Zukunft sicherer zu verhalten. Das ist bei Menschen nicht anders als bei Unternehmen. Aber Vergangenheit ist vorbei, sie ist nicht mehr zu beeinflussen. Auch ein Umsatz aus dem Vorjahr ist nicht mehr zu beeinflussen. Inwiefern also helfen uns Daten aus vergangenen Jahren?

Sie liefern uns gewisse Anhaltspunkte, jedoch bestimmen sie den Wert eines Unternehmens nicht mehr maßgeblich. Wenn man den Unternehmenswert in der Vergangenheit anlegt, durch relativ statische Verfahren (z. B. Stuttgarter Verfahren), kommt man der Wahrheit nicht wesentlich näher. Die Betrachtung der Vergangenheit ist aber dennoch wichtig. Alleine schon deshalb, um ein Gefühl für die Entwicklung eines Unternehmens auf seinen relevanten Märkten zu erhalten.

Spannender und für die Entscheidungen im Rahmen der CDD auch deutlich wichtiger ist die Prognose der zukünftigen Entwicklungen. Erst deren präzise Kenntnis macht klar, ob sich das Zielunternehmen auch in Zukunft behaupten kann und sich das Investment in den Erwerb auch nachhaltig rechnen wird.

Die Prognose des zukünftigen Erfolgs soll in der Regel in Szenarien erfolgen. „Best- und Worst-Case-Szenarios“ zeigen auf, in welchen Bandbreiten sich das Unternehmen auf seinen Märkten bewegt und mit welchen Erfolgen es tätig sein wird. Hierbei sind Zeiträume zu unterstellen, die natürlich von der Branche und deren Eigenheiten abhängen. So wird man in Industrien mit hoher Investitionsquote und langen Abschreibungsfristen (z. B. in der Energiewirtschaft) anders argumentieren als in Unternehmen der IT-Branche, die mit Produktlebenszyklen von nur wenigen Jahren leben müssen. Die spezifische Dynamik der Märkte ist demnach eine wichtige Einflussgröße.

Die internen Daten sind in aller Regel entweder kunden-, produkt- oder kostenspezifische Informationen, die immer unternehmensspezifisch strukturiert vorliegen. Dennoch müssen Sie häufig im Rahmen der CDD diese Daten und Informationen auf Ihre Erwerbsstrategie hin selbst erheben. Neben den durch das Target strukturierten Daten werden Sie nicht umhinkommen, auch selber Recherche zu betreiben, Expertengespräche zu führen, Drittmeinungen einzuholen und die Ihnen vorliegenden Targetinformationen auf Ihre Analysebedürfnisse hin aufzubereiten.

Interne Daten und Informationen aus absatzrelevanten Bereichen erhalten Sie beispielweise aus folgenden Analysepunkten:

- Markenperformance
- Produktprogramm, Sortiment
- Produktlebenszyklen/Innovationsgrad
- Leistungs-, Produktprogramm
- Distributionswege
- Vertriebsorganisation
- Kundenstruktur
- Absatz-, Preis- und Marktanteilsentwicklung
- Kommunikation
- Budgetierung
- Ergebnisstrukturen

Die Qualität der makroökonomischen Daten ist nicht davon abhängig, wie verlässlich der Verkäufer ist, wie er welche Daten in welcher Güte und in welchem Tiefegrad zur Verfügung stellt. Es geht um branchenspezifische Informationen, über die die Professionals, die den Markt des jeweiligen Unternehmens kennen, in aller Regel verfügen. Ein Berater, der z. B. eine Commercial Due Diligence im Foodmarkt macht, sollte schon wissen, wie sich Verbrauchsgewohnheiten entwickeln und wie sich die Struktur des nachgelagerten Handels in den nächsten Jahren verändern wird.

Daten und Informationen über externe Einflussgrößen erhalten Sie beispielsweise über folgende Analysepunkte:

- umfeldspezifische Rahmenbedingungen
- Kundenbedürfnisse und Konsumentenverhalten
- Wettbewerbsaktivitäten/Benchmarks
- Branchenstruktur
- Technologieentwicklung, Substitutionsgefahren
- Wertschöpfungsketten
- Kooperationspartner, Netzwerke
- Beziehungsgeflechte

Sicherlich ist das Heranziehen dieser Daten abhängig von der Größe und Komplexität des Deal. Alle Beteiligten müssen schon festlegen, wie tief sie in diese Informationsstrukturierung einsteigen wollen. Kosten und Nutzen müssen in vernünftigem Verhältnis zueinander stehen. Fest aber steht: Ohne harte Fakten wird es sehr problematisch, die Zukunft eines Unternehmens auf dem Markt sicher vorherzusagen.

Als Nächstes ist es Ziel der CDD zu bestimmen, ob der „Strategic Fit“ stimmt. Unter „Strategic Fit“ kann man die strategische Deckungsgleichheit der Interessen von Käufer und Verkäufer verstehen. Sind die Unternehmen nicht in eine zu bestimmende Deckungsgleichheit zu bringen, erkennt man schon sehr früh, dass es mit der Transaktion nicht so laufen wird wie erhofft. Ein gekauftes Unternehmen so strategisch passend zu machen, kann auch bedeuten, dass man ihm die eigene Identität und Wertestruktur raubt. Das gefährdet Deals mehr als nörgelnde Manager und streikende Betriebsräte. Um herauszufinden, ob der Strategic Fit stimmt oder nicht,

sollten frühzeitig die Ziele und Strategien des eigenen Unternehmens mit denen des Target abgeglichen werden.

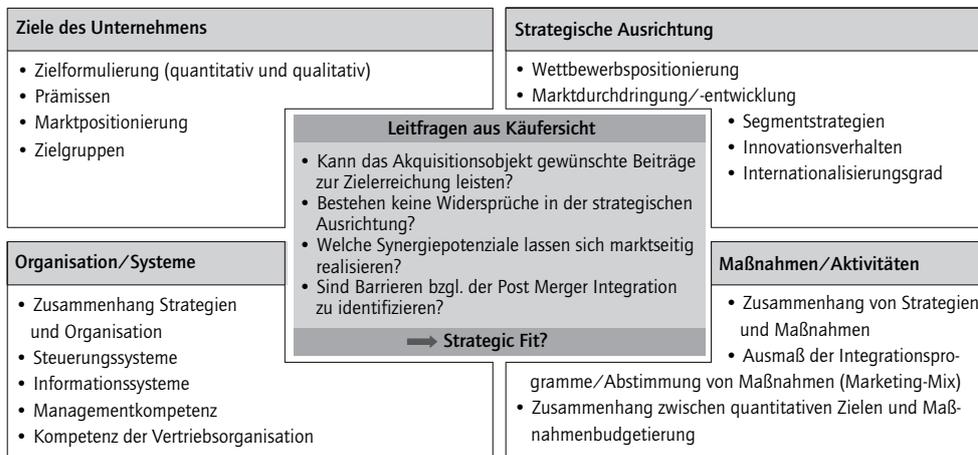


Abbildung 2: Herleitung des „Strategic Fit“

Neben der üblichen Feststellung der Wettbewerbspositionierung, des Innovationsverhaltens sowie der Marktdurchdringung sind einige weitere Fragen durch den Erwerber zu formulieren. Wie gestalten sich die qualitativen und quantitativen Ziele, welche Prämissen liegen diesen Zielen zugrunde? Welche Zielgruppen hat das Unternehmen? Denn Sinn macht eine Transaktion erst dann, wenn das Target deutliche Beiträge zur Zielerreichung leisten kann. Bestehen Widersprüche in der strategischen Ausrichtung, sind Synergiepotenziale auf den Märkten erzielbar oder gibt es Barrieren im Hinblick auf die Post Merger Integration? Diese Fragen führen in ihrer Beantwortung zur Klärung der Frage, ob dieser „Fit“ auch tatsächlich vorhanden ist. Auch hier hinterfragen Sie in erster Linie die Zukunft und zukünftige Entwicklung des Target.

Sicherlich ist es richtig, sich im Bereich der additiven Due-Diligence-Typen (Steuern, Recht, Finanzen, Umwelt u. a.) mit der Vergangenheit zu befassen. Denn aus vergangenen Geschehnissen leiten sich unter Umständen Ansprüche ab, die weit in die Zukunft reichen können. So sind z. B. steuerliche Sachverhalte insoweit zu prüfen, ob sie nicht zur Belastung für den Käufer werden oder als Abschlag auf den Kaufpreis gerechnet werden.

Erst die Antizipation der Zukunft und die Positionierung des Target in den nächsten Jahren führt dazu, Ertragswerte zu finden, die für die sicheren Ermittlung eines Kaufpreises maßgeblich sind.

