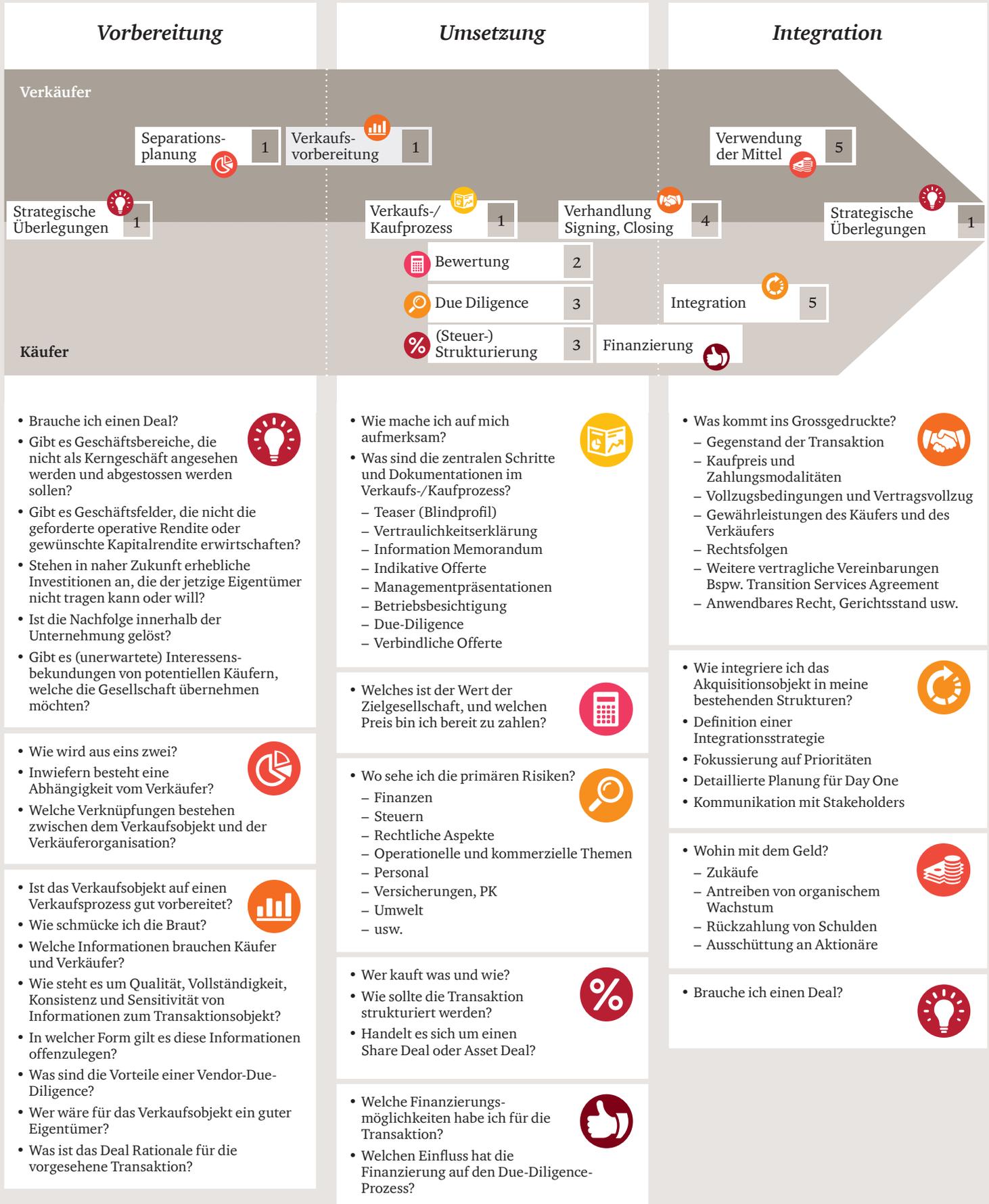

Deal Cycle Framework

Ein Leitfaden zum erfolgreichen
Gestalten von Unternehmens-
transaktionen

Abdruck einer Artikel-
reihe von PwC Experten
in DER SCHWEIZER
TREUHÄNDER





Vorwort



Ein Deal – Ein Team

Keine Lücke von der Strategie bis zur Umsetzung: Dass das über den Erfolg oder Misserfolg von Unternehmen entscheidet, ist bekannt. An eindrücklichen Beispielen zeigt das auch das kürzlich erschienene Buch «Strategy that works – How winning companies close the strategy-to-execution gap»*.

Was bei einem einzelnen Unternehmen spielentscheidend ist, gilt umso mehr beim Kauf, beim Verkauf oder bei der Fusion von Unternehmen – kurz beim Deal. Auch hier bringt es einen grossen Mehrwert, wenn die Unterstützung bei den strategischen Vorüberlegungen, bei den konkreten Abklärungen aller Finanzfragen, Bewertungen, Steuerthemen, möglicher Zusammenschlüsse und Personalthemen bis hin zur finalen Integration aus einer Hand kommt. Denn nur so entsteht sicher keine Lücke auf dem langen Weg von der Idee bis zur Integration.

Das Deals-Team von PwC Schweiz betreut den ganzen Deal: alle Schritte aus einer Hand. In einer Artikelreihe im Schweizer Treuhänder/Expert Focus (Schweizerische Zeitung für Wirtschaftsprüfung, Steuern, Rechnungswesen und Wirtschaftsberatung) haben wir einige wichtige Aspekte eines Deals herausgepickt und genauer beleuchtet: Als schnelle Vertiefung für alle, die sich dem Thema nähern möchten.

Kurt Ritz
Leiter Deals, PwC Schweiz

* Strategy that works; Paul Leinwand, Cesare Mainardi, Art Kleiner; Harvard Business Review Press; 2016; publiziert durch Strategy&, der Strategieberatung von PwC.

<i>Eine ganzheitliche Betrachtung von Unternehmens- transaktionen</i>	5
Strategische Überlegungen – Deal Cycle Framework Marco Tremonte	
<hr/>	
<i>Die Unternehmensbewertung als Erfolgsfaktor im «Deal Cycle Framework»</i>	12
Grundlagen einer erfolgreichen Transaktion: Flexibler Businessplan und sorgfältige Bewertung Manuel Berger Patrick Schwendener Pascal Ziegler	
<hr/>	
<i>Due-Diligence: Strategische Transaktionsziele erreichen</i>	17
Due-Diligence auch als Vorbereitung der Post Merger Integration Ruben Poggensee	
<hr/>	
<i>Earn-Out: Erfolgsorientierter Kaufpreis</i>	23
Wahl der Kennzahl und Minimierung des Manipulationsrisikos als bestimmende Faktoren Benjamin Fehr Ruben Poggensee	
<hr/>	
<i>M&A-Integration: So führt der Deal langfristig zum Erfolg</i>	28
Steiniger Weg zur Synergiefindung; Finanzfunktionen integrieren Claude Fuhrer Christian Witte	
<hr/>	
<i>Ansprechpartner</i>	35

Eine ganzheitliche Betrachtung von Unternehmenstransaktionen

Strategische Überlegungen – Deal Cycle Framework

Dieser Artikel befasst sich mit den wichtigsten Themen beim Unternehmenskauf bzw. -verkauf und soll Entscheidungsträgern als grober Leitfaden dienen. Zwar ist keine Unternehmenstransaktion gleich wie die andere, trotzdem ergibt es Sinn, die wichtigsten Begriffe und einen prototypischen Prozessablauf zu erläutern.

1. Einleitung

Für ein Unternehmen oder einen Unternehmer ist eine Unternehmenstransaktion oftmals eine einmalige Aktion. Fehler in der Umsetzung der Transaktion wiegen schwer, und daraus folgende Wertverluste können sehr schmerzhaft sein. Auch im M&A-Geschäft gilt deshalb der Spruch «Übung macht den Meister». Die Praxis zeigt, dass einst gescheiterte Alleingänge (ohne professionelle Unterstützung) sich oftmals in «Ladenhüter» verwandeln und es in einem zweiten Anlauf deutlich schwieriger wird, einen attraktiven Verkaufspreis zu erzielen.

Die Abbildung 1 stellt einen schematischen «Deal Cycle» dar. Er beginnt beim Unternehmen bzw. bei seinen Eigentümern sowie bei den potenziellen Käufern mit strategischen Überlegungen. Nach erfolgter Durchführung der Transaktion stehen sowohl beim Verkäufer als auch beim neuen Eigentümer wiederum neue strategische Überlegungen an, die möglicherweise erneut zu Transaktionen führen können, und der Kreislauf beginnt von vorne [1].

Der vorliegende Artikel befasst sich primär mit den in der Abbildung 1 mit (1) nummerierten Themenbereichen des «Deal Cycle» und verweist gleichzeitig bei den Nummern (2) bis (5) auf vier zukünftige im «Der Schweizer Treuhänder» zu publizierende Artikel dieser «Deal-Cycle-Serie».

2. Wann braucht es einen Deal?

Am Ursprung vieler M&A-Transaktionen stehen strategische Überlegungen der Eigentümer oder des Managements eines Unternehmens. Es ist von entscheidender Bedeutung für ein Unternehmen, die Geschäftsfelder, in welchen es tätig ist, regelmässig im Kontext der eigentlichen Gesamtstrategie zu überprüfen. Bei der Gesamtstrategie geht es darum, zu definieren, worauf sich das Unternehmen mittelfristig konzentrieren will und welche Geschäftsfelder allenfalls nicht mehr zur Unternehmensstrategie passen bzw. zur Erreichung der Unternehmensziele keinen sinnvollen Beitrag mehr leisten.

Die Gründe für eine Unternehmenstransaktion sind zahlreich. So kann aus Verkäufersicht die Bereinigung des Geschäftsportfolios und damit die Fokussierung auf das eigentliche Kerngeschäft, einhergehend mit einer angestrebten Margenverbesserung, ein Grund für einen geplanten Unternehmens(-teil)verkauf sein. Auch die fehlende «kritische» Grösse in einem

globalen Konkurrenzumfeld oder notwendige Investitionen können dazu führen, einen Verkauf anzustreben.

Neben Portfolioüberlegungen gibt es andere häufige Auslöser von Unternehmenstransaktionen: etwa Nachfolgeregelungen [3] oder Situationen, in denen ein Konzern zum Zweck der Schuldentilgung zu Veräusserungen gezwungen wird. Manche Transaktionen werden natürlich auch aktiv von Käuferseite initiiert, und spätere Verkäufer beginnen erst mit dem Erhalt einer interessanten Kaufofferte über eine Transaktion nachzudenken (vgl. Abbildung 2).

3. Separationsplanung

Soll ein Geschäftsbereich verkauft werden, ist es zentral, seine Einbettung in den bestehenden Strukturen zu verstehen und einen Plan zu entwickeln, wie er aus der Verkäuferorganisation herausgelöst werden soll. Dabei geht es zunächst darum, Schnittstellen zwischen dem Verkaufsobjekt und der verkaufenden Organisation (bzw. dem Eigentümer/ den Aktionären) anhand der Wertschöpfungskette zu identifizieren und die Istsituation im Detail zu dokumentieren. Danach gilt es, für jede Schnittstelle die Sollsituation aus Sicht des Verkäufers zu definieren. Um das Verkaufsobjekt «verkaufsfähig» zu machen, ist – insbesondere bei einem Share Deal – zu prüfen, ob wegen seiner rechtlichen Einbettung in verschiedene Gesellschaften eine Reorganisation der bestehenden Struktur nötig ist.

Aus steuerlicher Sicht ist für den Verkäufer zentral, ob der Verkaufsgewinn steuerbar ist oder bei einem Share Deal in folge Beteiligungsabzugs allenfalls steuerfrei realisiert werden kann. Beim Verkauf einer Gesellschaft durch natürliche Personen ist in der Regel die Realisation eines steuerfreien Kapitalgewinns anzustreben, und es ist wichtig, dass hierzu die Voraussetzungen geschaffen werden.

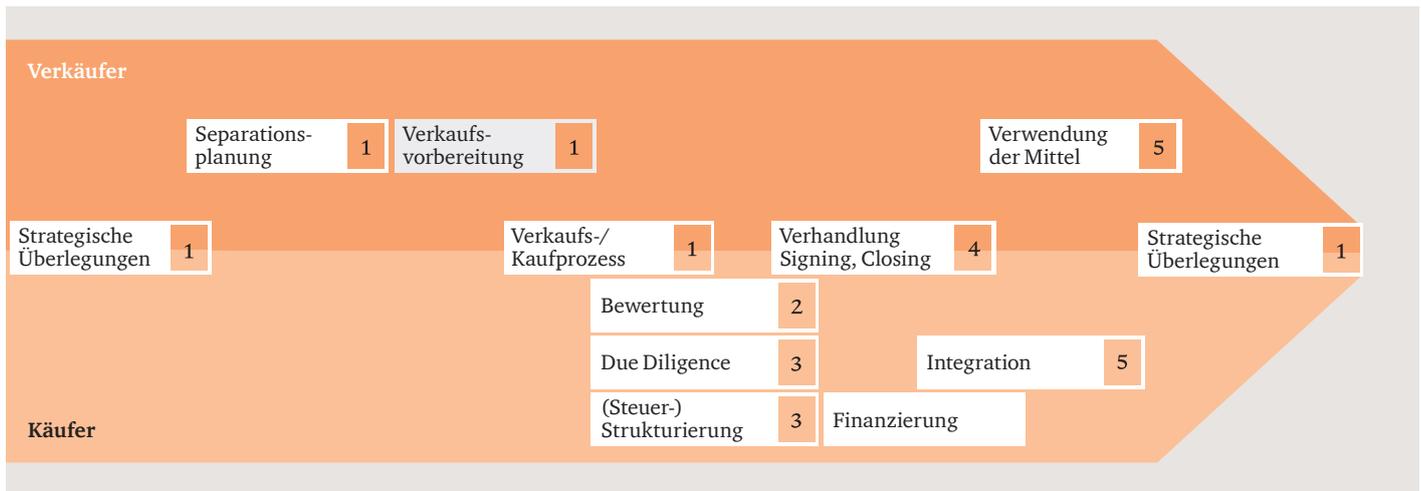
Je stärker das Verkaufsobjekt in die verkaufende Organisation integriert ist, desto bedeutender ist eine umfassende Separationsplanung. Mögliche Fragestellungen sind dabei beispielsweise:

- Wie werden gemeinsam genutzte Produktionsstandorte nach dem Verkauf bewirtschaftet?
- Inwiefern besteht eine Abhängigkeit vom Verkäufer in Bezug auf die in der Produktion verwendeten Rohstoffe? Wo und zu welchen Konditionen können diese in Zukunft alternativ bezogen werden?
- Wie können Logistikprozesse entkoppelt werden, ohne dass für das Geschäftsfeld signifikant höhere Kosten entstehen und die Effizienz leidet?
- Welche administrativen Funktionen (wie Finanzen, HR, IT usw.) werden durch den Konzern zur Verfügung gestellt?
- Welche Vertriebsstrukturen (Verkäufer- bzw. Agentennetz) werden gemeinsam genutzt?
- In welchen Gesellschaften befinden sich die zu veräussernden Geschäftsbereiche?

Marco Tremonte
Dr. oec. publ., Director,
Corporate Finance/M&A,
PwC Zürich



Abbildung 1: Schematischer «Deal Cycle» aus Sicht Verkäufer und Käufer [2]



4. Verkaufsvorbereitung – Welche Informationen brauchen Käufer und Verkäufer?

Die Verkaufsvorbereitung, die einsetzen muss, bevor der eigentliche Verkaufsprozess startet, ist unerlässlich. Im ersten Schritt geht es darum, die vorhandene Datenbasis zu analysieren, Informationsdefizite zu erkennen und Lücken zu identifizieren und zu schliessen. Es ergibt Sinn, dass man sich bereits zu diesem Zeitpunkt auch mit der Auswahl eines geeigneten Transaktionsberaters (Lead Advisor) beschäftigt und professionelle Unterstützung hinzuzieht.

Aus unternehmerischer Sicht ist es immer auch wichtig, sicherzustellen, dass neben der Transaktion das Tagesgeschäft nicht vernachlässigt wird und transaktionsspezifische Tätigkeiten so weit als möglich delegiert werden können.

Die Vorgehensweise im Verkaufsprozess sollte ebenso frühzeitig unter professioneller Begleitung diskutiert und festgelegt werden. In der Regel ist ein diskret geführter, kompetitiver Prozess (limitierte Auktion) die zu empfehlende Verkaufsmethode (vgl. Abbildung 3). Einerseits bleibt die Vertraulichkeit in kontrolliertem Masse gewahrt, und andererseits ermöglicht die Wettbewerbsintensität eine Preisoptimierung. Zudem kann der Verkäufer jederzeit den Prozess abändern (z. B. Gewähren von Exklusivität für einen einzigen Interessenten oder Verzögern/ Unterbrechen des Prozesses) und bleibt in dieser Hinsicht sehr flexibel.

Jeder potenzielle Käufer wird das Kaufobjekt einer detaillierten Due-Diligence unterziehen. Dazu muss der Verkäufer in der Regel eine umfassende Datensammlung zum Verkaufsobjekt erstellen und den möglichen Käufern in einem Datenraum zur Verfügung stellen.