Ergo, alles ist wichtig. „Gerechnet“ wird jedoch die vorweggenommene Zukunft. In sie werden alle geplanten Effekte der Transaktion hineingerechnet und dann diskontiert. Eines der gebräuchlichen Verfahren ist die Discounted Cashflow Analysis, kurz DCFA, auf die allerdings nicht in dieser Lektion, sondern in Lektion 3 dieses

Management-Lehrgangs eingegangen wird. Die Ergebnisse der CDD liefern die Prognosen und Inputs für die dann durchzuführenden Unternehmenswertberechnungen.

In jedem Fall gilt für die CDD: Leiten Sie valide und belastbare Daten zur Zukunftsentwicklung des Target ab. Dabei ist wichtig, wie sich externe Faktoren entwickeln werden (Markt, Nachfrage, Technologien etc.). Erst anschließend, nach zufriedenstellenden Ergebnissen, geht es an die interne Analyse aller transferbeeinflussenden Faktoren (z. B. Mitarbeiter, Produkte, Organisation, Systeme, Strategien). So wird die Zukunft deutlich. So erfährt man etwas über den zukünftigen Wert des gekauften Unternehmens. Zusammengeführt lassen sich so beispielsweise die marktseitigen Stärken und Schwächen und die Chancen und Risiken des Target identifizieren und ein Strategic Fit ableiten – oder auch nicht. Diese Zusammenführung und Identifikation der Stärken/Schwächen und Chancen/Risiken soll für jedes CDD-Kriterium durchgeführt werden.

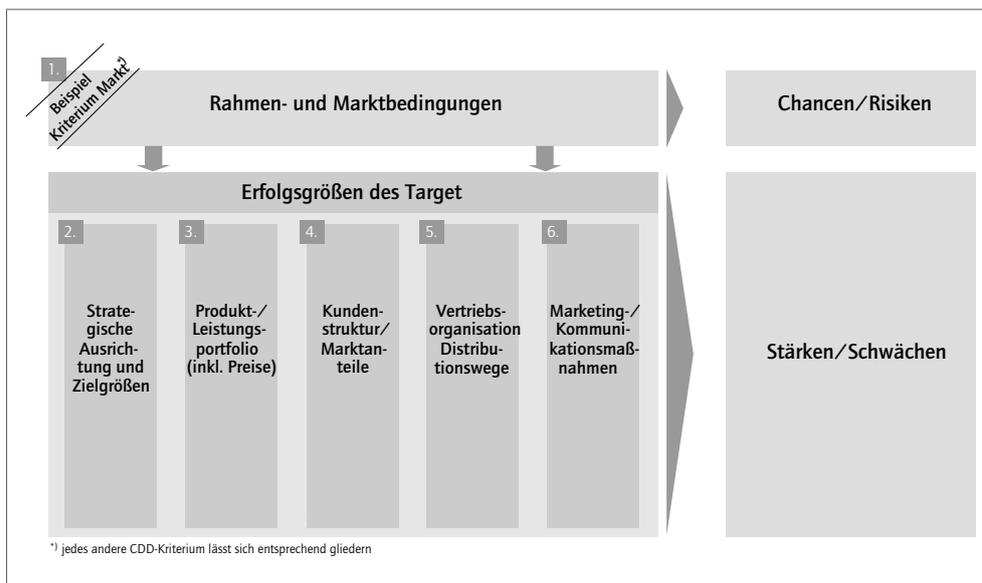


Abbildung 3: Aus den Resultaten der internen und externen Analyse lassen sich marktbezogene Chancen/Risiken und Stärken/Schwächen ableiten

Ziel der im Folgenden dargestellten Analyse und damit der Commercial Due Diligence ist es, eine hinreichende Sicherheit bezüglich der folgenden Informationen zu gewinnen:

- Erkennen der markt- und kostenbezogenen Chancen und Risiken und internen Stärken und Schwächen, die die zukünftige Entwicklung des zu erwerbenden Unternehmens und damit den Akquisitionserfolg für den Käufer bestimmen
- Definition und, wenn möglich, Quantifizierung der Synergien auf der Ressourcen- und auch Marktseite (Strategic Fit)

- Finden von Erkenntnissen für die Unternehmensbewertung

Bevor es jedoch in die Diskussion der einzelnen Analysepunkte geht, möchten wir Ihnen noch einige weitere grundsätzliche Informationen zur Abgrenzung der CDD gegenüber der Vendor Due Diligence und zu den Zielen einer CDD geben.

## 2.2 Differenzierung Käufer-Due-Diligence und Vendor Due Diligence

Ihnen wird vermutlich aufgefallen sein, dass in den letzten Jahren hinsichtlich des Erwerbsweges eine deutliche Verschiebung von Exklusivverhandlungen mit ausgewählten potenziellen Interessenten zu so genannten Auktionsverfahren stattfinden. Häufig werden diese Verfahren durch das Target selbst angestoßen, man spricht dann von der Vendor Due Diligence. Es sei an dieser Stelle bereits darauf hingewiesen, dass die Vendor Due Diligence zwar eine ideale Ergänzung zum Auktionsprozess, nicht aber eine zwingende Voraussetzung ist.

Die am häufigsten anzutreffende Form der Due Diligence – und deren Perspektive, die in der Behandlung der Commercial Due Diligence eingenommen wird – ist die Buy-Side Due Diligence. Die Buy-Side Due Diligence beschreibt das Informationsbedürfnis eines potenziellen Erwerbers und die Durchführung der notwendigen Untersuchungen durch ihn. Im Gegensatz dazu steht die Sell-Side Due Diligence – eine Due Diligence kann natürlich auch durch den Verkäufer eines Unternehmens oder Unternehmensteils selbst initiiert werden.

Als Vendor Due Diligence wird dabei ein Prozess bezeichnet, bei dem der potenzielle Verkäufer (das Target) eine Due Diligence durchführt. Häufig bedient sich der Verkäufer dabei erfahrener Berater. Der Due-Diligence-Bericht wird dann einer begrenzten Zahl von möglichen Kaufinteressenten zur Verfügung gestellt.

Das Verfahren erscheint für den Verkäufer auf den ersten Blick wenig attraktiv, muss er doch in diesem Fall die Kosten der Due Diligence tragen. Auf der anderen Seite hat das Verfahren der Vendor Due Diligence aber auch erhebliche Vorzüge. Die potenziellen Interessenten verfügen über die identische Informationsbasis und können darauf basierend ihre Angebote abgeben. Die zielgerichtete Aufbereitung der Informationen durch Dritte wird insbesondere z. B. in solchen Fällen als vorteilhaft erachtet, in denen mehrere Interessenten vor ähnlichen Problemstellungen stehen (z. B. ausländische Investoren, die alle ähnliche Basisinformationen zur steuerlichen Optimierung der Transaktion benötigen).

Zu den Vorteilen gehört auch, dass die Ressourcen – besonders die Verfügbarkeit von Mitarbeitern – des Verkäufers geschont werden, da die Vendor Due Diligence häufig durch externe Berater organisiert wird. In vielen Fällen würde der Verkäufer ohne eine Vendor Due Diligence den Verkaufsprozess aufgrund des Ressourceneinsatzes nicht managen können. Die vom Verkäufer beauftragten Berater bemühen sich zusätzlich um striktere Verfahren und verhindern in der Regel ein unsystematisches Ausufern des Due-Diligence-Prozesses. Zudem können die Berater als kri-

tische Instanz der Informationssammlung und -beurteilung angesehen werden. Dies ist aber nicht so zu verstehen, dass „kritische“ Informationen nicht weitergegeben werden (das wäre schon aus haftungsrechtlichen Gründen nicht anzuraten), sondern dahingehend, dass der externe Berater diese Informationen objektiv gewichtet und auch dafür Sorge trägt, mögliche argumentative Verteidigungsstrategien zu entwerfen. Faktoren, die die Bemessung des Kaufpreises negativ beeinflussen können, werden rechtzeitig erkannt und offengelegt.

Dadurch, dass der potenzielle Erwerber schon zu Beginn des Prozesses auch über negative Faktoren informiert wird, reduzieren sich seine Möglichkeiten, aufgrund von eigenen Feststellungen Kaufpreisminderungen geltend zu machen. So kann der Verkäufer idealerweise eine etappenweise Reduzierung des Unternehmenskaufpreises verhindern. Für einen Verkäufer bietet es sich demnach an, zunächst eine Vendor Due Diligence durchzuführen, um durch die Bereinigung negativer Faktoren ein entsprechendes Kaufpreislevel sicherzustellen. Zur haftungsrechtlichen Absicherung (nach innen und außen) sollte darauf aufbauend eine Buy-side Due Diligence durch den Käufer folgen.

Ein externer Berater kann zusätzlich sein Know-how einbringen, um die Lage der Gesellschaft möglichst schlüssig darzustellen und im Rahmen der Vendor Due Diligence auch die Sichtweise der potenziellen Käufer zu berücksichtigen. Das kann bestenfalls dazu führen, dass bestimmte organisatorische Maßnahmen oder Optimierungen noch vor dem eigentlichen Verkaufsprozess durchgeführt werden oder die steuerliche Gestaltung für die potenziellen Erwerber evaluiert und optimiert wird.

Die Vorteile der Vendor Due Diligence kommen besonders bei Auktionsprozessen zur Geltung. Hier werden mehreren Interessenten die gleichen Informationen zur Verfügung gestellt. Die Vertragsverhandlungen laufen parallel mit mehreren Interessenten, was die Verhandlungsposition des Verkäufers (etwa in Bezug auf den zu erzielenden Anteilspreis oder die zu gewährenden Garantien) verbessert. Durch den Auktionsprozess wird zudem sichergestellt, dass die Transaktion nicht hinausgezögert werden kann.

Aus Sicht der externen Berater ist die Vendor Due Diligence ein sehr interessantes Produkt. Für den Verkäufer aber ergeben sich in der Praxis häufig Zielkonflikte, wenn sich das Management im Rahmen des Gesamtprozesses kritisch mit der Situation des Unternehmens und der eigenen Tätigkeit auseinandersetzen muss. Oft haben die Führungskräfte auch gar kein originäres Interesse daran, sich mit diesen Dingen zu beschäftigen, und stehen der VDD kontraproduktiv gegenüber.

Schwierig wird es besonders dann, wenn der Verkäufer die Übernahmemotivation potenzieller Erwerber nicht kennt oder falsch einschätzt. Die Gefahr, in diesem Verfahren solche Bereiche zu analysieren, die letztendlich für den Verkauf und den potenziellen Käufer irrelevant sind, ist groß. Aus der Erfahrung heraus hat sich die VDD daher als wenig vorteilhaft erwiesen.

Im Rahmen der hier zugrunde liegenden Ausführungen der CDD werden wir nicht die Perspektive einer Vendor Due Diligence wählen, d. h., es wird im weiteren Verlauf aus Sicht des Erwerbers und nicht aus Sicht des Verkäufers argumentiert.

### 2.3 Unterschiede in den Akquisitionszielen einer CDD

Lassen Sie uns, bevor es in die eigentlichen Analysepunkte geht, noch kurz auf die mit einer CDD verfolgten Ziele eingehen.

Die unterschiedlichen Ziele, die das akquirierende Unternehmen verfolgt und die bestimmend für den Umfang und die Schwerpunkte bei der Commercial Due Diligence sind, können folgendermaßen klassifiziert werden:

#### Wachstum durch Absicherung oder Ausbau der Marktposition

Häufiges Wachstumsziel und somit häufig Treiber von Akquisitionen ist das Streben nach Absicherung bzw. Ausbau der eigenen Marktposition auf den angestammten Geschäftsfeldern. Grundsätzlich werden solche Unternehmen akquiriert, die auch zu den Märkten des Erwerbers passen. Es ist nicht unbedingt notwendig, dass die Fertigungsprozesse oder das Erzeugnis selbst zueinander passen, vielmehr kann es sich auch um komplementäre Produkte handeln, die in gleichen oder ähnlichen Märkten abgesetzt werden. Ziel der Akquisition kann es zusätzlich sein, die Modul- bzw. Systemfähigkeit zu erhöhen.

#### Realisierung von Synergieeffekten

Das wesentliche Ziel bei Akquisitionen ist oft das Erzielen von Synergien. Es kann hier zwischen Markt- und Kostensynergien unterschieden werden. Synergiepotenziale dürfen allerdings nicht nur erkannt, sondern sie müssen auch quantifiziert werden.



Auf die Identifikation und Quantifizierung der Synergiepotenziale im Rahmen der CDD wird in Abschnitt 5.3 dieser Lektion näher eingegangen.

#### Wachstum durch Diversifikation

Unter Wachstum durch Diversifikation versteht man die Ausweitung der Geschäftstätigkeit durch neue Produkte und Dienstleistungen oder in neue Märkte. Damit sollen weitere Marktchancen ausgeschöpft werden. Die verfolgten Ziele können hierbei die Risikostreuung durch Ausweiten des Geschäftsportfolios auf Gebiete mit unterschiedlichen Konjunkturzyklen und unterschiedlichen Marktmechanismen sein. Im

Ergebnis soll der Vorstoß in neue Produktbereiche und Märkte zur Steigerung der Gesamtertragskraft führen.

In einigen Fällen spielt aber auch Prestigedenken eine Rolle, da es als wichtig angesehen wird, zu den „Big Playern“ zu gehören.

### **Marktbereinigung**

Durch den Erwerb eines Wettbewerbers mit dem Ziel der Marktbereinigung wird in der Regel die Ertragskraft des Erwerbers gesteigert. Wird ein Unternehmen erworben, um es aus Gründen der Bereinigung ganz oder teilweise auf vom Markt zu nehmen, ist allerdings keine ausführliche Commercial Due Diligence notwendig, wichtiger ist hier hingegen die genaue Definition und Bewertung der Strategie des Käufers.

### **Erwerb technologischen Know-hows**

Wenn das Ziel der Akquisition den Gewinn von Know-how oder Technologie darstellt, ist davon auszugehen, dass das Target über Technologien verfügt, die der Erwerber zur Verbesserung seiner Marktposition, seiner Produkte oder seiner Produktion und ihrer Prozesse benötigt. Am Ende soll die Innovationskraft des Erwerbers gesteigert werden.

Nachdem nun die Notwendigkeiten und Ziele der CDD wie auch die im Rahmen dieser Lektion eingenommene Sichtweise bei der Analyse des Target erklärt sind, werden wir nun in die einzelnen Analysepunkte einsteigen. Zunächst wird die externe Analyse der Umfeld- und Marktbedingungen des Target erörtert, dann werden die internen Bereiche analysiert. Zum Schluss werden die Ergebnisse zusammengeführt und bewertet.

### 3 Untersuchung und Bewertung der Marktposition und Marktchancen des Target

#### 3.1 Prüfpunkt 1: Analyse der externen Rahmen- und Marktbedingungen

Hauptsächlich wird im Rahmen einer externen Analyse auf die im Markt und in der jeweiligen Branche relevanten Chancen und Risiken eingegangen. Dabei ist sowohl auf das sozioökonomische Umfeld zu achten, z. B. kulturelle Aspekte (besonders bei grenzübergreifenden Transfers) oder technologische Entwicklungen, als auch auf die konkreten weiteren Teilnehmer im Markt des Target, z. B. Kunden, Lieferanten und Wettbewerber. Alle von dem zu kaufenden Unternehmen nicht unmittelbar zu beeinflussenden Faktoren sind Bestandteil und Gegenstand der externen Analyse.