Abbildung 2: Strategische Überlegungen aus Sicht Verkäufer und Käufer

Motive für Verkäufer (Auswahl)		Motive für Käufer (Auswahl)	
Strategisch	<ul style="list-style-type: none"> → Kein Potenzial für zusätzliches Wachstum → Übermächtige Konkurrenz → Fokussierung auf Kerngeschäft 	Strategisch	<ul style="list-style-type: none"> → Synergien → Rationalisierung (Economies of Scale) → Technologie, Know-how → Wachstum (horizontale oder vertikale Integration) → Diversifikation (geografisch, produktbezogen)
Finanziell	<ul style="list-style-type: none"> → Schlechte Ertragslage → Realisierung des Werts (Private Equity, Venture Capital) → Limitierte finanzielle Ressourcen 	Opportunistisch	<ul style="list-style-type: none"> → Realisierung höherer Liquidationswerte («Asset Stripping») → Ausnützen einer schwierigen Situation eines Konkurrenten → Freie Managementkapazität
Management	<ul style="list-style-type: none"> → Nachfolgeplanung → Unvollständiges oder «inkompetentes» Management 	«Irrational»	<ul style="list-style-type: none"> → «Empire Building» → Investition der Free Cashflows/nichtbetriebsnotwendiger liquider Mittel → «Strategische Notwendigkeit» (kaufen, damit der Konkurrent nicht kauft)
Opportunistisch	<ul style="list-style-type: none"> → Attraktive Offerte → Antizipieren einer schwierigen Zukunft (Konjunkturabschwächung) 		

Abbildung 3: Spektrum von Verkaufsmethoden

	Bilateraler Prozess	Diskret geführter, kompetitiver Prozess	Öffentliche Auktion
Beschreibung der Methode	Identifikation von und Kontaktaufnahme mit logischem möglichem Käufer. Exklusive Verhandlung mit dem möglichen Käufer.	Identifikation und diskrete Kontaktierung einer limitierten Anzahl möglicher Investoren. Einholung von Offerten. Verhandlungen mit einem oder mehreren Investoren.	Pressemeldung und Kontakt zu einer breiten Schicht von potenziellen Investoren. Einholen von Interessensbekundungen und verbindlichen Offerten. Verhandlung mit höchstem Bieter.
Wettbewerbsintensität	Tief	Hoch	Sehr hoch
Vertraulichkeit	Sehr hoch	Moderat/Hoch	Tief
Flexibilität des Prozesses	Hoch	Hoch	Tief
Belastung des Tagesgeschäfts	Moderat	Moderat	Hoch
Bemerkungen	Hohes Risiko eines erfolglosen Verkaufsprozesses und/oder eines suboptimalen Verkaufspreises.	Möglichkeit von Informationslecks mit entsprechenden Auswirkungen auf den Prozess.	Gewisse potenzielle Investoren scheuen sich, bei einer grossen Auktion mitzubieten (geringe Erfolgchancen/hohe Kosten). Beste Vorgehensweise, falls viele interessierte Investoren vorhanden sind und Vertraulichkeit für den Verkäufer nicht essenziell ist.

Die im Datenraum bereitstehenden Informationen decken je nach Branche und Art der Transaktion folgende Themengebiete ab (Aufzählung nicht abschliessend):

- Finanzen;
- Steuern;
- rechtliche Aspekte;
- operationelle und kommerzielle Themen;
- Umwelt;
- HR und Vorsorgelösungen;
- Informationstechnologie;
- Versicherungen.

Aus Verkäufersicht ist es wichtig, dass die Informationen vor ihrer Offenlegung auf Qualität, Vollständigkeit, Konsistenz und Sensitivität überprüft und allfällige Fragen der potenziellen Käufer antizipiert werden.

In Bezug auf die Sensitivität von Informationen gilt es zu beurteilen, welche Informationen einem direkten Konkurrenten nicht oder nur beschränkt offengelegt werden sollten. Insbesondere sind diesbezüglich auch wettbewerbsrechtliche Vorschriften zu beachten.

Je grösser und komplexer das zu verkaufende Unternehmen, desto häufiger kann es für den Verkäufer sinnvoll sein, selbst eine Due-Diligence durchzuführen und damit auf mögliche Fragen der Käuferseite optimal vorbereitet zu sein und bei Wertfragen sowie bei den Verhandlungen um den Kaufvertrag nicht in die Defensive zu geraten.

Die Feststellungen dieser Due-Diligence werden potenziellen Käufern in einem sogenannten Vendor-Due-Diligence (VDD)- Bericht zur Verfü-

gung gestellt. Der VDD-Bericht wird durch eine Drittpartei erstellt und analysiert die finanziellen, steuerlichen und rechtlichen Sachverhalte und zeigt transaktionsrelevante Problemstellungen aus Käufersicht auf. Der Vorteil für den Verkäufer liegt darin, dass er die Problembereiche und die möglichen Fragen potenzieller Käufer bereits kennt, bevor er die Informationen zum Verkaufsobjekt den Interessenten offenlegt.

Insbesondere potenzielle Käufer aus dem angelsächsischen Raum sowie Private-Equity-Gesellschaften verlangen immer öfter einen VDD-Bericht. Für die Kosten kommt zwar einseitig der Verkäufer auf, dafür hat der Bericht einen positiven Effekt auf die Konkurrenzsituation im Verkaufsprozess: Potenzielle Käufer können das mögliche Akquisitionsobjekt mit geringeren eigenen Transaktionskosten und viel rascher auf Herz und Nieren beurteilen.

5. Wer wäre für das Verkaufsobjekt ein guter Eigentümer?

Natürlich drängt sich beim Verkaufsprozess auch die Frage auf, wer der am besten geeignete Eigentümer wäre. Dies hängt weitgehend davon ab, welche Ziele und Überlegungen den Verkäufer zur Veräusserung bewogen haben, aber auch von der Grösse, den Eigenheiten, der finanziellen Situation und der Branche, in der das Verkaufsobjekt tätig ist.

Die potenziellen Käufer werden in Form einer «Long List» zusammengetragen und im Verkaufsprozess kontaktiert. Auch wenn der Verkäufer eine Präferenz für einen bestimmten Käufer haben sollte, ist es sinnvoll, stets mehrere Interessenten in den Verkaufsprozess einzubeziehen.

Durch Gespräche mit verschiedenen potenziellen Käufern und das Einholen von Angeboten kann der Verkäufer die Transaktionssicherheit erhöhen, und er erhält zudem ein besseres Gefühl dafür, was der «Markt» für das Transaktionsobjekt zu zahlen bereit ist. Teilweise unterscheidet sich die Zahlungsbereitschaft bzw. der Preis eines Unternehmens auch substantiell von den eigenen internen Bewertungsüberlegungen.

Grundsätzlich können mögliche Käufergruppen in die folgenden Kategorien unterteilt werden:

5.1 Strategische Käufer. Dabei handelt es sich um operative Unternehmen, die ihr Geschäftsportfolio primär aus strategischen Überlegungen verstärken wollen. Strategische Käufer kennen im Normalfall die Produkt – sowie die Marktsituation, in der das Verkaufsobjekt tätig ist, relativ gut. Entsprechend ist die kommerzielle Due-Diligence bei strategischen Käufern weniger bedeutend als bei Finanzinvestoren.

Als Kaufmotiv [4] steht bei strategischen Käufern häufig die Realisierung von Synergien (sowohl umsatz- als auch kostenseitig) im Vordergrund. Synergien spielen auch bei den entsprechenden Preisüberlegungen eine wichtige Rolle. Häufig sind strategische Käufer bereit, einen höheren Preis zu bezahlen als Finanzinvestoren, da nicht ausschliesslich Renditeüberlegungen im Vordergrund stehen und Synergiepotenziale realisiert werden können.

5.2 Finanzinvestoren (Private Equity). Bei Finanzinvestoren stehen primär Renditeüberlegungen im Vordergrund. Finanzinvestoren kaufen ein Geschäftsfeld mit der Absicht, es mittelfristig gewinnbringend wieder abzustossen, z. B. über einen Verkauf oder einen Börsengang (IPO). Im Normalfall und abhängig von der Situa-

tion an den Kapitalmärkten wird ein erheblicher Teil des Kaufpreises fremdfinanziert, wodurch die Eigenkapitalrendite entsprechend erhöht werden kann. Aufgrund der Renditeerwartungen und des erheblichen Fremdkapitaleinsatzes ist es für Finanzinvestoren entscheidend, dass das Akquisitionsobjekt Cash generiert und auch eine Wachstumsgeschichte verspricht.

Finanzinvestoren kennen den Markt, in dem das Verkaufsobjekt tätig ist, üblicherweise weniger gut als strategische Käufer. Entsprechend erhält die kommerzielle Due-Diligence für die Einschätzung der Realisierbarkeit des Businessplans und der daraus resultierenden Bewertung eine entscheidende Bedeutung. Finanzinvestoren achten zudem stark auf die Qualität und das Engagement des Managements, welches das Verkaufsobjekt führt.

5.3 Aktuelles Management (Management Buy-out, MBO). Diese Lösung ist naheliegend, da sie Kontinuität in der Unternehmensführung gewährleistet. Für das Management ist die Finanzierung einer Übernahme die grösste Herausforderung, weshalb es oftmals auf die Unterstützung von Private-Equity-Investoren angewiesen ist.

Mit einem MBO bleiben die Know-how-Träger im Unternehmen, und der Verkaufsprozess gestaltet sich diskret, das Tagesgeschäft wird minimal belastet. Tendenziell lässt sich mit einem MBO jedoch kein maximaler Verkaufspreis realisieren.

5.4 Neues Management (Management Buy-in, MBI). Im Unterschied zum MBO kennen die neuen Eigentümer bei einem MBI das Unternehmen noch nicht. Dafür profitiert dieses von einem hoch motivierten Management. Auch beim MBI wird selten ein maximaler Verkaufspreis erzielt.

Abbildung 4: Verkaufsprozess im engeren Sinn aus Sicht des Lead Advisors

Verkäufer							
Vorbereitung	1	Marketing	2	Evaluation und Due Diligence	3	Verhandlung und Abschluss	4
<ul style="list-style-type: none"> → Analysieren des Unternehmens (Mitarbeiter, Struktur, Produkte, Finanzen, Strategie usw.). → Aufbereiten der Finanzzahlen nach «True and Fair View», vor allem klare Trennung von Privat und Geschäftsvermögen (bzw. bei Konzernabspaltung Aufschlüsselung zentraler Kosten vs. Standalone-Betrachtung), Auflösen stiller Reserven, Bereinigen von Einmaleffekten. → Erarbeiten einer professionellen Verkaufsdokumentation (Information Memorandum). → Erste Wertüberlegungen. → Erstellen einer «Long List» mit möglichen Käufern. 		<ul style="list-style-type: none"> → Erste Kontaktaufnahme mit möglichen Käufern gemäss «Long List». → Offenlegen eines «Blind Profile»/«Teaser». → Nach Erhalt einer unterzeichneten Vertraulichkeitserklärung der Interessenten: Offenlegung des Transaktionsobjekts und Zustellen des Information Memorandum, zusätzlich Abgabe eines «Process Letter», welcher die Anforderungen zur Abgabe einer indikativen Offerte beinhaltet. → Vorbereiten eines elektronischen Datenraums für die bevorstehende Due Diligence. → Einholen von unverbindlichen Offerten. 		<ul style="list-style-type: none"> → Prüfen und Priorisieren der unverbindlichen Offerten. → Über den vorgängig bereitgestellten Datenraum erhält eine engere Auswahl von potenziellen Käufern eine vertiefte Einsicht in das Unternehmen (Due Diligence). → Koordinieren erster direkter Gespräche zwischen dem Verkäufer und den potenziellen Käufern. → Abhalten von Managementpräsentationen, «Site Visits» und «Expert Meetings». → Vorbereiten des Kaufvertrags in Zusammenarbeit mit Rechtsberatern. → Einholen von verbindlichen Offerten. 		<ul style="list-style-type: none"> → Prüfen und Priorisieren der verbindlichen Offerten und Auswählen des bevorzugten Käufers. → Erarbeiten einer optimalen Transaktionsstruktur (z.B. Einholen von Steuer-Rulings). → Begleiten von Vertragsverhandlungen (kommerzielle Aspekte, Steuern, Kaufpreis usw.) bis zur Unterzeichnung und zum Vollzug des Kaufvertrags. 	

5.5 Turnaround-Manager. Turnaround-Manager sind spezialisiert auf den Kauf und die Restrukturierung von Geschäftsfeldern, die eine ungenügende Rendite erzielen. Ihr Ziel ist es, das Akquisitionsobjekt innerhalb kurzer Zeit zu restrukturieren, seine Rentabilität zu steigern und es danach gewinnbringend wieder zu veräußern.

6. Verkaufsprozess initiieren

Nachdem die ganzen Vorbereitungsarbeiten abgeschlossen sind, wird der eigentliche Verkaufsprozess mit dem Eintreten in die Marketingphase auch potenziellen Käufern gegenüber öffentlich gemacht (vgl. Abbildung 4). Dabei wird mittels verschiedener Dokumente versucht, das Interesse der möglichen Käufer zu wecken.

6.1 Teaser (Blind Profile). Beim Teaser handelt es sich um eine anonymisierte Kurzdarstellung des angebotenen Unternehmens (bzw. Unternehmensbereichs), die möglichen Käufern zur Information zugestellt wird. Besteht aufgrund dieses Teasers weiterhin Interesse an der Investitionsmöglichkeit, so erhalten die Interessenten gegen Unterzeichnung einer Vertraulichkeitserklärung ein ausführlicheres Information Memorandum.

6.2 Vertraulichkeitserklärung (Confidentiality Agreement/ Non-disclosure Agreement). Eine Vertraulichkeitserklärung ist eine ein- oder beidseitige Verpflichtung [5], die das Stillschweigen über Verhandlungen, Verhandlungsergebnisse oder vertrauliche Unterlagen definiert. Der Verpflichtete stimmt zu, ihm zugänglich gemachte Informationen geheim zu halten. Im Vordergrund stehen dabei insbesondere kritische Informationen wie Kunden- und Mitarbeiterdaten sowie Finanzdaten. Anders als beim Betriebsgeheimnis, das gesetzlich verankert ist, besteht bei der Vertraulichkeitserklärung Vertragsfreiheit.

6.3 Information Memorandum. Das Information Memorandum ähnelt einem Verkaufsprospekt und enthält die wesentlichen Informationen zum Verkaufsobjekt. Interessierte potenzielle Käufer sollten einen ersten genaueren Einblick in das Verkaufsobjekt erhalten, um beurteilen zu können, ob das angebotene Unternehmen (oder Geschäftsfeld) zur eigenen strategischen Ausrichtung passen würde und ob weiterführende Verhandlungen aufgenommen werden sollen. Üblicherweise umfasst ein Information Memorandum die folgenden Themengebiete: rechtliche Struktur/genauere Definition des Transaktionsobjekts, Produkte und Dienstleistungen, Märkte, Wettbewerbssituation, Einkauf und Produktion, Management und Personal, Kunden, Lieferanten sowie Finanzen. In Bezug auf Finanzinformationen werden Bilanzen und Erfolgsrechnungen mehrerer vergangener Perioden sowie Planzahlen abgebildet, die es dem potenziellen Käufer ermöglichen, sich ein Bild über Umsatz, Profitabilität, Finanzierung usw. zu machen. Das Information Memorandum bildet die Grundlage für eine erste indikative (unverbindliche) Offerte, welche die interessierten Parteien einzureichen haben.

Aus Bewertungsüberlegungen ist es wichtig, dass die Finanzzahlen in einer betriebswirtschaftlichen «True and Fair View» dargestellt sind und «Verzerrungen» durch beispielsweise nicht marktgerechte Eigentümerbezüge oder ausserordentliche Einmalaufwendungen normalisiert werden (vgl. als Beispiel dazu Abbildung 5). Ebenso sollten in der Vergangenheit gebildete stille Reserven wieder aufgelöst werden.

Potenzielle Käufer werden die Angaben aus dem Information Memorandum in der späteren Due-Diligence einer kritischen Würdigung unterziehen, weil das Information Memorandum per Definition ein Verkaufsdokument ist und nicht einem neutralen Bericht entspricht.

6.4 Indikative Offerte. Nach der Analyse des Information Memorandum kann der potenzielle Käufer besser beurteilen, ob er wirklich Interesse am Verkaufsobjekt hat und ob er dieses Interesse in Form eines ersten Kaufangebots (indikative Offerte) bekunden will. Indikative Offerten sind rechtlich unverbindliche, einseitige schriftliche Angebote, um das Unternehmen zu bestimmten Konditionen und unter bestimmten Bedingungen (z. B. zufriedenstellende Ergebnisse in der Due-Diligence) zu erwerben. Inhalt und Form der indikativen Offerten werden in der Regel durch die Verkäuferseite mittels eines Prozessbriefs (Process Letter) vorgegeben.

Potenzielle Interessenten geben ihr Kaufangebot in dieser Phase häufig in Form einer Bandbreite ab. Einerseits wird dieses Vorgehen käuferseitig oftmals durch die noch «lückenhaften» Informationen zu rechtfertigen versucht, andererseits beinhaltet es natürlich eine taktische Komponente: Der Käufer möchte mit der Bandbreite einer Bewertung (z. B. CHF 100 bis 120 Mio.) sicherstellen, dass er die Preiserwartung des Verkäufers trifft und in die nächste Phase der Transaktion (Due-Diligence) kommt. Tendenziell werden Käufer beim Fortlaufen der Transaktion jedoch versucht sein, ihr Angebot wieder zu reduzieren.

6.5 Managementpräsentation. Aus den eingegangenen indikativen Offerten werden die attraktivsten bzw. interessantesten Angebote ausgewählt. Dieser Auswahl von potenziellen Käufern wird die Möglichkeit eingeräumt, das Unternehmen im Detail kennenzulernen und anlässlich einer Due-Diligence zu prüfen. Bei der Managementpräsentation stellt das Management das Verkaufsobjekt und sich selbst den eingeladenen Interessenten vor. Die Managementpräsentation bietet den Interessenten überdies die Möglichkeit, sich selbst persönlich vorzustellen und anlässlich einer «Q&A-Session» erste vertiefte Fragen zum Akquisitionsobjekt zu stellen.

Insbesondere für Private-Equity-Käufer ist dieses Treffen essenziell. Wenn sie vom Management nicht restlos überzeugt sind, werden sie nach der Präsentation trotz Abgabe einer indikativen Offerte und Unterstreichung des «grossen» Interesses wieder Abstand nehmen von der Transaktion und auf weitere Ausgaben für eine Due-Diligence verzichten.

Abbildung 5: Überleitung der statutarischen Jahresrechnung zur «Pro Forma»-Erfolgsrechnung (in TCHF)

	Statutarischer Abschluss 2014	Normalisierungen					«Pro Forma»-ER 2014
		1)	2)	3)	4)	5)	
Produktionsertrag	21 490.5						21 490.5
Erlösminderungen	(1712.4)						(1712.4)
Betriebsertrag	19 778.1						19 778.1
Material- und Warenaufwand	(2355.2)						(2355.2)
Bruttogewinn	17 422.9						17 422.9
Personalaufwand	(9305.9)	425.0					(8880.9)
Raumaufwand	(2172.8)		(76.5)				(2249.3)
Unterhalt, Reparaturen, Ersatz	(1579.4)			60.0			(1519.4)
Fahrzeugaufwand	(266.3)						(266.3)
Verwaltungsaufwand	(514.0)						(514.0)
Informatikaufwand	(141.2)						(141.2)
Werbe- und Vertriebskosten	(531.7)				75.0		(456.7)
Rechts- und Beratungskosten	(225.0)					175.0	(50.0)
EBITDA	2686.6	425.0	(76.5)	60.0	75.0	175.0	3345.1

# Position		Kommentar zur Normalisierung
1) Personalaufwand	425.0	a. o. Bonus für Eigentümer; Gratifikation für Mitarbeiter aufgrund Firmenjubiläum (50 Jahre)
2) Raumaufwand	(76.5)	Marktmiete für Liegenschaft (für Weiterbildung/Seminare) im Privatbesitz der Verkäufer (bis dato keine Miete verlangt)
3) Unterhalt, Reparaturen, Ersatz	60.0	Normalisierung einmaliger Umzugskosten, Zusammenlegung zweier Standorte
4) Werbe- und Vertriebskosten	75.0	Einmalige Marketingausgaben in Zusammenhang mit Firmenjubiläum (50 Jahre)
5) Rechts- und Beratungskosten	175.0	a. o. Rechts- und Beratungskosten in Zusammenhang mit einer kleinen Akquisition (nicht umgesetzt)

6.6 Betriebsbesichtigung (Site Visit). Die Betriebsbesichtigung bietet die Möglichkeit, die in schriftlicher Form erhaltenen Informationen zu bestätigen, sich ein Bild vom physischen und technischen Zustand der Anlagen zu machen und den Eindruck vom Verkaufsobjekt abzurunden. Die Betriebsbesichtigung findet oft zusammen mit der Managementpräsentation statt, teilweise wird sie auch auf einen späteren Zeitpunkt verschoben.

Für die Verkäufer ist die Durchführung von Betriebsbesichtigungen oftmals eine kritische Phase: Einerseits möchten sie ihr Unternehmen von der besten Seite zeigen und Produktionsprozesse möglichst detailliert erklären, andererseits fürchten sie den potenziellen Aufruhr unter den Mitarbeitern, die aufgrund sich häufender Betriebsbesichtigungen von ihnen unbekanntem Delegationen «etwas ahnen könnten», wodurch die Vertraulichkeit der Transaktion eventuell nicht mehr gewährleistet ist. Als Kompromiss werden in der Praxis Betriebsbesichtigungen deshalb oft auf Abendstunden oder Wochenenden verlegt, auch wenn der Eindruck seitens Käufer nach

Ausschalten der Maschinen natürlich nicht mehr gleich sein kann wie bei einem laufenden Betrieb.

6.7 Verbindliche Offerte. Die Erkenntnisse aus der Due-Diligence bilden die Basis für die Abgabe eines verbindlichen Angebots bzw. bei nicht zufriedenstellenden Ergebnissen für den Entscheid, den Akquisitionsprozess abzubrechen.

In der Regel bereitet der Verkäufer den ersten Entwurf des Kaufvertrags vor. In Zusammenhang mit der Abgabe der verbindlichen Offerte überarbeitet der Käufer diesen ersten Entwurf (den sogenannten Mark-up zum Kaufvertrag) und gibt ihn an die Verkäuferseite ab. Der Verkäufer akzeptiert zu diesem Zeitpunkt üblicherweise keine Wertbandbreiten mehr, sondern er erwartet ein eindeutiges Angebot, zu welchem der Käufer das Akquisitionsobjekt erwerben will.

6.8 Verhandlungen und Abschluss der Transaktion. Aus Käufersicht gilt es, die Feststellungen aus der Due-Diligence im Aktienkaufvertrag zu reflektieren. Dabei geht es insbesondere um die Festlegung der Parameter im Zusammenhang mit dem Kaufpreismechanismus sowie um die

Definition von Gewährleistungsklauseln. Die Feststellungen aus der Due-Diligence dienen dabei als Verhandlungsargumente.

6.9 Signing (Vertragsabschluss). Unter Signing versteht man die Unterzeichnung des Aktienkaufvertrags. Je nach Art der Transaktion können zwischen dem Vertragsabschluss und dem Vollzug der Transaktion (Closing) mehrere Monate vergehen, z. B. wenn die Transaktion durch die Wettbewerbsbehörden zu genehmigen ist.

6.10 Closing (Vertragsvollzug). Sind sämtliche im Kaufvertrag festgelegten Vollzugsbedingungen erfüllt (z. B. der Eingang der Genehmigung durch die Wettbewerbsbehörden), so kann die Transaktion vollzogen werden. Aus rechtlicher Sicht ändern die Eigentumsverhältnisse des Verkaufsobjekts mit dem Vollzugsdatum.

6.11 Post-Deal-Integration. Der Integrationsprozess wird oftmals unterschätzt, was zu reduzierten Umsatz- und Kostensynergien führen kann. Ebenso gilt es zu berücksichtigen, dass ein Zusammenbringen unterschiedlicher Menschen und Firmenkulturen Konfliktpotenzial birgt und eine sorgfältige Balance zwischen Wandel und Sicherheit anzustreben ist. Je früher die verschiedenen Integrationsthemen auch bereits während des Transaktionsprozesses analysiert und konkrete Massnahmen zur raschen Integration vorbereitet werden, desto besser.

Anmerkungen:

[1] Obwohl dieser «Portfolio-Management-Ansatz» üblicherweise primär Private-Equity-Gesellschaften zugeschrieben wird, ist er mehr und mehr auch bei grossen strategischen Unternehmen zu sehen. So führte bspw. Roche in den Jahren 2014 und 2015 (bis Ende März) bereits zehn Transaktionen durch. Quelle: Mergermarket.com.

[2] Diese Abbildung und weitere Ausführungen in diesem Artikel wurden teilweise in Anlehnung an Ritz/Prinzen/Minder (2015): «Wohin des Deals? Ein Wegbegleiter für Firmenkäufer und Firmenverkäufer», PricewaterhouseCoopers (Hrsg.) erstellt.

[3] Gerade in der Schweiz ist das Thema Nachfolgeregelungen äusserst aktuell. Verschiedene Studien zeigen, dass alleine in den nächsten fünf Jahren bei bis zu 80 000 Schweizer KMU eine Nachfolge ansteht. Vgl. bspw. Beer/Tremonte (2015): «Nachfolgeplanung: Neues auf Bewährtes bauen», PricewaterhouseCoopers (Hrsg.).

[4] Vgl. auch Abbildung 2.

[5] In der Schweiz ist bei Unternehmenstransaktionen die einseitige Vertraulichkeitserklärung die üblichere Variante, in welcher der Informationsempfänger zur Vertraulichkeit verpflichtet wird. Im angelsächsischen Raum wird hingegen meistens eine gegenseitige Vertraulichkeitserklärung von beiden Parteien (Käufer und Verkäufer) unterzeichnet. Dies hat den Vorteil, dass auch die Verkäuferpartei nicht befugt ist, die Tatsache von Interesse/Verhandlungen u. ä. mit der Gegenpartei gegenüber Dritten offenzulegen. Insbesondere bei börsenkotierten Gesellschaften ist dies in jedem Fall zu beachten!

Die Unternehmensbewertung als Erfolgsfaktor im «Deal Cycle Framework»

Grundlagen einer erfolgreichen Transaktion: Flexibler Businessplan und sorgfältige Bewertung

Dieser Artikel befasst sich mit der Unternehmensbewertung im Rahmen des Transaktionsprozesses. Er zeigt die Bedeutung eines belastbaren Businessplans auf sowie die Notwendigkeit einer sorgfältigen Bewertung als Grundlage für die Preisfindung und den Transaktionserfolg. Der Artikel ist der zweite Teil einer fünfteiligen Serie zur ganzheitlichen Betrachtung von Unternehmenstransaktionen im Deal Cycle Framework.

1. Einleitung

Unterschiedliche Wert- und Preisauffassungen können Deals zum Scheitern bringen, selbst wenn in allen übrigen Bereichen Einigkeit herrscht. Um den Transaktionserfolg sicherzustellen und unliebsamen Überraschungen vorzubeugen, sind deshalb der Businessplan und eine sorgfältige Bewertung von Beginn weg in den Transaktionsprozess (vgl. Abbildung) zu integrieren und stetig weiterzuentwickeln. Die Bewertungsanalysen dienen zunächst der Ermittlung eines indikativen Unternehmenswerts, der die Basis für ein unverbindliches Angebot bildet. Im weiteren Verlauf der Transaktion werden die Bewertungsanalysen stetig verfeinert und schaffen schliesslich die Basis für die verbindliche Kaufpreisofferte.

In den Businessplan und die Bewertung fliessen u. a. Informationen zu Transaktionsstruktur, Steuern, Finanzierung und Synergien ein. In der Due-Diligence werden diese Annahmen überprüft und beurteilt. Das Businessplan- und Bewertungsmodell muss deshalb flexibel genug konzipiert sein, um wertrelevante Aspekte zu einem späteren Zeitpunkt schnell einbauen und durchrechnen zu können. Bei einer Transaktion setzt am Ende oft eine gewisse Hektik ein, da sich Planungs- und Bewertungsparameter noch substanziell ändern können. Fehlt die Fähigkeit, solche Veränderungen kurzfristig zu simulieren, kann dies zu bedeutenden Fehlentscheidungen führen.

2. Businessplan – Wohin des Weges?

Als Businessplan bezeichnet man ein Dokument, das die künftige Entwicklung eines Unternehmens darstellt. Businesspläne sind in der Praxis weit verbreitet, doch variiert ihre Qualität stark. Ein umfassender Businessplan enthält typischerweise die folgenden Kapitel:

1. Management Summary;
2. Mission, Vision, Strategie;
3. Unternehmensorganisation und -entwicklung;
4. Markt und Konkurrenz;
5. Regulatorische und rechtliche Rahmenbedingungen;
6. Produkte und Dienstleistungen;
7. Leistungserstellung inkl. Technologie und IT;
8. Marketingplan;
9. Finanzplan;
10. Anhang

Die Begriffe Finanzplan und Businessplan werden oft synonym verwendet. Häufig liegt wegen des hohen Zeitdrucks nur der Finanzplan explizit vor, und Fragen bspw. zur Strategie oder Konkurrenzsituation werden mit zusätzlichen Analysen oder im Gespräch mit dem Management geklärt. Die Ausführungen der Kapitel 2 bis 8 müssen im finanziellen Teil des Businessplans vollständig und konsistent abgebildet werden.

Der Businessplan und die darin getroffenen Annahmen müssen transparent und nachvollziehbar sein. Dies vereinfacht den Dialog zwischen Käufer und Verkäufer im Transaktionsprozess und fördert die Konsensfindung.

Businesspläne sind sowohl bei neu gegründeten als auch bei etablierten Unternehmen ein zentrales Instrument. Bei Start-up-Unternehmen sind oft Finanzierungsrunden Anlass für die Erstellung des Businessplans, z. B. für die Produktentwicklung oder -einführung. Etablierte Unternehmen erstellen Businesspläne zur strategischen und operativen Planung und namentlich im Zusammenhang mit Unternehmenstransaktionen, sogenannten Mergers & Acquisitions (M&A). Daneben können Rechnungslegungsvorschriften (z. B. Kaufpreisallokation) oder rechtliche Erfordernisse (z. B. Sacheinlage) die Erstellung eines Business- oder Finanzplans erfordern. Weiter wird ein Finanzplan auch zur Beurteilung der finanziellen Tragbarkeit grosser Investitionen erstellt. Ein aktuelles Beispiel hierfür sind die hohen Investitionen, die in den nächsten Jahren im Schweizer Spitalwesen anstehen (vgl. Praxisbeispiel 1).

Obwohl Businesspläne weit verbreitet sind, lassen sich im Bewertungsalltag immer wieder Planungsrechnungen beobachten, die gravierende Mängel aufweisen. Vielfach wird etwa eine deutlich zu positive Ertragsentwicklung angenommen, und/oder die Investitionen werden zu tief geschätzt. Ein weiterer Schwachpunkt ist, dass die Planungsannahmen nicht mehr aktuell oder nicht nachvollziehbar sind. Der folgende Abschnitt zeigt, welche Fragen bei der Erarbeitung eines belastbaren Finanzplans zu beantworten sind.

Manuel Berger
Director, Valuation,
PwC Zürich



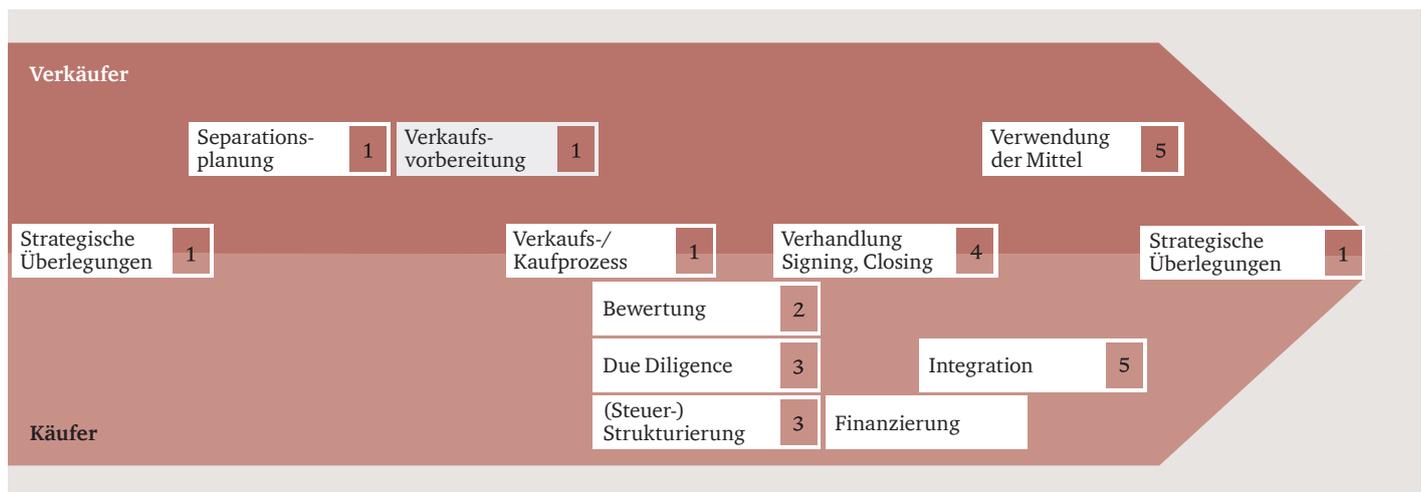
Patrick Schwendener
Director, Valuation,
PwC Zürich



Pascal Ziegler
Director, Valuation,
PwC Zürich



Abbildung 1: «Deal Cycle» aus Sicht Verkäufer und Käufer



3. Finanzplan – Rückgrat von Businessplan und Bewertung

Die Finanzplanung sollte mindestens eine Periode von drei bis fünf Jahren umfassen und über eine Erfolgsrechnung, Bilanz und Mittelflussrechnung verfügen. Diese sind so zu verknüpfen, dass sich die Berechnungen bei veränderten Planungsparametern und dem Vorliegen neuer Informationen leicht aktualisieren lassen. Für die Bewertung sind zudem Überlegungen zum sogenannten nachhaltigen Jahr anzustellen. Die Resultate der Finanzplanung lassen sich am besten mit einem umfassenden Kennzahlen-Cockpit darstellen.