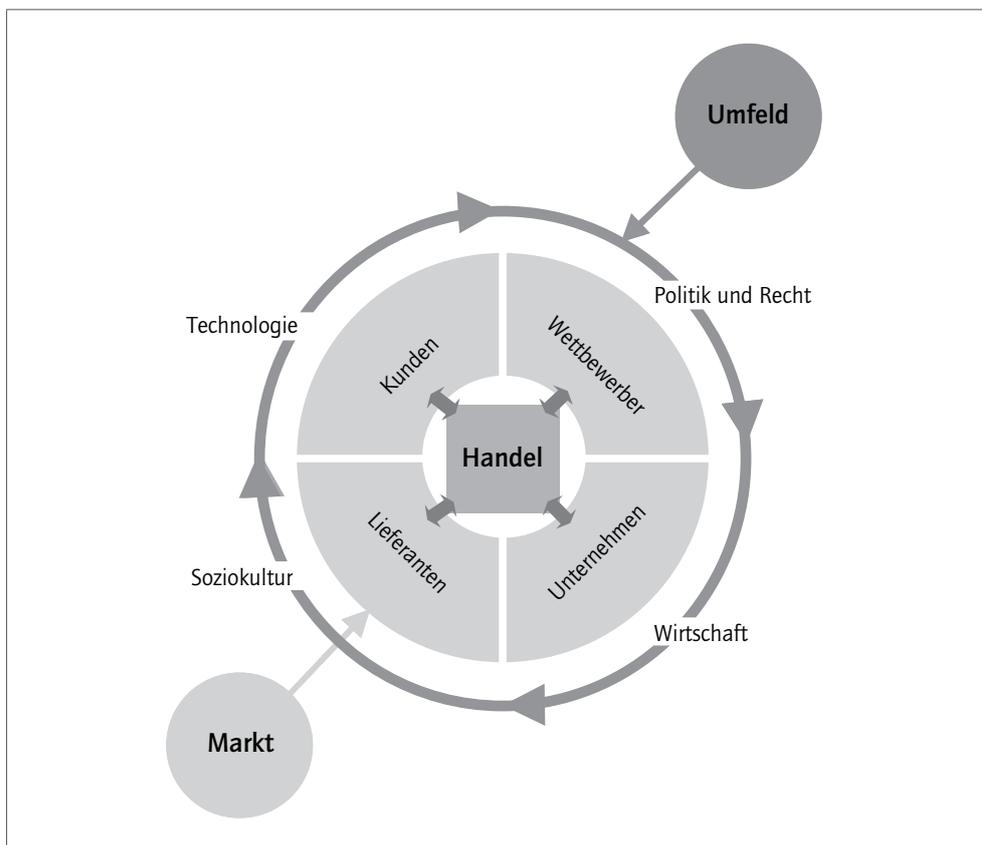


Abbildung 4: Umfeld- und Marktbereiche im Rahmen der externen Analyse

Im Set der Umfeldbereiche, die erwartungsgemäß marktbeeinflussende Rahmenbedingungen aufzeigen sollen, ist mit Prüfkriterien zu arbeiten. Sicherlich ist ein Unternehmen, das sich auf gleicher Wettbewerbsstufe mit dem Erwerber und im gleichen Markt befindet, in seinen Rahmenbedingungen leichter zu beurteilen. Auch schließt sich ein Unternehmen leichter auf, das in einem vergleichbaren Wirtschaftsraum aktiv ist und das man als Wettbewerber schon kennen gelernt hat. Jedoch wird

die Informationsbeschaffung dann deutlich schwieriger, wenn z. B. im internationalen Umfeld eine vertikale Ergänzung auf der Wertschöpfungskette (z. B. eines Vorlieferanten erfolgen soll). Es wird dann deutlich schwieriger, alle umfeldrelevanten Informationen sicher heranzuziehen. Wie erlangen Sie die Informationen, die Sie wirklich benötigen? Diese Fragen sollte der potenzielle Erwerber im Hinblick auf seine Informationsversorgung sehr frühzeitig im Zeitablauf einer Transaktion beantworten können, sonst verliert er entscheidend viel Zeit und verschlechtert aufgrund mangelnder Informationslage die Chancen eines möglichen Transfers.

Einige exemplarische Kriterien und Informationsquellen geben einen ersten Eindruck von den Informationserfordernissen sowie den wesentlichen Entscheidungskriterien der Umfeldanalyse:



Abbildung 5: Umfeldfaktoren

### 3.1.1 Analyse der Markt- und Kundenstruktur

Schon deutlich näher an den unternehmensspezifisch relevanten Erfordernissen ausgerichtet gewinnt man aus so genannten Kunden- oder Kundenstrukturanalysen Informationen, die durch die Prüfung der Marktattraktivität sinnvoll ergänzt werden. Um ein Verständnis des Marktvolumens und der Marktattraktivität zu bekommen, sind die mengen- und wertmäßigen Marktvolumina zu ermitteln, die den Markt bestimmen. Und dies erfolgt sowohl auf allen relevanten heutigen als auch zukünftigen Absatzmärkten. Wie stark wächst der Markt des Target? Wächst er überhaupt? Wie hoch ist der Sättigungsgrad des Marktes? Welche weiteren Absatzmärkte sind denkbar? Wie ist das Marktverhalten der wesentlichen Unternehmen? Welche Ergebnisse sind auf diesem Markt erzielbar?

Im Rahmen der Analyse des Marktvolumens und der Marktattraktivität muss des Weiteren die Marktstruktur erfasst werden. Ist das Target auf einem stark wettbewerbsgeprägten Markt beheimatet, oder gleicht der Markt eher einem Oligopol oder Monopol? Die Konzentration bestimmt letztendlich auch die Markteintrittsbarrieren, die es zu überwinden gilt, will man in einem neuen Umfeld Fuß fassen. Während in einem stark vom Wettbewerb geprägten Markt die Hürde zum Markteintritt niedrig ist (und dementsprechend die erwirtschafteten Margen unter Umständen verschwindend gering sind), ist der Eintritt in einen monopolistischen Markt zumeist sehr schwierig, bedarf eines hohen Investitionsaufwands, wird in der Regel aber auch mit hohen Erträgen belohnt.

Für die geschäftsbestimmenden Branchen des Target ist ebenso die Situation der Kunden und ihre Entwicklung zu verdeutlichen. Ist diese Situationsdarstellung nicht oder nur sehr bedingt möglich, ergeben sich gerade in der Mengen- und Volumenplanung des Target Unwägbarkeiten, die zum Abbruch der Verhandlungen führen können.

Beispiele aus dem Bereich der Lieferanten von Anlagen in der Telekommunikationsindustrie zeigen die Risiken im Zuge des Ausbaus der UMTS-Infrastruktur. Auch die vitalen Veränderungen im Verhältnis der Automobilhersteller zu ihren Zulieferern zeigen die in den Targets verborgenen Risiken. Was ist, wenn aus einem noch glorreichen Komponentenfertiger eines Tages ein so genannter Teilefertiger wird, der nur noch an einen der 30 größten Komponentenfertiger der weltweiten Automobilwirtschaft liefert? Der Wert dieses Unternehmens wird wohl nicht steigen! Die vitalen weltweiten Veränderungen in der Landschaft der Automobilindustrie zeigen es deutlich.

Zentrale Fragen zur Erhebung der relevanten Kundeninformationen können folgende sein:

- Aus wie vielen Kunden besteht der Markt?
- Wie viele Kunden kennt das Unternehmen?
- Wie viele Kunden sind aktive bzw. regelmäßige Käufer?
- Wie viele Kunden hat das Unternehmen in letzter Zeit verloren? Warum?

- Welche Kunden hat das Unternehmen gewonnen? Mit welchen Produkten und Leistungen?
- Welches sind die Kundenanforderungen (Key Buying Factors)?

Zudem sind die Erfolgs- und Kauffaktoren im Markt herauszuarbeiten. An ihnen erkennt man relativ rasch, wie der Antritt des Unternehmens am Absatzmarkt ist und wie die Kunden ihre Kaufentscheidungen in Bezug auf die Produkte des Target begründen. Also ist ebenso das Konsumentenverhalten zu bestimmen, auch das der Zukunft, das im Wesentlichen die Ergebnisse produzieren wird.

Hierbei ist sicherlich und je nach Branche das B2B- und das B2C-Geschäft zu trennen. Die Mechanik der Branche und der in ihr getätigten Geschäfte ist teilweise so gravierend anders, dass es notwendig ist, diese Unterscheidung zu treffen. Schwierig wird diese Analyse erst recht, wenn es weniger um Produkte geht, sondern mehr um Dienstleistungen. Die Versicherungsbranche funktioniert nun einmal nicht so wie ein Hersteller von Zubehörteilen für Automobile.

<b>Kunden-/Kundengruppenspezifische Aspekte</b>	
<b>Organisationale Abnehmer (Business-2-Business)</b>	<b>Informationsquellen</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beschaffungsstrategien</li> <li>• Entwicklungstendenzen in den Abnehmerbranchen</li> <li>• Spielregeln in den Abnehmerbranchen</li> <li>• Konzentrationstendenzen in Abnehmerbranchen/Marktmacht</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Experteninterviews</li> <li>• Informationen der Außen dienstorganisation</li> <li>• Verbandsinformationen der Abnehmerbranchen</li> </ul>
<b>Private Abnehmer/ Konsumenten (Business-2-Consumer)</b>	<b>Informationsquellen</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kundensegmente/-typologien</li> <li>• Segmentspezifisches Kaufverhalten</li> <li>• Markentreue</li> <li>• Wechselbereitschaft</li> <li>• Offenheit für Innovationen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marktforschungsdaten</li> <li>• Befragung des Handels</li> <li>• Informationen der Außen dienstorganisation</li> </ul>

Abbildung 6: Übersicht über die Analyse der Kundenstruktur

### 3.1.2 Marktteilnehmer horizontal und auch vertikal screenen – Vergleichsgrößen erleichtern das Arbeiten

Vielfach ist es ratsam, neben den Daten, die aus externer Sicht die Randbedingungen des Target definieren, ein Wettbewerbsbenchmarking durchzuführen oder Daten so zu beschaffen, dass sie zu einem solchen Vergleich befähigen.



Informationen über Wettbewerber erhält man häufig über relativ einfache Deskrecherche, d. h. Analyse von Branchenberichten, Verbandsstatistiken, Datenbanken, Jahresberichten, Internetrecherchen. Des Weiteren ist es ratsam, Interviews mit Branchenexperten zu führen.

Es gilt die Stärken und Schwächen der Wettbewerber des zum Verkauf stehenden Unternehmens aufzudecken. Leicht ist es, wenn es aus derselben Branche oder aus vor- und nachgelagerten Sektoren stammt. Sie sollten die groben Benchmarks kennen oder aber wissen, wo es sie gibt. Sind Sie jedoch noch nicht sehr vertraut mit den Spielregeln und den Erfolgstreibern der Zielbranche, sollten Sie den Weg zum Know-how nicht scheuen: Sie sollten sich professionelle und gezielte Hilfe und Informationen kaufen, um das Wissensdefizit rasch zu beseitigen.

Zunächst müssen die relevanten Wettbewerber identifiziert werden. Wer sind die stärksten Wettbewerber des Target, wie hoch sind ihre Marktanteile, welche Strategien verfolgen sie? Weitere Faktoren, die in diesen Best-Practice-Vergleich mit einbezogen werden sollten, betreffen:

- das Technologieniveau der Wettbewerber,
- die Identifikation der Managementkompetenzen,
- die Innovationskraft der Wettbewerber,
- der Marktauftritt der Wettbewerber.

Dann gilt es in einer ersten Dimension, die Untersuchungsfelder nach dem Wertschöpfungsprozess zu strukturieren. Dieser Prozess unterscheidet sich von Branche zu Branche, je nach Wirtschaftszweig. Er ist jeweils spezifisch zu bestimmen. Daneben sind in einer zweiten Dimension Produkte, Marken, Prozesse und Erfolgskennzahlen den Stufen des jeweiligen Wertschöpfungsprozesses zuzuordnen und zu werten. Gelingt die matrixartige Verknüpfung, sind die jeweiligen branchenspezifischen Wettbewerbscharakteristika im Sinne von Stärken und Schwächen an dem Target zu spiegeln.

Um ganz sicherzugehen, sollte man auch die Beschaffungsmarktsituation und -entwicklung des Target näher ansehen, um in der Zukunft weiterhin erfolgreich zu sein. Bei krisenspezifisch knappen Rohstoffen nutzt die beste Absatzplanung wenig. Die Position des Target auf dem Beschaffungsmarkt und die dabei entwickelte Nachfragekraft sind ebenfalls wichtige Indizien für die Positionierung des Unternehmens.

Ein Blick in das Lieferantenportfolio kann sicherstellen, dass die späteren Enttäuschungen in Grenzen gehalten werden können. Untersuchungsgegenstände sind hierbei:

- beschaffungsmarktseitige Handlungsmöglichkeiten und Restriktionen,
- die Beschaffungsmarktstruktur, d. h. die Anzahl der Lieferanten, die Marktkonzentration der Lieferanten etc.,
- logistische Besonderheiten,
- Preisentwicklung auf dem Beschaffungsmarkt.

Analog zu der Analyse des Absatzmarktes ist auch der Beschaffungsmarkt durch entsprechende Benchmarks zu erschließen und diese Erkenntnisse in der Stärken- und-Schwächen-Betrachtung mit zu berücksichtigen. Um Anhaltspunkte über die Abhängigkeit von Lieferanten zu erhalten, sollten alle Lieferanten in Form einer ABC-Analyse erfasst sowie die Entwicklung der Lieferanteile in den vergangenen Jahren analysiert werden. Vorausschauend sollte zudem überlegt werden, wie man weitere Vorteile aus der Bündelung der Nachfrage (und damit aus Sicht der Nachfragemachtentfaltung) gewinnen kann.

### **3.2 Erfassung des Marktpotenzials – der Blick in die Zukunft**

Wie eingangs bereits deutlich gemacht, ist es nicht hinreichend, nur die bisherige Entwicklung eines Marktes zu beurteilen oder den Status quo der momentanen Marktsituation zu erfassen. Vielmehr müssen Sie nun, da Sie ja quasi Experte des zu betrachtenden Marktes sind, auch die Projektion in die Zukunft wagen, um das Potenzial des Targetmarktes einschätzen zu können. Denn was nützt es Ihnen, heute ein prinzipiell attraktives Unternehmen (ohne Berücksichtigung der noch folgenden internen Analyse) zu übernehmen, wenn der Markt des Unternehmens mittelfristig stagnieren wird und die Produkte des Target nicht mehr absetzbar sind? Damit ist nun das Prognoseproblem angesprochen.

Grundsätzlich kann man im Bereich der Marktprognose zwischen quantitativen und qualitativen Prognoseverfahren unterscheiden. Während quantitative Methoden meist Regressionsanalysen beinhalten und viel Zeit in Anspruch nehmen – Zeit, die im Rahmen einer Due Diligence häufig nicht vorhanden ist – stützt man sich in der Praxis zunehmend auf qualitative bzw. „intuitive“ Modelle. Zum einen ist es so möglich, das zukünftige Marktpotenzial durch Expertenbefragungen zu bestimmen, zum anderen können Szenarien, basierend auf möglichst realistischen Annahmen, erstellt werden.

Was die Befragungsmethoden angeht, so handelt es sich meist um mehrstufige Befragungsrunden, die unter Fach- und Branchenexperten oder auch entsprechenden Kunden schriftlich, telefonisch oder persönlich durchgeführt werden. Man spricht hier unter anderem auch von der so genannten Delphimethode. Das Verfahren basiert auf den individuell-intuitiven Urteilen der Befragten in Bezug auf Zukunftseignisse oder Zukunftstrends. Durch die mehrfache Befragung und den regelmäßigen

Abgleich zur vorangegangenen Beantwortung eines gleich bleibenden Fragenkataloges können so realistische Prognosewerte erarbeitet werden.



Bei der Marktpotenzialanalyse für die Region Ostbayern (Marktpotenzial = Urlaubsreisearten, Themen, Zielgruppen) handelt es sich um eine bevölkerungsrepräsentative Telefonbefragung. Die Befragung (ca. 1.200 Telefoninterviews von zwölf Minuten) wird im Jahresrhythmus bei weitestgehend unverändertem Fragenprogramm wiederholt. Dieses Vorgehen erlaubt Zeitvergleiche und damit das rechtzeitige Erkennen von Trends, Chancen und Risiken sowie eine Bewertung durchgeführter Verbesserungsmaßnahmen.

An diesem Beispiel wird deutlich, dass die Prognose des zu analysierenden Marktpotenzials durch eine Befragungsmethode nicht zwangsläufig Zeit sparend ist. Sie können ja nicht jahresrhythmische Befragungen durchführen, bevor Sie zu einer Entscheidung gelangen. Aber eventuell verfügt das Target über diese Informationen oder hat ähnliche Studien durchführen lassen, in die Sie Einsicht erhalten.

Es muss also eine Methode her, die möglichst zeitnah eine valide und belastbare Einschätzung des Marktpotenzials liefert. Mithilfe der so genannten Szenariotechnik kann man schnell und zeiteffizient die zukünftige Entwicklung des zugrunde liegenden Marktes prognostizieren. Dabei beinhalten die Szenarioaufzeichnungen mehrere denkbare Zukunftsentwicklungen. Grundsätzlich erstellt man drei Szenarien: den „Best Case“ (der beste Fall), den „Worst Case“ (der schlechteste Fall) und den „Realistic Case“ (der realistische Fall). Ziel ist es, eine Bandbreite der möglichen „Zukünfte“ zu projizieren. Auf Basis der entsprechend Abschnitt 3.1. gewonnen Erkenntnisse über den Markt und die Marktverhältnisse werden dann Entwicklungstendenzen ermittelt (so genannte Trendprojektionen), diese werden in alternativen Szenarien unter Berücksichtigung entsprechender Annahmen verarbeitet und schließlich interpretiert.

Auf diese Weise erhält ein potenzieller Käufer im Rahmen der CDD ein valides Bild der zukünftigen Marktentwicklung. Er erfährt auch die Sensibilität des Marktes in Reaktion auf Störereignisse. Störereignisse können beispielsweise regulatorische Änderungen im Unternehmensumfeld, Fusionen zur Bündelung von Marktmacht oder eine Absatzreduktion des Targetproduktes um x % sein.