In einem ersten Schritt sind die historischen Daten aufzubereiten. Die Verfügbarkeit belastbarer und aussagekräftiger Finanzdaten ist eine wichtige Voraussetzung für einen Businessplan und eine Unternehmensbewertung. Bei der Aufbereitung der historischen Ergebnisse muss eine Normalisierung erfolgen, in der ausserordentliche und nicht betriebliche Ereignisse bereinigt werden. Nicht betriebliche Ereignisse sind etwa Liegenschaftserträge, die keinen

Bezug zum operativen Geschäft aufweisen, oder Vermögenswerte, die sowohl einen betrieblichen als auch einen privaten Nutzen erfüllen (insb. bei KMU verbreitet). Ausserordentliche Positionen betreffen bspw. Restrukturierungsprojekte oder einmalige hohe Debitorenverluste. Ferner kann es sein, dass das Transaktionsobjekt nur einen Teil eines Unternehmens darstellt und daher eine umfassende Anpassung der historischen Daten auf das Bewertungsobjekt angezeigt ist. Nachdem die Historie aufbereitet ist, wird die künftige Erfolgsrechnung modelliert, wobei die Erkenntnisse aus dem übrigen Businessplan einfließen. Die Ertragsplanung erfolgt entweder top-down oder bottom-up. Beim ersten Ansatz wird ausgehend von Schätzungen zum Marktpotenzial, zur Marktgrösse und zum prognostizierten Marktanteil ein Mengengerüst hergeleitet. Im Unterschied dazu startet die Bottom-up-Planung aus einer betriebsinternen Perspektive. Im Idealfall wird eine Bottom-up-Planung mittels einer Topdown-Sicht plausibilisiert. Anschliessend werden die verschiedenen Kostenpositionen geschätzt. Es gilt dabei, sicherzustellen, dass die Umsatzplanung mit den kalkulierten Kosten erreichbar ist. Danach folgt die Planung der Bilanz. Die kurzfristigen betriebsnotwendigen Bilanzpositionen werden meist in Abhängigkeit der Erfolgsrechnung modelliert, während sich das künftige Anlagevermögen durch die Investitions- und Abschreibungsplanung definiert. Schliesslich sind für die Bilanz Annahmen zur Beschaffung der nötigen Finanzmittel (Fremdkapital oder Eigenkapital) zu treffen. Schliesslich wird die Mittelflussrechnung erstellt, die sich aus Erfolgsrechnung und Bilanz ergibt. Grundsätzlich sollten die historischen und zukünftigen Zahlen konsistent sein. Die Planung muss sich zwar nicht zwingend aus der Vergangenheit ableiten, jedoch müssen markante Unterschiede erklärbar sein.

Wie erwähnt, genügt in der Regel ein expliziter Planungshorizont von drei bis fünf Jahren. Stehen hingegen grössere Veränderungen wie etwa eine Grossinvestition an, empfiehlt sich eine Ausweitung des Zeithorizonts. Am Ende der

Praxisbeispiel 1: Reduktion geplanter Investitionen zwecks Erhalt der langfristigen Kapitalmarktfähigkeit

Im Zuge einer Gesamterneuerung plante ein grösseres Schweizer Spital den Ersatz der Spitalbauten. Die Komplexität des Projekts war hoch, weil der Betrieb während des Baus nicht beeinträchtigt werden durfte. Daher wurden auch signifikante Investitionen in die bestehende Infrastruktur eingeplant. Deren weitere Nutzung nach der Inbetriebnahme des Neubaus war indessen nicht möglich. Im Rahmen langfristiger Tragbarkeitsrechnungen zeigte sich, dass die ausserordentliche Abschreibung dieser Investitionen zu einer starken Abnahme des Eigenkapitals geführt hätte. Die zeitlich nachgelagerte Finanzierung des Neubaus am Kapitalmarkt erschien damit plötzlich unsicher. Durch die vollständige und integrierte Finanzplanung wurde ersichtlich, dass man die Auswirkungen der Investitionen in den Altbau unterschätzt hatte. In der Folge wurden diese grundlegend überarbeitet und auf ein wirtschaftlich tragbares Mass reduziert.

Praxisbeispiel 2: **Elimination der Überrendite im nachhaltigen Jahr reduziert Unternehmenswert um einen Drittel**

Einem Dienstleistungsbetrieb im Gesundheitswesen bot sich die Möglichkeit zum Kauf eines Unternehmens in der gleichen Branche. Dank der wirtschafts-politischen Rahmenbedingungen war das Kaufobjekt äusserst profitabel. Die Verkäufer gingen davon aus, dass dies so bleiben würde, und hatten entsprechend hohe Kaufpreiserwartungen. Bei der Analyse des Businessplans und insbesondere des nachhaltigen Jahrs konnte aufgezeigt werden, dass sich die Ertragssituation nicht langfristig halten lassen würde und zu wenige Investitionen geplant waren. Mit den erforderlichen Anpassungen reduzierte sich die Rendite auf das investierte Kapital in Richtung der gewichteten Kapitalkosten. Dadurch sank der Unternehmenswert um ca. einen Drittel gegenüber den ersten Berechnungen. Durch die offene Diskussion der Planungsparameter und Berechnungen konnte der Verkäufer von dieser Sicht überzeugt werden. Ohne diese Diskussion wäre es womöglich zum Abbruch der Verhandlungen gekommen.

Planungsperiode wird unter der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit ein nachhaltiges Jahr abgeleitet. Dabei ist sicherzustellen, dass dieses bezüglich Profitabilität und Investitionsvolumen einem langfristigen Durchschnittsjahr entspricht, weil es stellvertretend für alle Jahre nach dem expliziten Planungshorizont steht. Falls dies nicht möglich ist, muss der Planungshorizont verlängert werden.

4. Plausibilität – Papier ist geduldig

Zur Plausibilitätsprüfung eines Businessplans stehen neben Interviews mit dem Management folgende Referenzmethoden zur Verfügung: Erstens empfiehlt sich ein Vergleich des Businessplans mit den historischen Abschlüssen inkl. Abweichungsanalyse und Überleitung. Zweitens kann eine Vergleichsgruppe ähnlicher Unternehmen gebildet werden, die börsenkotiert sind und ihre Finanzkennzahlen publizieren.

Der in der Praxis häufig beobachtbare «Hockey Stick»-Businessplan führt wegen der steigenden Umsätze sowie der Verbesserung der operativen Gewinnmarge zwangsläufig zu hohen Unternehmenswerten. Dies ist insbesondere deshalb der Fall, weil Umsatz und Marge meistens im letzten Planungsjahr am höchsten sind und darauf basierend der Endwert berechnet wird. Dieser kann in einer Bewertung schnell 80% bis 90% des gesamten Werts ausmachen. Eine kritische Diskussion solcher Businesspläne mit dem Management des Bewertungsobjekts ist eine der wichtigsten Aufgaben des Bewertungsexperten (vgl. Praxisbeispiel 2). In diesem Kontext sind auch weniger offensichtliche Sachverhalte zu adressieren. Dazu gehören etwa:

- **Umsatzwachstum ohne entsprechende Investitionen in das Anlagevermögen.** Eine anhaltende Umsatzsteigerung ohne zusätzliche Investitionen ist nur dann angemessen, wenn die Produktionskapazitäten des Unternehmens aktuell nicht genügend ausgelastet sind. In den Diskussionen mit dem Management bestätigt sich diese Annahme

jedoch selten, sodass ein auf Umsatzwachstum ausgerichteter Businessplan i. d. R. auch Investitionen in das Anlagevermögen notwendig macht.

- **Steigende Überrenditen**, d. h. die durch das investierte Kapital erwirtschafteten Renditen, übersteigen die auf dem eingesetzten Kapital geschuldeten Kapitalkosten. Sie sind oft Ergebnis ausbleibender Investitionen, was zu einer zunehmenden Alterung des Anlagevermögens und zu einem möglichen Investitionsstau führen kann. Damit die Leistungserbringung auch in Zukunft sichergestellt ist, müssen zumindest Ersatzinvestitionen vorgenommen und in der Bewertung berücksichtigt werden.
- **Gleich bleibender bis leicht wachsender Umsatz bei starkem Margenanstieg.** Hier sind die geplanten Kosteneinsparungen kritisch zu hinterfragen. Oft wird das Einsparpotenzial bei den operativen Kosten überschätzt bzw. nicht genügend auf das Umsatzwachstum abgestimmt.

5. Denken in Szenarien – What if?

Mit Sensitivitätsanalysen wird der Einfluss verschiedener Planungsparameter auf den Wert des Transaktionsobjekts dargestellt. Oft reicht es, sich auf zentrale Planungsparameter zu konzentrieren. Typischerweise sind dies Wachstumsannahmen, Kapitalkosten, Profitabilität und Investitionsvolumen. Bei exportorientierten Unternehmen spielen in jüngster Zeit auch Wechselkurse eine wichtige Rolle. Bei Szenarioanalysen werden gleichzeitig verschiedene Parameter bewusst verändert. Die Abbildung sinnvoller Szenarien ist schwierig und zeitintensiv. Ihr Vorteil besteht darin, dass sich nach Vorliegen der Resultate die richtigen Fragen stellen lassen und sich Käufer und Verkäufer gezielt auf die Verhandlungen vorbereiten können. Die Auseinandersetzung mit verschiedenen Zukunftsperspektiven schafft ein vertieftes Verständnis der wertbestimmenden Faktoren. Das vereinfacht in Verhandlungen aus Käufersicht die Ermittlung der maximalen Zahlungsbereitschaft und aus Verkäufersicht die Bestimmung des minimal erforderlichen Kaufpreises.

In der Praxis trifft man oft auf die Situation, dass drei Szenarien gebildet werden. Das optimistische und das pessimistische Szenario liegen dabei «symmetrisch» zum wahrscheinlichen Szenario. Solche Berechnungen sind meist nutzlos, weil sich daraus kaum neue Erkenntnisse gewinnen lassen und sich die Parteien typischerweise auf das wahrscheinliche Szenario abstützen. Stattdessen sollten die Szenarien extrem sein und sich deutlich voneinander unterscheiden. Die Bildung von Szenarien setzt jedoch voraus, dass sich sinnvolle Zukunftserwartungen überhaupt formulieren lassen.

Praxisbeispiel 3: Praktikermethode ist nicht immer geeignet für die Ermittlung des fairen Werts

Der Eigentümer eines Dienstleistungsunternehmens war wegen einer Nachfolgeplanung am fairen Wert seines Unternehmens interessiert. In einem Erstgutachten wurde der Wert anhand der Praktikermethode und damit basierend auf historischen Finanzzahlen ermittelt.

Wegen einer Veränderung der strategischen Ausrichtung waren die Bewertungsergebnisse aber nicht aussagekräftig. Im letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr wurden Investitionen für den Ausbau des Geschäfts in Asien getätigt. Die daraus resultierenden zukünftigen Cashflows waren jedoch durch die Anwendung der Praktikermethode nicht berücksichtigt worden.

Im Rahmen einer Second Opinion wurde das Unternehmen mit der DCF-Methode bewertet. Dabei konnten sowohl die Wertbestandteile des bestehenden Geschäfts als auch diejenigen des neuen Geschäftsbereichs aufgezeigt werden.

6. Bewertungsansatz – One size fits all?

Für die Bewertung eines Unternehmens stehen diverse Bewertungsverfahren wie die Discounted-Cashflow-Methode (DCF-Methode), die Ertragswert- und Substanzwertmethode sowie marktorientierte Verfahren zur Verfügung.

Die «richtige Methode» gibt es dabei nicht. Der Experte muss je nach Bewertungszweck und basierend auf den verfügbaren Informationen das für die jeweilige Situation am besten geeignete Verfahren oder eine Kombination von Verfahren wählen. Weil damit ein gewisses Mass an Subjektivität in die Bewertung einfließt, ist die Wahl der Bewertungsmethode von grosser Bedeutung und sollte gut begründet sein. Das Verwenden einer nicht angemessenen Methode führt dazu, dass die Ergebnisse auch bei Anwendung grösster Sorgfalt nicht bzw. nicht genügend belastbar sind (vgl. Praxisbeispiel 3).

7. DCF-Methode – Der Weg zu hohen Werten?

Gemäss herrschender Lehre wird der Unternehmenswert durch die vom Unternehmen in Zukunft zu erwirtschaftenden freien Cashflows bestimmt. Deshalb hat sich die DCF-Methode in den letzten Jahren in der Bewertungspraxis als bevorzugte Methode durchgesetzt.

Der DCF-Methode wird oft unterstellt, sie führe zu hohen Unternehmenswerten, die sich in einer Transaktion nicht realisieren liessen. Dieser Vorwurf ist unbegründet, da die hohen Bewertungsergebnisse nicht das Ergebnis der gewählten Methode sind, sondern der zugrunde liegenden Annahmen. In diesem Kontext ist es entscheidend, dass der Bewertung ein realistischer und belastbarer Businessplan zugrunde liegt, der vom Management plausibel verteidigt werden kann.

Der Bewertungsexperte kann in der Diskussion mit dem Management durch das kritische Hinterfragen der Annahmen einen signifikanten

Mehrwert schaffen. In der Praxis wird diesem qualitativen Sachverhalt nicht immer die nötige Aufmerksamkeit geschenkt. Der Fokus verschiebt sich vielfach zu schnell auf andere Werttreiber, allen voran auf den für die Diskontierung der künftigen Cashflows verwendeten Kapitalkostensatz.

8. Kapitalkostensatz – A never ending story?

Der am häufigsten verwendete Kapitalkostensatz ist der Weighted Average Cost of Capital (WACC). Dieser auf das Gesamtkapital ausgerichtete Kapitalkostensatz ergibt sich aus einer anhand der Zielkapitalstruktur des Unternehmens abgeleiteten Gewichtung von Eigen- und Fremdkapitalkosten. Obwohl sich in der Praxis mit dem Capital Asset Pricing Model (CAPM) ein Modell zur Herleitung der Eigenkapitalkosten etabliert hat, können sich bei der praktischen Anwendung grosse Unterschiede ergeben. Grund dafür ist der Umstand, dass es zur Bestimmung der einzelnen Parameter nicht nur einen richtigen Ansatz gibt, sondern verschiedene mögliche Wege zum Ziel führen können.

Ein aktuell viel diskutiertes Beispiel ist die Festlegung des risikolosen Zinssatzes. Wegen des anhaltend tiefen Zinsniveaus – für gewisse Laufzeiten gelten sogar Negativzinsen – stellt sich die Frage, ob mit stichtagsbezogenen Zinssätzen oder einem langfristigen Durchschnitt zu rechnen ist. Die Verwendung eines Durchschnitts basiert auf der Idee der Normalisierung. Hierfür muss der Bewertungsexperte aber eine Annahme zur angemessenen Grösse des Durchschnittswerts treffen – bzw. über welche Zeitperiode dieser zu berechnen ist. Verglichen mit der Verwendung stichtagsbezogener Zinssätze führt dies zu einem erhöhten Mass an Subjektivität durch den Bewertungsexperten. Im Gegensatz dazu basieren stichtagsbezogene Zinssätze stets auf beobachtbaren Marktdaten.

Wegen der unterschiedlichen möglichen Vorgehensweisen zur Bestimmung der Parameter des Kapitalkostensatzes ist eine detaillierte technische Diskussion nicht immer zielführend. Vielmehr sollte der Bewertungsexperte das Niveau des Kapitalkostensatzes insgesamt beurteilen. Zudem lässt sich mit Analysen, welche die Sensitivität des ermittelten Unternehmenswerts auf die Veränderungen einzelner Parameter des Kapitalkostensatzes aufzeigen, Mehrwert schaffen. Dadurch ist es möglich, die Grenzen und die Aussagekraft der Bewertung besser abzuschätzen.

9. Wertplausibilisierung durch Methodenpluralismus

Neben Sensitivitäts- und Szenarioanalysen ist es empfehlenswert, den ermittelten Unternehmenswert durch weitere Überlegungen zu plausibilisieren. Wird bspw. der DCF-Ansatz als bevorzugte Bewertungsmethode verwendet, bietet sich als ideale Ergänzung dazu die Marktmethode mit der Anwendung verschiedener Multiplikatoren

Praxisbeispiel 4: Ermittelter Marktwert liegt unter dem Buchwert des Eigenkapitals

Ein für eine Nachfolgeregelung in Auftrag gegebenes Wertgutachten endete in einem Streitfall, da der Unternehmenswert von einigen Parteien als zu tief beurteilt wurde.

Die Plausibilisierung im Rahmen einer Second Opinion ergab, dass der ermittelte Marktwert des Eigenkapitals unter dem bilanziellen Buchwert des Eigenkapitals lag. Grund dafür war, dass bei der DCF-Methode keine nicht-operativen Vermögenswerte berücksichtigt worden waren. Dazu gehörten substantielle nicht-betriebsnotwendige Immobilien sowie steuerlich nutzbare Verlustvorträge. Durch deren zusätzliche Berücksichtigung konnte eine angemessene und für alle Parteien vertretbare Wertbandbreite ermittelt werden.

zur Plausibilisierung an, z. B. Enterprise Value/ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation (EV/EBITDA). Dabei wird der bei der DCF-Methode aus einer internen Betrachtung ermittelte Wert anhand von Marktdaten und somit der Einschätzung externer Marktakteure plausibilisiert. Ob sich die Unternehmen untereinander vergleichen lassen, muss dabei jeweils im Einzelfall beurteilt werden. Zur Bestimmung des Eigenkapitalwerts müssen in jedem Fall das verzinsliche Fremdkapital des Bewertungsobjekts abgezogen sowie nicht betriebliche Vermögenswerte addiert werden, sofern diese Bestandteil der Transaktion sind (vgl. Praxisbeispiel 4).

Durch die Anwendung verschiedener Methoden sowie von Sensitivitäts- und Szenario-Analysen ist es dem Bewertungsexperten möglich, eine Wertbandbreite zu ermitteln, innerhalb derer ein angemessener und vertretbarer Unternehmenswert liegen sollte. Das bietet aber keine Gewähr, dass der ermittelte Wert in einem Transaktionsprozess auch dem schliesslich bezahlten Preis entspricht.

10. Wert und Preis

Der Wert ist eine subjektive Grösse, die von der Einschätzung und der spezifischen Situation eines potenziellen Käufers oder Verkäufers abhängt, etwa in Bezug auf Synergien oder Steuern. Der Preis ist hingegen das Ergebnis von Angebot und Nachfrage im M&A-Prozess. In den Preis fliessen somit auch Faktoren ein wie die übergeordneten strategischen Überlegungen, das Verhandlungsgeschick und der Zeitdruck, unter dem eine Transaktion stattfindet. Diese oft nicht quantifizierbaren Faktoren definieren, ob im Vergleich zur Bewertung im Ergebnis eine Prämie oder ein Abschlag bezahlt wird.

11. Fazit

Die Unternehmensbewertung stellt im Transaktionsprozess einen wichtigen Erfolgsfaktor dar. Die Basis dafür bildet ein belastbarer Businessplan, der die erwartete zukünftige Entwicklung des Bewertungsobjekts konsistent aufzeigt. Bei der anschliessenden Bewertung stellen die Wahl der angemessenen Bewertungsmethode und die kritische Würdigung der Werttreiber zentrale Aufgaben dar. Der resultierende Unternehmens- bzw. Eigenkapitalwert und insbesondere die berechneten Sensitivitäten und Szenarien bilden das Fundament für eine erfolgreiche Verhandlung des Kaufpreises.

Due-Diligence: Strategische Transaktionsziele erreichen

Due-Diligence auch als Vorbereitung der Post Merger Integration

Der Artikel schliesst an den Beitrag «Deal Cycle Framework» im Expert Focus 2015/8 an. Entscheidungsträgern bietet er einen Überblick über die Arten der Due-Diligence und eine Orientierungshilfe für die richtige Untersuchungsform, um die strategischen Ziele zu erreichen.

1. Einleitung

Der Due-Diligence geht im Kaufprozess die strategische Entscheidung des Käufers voraus, ein anderes Unternehmen zu übernehmen. Sobald ein potenzieller Käufer in den Kaufprozess eintritt (normalerweise nach einem unverbindlichen Angebot oder einer Absichtserklärung), beginnt die Due-Diligence. Ihr Inhalt ist nicht einheitlich definiert und variiert von Transaktion zu Transaktion. Allen Versionen gemeinsam ist, dass sie die Frage nach dem Erreichen des strategischen Ziels der Transaktion beantworten. Damit bildet die Due-Diligence die Entscheidungsgrundlage für oder gegen eine Transaktion.

2. Grundlagen

Die grösste Herausforderung der Due-Diligence besteht in der Informationsasymmetrie zwischen dem meist umfassend informierten Verkäufer und dem potenziellen Kaufinteressenten. Dieses Ungleichgewicht schafft Unsicherheit über die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens und wirkt sich negativ auf den Kaufpreis aus oder macht eine Transaktion sogar unmöglich.

Viele Unternehmen und Unternehmer haben keine oder wenig Erfahrungen mit Transaktionen. So verlieren sie im Transaktionsprozess schnell die Schlüsselfaktoren aus den Augen und entscheiden aufgrund individueller Erwartungen und Einschätzungen. Der Erfolg einer Transaktion wird zum Glücksspiel. In einer solchen Situation erhöht die Due-Diligence mit zusätzlichen Vergangenheits- und Zukunftsanalysen für den Käufer die Transparenz von Informationen wie Jahresabschlüssen oder Managementpräsentationen. Dabei konzentriert sie sich auf die wichtigsten Chancen und Risiken.

Ein professioneller Verkäufer unterstützt diesen Prozess durch die Erstellung einer Vendor Due-Diligence mit Analysen und Berichten, die einem Kaufinteressenten in einem Datenraum bereitgestellt werden. Die Kaufinteressenten analysieren im Rahmen ihrer Due-Diligence diese Unterlagen und verschaffen sich mit Betriebsbesichtigungen und Gesprächen mit dem Management der Zielgesellschaft – sogenannten Q&ASessions – ein umfassendes Bild des Targets.

Je nach Transaktion kann der Käufer bei einer Due-Diligence unterschiedliche Schwerpunkte setzen. In erster Linie möchte er das Zielunter-

nehmen und dessen finanzielle Leistungsfähigkeit verstehen. Darüber hinaus will er die Chancen und Risiken einer Transaktion aufdecken, die für das Erreichen seiner strategischen Ziele entscheidend sind.

- Kaufpreisrelevante Faktoren wie nicht bilanzierte Verpflichtungen beeinflussen die zukünftigen Zahlungsströme und Vermögenswerte.
- Prozesse und Strukturen sind Kerngrößen für den zu erwartenden Aufwand bei der Post Merger Integration.
- Rechtliche Aspekte können zu Verpflichtungen führen, sowohl operativ (zum Beispiel kartellrechtliche Auflagen) als auch administrativ (zum Beispiel steuerliche Konstruktionen und gesellschaftsrechtliche Einschränkungen).
- Personelle Einflüsse wie die Abhängigkeit von Schlüsselpersonen können Zusatzmassnahmen verlangen. Auch personelle Verflechtungen mit dem Verkäufer erfordern eine gründliche Analyse.

Die Erkenntnisse aus der Analyse sind entscheidend für die Ausarbeitung des Kaufvertrags. Aspekte, die nicht durch eine Anpassung des Kaufpreises abgedeckt werden können, werden in Form von Vertragsanpassungen gelöst. Lässt sich ein Sachverhalt nicht ausschliessen, kann eine Analyse auch zu einem «Deal Breaker» werden und den Abbruch des Transaktionsprozesses bewirken.

Wo im Zielunternehmen nach möglichen Deal Breakern gesucht wird, hängt stark vom Käufer und dessen Zielen ab. Der erfahrene Käufer definiert im Vorfeld der Due-Diligence den Scope anhand einer Risikobeurteilung. Zur Aufdeckung von Risiken dominieren in der Praxis vier Analysearten (vgl. Abbildung 1). Darüber hinaus gibt es zahlreiche Spezialansätze, die nur in bestimmten Transaktionsszenarien zur Anwendung kommen.

3. Due-Diligence-Arten

Mit der *finanziellen Due-Diligence* will der Käufer die Risiken und Erfolgspotenziale einer Zielgesellschaft verstehen und quantifizieren. Diese Erkenntnisse dienen der Unternehmensbewertung und fliessen sowohl in die Verhandlung des Kaufpreises als auch in die Ausgestaltung der Vertragskonditionen (SPA) mit ein.

Die Komponenten einer finanziellen Due-Diligence werden im Scope des Käufers festgelegt.

Für ein besseres Verständnis der aktuellen und zukünftigen Risiken sowie der Ertragspotenziale werden die letzten Jahres- und Zwischenabschlüsse sowie die interne Berichterstattung der Zielgesellschaft herangezogen. Das Ziel ist, mehr Transparenz über die tatsächliche Vermögens-, Finanz- und Ertragslage zu erlangen.

Die ausgewiesenen historischen Zahlen werden im Rahmen der finanziellen Due-Diligence und teilweise in Zusammenarbeit mit dem Manage-

Ruben Poggensee
Senior Consultant, Deals
Transaction Services,
PwC Zürich

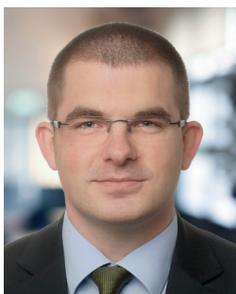
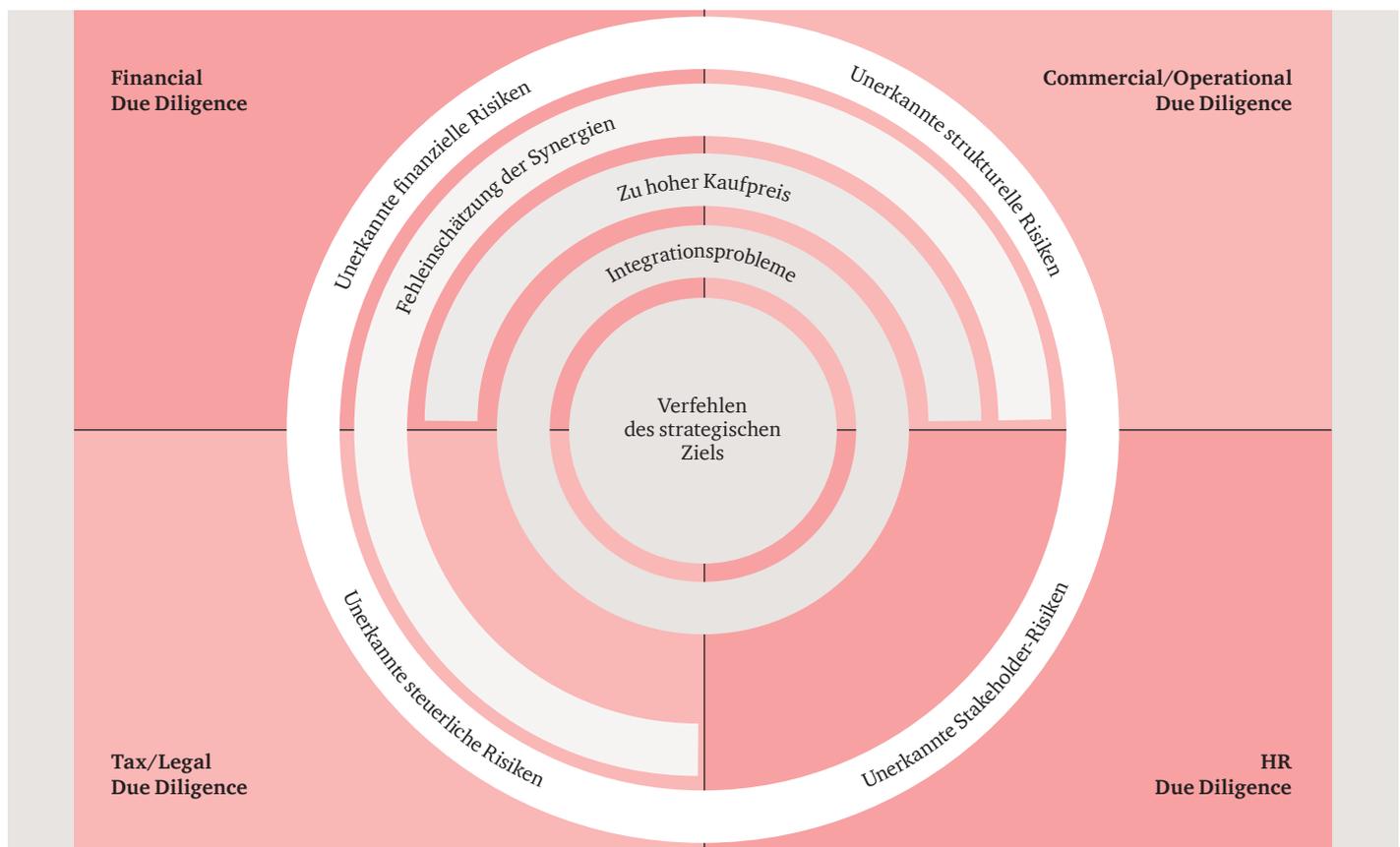


Abbildung 1: Abdeckung der häufigsten Risiken durch die vier Hauptanalysearten



ment der Zielgesellschaft auf einmalige und nicht wiederkehrende (Sonder)Effekte geprüft. Ziel ist es, die Vergangenheit möglichst frei von nicht operativen oder nicht nachhaltigen Erträgen oder Kosten abzubilden. Einmalige Ereignisse können beispielsweise Kosten aus einem Rechtsstreit oder Erlöse aus dem Verkauf eines Grundstücks sein. Auch handelsrechtliche Bewertungsspielräume und Veränderungen in der Bilanzierung sind Bestandteil der Ergebnisbereinigung. Ausserdem werden die Abschlüsse auf das Target angepasst, falls sich dieses von der im Abschluss erfassten Einheit unterscheidet oder als unabhängiges Unternehmen eine andere Kostenstruktur aufweist. Auf Basis solcher Proforma-Ergebnisse werden dann Budget und Planungsdaten für die Zukunft auf Plausibilität geprüft.

Die *finanzielle Due-Diligence* analysiert zudem die Bilanzwerte. Hauptaugenmerk liegt dabei auf Umlaufvermögen und operativen Verbindlichkeiten – den Treibern des operativen Kapitalbedarfs. Einen weiteren Schwerpunkt bildet die faire Bewertung der Aktiven inklusive stiller Reserven und die Vollständigkeit der Passiven. Diese beinhalten auch nicht bilanzierte Verpflichtungen. Aus den Analysen der finanziellen Due-Diligence lassen sich die zukünftigen Zahlungsströme ableiten, die sowohl für die Bewertung als auch für die Finanzierung und Strukturierung der Transaktion zentral sind.

Die *kommerzielle Due-Diligence* (Commercial Due-Diligence) deckt mehrheitlich nicht finanzielle Faktoren ab. Dabei steht die Wettbewerbspo-

sition des Targets im Zentrum. Im Gegensatz zur finanziellen Due-Diligence wird dabei nicht auf den Daten des Unternehmens aufgebaut, sondern es werden vorrangig Ergebnisse externer Marktanalysen und Researchergebnisse verwendet. Dadurch kann eine kommerzielle Due-Diligence teilweise bereits vor der Offenlegung von Daten durch das Target durchgeführt werden und entsprechend bei der Identifizierung potenzieller Targets anhand des Deal Rational herangezogen werden.

Die kommerzielle Due-Diligence kann in zwei Untersuchungsfelder aufgeteilt werden: In einer externen Betrachtung werden der relevante Markt und dessen Rahmenbedingungen analysiert. Das Marktvolumen wird quantifiziert und die Positionierung der Zielgesellschaft gegenüber der Konkurrenz ermittelt. Daraus lassen sich Markttrends, Chancen und Risiken besser abschätzen. Zusätzlich wird das Kundenportfolio auf Abhängigkeiten sowie Potenziale und Risiken untersucht. In der internen Betrachtung wird die Wertschöpfungskette untersucht, um die Funktionsweise und die Organisationsstruktur des Targets besser zu verstehen. Im Vordergrund stehen Fragen bezüglich möglicher Optimierungs- und Synergiepotenziale sowie Herausforderungen und Kosten bei der Integration des Kaufobjekts.

Die kommerzielle Due-Diligence ist eng mit der finanziellen verknüpft. Die Interpretation der finanziellen Kennzahlen setzt das Verständnis der betrieblichen Werttreiber voraus. Für die Quantifizierung von Synergie und Optimierungs-

Abbildung 2: Selektionskriterien für den Analysebedarf

Selektionskriterien	Analysebedarf		
	Normal	Erhöht	Intensiv
Internationalität	Inländische Transaktion	Inländische Akquisition mit ausländischen Tochtergesellschaften	Internationale Transaktion
Gesellschaftsrechtliche Komplexität	Einzelgesellschaft	Einfache Holdingstruktur	Komplexe Holdingstruktur mit Steuerkonstrukten
Richtung	Horizontale Übernahme	Vertikale Integration	Diversifikation
Grösse	Klein	Mittel	Gross
Käufer	Finanzinvestor	Strategie	Strategie mit starker Wettbewerbsposition
Phase	Konstantes Wachstum	Reorganisation	Neugründung/Insolvenz
Integration beim Verkäufer	Finanzanlage	Konzerngesellschaft	Carve-out/Familienbetrieb

potenzialen muss der Käufer die operativen Prozesse ebenso genau kennen wie das Marktumfeld.

Ziel der steuerlichrechtlichen Due-Diligence ist es, steuerliche sowie rechtliche Risiken zu erkennen und sicherzustellen, dass zukünftige Cashflows nicht durch vermeidbare Tax Leakages oder sonstige Zahlungsverpflichtungen reduziert werden. Da steuerspezifische Aspekte der lokalen Gesetzgebung unterliegen, arbeiten bei Transaktionen Steuerspezialisten eng mit lokalen Experten zusammen. Die steuerliche Due-Diligence besteht aus Analysen von Daten sowie aus Interviews mit den Verantwortlichen und Steuerberatern der Zielgesellschaft. Letztere beurteilen die Prozessqualität im Steuerbereich der Zielgesellschaft und decken sowohl die Risiken als auch das Optimierungspotenzial auf. Die Erkenntnisse aus der steuerlichrechtlichen Due-Diligence sind so verständlich aufzubereiten, dass sie in den Business Plan und in die Bewertung einfließen können.

Bei der rechtlichen Due-Diligence werden die wesentlichen Verträge des Unternehmens auf ausserordentliche Zahlungsverpflichtungen untersucht sowie die laufenden Rechtsstreitigkeiten beurteilt. Ausgehend von den Analyseergebnissen sind die kaufvertraglichen Haftungsmechanismen richtig auszugestalten: Zum einen wollen oder können Käufer und Verkäufer nicht jedes Risiko im Kaufpreis abbilden. Zum anderen kann das Aktivieren eines Haftungsanspruchs auch Steuereffekte haben.