Am Ende der Prognosearbeit hat der potenzielle Erwerber einen soliden Eindruck der möglichen Marktentwicklung und des möglichen Potenzials gewonnen, das sich marktseitig noch abschöpfen lässt. Sollte die Marktpotenzialanalyse aber ergeben, dass in dem zu betrachtenden Markt nur wenig oder kein Potenzial steckt, ist auch das weitere Vorgehen der Due Diligence infrage zu stellen. Es sei denn, der Käufer kommt aus derselben Branche und akquiriert mit dem Ziel, seine Position durch Größe zu behaupten, oder er verfolgt andere strategische Zielrichtungen.

## 5 Entscheidungsfindung mithilfe der erlangten Analyseergebnisse

Nachdem nun sowohl das externe Umfeld als auch die internen Kernleistungen und -funktionen des Target erkannt, analysiert und bewertet wurden, gilt es im letzten Schritt der Commercial Due Diligence die gewonnenen Erkenntnisse zusammenzuführen und die Stärken/Schwächen und Chancen/Risiken strukturiert zu bündeln, um letztlich eine Empfehlung für oder gegen eine Übernahmeentscheidung geben zu können.

### 5.1 Zusammenführung der externen und internen Erkenntnisgewinne

Wie führt man nun die Erkenntnisse zusammen? Aus der externen Marktanalyse des Target lassen sich Chancen und Risiken ableiten. Chancen können beispielsweise bestehen,

- wenn der Markt weiterhin wächst,
- wenn sich das regulatorische Umfeld zugunsten des Target verändert,
- wenn neue Kundensegmente entstehen,
- wenn sich innovative Technologien durchsetzen etc.

Risiken können in Form von

- zunehmendem Wettbewerb,
- neuen Substitutionsprodukten,
- sinkender Kaufkraft etc.

auftreten. Durch die getätigte Umfeld- und Marktanalyse und die zukünftige Prognose der Marktentwicklung sind Sie in der Lage, klare Chancen und Risiken des Target zu definieren.

Genauso gehen Sie auch bei der Ableitung von Stärken und Schwächen vor, die als Resultat aus der internen Analyse hervorgehen. Stärken, aber auch Schwächen, können in den Produkten liegen, in der Vertriebstätigkeit, im Innovationspotenzial, schlichtweg in allen Bereichen, die Sie im Rahmen der CDD untersucht haben.

Aus der Zusammenführung der externen und internen Analyseergebnisse ist dann die SWOT-Betrachtung des Akquisitionsobjekts möglich (Abbildung 13). Im Rahmen dieser SWOT-Betrachtung erfolgt die integrierte Analyse der Gesamtergebnisse. Kurz: Sie bringen alle Analyseergebnisse zusammen, um eine umfassende – alle Kriterien beinhaltende – Bewertung vorzunehmen, die für den Ausgang der Kaufentscheidung hilfreich ist.

Dabei gilt es insbesondere folgende Bewertungen durchzuführen, nämlich:

- ob eine Ausnutzung der Stärken zur Realisierung von Chancen erfolgt bzw. zukünftig erfolgen könnte,
- ob eine Ausnutzung zur Relativierung von Risiken und Schwächen erfolgt bzw. zukünftig erfolgen könnte, und
- ob die Schwächen und Risiken als Bedrohungspotenzial richtig eingeschätzt werden und im Rahmen der Planung berücksichtigt sind oder künftig berücksichtigt werden müssen.

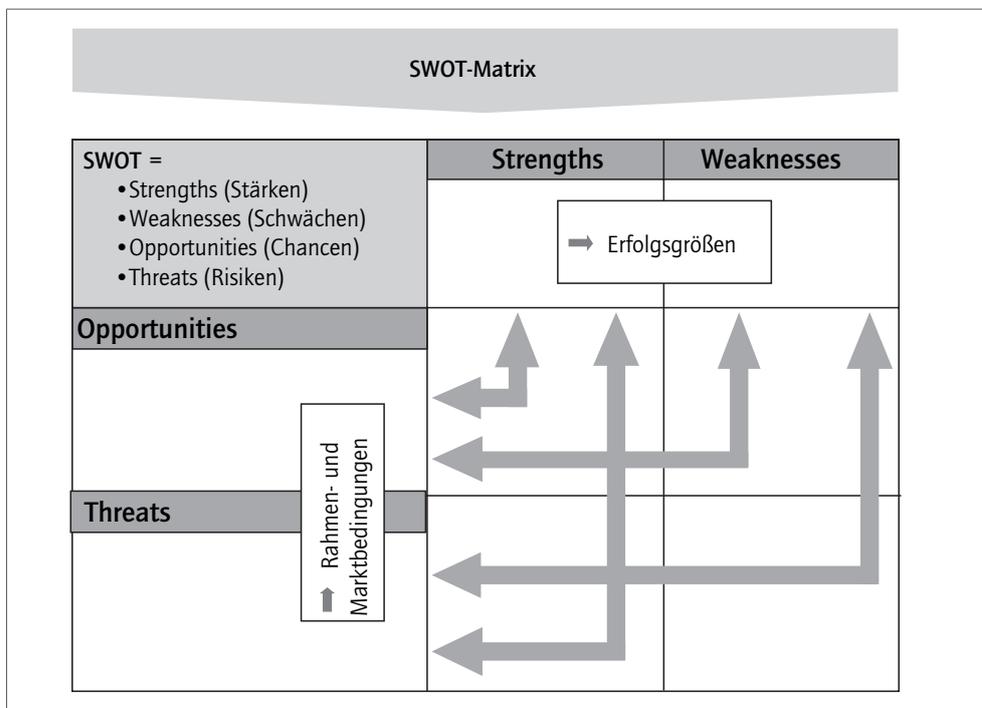


Abbildung 13: Zusammenfassung der Ergebnisse in einer SWOT-Matrix

Insgesamt müssen Sie erkennen, ob die Stärken und Chancen des Target die Schwächen und Risiken überwiegen und – wenn sie es heute noch nicht tun – ob die Zielgesellschaft in Zukunft so ausgerichtet werden kann, dass sie unter Ihrer Obhut ihre Stärken ausnutzt. Dann müssen Sie festlegen, warum und zu welchem Ereignis Sie diesen Abgleich in Ihre eigenen Überlegungen einfließen lassen. Denn nur dann würde es sinnvoll sein, das Unternehmen zu übernehmen und in die eigene Gesellschaft zu integrieren.

Zusätzlich sollten Sie die zusammenfassende SWOT-Bewertung als Werkzeug dazu nutzen, mit den nun gewonnenen vielfältigen Erkenntnissen die Unternehmenspla-

nung (speziell die zugrunde liegenden Prämissen) des Target erneut auf den Prüfstand zu stellen, um in einem letzten Schritt den Strategic Fit zu messen.

## **5.2 Nutzung der Analyseergebnisse für die Überprüfung der Unternehmensplanung**

Auf der Basis der zusammenfassenden Bewertung sollten Sie noch einmal die Planungsrechnungen nachvollziehen und die zugrunde liegenden Prämissen abschließend auf ihre Plausibilität überprüfen.

Sie verfügen nun über ein sehr konkretes Bild des Target, seines Marktes, seiner Stärken/Schwächen und Chancen/Risiken, sodass es ratsam ist, mit diesem Wissen noch einmal die Planung zur Hand zu nehmen. Nachdem Sie anhand der erfolgs- und kostenwirksamen Aspekte der internen und externen Analyse sämtliche Prämissen überprüft haben, werden Sie erkennen, dass verschiedene Prognosen gegebenenfalls noch einmal zu modifizieren sind.

Dieser Punkt ist besonders für das „Finanz“-Team der Due Diligence von Interesse, da es nun den erwarteten Kaufpreis, basierend auf der vom Target erstellten Planung, gegen den Kaufpreis, basierend auf Ihren angepassten Planungsprognosen, berechnen kann.

Dies kann zweierlei zur Folge haben: Entweder der potenzielle Kaufpreis verschlechtert sich aufgrund der Tatsache, dass die Planung abgewertet wird, oder das Target selbst hat sich zu schlecht beplant, womit Sie eine Perle akquirieren können, die gar nicht weiß, welche Chancen sie am Markt hat.

Natürlich kann die Planung der Zielgesellschaft auch mit Ihren Erkenntnissen übereinstimmen. Dann haben Sie immerhin das Risiko minimiert, eine grundsätzliche Fehlentscheidung zu treffen.

## **5.3 Ermittlung der Synergiepotenziale**

Nach Durchführung der externen und internen Analysen und der Ergebniszusammenführung in einer SWOT-Matrix gilt es für die abschließende Ableitung des Strategic Fit die identifizierten Synergiepotenziale zu quantifizieren.