In einem dritten Schritt schliesslich sind die Erkenntnisse der steuerlichen Due-Diligence in der Strukturierung der Transaktion, insbesondere in der Strukturierung der Finanzierung, zu berücksichtigen.

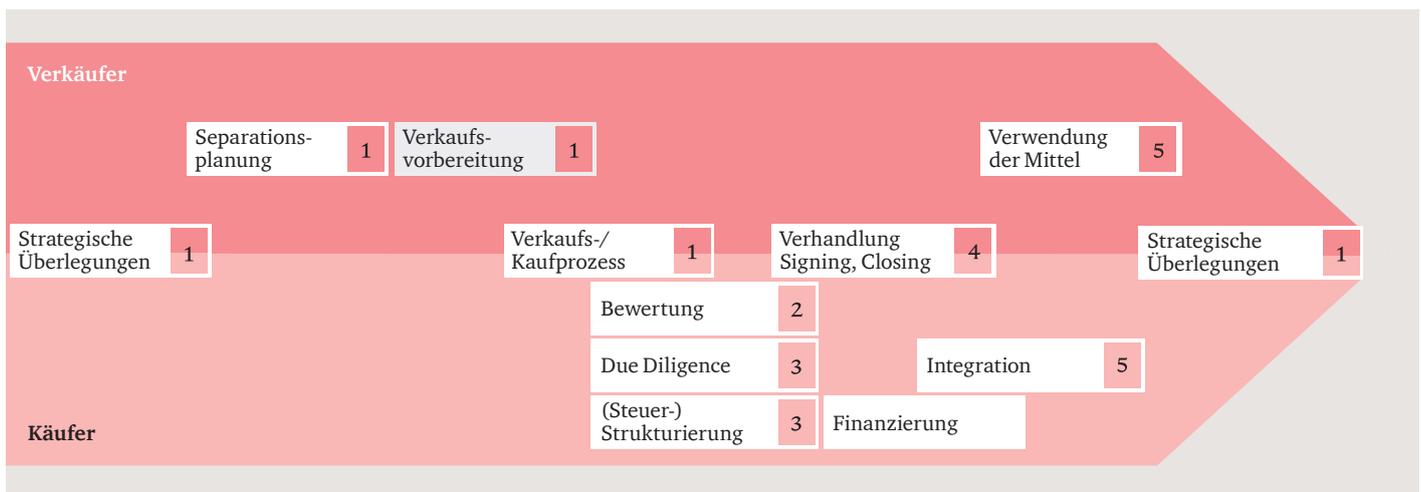
Die *HR Due-Diligence* soll Risiken der Zielgesellschaft, die im Zusammenhang mit Mitarbeiterstrukturen, Vergütungen, Pensionszahlungen oder ähnlichen Personalleistungen stehen, identifizieren und quantifizieren. In diesem Sinn ist sie eine spezielle Vertiefung der finanziellen

Due-Diligence. Allerdings beinhaltet sie zusätzlich die Analyse persönlicher Verflechtungen und Abhängigkeiten. Das Identifizieren von Schlüsselpersonal ist essenziell, da nur so sichergestellt werden kann, dass die operative Leitung des Targets nicht nach der Transaktion einbricht. Dies gilt nicht nur für Mitarbeitende, sondern gerade bei Familienbetrieben auch für den Einfluss des ehemaligen Firmeneigentümers.

Je nach Bedarf lässt sich die finanzielle Due-Diligence mit Teilanalysen weiterer Spezialbereiche ausbauen. Dazu gehören:

- **Pensionen:** Die Bewertung von Pensionsverpflichtungen unterscheidet sich je nach Rechnungslegungsstandard. Zudem ist die Ausgestaltung von Pensionszusagen von Land zu Land verschieden. Darum werden hier analog zur steuerlichen Due-Diligence regionale Experten hinzugezogen.
- **IT:** Gerade bei strategischen Käufern macht die Eingliederung des Zielunternehmens in die bestehende IT-Struktur einen Grossteil des Integrationsaufwands aus.
- **Technik:** Stellen Anlagen und Maschinen einen wesentlichen Teil des Vermögens oder der Wettbewerbsposition dar oder erfolgt ein Erwerb aus einer angespannten Unternehmenssituation, müssen technische Anlagen auf ihren Zustand untersucht werden.
- **Immobilien:** Werden bei einer Transaktion Grundstücke oder Gebäude in signifikanter Höhe übernommen, sollten Spezialisten die Aspekte Steuern, Marktwert und technischer Zustand untersuchen.
- **Umwelt:** Targets, die umweltschädliche Substanzen einsetzen oder eingesetzt haben, sollten auf allfällige Altlasten aus Umweltverschmutzungen untersucht werden.

Abbildung 3: Die Due-Diligence im Deal Cycle



4. Auswahl der relevanten Analysen

Bei der Auswahl der passenden Due-Diligence-Arten helfen die Kriterien von Abbildung 2. Eine finanzielle Due-Diligence ist grundsätzlich Pflicht. Sollten nach einer Transaktion Mängel am Target festgestellt werden, hängt die Möglichkeit, den Verkäufer dafür verantwortlich zu machen, davon ab, ob die Mängel aufgrund der bereitgestellten Unterlagen für eine Fachperson zu erkennen waren. Wurde eine gründliche Due-Diligence durchgeführt, unterstützt dies den Standpunkt des Käufers und seine Forderungen erheblich.

Ergänzend zur finanziellen Due-Diligence sollten bei erhöhtem Analysebedarf die drei weiteren Analysearten und bei intensivem Bedarf Spezialanalysen durchgeführt werden.

Die finanzielle Due-Diligence hängt in ihrer Intensität vor allem von der Grösse und Internationalität eines Targets ab. Je grösser eine Gesellschaft ist, umso detaillierter sind die Analysen, da die Sachverhalte komplexer werden. Bei internationalen Targets kommen häufig Fremdwährungsthemen und damit verbundene Finanzprodukte vor, die eine intensivere Untersuchung erfordern. Dazu zählen beispielsweise Darstellungen der historischen Zahlen frei von Währungseffekten und frei von Effekten aus entsprechenden Finanzinstrumenten. Weitere Treiber der Komplexität einer finanziellen Due-Diligence sind die Phase, in der sich ein Target befindet, sowie die Integration beim Verkäufer. Während bei Neugründungen kaum Vergangenheitsdaten vorliegen, sind bei Insolvenzfällen die Aktualität und Zuverlässigkeit der Daten oft eingeschränkt. Bei Carveouts und Familienunternehmen werden durch die Entflechtung des Targets Anpassungen an den offiziellen, möglichst geprüften Jahresabschlusszahlen notwendig. Diese Aspekte drücken sich insbesondere durch umfangreichere Q&ASessions aus. Auch der Verkäufer wird in solchen Situationen stärker eingebunden, damit bei späteren Vertragsverhandlungen eine gemeinsame Diskussionsbasis vorliegt.

Bei der kommerziellen Due-Diligence definieren die Faktoren, ob der Schwerpunkt eher auf externen Marktfaktoren oder internen Prozessen liegt. Befindet sich das Target in einer kritischen Phase oder muss es vom Verkäufer aufwendig getrennt werden, konzentrieren sich die Analysen auf die Prozesse. Damit bilden sie einerseits die Grundlage für die spätere Post Merger Integration. Andererseits machen sie die zu erwartenden Kosten für den Preisfindungsprozess transparent.

Die Marktseite erhält mehr Gewicht, wenn ein Käufer ein Stratege ist oder wenn die Transaktion in einem neuen Geschäftsbereich erfolgt. Eine ausgeprägte Internationalität des Targets erhöht die Komplexität. Ziel der Marktuntersuchung in diesen Szenarien ist es, die Reaktion von Stakeholdern wie Kunden, Distributionspartnern, Lieferanten und Behörden abzuschätzen. Die Erkenntnisse ermöglichen eine verlässliche Schätzung der zukünftigen Erträge und decken auch Veränderungsbedarf für die Post Merger Integration auf. Zudem legt gerade die kommerzielle Due-Diligence dem Käufer ein wertvolles Instrument in die Hände, um das Erreichen von dessen strategischen Kaufzielen zu beurteilen.

Die steuerliche und rechtliche Due-Diligence wird stark durch die Internationalität und gesellschaftsrechtliche Struktur beeinflusst. Komplexe Steuerstrukturen können bei Transaktionen Steuereffekte verursachen und müssen daher gründlich untersucht werden. Diese Analysen fallen umfangreicher aus, wenn ein Zielunternehmen in mehreren Ländern aktiv ist. Steuerlasten können nur eingeschränkt vom Transaktionsobjekt gelöst werden. Insofern muss der Käufer auch beim Kauf aus der Insolvenz oder als Carveout steuerliche Aspekte berücksichtigen. Familienbetriebe stellen einen Sonderfall dar: Vor allem, wenn das Unternehmen als Personengesellschaft geführt wurde, können sich Unternehmens- und Unternehmerbesteuerung überschneiden. Hier empfiehlt sich eine steuerlichrechtliche Due-Diligence. Deren Ergebnisse sollten sich sowohl im Kaufvertrag und Kaufpreis als auch in der Transaktions- und Finanzierungsstruktur niederschlagen.

Die HR Due-Diligence wird erforderlich, wenn Abhängigkeiten von einzelnen Mitarbeitern und deren Netzwerk anzunehmen sind, also bei Vernetzungen mit dem Verkäufer oder besonderen Unternehmenssituationen. Bei Carveouts und Familienunternehmen bewirkt die Transaktion einen Wandel des sozialen Netzwerks. Dieser kann betriebliche Prozesse spürbar beeinträchtigen. Um dies zu verhindern, identifiziert die HR Due-Diligence mögliche Einflüsse auf ein Unternehmen und definiert Gegenmassnahmen. Damit ist sie eine ideale Voraussetzung für eine erfolgreiche Post Merger Integration.

5. Integration der Due-Diligence in den Kaufprozess

Die Due-Diligence stellt im Prozess des Käufers eine bedeutende Entscheidungsstelle dar (Abbildung 3). Ausgehend von der strategischen Entscheidung, ein anderes Unternehmen zu erwerben, und der Auswahl eines spezifischen Targets bildet die Due-Diligence sowohl die Grundlage für die Entscheidung, in konkrete Verhandlungen einzutreten, als auch die Grundlage für den Kaufvertrag und Kaufpreis. Sie muss einerseits die Ergebnisse für die Vertragsverhandlungen liefern und andererseits Aufschluss darüber geben, ob ein Target dazu beiträgt, die strategischen Ziele zu erreichen. Dieses Deal Rational ist vor Beginn der Due-Diligence festzulegen. Zeigt die Due-Diligence, dass mit dem Target das Deal Rational nicht erreicht wird, sollte der Käufer die Verhandlungen abbrechen. Dafür muss er an seinen strategischen Zielen festhalten und darf sich nicht von der Dynamik der Transaktion zu wertvernichtenden Entscheidungen treiben lassen.

Die Ergebnisse der Due-Diligence fliessen nicht nur in die Kaufpreisfindung, sondern auch in die Ausgestaltung des Kaufvertrags ein. Hier lassen sich Massnahmen formulieren, die der Verkäufer bereits vor Eigentumsübergang umsetzen soll. Wird der Kaufpreis nicht pauschal, sondern als Formel definiert, sollte die Due-Diligence die relevanten Grössen quantitativ und qualitativ definieren, die in der Berechnung berücksichtigt werden sollen, und gegebenenfalls Zielgrössen für den Zeitpunkt des Eigentumsübergangs festlegen.

Die Due-Diligence liefert mit ihren Analysen allerdings auch Erkenntnisse, die über die Festlegung eines Kaufpreises und zugehöriger Vertragsklauseln hinaus relevant sind. Für eine gelungene Post Merger Integration beziehungsweise im Falle eines Finanzinvestors der Implementation der neuen Strategie können die Ergebnisse der Due-Diligence als Aufsatzpunkt verwendet werden. Eine Vorbereitung kann bereits mit Fertigstellung des Due-Diligence-Berichts beginnen, sodass bei Übergang des Unternehmens direkt mit den geplanten Massnahmen begonnen werden kann.

Da sich die mit der Due-Diligence befassten Personen bei ihrer Arbeit bereits intensiv mit den notwendigen Massnahmen auseinandergesetzt haben, ist es sinnvoll, sie auch bei der Post Merger Integration einzubinden.

6. Wertbeitrag der Due-Diligence zum Transaktionserfolg

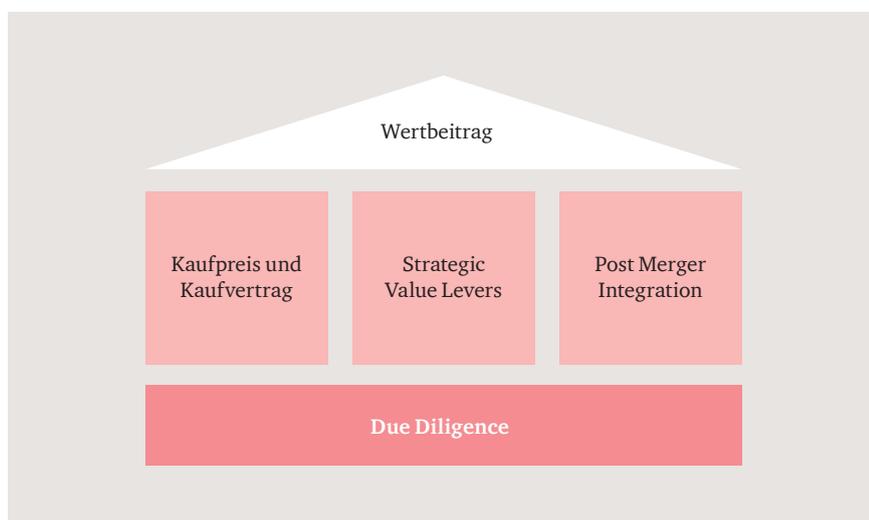
Die Due-Diligence beeinflusst den wirtschaftlichen Erfolg einer Transaktion massgeblich. Dieser besteht aus mehreren Komponenten (Abbildung 4).

Zuerst identifiziert die Due-Diligence die Deal Breaker. Dazu gehören zum Beispiel schwer quantifizierbare Risiken und steuerliche oder rechtliche Einschränkungen. Eine der häufigsten Ursachen für den Abbruch einer Transaktion sind kartellrechtliche Einschränkungen und Verbote. Ausserdem stellt die Due-Diligence sicher, dass das Zielunternehmen das Deal Rational erfüllt.

Die Due-Diligence ermöglicht zudem eine möglichst präzise Bewertung des Targets. Dieser Aspekt wirkt sich doppelt auf den Erfolg einer Transaktion aus. Zum einen sind Transaktionen häufig als mehrstufiges Bieterverfahren organisiert, und nur die höchstbietenden Interessenten kommen im Kaufprozess weiter. Je intensiver eine Due-Diligence durchgeführt wurde, desto genauer kann ein Käufer mögliche Synergien abschätzen und in sein Angebot einbeziehen. Zum anderen verhindert die gründliche Due-Diligence einen zu hohen Kaufpreis, da sie Ertragskraft, Risiken und Integrationsaufwand offenlegt.

Schliesslich trägt die Due-Diligence durch die Vorbereitung der Post Merger Integration zum Erfolg einer Transaktion bei. Das Potenzial, das der Käufer erworben hat, muss er in der Post Merger Integration realisieren können, damit seine Transaktion erfolgreich war. Dazu kann

Abbildung 4: Die Werttreiber einer Due-Diligence



die Due-Diligence in mehrfacher Hinsicht beitragen.

1. Die Due-Diligence wird vor der Vertragsunterzeichnung und dem Eigentumsübergang durchgeführt. Der Käufer kann einzelne Massnahmen mit dem Verkäufer verhandeln und noch vor dem Eigentumsübergang umsetzen lassen, so etwa steuer und gesellschaftsrechtliche Umstrukturierungen, aber auch operative Restrukturierungsmassnahmen wie die Schliessung von Standorten oder die Kündigung spezieller Verträge.
2. Durch den Zeitvorsprung und die Quantifizierung von Integrationskosten ermöglicht die Due-Diligence dem Käufer die Vorbereitung einzelner Massnahmen wie das Ausschöpfen von Synergiepotenzialen.
3. Die Due-Diligence liefert dem Käufer umfassende Informationen zur Transaktion. Dieser kann derartige Daten nach Bekanntgabe der Transaktion für seine Investor Relations nutzen. Eine transparente Berichterstattung schafft bei Investoren Vertrauen in die Prognosen des Managements zum erwarteten Wertbeitrag der Transaktion und der generellen Strategie.

Zusammengefasst leistet die Due-Diligence ihren Wertbeitrag zum Erfolg einer Transaktion, indem sie die Informationen zur Ermittlung des angemessenen Kaufpreises bereitstellt und einen Aufsetzpunkt für die Integration des Targets bietet. Damit schafft sie die Grundlage, um die strategischen Ziele des Käufers zu erreichen.

Earn-Out: Erfolgsorientierter Kaufpreis

Wahl der Kennzahl und Minimierung des Manipulationsrisikos als bestimmende Faktoren

Dieser Artikel knüpft an den Beitrag «Due-Diligence: Strategische Transaktionsziele erreichen» im Expert Focus 15/9 an. Entscheidungsträgern gibt er einen Überblick über den Earn-out als Spezialfall eines Kaufvertrags. Zudem zeigt er auf, in welchen Situationen und wie ein solcher erfolgreich aufgesetzt wird.

Vor den Vertragsverhandlungen wird im Kaufprozess die Due-Diligence durchgeführt (vgl. Abbildung 1). Mit dieser untersucht ein potenzieller Käufer das Zielunternehmen auf dessen Ertragskraft und dessen Risiken. Sobald die Vertragsverhandlungen beginnen, müssen sich die Parteien über die Bewertung der Ertragskraft eines Kaufobjekts einigen. Dabei kann wegen stark unterschiedlicher Einschätzungen ein Abbruch drohen. In solchen Situationen kann eine Earn-out-Klausel Sinn ergeben, da sie den Verkäufer am zukünftigen Erfolg partizipieren lässt.

1. Grundlagen

Die Earn-out-Klausel nimmt den Verkäufer durch einen erfolgsabhängigen Bestandteil des Kaufpreises in die Verantwortung [1].

Damit lässt sich jener Teil der Differenz zwischen den Preisvorstellungen abbilden, der aus unterschiedlichen Erwartungen zukünftiger Erträge hervorgeht. Diese können durch den Verkäufer besser eingeschätzt werden als durch den Käufer. Die Earn-out-Klausel ist somit eine Lösungsmöglichkeit für eine Informationsasymmetrie [2]. Allerdings stellt sie gleichzeitig ein Risiko dar, da der Verkaufserlös von zukünftigen Erträgen unter dem neuen Management abhängt [3].

Durch das Kriterium des Bezugs auf zukünftige Erträge, also Erträge nach Eigentumsübergang, lässt sich der Earn-out von anderen Kaufpreismechanismen abgrenzen.

- Bei Closing Accounts wird der Kaufpreis anhand einer Kaufpreisformel bestimmt. Der bei Vertragsunterzeichnung mit einem Zwischenabschluss ermittelte Kaufpreis wird entsprechend der Kaufpreisformel auf die Werte des Eigentumsübergangsstichtags angepasst. Im Gegensatz zum Earn-out unterliegen die Zahlen zum Stichtag hier der Kontrolle des Verkäufers.
- Werden durch den Verkäufer Schadenshaltungspflichten oder Garantien gewährt, übernimmt der Verkäufer zukünftige (Eventual)Verbindlichkeiten. In der Regel beziehen sich diese jedoch auf Ereignisse, die bereits vor der Transaktion stattgefunden haben.

Da der Earn-out auf zukünftige Erträge abzielt, wird er insbesondere in Branchen mit hohen Ergebnisschwankungen angewendet oder einer hohen Abhängigkeit vom Personal.

2. Wirtschaftliche Aspekte

Earn-out-Transaktionen treten insbesondere in jenen Branchen auf, die ihre Erträge in wenigen Grossprojekten erzielen, z. B. Infrastrukturprojekte und Life Sciences, oder deren Ergebnis stark von Kontakten und Netzwerken abhängt, z. B. Dienstleistungen und Finanzsektor (vgl. Abbildung 2).

Bei Earn-out-Transaktionen sind zwei Faktoren massgebend: Zum einen hängt der Erfolg der Folgeperiode stark von Massnahmen der Vorperiode ab. Nur wenn dieser Zusammenhang gilt, entsteht zum einen die bezüglich Earn-out-Lösung ursächliche Erwartungsunsicherheit. Zudem wird ein Verkäufer einen Earn-out nur akzeptieren, wenn das zukünftige Ergebnis durch ihn hinreichend beeinflussbar ist. Beispiele für periodenübergreifende Ergebnistreiber sind etwa Folgeaufträge oder die Erteilung von Genehmigungen. In beiden Fällen liegt die ertragsrelevante Tätigkeit in der Vergangenheit und kann durch den Verkäufer besser eingeschätzt werden als durch den Käufer, es liegt also eine Informationsasymmetrie vor.

Zum anderen stellt der Earn-out immer eine gewisse Sicherheitsmassnahme gegen schädliches Verhalten des Verkäufers dar. Dies betrifft sowohl den Zeitraum vor der Transaktion, in dem der Verkäufer zum Beispiel mit Window Dressing [5] kaufpreisrelevante Faktoren optimieren könnte. Es gilt auch für den Zeitraum nach der Transaktion, in dem der Verkäufer sein Wissen über das Kaufobjekt für eigene Zwecke nutzen könnte.

Um beide Faktoren auszugleichen, können unterschiedliche Kennzahlen zur Bemessung der Earn-out-Komponente verwendet werden.

2.1 Wahl der Kennzahl(en) zur Bemessung des Earn-out. Massgeblich für die Auswahl der passenden Kennzahlen ist deren Abhängigkeit von den oben erwähnten Faktoren. Empfehlenswert ist diejenige Kennzahl, mit der sich die Handlung des Verkäufers am besten messen lässt.

Benjamin Fehr
Partner, Leiter M&A
Legal Practice,
PwC Zürich



Ruben Poggensee
Senior Consultant, Deals
Transaction Services,
PwC Zürich



Abbildung 1: Due-Diligence und Verhandlungen im Kaufprozess



Gleichzeitig sollte die Kennzahl möglichst keinen anderen Einflüssen ausgesetzt sein, insbesondere nicht von Entscheidungen des neuen Managements. Lässt sich eine Kennzahl durch das Management beeinflussen, kann der Verkäufer auf umfangreiche Vorgaben im Kaufvertrag bestehen. Diese regeln, welche Massnahmen das neue Management treffen darf.

Über die Wahl der geeigneten Kennzahl hinaus sollte auch der Zeithorizont bedacht werden (vgl. Abbildung 3).

Der Earn-out lässt sich von der Garantie beziehungsweise Schadloshaltungsverpflichtung abgrenzen. Letztere decken eher kurzfristige Einzelereignisse ab, während der Earn-out auch das Zusammenwirken mehrerer Faktoren über einen längeren Zeitraum berücksichtigt. Dies wird auch in den Daten der von der international tätigen Anwaltskanzlei CMS herausgegebenen Studie CMS European M&A Study 2015 ersichtlich. Knapp die Hälfte aller Earn-outs bezog sich demnach auf einen Zeitraum von mehr als zwei Jahren.

Aus der Laufzeit können sich weitere Probleme ergeben, die bei der Wahl der Kennzahl berücksichtigt werden müssen. So sollte der Kaufvertrag bereits regeln, wie das Unternehmen mit zukünftigen Änderungen der Rechnungslegungsvorschriften umgehen soll.

Vor allem stellt der Zeithorizont ein Manipulationsrisiko durch den Käufer dar. Dieser kann nach Übergang des Unternehmens die Buchhaltung und Berichterstattung im Rahmen der gesetzlichen Regelungen verändern und damit Earn-outrelevante Kennzahlen steuern. Um dem entgegenzuwirken, sind im Kaufvertrag entsprechende Bestimmungen aufzunehmen, wie in Abschnitt 3 dargestellt. Ein Earn-out wird mit zunehmender Integrationstiefe beim Käufer schwieriger. Sobald sich der Käufer Synergien erschliesst, wird er diese nicht mit dem Verkäufer teilen wollen. Hingegen wird der Verkäufer keine Kaufpreisberechnung auf Basis von komplex übergeleiteten beziehungsweise bereinigten Abschlüssen akzeptieren.

2.2 Eigenschaften ausgewählter Kennzahlen.

Für unterschiedliche Ausgangslagen lassen sich unterschiedliche Kennzahlen verwenden. Abbildung 4 fasst die häufigsten zusammen. Die Tabellenwerte lassen erkennen, dass bei komplexeren Transaktionen in der Praxis mehrere Kennzahlen beigezogen werden. Die Überlapung durch Mehrfachnennung liegt bei 12%. Dieser verhältnismässig geringe Wert versteht sich als Untergrenze, da Überlappungen sonstiger Kennzahlen durch die Erhebungsmethodik nicht erfasst werden.

Der Umsatz stellt unter den Finanzkennzahlen den am einfachsten zu ermittelnden Wert dar. Diese Einfachheit ist allerdings auch dadurch bedingt, dass der Umsatz naturgemäss nur die Ertragsseite abbildet. Kosten und Margen bleiben unberücksichtigt. Da Umsätze in der Regel auf vorgängige Akquisitionstätigkeiten zurückgehen, ist hier ein deutlicher zeitlicher Rückbezug gegeben. Mit dieser Kennzahl lässt sich zum Teil auch schädliches Verhalten des Verkäufers abfangen, das eine Ausdünnung des Kundenstamms zur Folge hätte. Da die Kosten nicht berücksichtigt werden, kann die Kennzahl jedoch nicht abbilden, ob der Verkäufer durch besondere Konditionen, die später entweder die Margen oder den Cashflow beeinflussen, das Auftragsbuch vor der Transaktion aufgebessert hat. Darum kann ein Earn-out eine gründliche Due-Diligence nicht ersetzen.

Abbildung 2: Earn-Out-Klauseln bei Transaktionen in ausgewählten Branchen [4] (in %)

Branche	2007–2013	2014
Life Sciences	22	35
Infrastruktur & Projekte	3	31
Dienstleistungen	18	28
Finanzsektor	14	19
Durchschnitt	15	19

Auch der Verkäufer kann den Umsatz manipulieren, indem er operativ oder durch Buchhaltungsmassnahmen die Realisierung von Umsätzen verschiebt. Damit ist der Umsatz eine Kennzahl, die gegenüber dem Verkäufer durch den starken Vergangenheitsbezug in einer Verhandlung argumentativ gut zu vertreten ist, jedoch nicht alle Faktoren abbildet, welche die unterschiedlichen Ergebniserwartungen herbeiführen.

Der EBITDA wird bei herkömmlichen Transaktionen am häufigsten beigezogen, da er sowohl als geeigneter Näherungswert für den operativen Cashflow gilt als auch einfach zu berechnen ist. Es überrascht daher nicht, dass der EBITDA zusammen mit dem EBIT auch bei Earn-outs am häufigsten verwendet wird. Beiden Kennzahlen ist gemeinsam, dass sie die wirtschaftliche Ertragskraft auf operativer Ebene angeben. Anders als beim Umsatz können hier auch Kostenentwicklungen miterfasst werden. Nicht operative Kosten, die aus der Steuer und Finanzierungsstruktur entstehen, bleiben unberücksichtigt. Dadurch ist es einem Käufer möglich, diese Struktur frei nach seinen Anforderungen zu optimieren.

Sowohl EBIT als auch EBITDA sind allerdings auch durch den Käufer stärker zu beeinflussen. Ermessensspielräume der Rechnungslegung etwa bei Rückstellung, Umlagen, Vorrats- und Forderungsbewertungen sowie die bereits genannten Einflussmöglichkeiten bei der Umsatzlegung kann der Verkäufer zu seinem Vorteil nutzen. Der EBIT beinhaltet darüber hinaus die Abschreibungen, die weitere Möglichkeiten zur Einflussnahme bieten. Entsprechend sind EBIT und EBITDA Kennzahlen, die aufgrund ihrer hohen Aussagekraft häufig bei Earn-outs verwendet werden, allerdings einen umfangreichen Regelungsbedarf an Definitionen und Regeln im Kaufvertrag erfordern. Dazu gehört zusätzlich eine intensivere Kommunikation der Unternehmensentwicklung gegenüber dem Verkäufer, was insbesondere bei strategischen Käufern zu Interessenkonflikten führen kann.

Der Jahresüberschuss wird bei Transaktionen zunehmend seltener als Kennzahl angewendet, da er zusätzlich zu den operativen Positionen auch das Finanz und Steuerergebnis enthält. Die Verwendung einer Kennzahl für den Earn-out ist nur dann sinnvoll, wenn diese die Ursache für die unterschiedliche Einschätzung der zukünftigen

Erträge abbildet. Gleichzeitig soll das Ergebnis mit den Handlungen des Verkäufers zusammenhängen. Der Jahresüberschuss ergibt daher im Vergleich zu den operativen Kennzahlen nur Sinn, wenn das operative Ergebnis sehr konstant ist und Unsicherheiten nur bei der Finanzierung und Besteuerung oder beim aussergewöhnlichen Ergebnis bestehen. Ein Anwendungsbeispiel hierfür wären Anlagevehikel wie Immobilienfonds oder Gesellschaften in einer Transformation.

Als Alternative zu Ergebniskennzahlen bieten sich auch bilanzielle und nicht finanzielle Kennzahlen an. Beispiele bilanzieller Kennzahlen sind der Cashflow und der Order Intake, als nicht finanzielle Kennzahlen gelten das Erreichen von Forschungsprojektmeilensteinen, das Erteilen von Patenten oder die allgemeine Kundenfluktuation.

Gerade bei Finanzdienstleistern sind Assets- und Management-Klauseln (AuM-Klauseln) als Earn-outs weit verbreitet. AuM sind als Kennzahl doppelt aussagekräftig: Zum einen sind die verwalteten Kundengelder die Grundlage, auf der Finanzdienstleister Erträge erwirtschaften. Gleichzeitig sind sie ein Spiegel des Kundenbestands und können so negative Einflüsse auf diesen durch den Verkäufer abbilden. Die hohe Verbreitung erklärt sich durch die für einen Earn-out positiven Eigenschaften. Die Kennzahl ist gut definierbar, durch das neue Management nur zum eigenen Nachteil manipulierbar und kann negative Handlungen des Verkäufers vor und nach der Transaktion abbilden. Einzige Einflussmöglichkeit auf die AuM können Fremdwährungseffekte sein, die entsprechend im Kaufvertrag abgebildet werden können.

Die AuM sind damit ein Musterbeispiel für einen Earn-out, da sie aufzeigen, wozu der Earn-out insgesamt bei der Transaktion dient, nämlich als Garant für den Übergang und Erhalt der vom Verkäufer dem Kaufobjekt attestierten Ertragskraft.

Abbildung 3: Laufzeiten von Earn-Outs bei Transaktionen 2014 [6] (in %)

Branche	2014
Unter 6 Monaten	5
6 bis 12 Monate	13
12 bis 24 Monate	34
24 bis 36 Monate	23
Über 36 Monate	25

Abbildung 4: Anteil ausgewählter Kennzahlen bei Earn-Out-Transaktionen [7] (in %)

Branche	2007–2013	2014
Umsatz	27	31
EBIT/EBITDA	37	40
Jahresüberschuss	17	6
Sonstige	32	35

3. Ausgewählte rechtliche Überlegungen

Bei einem Earn-out ist die Verpflichtung des Käufers zur Kaufpreiszahlung – oder eines Teils davon – durch den Eintritt eines zukünftigen Ereignisses bedingt, z. B. eines erwarteten Geschäftserfolgs [8]. Der Eintritt dieses Ereignisses hängt massgeblich von den Entscheidungen des Käufers ab. Beim Verbleib des Verkäufers im Unternehmen kann aber auch der Verkäufer den Bedingungseintritt beeinflussen [9]. Daraus ergeben sich für die Vertragsredaktion zahlreiche Herausforderungen. Nachstehend sollen drei herausgegriffen werden:

- Wie kann der Eintritt der Bedingung, d. h. die vereinbarte Kennzahl, zweifelsfrei ermittelt werden?
- Wie kann verhindert werden, dass die zugrunde liegende Kennzahl in unzulässiger Weise manipuliert wird?
- Und – falls der Verkäufer im Unternehmen verbleibt – welche Konsequenzen hat eine allfällige Beendigung seines Arbeitsverhältnisses auf die Earn-out-Zahlung?

3.1 Ermittlung der massgeblichen Kennzahl.

Zur Ermittlung der massgeblichen Kennzahl sehen Unternehmenskaufverträge bei Earn-outs regelmässig ein detailliertes Verfahren vor [10]. Danach erstellt der Käufer – gegebenenfalls in faktischer Zusammenarbeit mit dem weiterhin im Unternehmen tätigen Verkäufer – für den Beurteilungszeitraum eine Berechnung der Kennzahl [11]. Diese wird dann dem Verkäufer zusammen mit der vorgeschlagenen Berechnung des Kaufpreises zur Überprüfung zugestellt. Manchmal wird vorgängig auch noch eine Prüfung durch die Revisionsstelle veranlasst. Dadurch kann die Glaubwürdigkeit der Berechnung für den Verkäufer erhöht werden [12]. Der Verkäufer kann dann innerhalb einer vorgegebenen Frist Einwendungen gegen die Berechnung der Kennzahl bzw. des Kaufpreises geltend machen [13]. Können sich die Parteien über diese Einwendungen nicht innerhalb einer weiteren Frist einigen, wird die Angelegenheit meistens einem Schiedsgutachter zur endgültigen Beurteilung überwiesen [14].

Ist der Verkäufer weiterhin im Unternehmen engagiert, greift dieses Streitbeilegungsverfahren eigentlich etwas zu kurz, weil allfällige Konflikte oft bereits früher zutage treten, z. B. beim Entscheid über eine zukünftige Investition oder bei der gemeinsamen Berechnung der Kennzahl [15]. Das Vorhandensein eines institutionellen Gefässes zur Streitbeilegung entfaltet für diese vorgelagerten Konflikte aber zumindest eine gewisse disziplinierende Wirkung. Die Statuierung eines Streitbeilegungsverfahrens enthebt die Parteien aber keinesfalls einer sorgfältigen Definition der Kennzahl [16]. Schliesslich benötigt auch ein Schiedsgutachter klare Parameter, um seinen Auftrag zufriedenstellend ausführen zu können. Mit einem pauschalen Verweis auf die bisherige Rechnungslegungspraxis ist es daher oftmals nicht getan.