Synergieeffekte treten dann auf, wenn  $1 + 1$  mehr als 2 ist, d. h. mittelfristig die Ergebnisse der kombinierten Unternehmen höher sind als die addierten Ergebnisse der einzelnen Unternehmen. Zum einen spielen Synergien eine bedeutende Rolle für den Erwerber, der bei der Identifikation von Synergien diese Effekte als Ausgleich einer möglichen Prämienzahlung bei Übernahme betrachten kann, auf der anderen Seite sind Synergien auch im Rahmen der CDD und damit in der abschließenden Betrachtung des Strategic Fit zu berücksichtigen.

Ansatzpunkt zur Identifikation von Synergien sind die einzelnen in einer Unternehmung auszuführenden Funktionen und Prozesse der Leistungserstellung, die u. a. zu einer Wertschöpfungskette zusammengefasst werden können bzw. die auch die zentralen Prüfpunkte der CDD reflektieren. In Abbildung 14 werden Synergiepotenziale entlang der Wertschöpfungsketten des Target und des Erwerbers noch einmal zusammengefasst.

Synergiepotenziale erzielt man durch Umsatzwachstum und Kostensenkung. Synergieeffekte können zum Beispiel entstehen, wenn die Zielgesellschaft über eine effiziente und gut ausgebildete Vertriebsorganisation verfügt, die kurzfristig ohne zusätzliche Kosten zu einer Geschäftsausweitung beim Erwerber beitragen kann. Vielleicht hat der Erwerber auch in den letzten Jahren auf technologischen Gebieten oder auf wichtigen Märkten an Boden verloren. Der Erwerb des Target kann dann ein Weg sein, gegenüber Mitbewerbern im technologischen Wettbewerb aufzuholen und Marktanteile zurückzugewinnen. Auch die finanziellen Synergien können bedeutend sein, die sich aus der höheren Finanzkraft, der besseren Position gegenüber den Banken, der besseren Börsenfähigkeit etc. ergeben. Organisatorische Synergien sind beispielsweise dadurch denkbar, dass, neben der Abschaffung von Doppelfunktionen in der Fertigung, Verwaltungs- und Kontrollfunktionen zentralisiert werden. Sie werden an diesem Punkt der CDD sehr genau wissen, wo Synergiepotenziale bei einer Übernahme des Target zu realisieren sind.

Bei allen positiven Synergieeffekten dürfen Sie aber die Aufwendungen zur Erzielung dieser Synergien nicht außer Acht lassen. So kommt es häufig vor, dass z. B. Lohn- und Gehaltsaufwendungen auf das vielleicht höhere Niveau des Erwerbers aufsteigen oder andere Ausgaben entstehen, die das Synergiepotenzial drastisch reduzieren können.

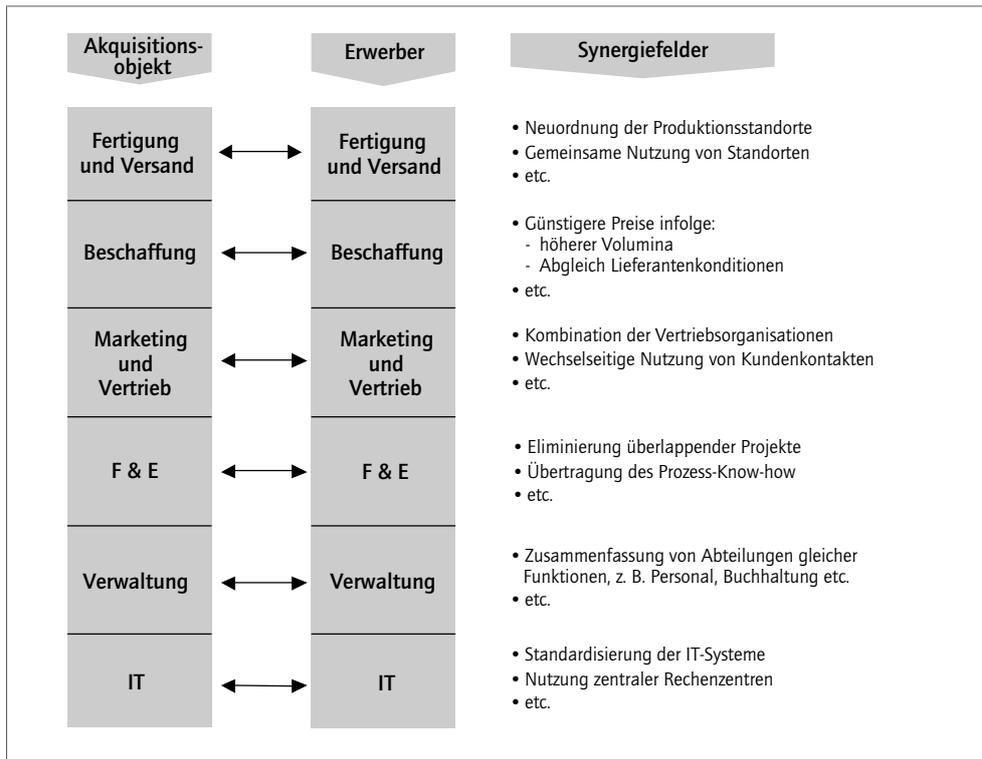


Abbildung 14: Mögliche Synergiepotenziale entlang der Wertschöpfungskette

Die Auflistung und Quantifizierung sowohl der Synergiepotenziale als auch der Kosten ihrer Realisierung ist wichtig, um ein Gefühl dafür zu bekommen, wie viel der Erwerber für das Unternehmen maximal bezahlen kann. Die Synergieeffekte dienen auch als Argumentationsgrundlage für die Begründung der Notwendigkeit der Akquisition gegenüber Ihren Entscheidungsgremien.



Häufig wird in der Praxis der Fehler begangen, dass ein großer Teil der festgestellten Synergieeffekte – wie bereits eingangs erwähnt – schon in Form eines höheren Kaufpreises an den Verkäufer gezahlt wird. Dieser höhere Kaufpreis sollte aber in jedem Fall unter der finanziellen Auswirkung der Synergieeffekte liegen, damit sich die Akquisition für den Erwerber am Ende auch auszahlt. Denn das Risiko der Realisierung der Synergieeffekte liegt in der Regel beim Erwerber.

#### 5.4 Bewertung des Strategic Fit

Auf Basis der zusammengeführten SWOT-Profile, der überprüften Unternehmensplanung und der erkannten Synergien können Sie nun die Unternehmens-, Bereichs- und Produktstrategien mit den eigenen Erwägungen spiegeln und somit abschließend

die mit der Akquisition und Integration der Zielgesellschaft verbundenen Chancen und Risiken beurteilen.

Grafisch lässt sich die Spiegelung der strategischen Ausrichtung des Erwerbers mit der des Target folgendermaßen darstellen:

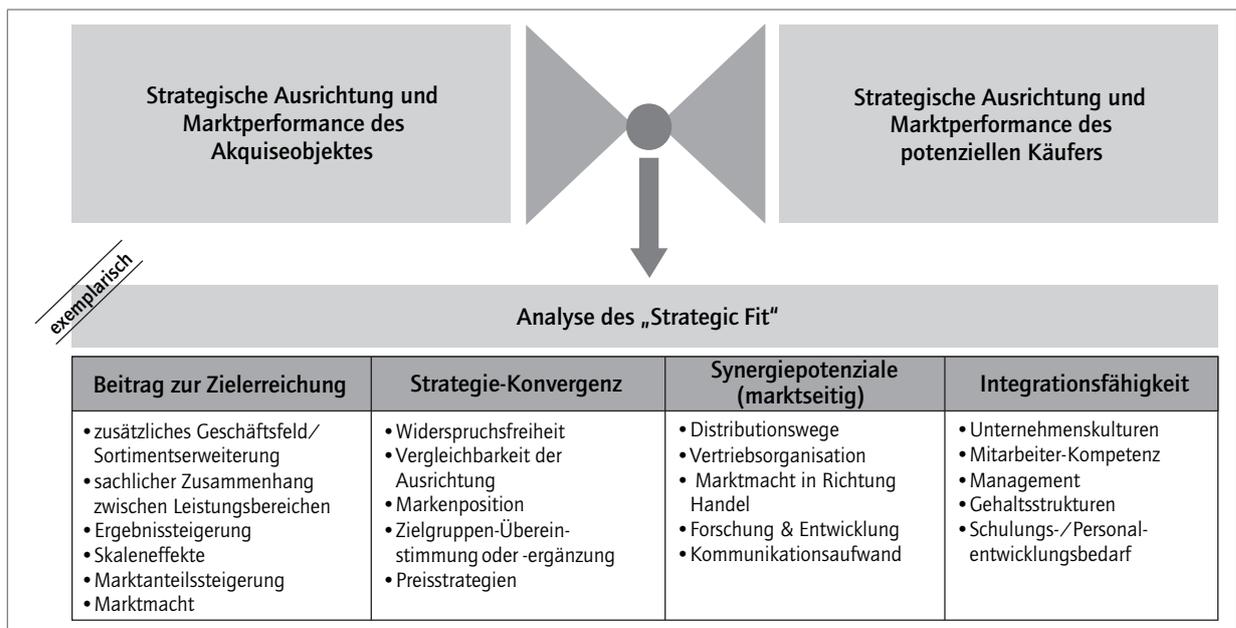


Abbildung 15: Analyse des Strategic Fit

Mit Ihren Kenntnissen sind nun die zentralen Übernahmefragen zu beantworten. Ist überhaupt eine gemeinsame Zukunft mit dem Target denkbar? Wie passen Target und Käuferunternehmen zusammen? Wo liegen die Chancen der potenziellen Akquisition, wo sind Risiken zu erkennen? Und vor allem, welche Synergieeffekte sind mit der Übernahme zu erzielen?

Wenn das Target nach Ihren Analysen einen positiven Beitrag zur Zielerreichung der geplanten Übernahme liefert (z. B. Steigerung der Marktanteile, Erweiterung des Produkt- und Leistungssortiments etc.), die Strategien beider Unternehmen konvergent sind (z. B. Zielgruppenübereinstimmung, Widerspruchsfreiheit etc.), eine erfolgreiche Integration vorhergesagt werden kann (z. B. im Rahmen der Unternehmenskulturen, Mitarbeiterkompetenzen etc.) und die erwarteten Synergieeffekte Ihren Zielen und Ansprüchen entsprechen, steht dem Erwerb des Target grundsätzlich nichts mehr im Wege.

Nun geht es nur noch darum, welche Analyseergebnisse die finanzielle, steuerliche, bilanzielle Due Diligence liefern. Wenn alle Ergebnisse und Erkenntnisse bestehend aus harten und weichen Fakten zusammengefahren werden, können Sie eine solide Go- oder No-Go-Entscheidung treffen!

## Zusammenfassung

Was hat Ihnen diese Lektion zur Commercial Due Diligence vermittelt?

Erstens: Sie müssen darauf achten, bei der Bearbeitung der in dieser Lektion vermittelten Prüfpunkte immer den Blick in die Zukunft zu richten. Ziel der CDD ist nicht die alleinige Auswertung vergangenheitsbezogener und aktueller Informationen und Daten, sondern vielmehr die Bewertung der zukünftigen Entwicklung des Target nach möglicher Integration in das Käuferunternehmen. Dieser Eindruck bestimmt maßgeblich, ob es sinnvoll ist, das Target zu übernehmen oder nicht.

Zweitens: Um die Zukunft des Target ableiten zu können, ist die Analyse der externen Markt- und Rahmenbedingungen notwendig. Anhand der Umfeld- und Marktbedingungen des Target bestimmen Sie seine Positionierung im Markt und erfahren, welche Chancen das Marktumfeld zukünftig bietet – genauso erkennen Sie auch, welchen Risiken das Target gegenübersteht.

Drittens: Auch die Prüfung der internen Organisation zeigt auf, welche Potenziale das Unternehmen birgt und ob es zukünftig in der Lage ist, diese Potenziale zu nutzen, um am Markt zu bestehen. Des Weiteren zeigt die interne Analyse, inwieweit Ihre Gesellschaft mit der Zielgesellschaft verbunden werden kann. Sie erkennen Synergiepotenziale, die genutzt werden können, und schwer wiegende Defizite, die es zu optimieren gilt. Im Ergebnis leiten Sie aus der internen Analyse die Stärken und Schwächen des Target ab.

Viertens: Wenn Sie die Ergebnisse der externen und internen Analyse zusammenführen, zeigt sich, ob das Target zukünftig in der Lage ist, durch seine internen Stärken mögliche Risiken des Marktes zu minimieren.

Fünftens: Mit der Zusammenführung aller internen und externen Ergebnisse sowie der ermittelten Synergiepotenziale bestimmen Sie den „Strategic Fit“ des Target. Zum Ende der CDD sind Sie in der Lage zu entscheiden, ob es aus kaufmännischer Sicht sinnvoll ist, die Zielgesellschaft zu übernehmen – oder ob davon abzuraten ist, da weder Potenziale noch direkter Nutzen hinter einer Akquisition stehen würden.

Eine Commercial Due Diligence sollten Sie immer in einem interdisziplinären Team, bestehend aus Ihren eigenen Mitarbeitern und externen Know-how-Trägern, bearbeiten. Damit stellen Sie in der Regel sicher, dass Sie über die relevanten Kompetenzen verfügen und eine objektive Sicht auf die Analysepunkte wahren können.

Anhand der Ihnen zur Verfügung gestellten Checkliste können Sie bei einer CDD die wichtigsten Fragen, die Instrumente zur Beantwortung dieser Fragen und auch die Informationsquellen für den Erhalt der relevanten Daten schnell ableiten. Sicherlich werden für eine CDD nicht immer alle Punkte zu berücksichtigen sein, Sie brauchen dann nur die für das entsprechende Projekt wichtigen Punkte zu bearbeiten.

Anmeldung für den Euroforum-Lehrgang

## Mergers & Acquisitions

Start: 25. März 2011

7712LPP\_Hr. Roman Schneider

- Ja, ich melde mich an für den Euroforum-Lehrgang „Mergers & Acquisitions“ [P6100702]

### Bitte wählen Sie Ihre Buchungsoption

- Gedruckte Lehrgangsunterlagen sowie CD-ROM mit allen Inhalten für € 2.099,- zzgl. MwSt. p. P. [M780]
- Digitale Lehrgangsunterlagen inklusive iPad für € 2.499,- zzgl. MwSt. p. P. [M784]

- In unserem Unternehmen interessieren sich \_\_\_\_\_ Personen für diesen Lehrgang. Bitte erstellen Sie uns ein individuelles Angebot zum Vorteilspreis.

### INFORMATION UND ANMELDUNG

Susanne Ludwig  
Telefon: 02 11 / 9686 – 31 73  
Fax: 02 11 / 9686 – 41 50  
E-Mail: susanne.ludwig@euroforum.com

Schriftlich: EUROFORUM Verlag  
Postfach 11 12 34  
40512 Düsseldorf

Internet: www.euroforum-verlag.de

### Nutzen Sie die Vorteile einer Gruppenbuchung:

- Deutliche Ersparnis durch attraktive Sonderkonditionen
  - Maßgeschneidertes Lernen durch individuellen Zuschnitt der Inhalte
  - Flexibler Zeitplan nach Ihren Bedürfnissen
  - Schnelle Umsetzung in die Praxis durch gleichen Wissensstand aller Beteiligten
- Fordern Sie Ihr individuelles Angebot zum Vorteilspreis an und kontaktieren Sie:

Susanne Sehmisch:  
Telefon 02 11/96 86 – 31 55  
susanne.sehmisch@euroforum.com

Name 1:	
Position:	
Abteilung:	
E-Mail:	
Name 2:	
Position:	
Abteilung:	
E-Mail:	
Firma:	
Ansprechpartner im Sekretariat:	
Straße:	
PLZ/Ort:	
Telefon:	Fax:
Rechnung an (Name):	
Abteilung:	
Lieferadresse:	

**Teilnahmebedingungen.** Der Preis für diesen Lehrgang versteht sich zzgl. MwSt. und ist nach Erhalt der Rechnung fällig. Nach Eingang Ihrer Anmeldung erhalten Sie eine Bestätigung. Sie können Ihre Bestellung innerhalb von 14 Tagen nach Eingang schriftlich widerrufen.

**Ihre Daten.** Ihre Daten werden vom EUROFORUM Verlag, ein Geschäftsbereich der EUROFORUM Deutschland SE, und Partnerunternehmen zur Organisation verwendet. Wir werden Sie gerne künftig über unsere Produkte informieren. Mit Ihrer Unterschrift geben Sie Ihre Einwilligung, dass wir Sie auch per Fax, E-Mail oder Telefon kontaktieren sowie Ihre Daten mit anderen Unternehmen (insb. der Informa plc) in Deutschland und international zu Zwecken der Werbung austauschen dürfen. Sollten Sie die Einwilligung nicht in dieser Form geben wollen, so streichen Sie bitte entsprechende Satzteile oder setzen sich mit uns in Verbindung [Tel.: 02 11/96 86-33 33]. Diese Einwilligung kann jederzeit widerrufen werden. Sie können der Verwendung Ihrer Daten zu den genannten Zwecken jederzeit widersprechen.

Datum:	Unterschrift:
--------	---------------

Per Fax an Susanne Ludwig: 02 11/96 86 – 41 50