3.2 Manipulationsrisiken. Eine Herausforderung bei Earn-outs bildet für den Verkäufer die Minimierung des Manipulationsrisikos [17]. Diesem Risiko kann auf zwei Ebenen begegnet werden:

- **Governance:** Earn-outs sind in aller Regel auf einen Zeitraum von einem Jahr bis zu drei Jahren ausgelegt [18]. Damit können sich zwischen dem langfristigen Interesse des Käufers an einer nachhaltigen Geschäftsentwicklung und dem kurzfristigen, auf die Kaufpreismaximierung ausgerichteten Interesse des Verkäufers Konflikte ergeben [19]. Diesem Interessenkonflikt ist durch Erstellung eines gemeinsamen Businessplans angemessen Rechnung zu tragen. Für den Einbezug des Verkäufers in die massgeblichen Geschäftsentscheidungen bieten sich verschiedene Möglichkeiten, wobei ein Verwaltungsratsmandat im Vordergrund steht. Dadurch stellt der Verkäufer sicher, dass er bei den für das Erreichen der Kennzahl massgeblichen Geschäftsentscheidungen mitwirken kann. Oft kann er sich damit aber nur argumentativ einbringen. Für die Beschlussfassung ist seine Stimme nicht zwingend notwendig. Aus diesem Grund bestehen Verkäufer für bestimmte Beschlüsse auf erhöhten Quoren, die nur mit ihrer Zustimmung erreicht werden können. Dadurch sichern sie sich eine erhöhte Mitsprache (Vetorecht) bei Entscheidungen, die potenziell Auswirkungen auf die Kennzahl haben [20]. Zumindest für Umstrukturierungen (z. B. Fusion des Zielunternehmens), welche die Ermittlung einer Kennzahl faktisch verunmöglichen, oder für substantielle Änderungen der Rechnungslegungspraxis wird eine solche Mitsprache unbestritten sein. Eine Unterstellung sämtlicher kennzahlrelevanter Entscheide unter das Vetorecht wird der Widrigung des Arbeitsverhältnisses während der Laufzeit des Käufer in aller Regel aber nicht akzeptieren [21].
- **Kennzahlen:** Abhängig von der Wahl der Kennzahl und dem Geschäftsmodell des Zielunternehmens ergeben sich unterschiedliche Manipulationsrisiken. So kommt dem Gebot von konstanten – gegebenenfalls vertraglich fixierten – Abschreibungssätzen bei einem EBIT-basierten Earn-Out grosse Bedeutung zu, während dies bei EBITDA-basierten Earn-Outs vernachlässigt werden kann. Grundsätzlich steigt das Manipulationsrisiko je «tiefer» die Kennzahl in der Erfolgsrechnung angesetzt ist. Es besteht aber auch bei Umsätzen Konfliktpotenzial (z.B. in Rechnung gestellter vs. bezahlter Umsatz). Daneben hat auch das Geschäftsmodell einen bedeutenden Einfluss auf das Manipulationsrisiko. So kommt der periodengerechten Verbuchung und der Festlegung der dazu anwendbaren Grundsätze im Projektgeschäft im Vergleich zu anderen Branchen eine wesentlich grössere Bedeutung zu. Gerade bei der Vertragsgestaltung ist deshalb eine enge Abstimmung zwischen den Anwälten und den für das Geschäft verantwortlichen Personen bzw. den Finanzexperten unumgänglich. Letztlich lässt sich das Manipulationsrisiko

aber auch bei grösster Sorgfalt nie vollständig eliminieren. Insofern bildet das gegenseitige Vertrauen der Parteien eine unabdingbare Voraussetzung für den Erfolg eines Earn-Outs. Eine intensive Auseinandersetzung mit den Kennzahlen und Manipulationsrisiken in den Verhandlungen, ermöglicht es den Parteien aber das vorhandene «Bauchgefühl» vor Vertragsunterzeichnung nochmals einlässlich zu testen.

3.3 Beendigung des Arbeitsverhältnisses mit dem Verkäufer. Ist der Verkäufer weiterhin im Unternehmen tätig, stellt sich schliesslich die Frage, wie sich eine allfällige Beendigung des Arbeitsverhältnisses während der Laufzeit des Earn-Outs auf die Earn-Out Zahlung auswirken soll. Dies ist insbesondere auch daher von Bedeutung, weil ein Earn-Out bei Weiterbeschäftigung des Verkäufers häufig auch als Retentionsmassnahme begriffen wird. So soll sichergestellt werden, dass der Verkäufer dem Unternehmen zumindest für eine gewisse Übergangsphase als motivierter Arbeitnehmer zur Verfügung steht und die für das Gelingen der Transaktion so wichtige Integrationsphase positiv begleitet. Wird das Arbeitsverhältnis mit dem Verkäufer während der Laufzeit des Earn-Outs aufgelöst, kann dieser das Geschäftsergebnis nicht mehr beeinflussen und setzt sich einem allfälligen Manipulationsrisiko ungleich stärker aus. Häufig wird bei Beendigung des Arbeitsverhältnisses eine feste (gegebenenfalls reduzierte) Earn-Out Zahlung vereinbart. Dies ist in der Regel dann unbestritten, wenn das vom Käufer beherrschte Unternehmen das Arbeitsverhältnis mit dem Verkäufer ohne Grund kündigt. Anders liegt der Fall hingegen dann, wenn der Verkäufer die Auflösung des Arbeitsverhältnisses durch sein eigenes Verhalten selbst provoziert hat. Dazu stellen die Parteien häufig auf Art. 337 OR (fristlose Kündigung aus wichtigem Grund) und die entsprechende Gerichtspraxis ab. Wird demnach einem Verkäufer aus wichtigem Grund gemäss Art. 337 OR fristlos gekündigt und ist das vom Käufer kontrollierte Unternehmen im Bestreitungsfall auch in der Lage, eine derartige Kündigung zu rechtfertigen, entfällt oder reduziert sich die Earn-Out Zahlung. Ähnlich verhält es sich in den Fällen, in denen der Verkäufer kündigt. Soweit er dies ohne wichtigen Grund tut, wird er sich regelmässig auch eine Reduktion der Earn-Out Zahlung gefallen lassen müssen. Hat der das Arbeitsverhältnis aber seinerseits aus wichtigem Grund gekündigt, wird eine solche Reduktion schwieriger zu rechtfertigen sein.

Anmerkungen:

- [1] M & A Review 12/2004, 269.
 [2] DStR 33/12, 1662.
 [3] Baker & McKenzie 2011, 58.
 [4] CMS European M & A Study 2015, 11.
 [5] Die nicht operative Verschönerung der Leistung etwa durch veränderte Rechnungslegungsmethoden.
 [6] CMS European M&A Study 2015, 12.
 [7] CMS European M&A Study 2015, 12.
 [8] Siehe dazu auch weitere Beispiele bei Markus Vischer, Earn-out-Klauseln in Unternehmenskaufverträgen, SJJ 98 (2002) Nr. 21, 509 f.; Rolf Watter/Matthias Gstoehl, Preisanpassungsklauseln, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VI, Zürich 2004, 35; Alex von Werra, Conception et valorisation de l'Earn-out dans le cadre de transactions M&A – Aperçu d'une technique de structuration du prix de cession (1re partie), ST 6–7/14, 565 f.
 [9] Ähnlich Watter/Gstoehl, 49; Vischer, 509 f.
 [10] Watter/Gstoehl, 36 ff.; Giorgio MeierMazzucato/Daniela Ricklin, Earn-out mit Bewertungs- und Finanzierungsfunktion als probate Methode bei der Unternehmensnachfolge, TREX 2014, 286f.
 [11] Von Werra, 569 ff.; Hans Martin Meuli, Earn-out-Methode als Instrument der Preisgestaltung bei Unternehmensverkäufen, Schriftenreihe der TreuhandKammer, Band 139, Zürich 1996, 85 ff.
 [12] Watter/Gstoehl, 47; in diesem Sinne auch Meuli, 95 f.; Rüdiger Werner, Earn-out-Klauseln – Kaufpreisanpassung beim Unternehmenskauf, DStR 33/2012, 1666.
 [13] Werner, 1666; Harold Frey/Dominique Müller, Preisanpassungsstreitigkeiten bei Unternehmenskäufen, in: Matthias Oertle/Matthias Wolf/Stefan Breitenstein/HansJakob Diem (Hrsg.), Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich/St. Gallen 2010, 200 ff.; Rudolf Tschäni/Harold Frey/ Dominique Müller, Streitigkeiten aus M&A Transaktionen, Zürich 2013, 339 ff.
 [14] Vischer, 512; Frey/ Müller, 203 ff.; Rudolf Tschäni/HansJakob Diem/Matthias Wolf, M & A Transaktionen nach Schweizer Recht, 2. A. Zürich 2013, 157; Rolf Watter, Unternehmensübernahmen, Zürich 1990, 500; Tschäni/ Frey/Müller, 333 ff.; Bernd D. Ehle, Arbitration as a Dispute Resolution Mechanism in Mergers and Acquisitions, in: Dennis Campbell (Hrsg.), The Comparative Law Yearbook of International Business, Kluwer Law International, Den Haag 2005, 295 ff.; Rudolf Tschäni/Matthias Wolf, Vertragliche Gewährleistung und Garantien – Typische Vertragsklauseln, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions VIII, Zürich 2006, 99; MeierMazzucato/ Ricklin, 289.
 [15] Frey/Müller, 196.
 [16] Andreas von Planta, Les déclarations et garanties du vendeur, ST 5/07, 381.
 [17] Meuli, 89; MeierMazzucato/Ricklin, 288; Werner, 1663; Urs Schenker, Rechtliche und steuerliche Aspekte beim Unternehmenskauf, Baker & McKenzie, Zürich 1996, 59.
 [18] In der Lehre gibt es unterschiedliche Ansichten und Erfahrungen zur Dauer einer Earn-out Periode: Zwei bis drei Jahre bei Werner, 1664 und von Werra, 568; zwei bis fünf Jahre bei Louis Siegrist Luise Kremer, Kaufpreisanpassungen bei Unternehmensakquisitionen, in: Matthias Oertle/Matthias Wolf/Stefan Breitenstein/HansJakob Diem (Hrsg.), Recht und Wirtschaft in der Praxis, Liber amicorum für Rudolf Tschäni, Zürich/St. Gallen 2010, 115. Oliver Blum, Internationaler Vergleich typischer Klauseln aus M&A Verträgen, in: Rudolf Tschäni (Hrsg.), Mergers & Acquisitions XVII, Zürich 2015, 235, stellt fest, dass in gut einem Drittel der Verträge mit Earn-outs eine Dauer von mehr als drei Jahren vereinbart wird.
 [19] Von Planta, 381.
 [20] Ähnlich auch Werner, 1665, 1667.
 [21] Siehe zu Mitwirkungsrechten auch Vischer, 512; Watter, 562 ff.
 [22] MeierMazzucato/Ricklin, 289. Schenker, 59; Giorgio MeierMazzucato/Marc A. Montandon, Aspekte der Unternehmensnachfolge und Unternehmensbewertung – Teil 2, TREX 2013, 226.
 [23] Tschäni/Frey/ Müller, 133 FN 500; im Umkehrschluss auch Blum, 234.
 [24] So auch Vischer, 512, welcher empfiehlt, dass Earn-out-Klauseln Fachleuten, v.a. im Bereich der Buchhaltung, zur Überprüfung vorgelegt werden. Gl. Meinung auch Watter, 500.
 [25] So auch Schenker, 59; Frey/Müller, 196.
 [26] Für eine ausführliche Auseinandersetzung mit den Gründen für eine fristlose Kündigung vgl. Wolfgang Portmann, in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/ Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Basler Kommentar zum Obligationenrecht I (Art. 1–529), 5. A. Basel 2011, N. 1ff. zu Art. 337 m.w.H.

M&A-Integration: So führt der Deal langfristig zum Erfolg

Steiniger Weg zur Synergiefindung; Finanzfunktionen integrieren

Schneller wachsen und die Umsätze erhöhen, neue Märkte erschliessen oder sich Zugang zu weiteren Kundengruppen verschaffen: Mit einer Fusion oder Übernahme verbinden Manager hohe Erwartungen. Doch die erhofften Synergien bleiben häufig aus. Woran liegt es, dass manche Transaktionen sich lohnen, andere jedoch nicht die gewünschten Effekte bringen? Ist der Erfolg der Integration Glück, oder lässt er sich durch einen transparenten Prozess steuern?

1. Einleitung

Für die Studie «Making Deals Successful» [1] haben die Transaktionsexperten von PwC über 300 Fusionen und Übernahmen analysiert. Sie haben mit M&A-Spezialisten aus unterschiedlichen Branchen gesprochen, um die Stolpersteine und Erfolgsfaktoren bei der Post-Merger-Integration zu erforschen. Zentrales Ergebnis der Analyse: Der Erfolg einer Fusion oder Übernahme ist steuerbar. Ein wichtiger Schlüssel dazu ist eine frühzeitige Integrationsplanung.

2. Strategische und finanzielle Ziele stehen im Vordergrund

Die wichtigsten Beweggründe, wieso ein Unternehmen sich dazu entschliesst, einen Mitbewerber zu übernehmen oder sich mit einem anderen Unternehmen zusammenzuschliessen, sind strategischer Natur: 72% der für die Studie Befragten gaben an, dass sie durch die Transaktion neue Kunden gewinnen möchten. 62% erhoffen sich Zugang zu neuen Produkten. 59% wollen ihren Marktanteil erhöhen und die Anzahl der Wettbewerber reduzieren. Diese strategischen Ziele erreichen die Unternehmen in der Regel auch: Das sagen rund 90% der Befragten (Abbildung 1).

Auch finanzielle Ziele sind ein wichtiger Treiber: Wer ein anderes Unternehmen übernimmt oder sich für einen Zusammenschluss entscheidet, möchte die Umsätze erhöhen (96% der Befragten), die Profitabilität steigern (85%) oder Kosten reduzieren (42%). Bei der Erreichung dieser finanziellen Ziele sind die Unternehmen in der Regel etwas weniger erfolgreich: Nur

bei gut jedem zweiten Unternehmen lagen die Umsätze nach der Transaktion über dem, was die beiden Firmen vorher zusammengekommen erwirtschaftet hatten. Nur 45% der Befragten ist es gelungen, ihre Profitabilität zu verbessern. Immerhin 64% hatten Erfolg bei der Reduktion der Kosten.

2.1 Synergien entstehen nur bei jedem zweiten Deal. Fusionen und Übernahmen führen also in der Regel zum erwarteten strategischen Ziel, bringen aber oft geringere Synergieeffekte als erhofft. In rund neun von zehn Fällen können die Verantwortlichen ihre strategischen Ziele erreichen und etwa neue Märkte erschliessen oder das Produktportfolio erweitern. Das ist nicht verwunderlich, denn die strategischen Ziele einer Transaktion werden meist unmittelbar mit Abschluss des Deals realisiert. Synergien, also positive Effekte durch die Kombination der jeweiligen Stärken der Unternehmen, werden bei weniger als jedem zweiten Deal im erwarteten Ausmass erzielt. Das ist umso erstaunlicher, als die Realisierung von Synergien bei drei von vier Transaktionen das wichtigste erklärte Ziel ist.

Die Studie belegt: Die Verantwortlichen verbinden häufig zu hohe Erwartungen mit einer Transaktion. Bei der Umsetzung ihrer Implementierungsstrategien sind sie zuweilen nicht konsequent genug. Und nicht zuletzt versäumen es manche Unternehmen, bei der Fusion oder Übernahme die richtigen Prioritäten zu setzen, nämlich welche Erfolgsfaktoren für sie am wichtigsten sind.

3. Den Grundstein für eine erfolgreiche Transaktion legen

Wesentliche Ursachen, warum die Ziele nicht erreicht werden, sind Planungsfehler. Integrationsaktivitäten werden zwar häufig im Vorfeld geplant, während der Integration aber nicht konsequent verfolgt. Das gilt insbesondere für die Überzeugung und die Unterstützung durch die Führungsebene. Zudem fehlt oft eine klare Projektstruktur, das heisst, die Verantwortlichkeiten sind nicht eindeutig geregelt (Abbildung 2). Drei Punkte sind besonders wichtig, damit die gewünschten Synergien eintreten und die Transaktion zur Erfolgsgeschichte wird: erstens eine detaillierte Planung, zweitens deren stricte Umsetzung und drittens die kontinuierliche Überwachung des Integrationserfolgs. Und schlussendlich: Nur wenn das Top-Management überzeugt ist und sich bei der Integration einbringt, wird die Transaktion auch langfristigen Erfolg haben.

3.1 Aufwand und Zeit richtig einschätzen.

Die Mehrheit der befragten Manager (83%) gab an, den Integrationsprozess bereits vor Vertragsabschluss zu planen, um einen reibungslosen Übergang zu gewährleisten. Viele Unternehmen unterschätzen jedoch den Aufwand und die Zeit, den die Integration in Anspruch nimmt. In der Regel dauerte es bei den befragten Unternehmen zwischen sieben und 18 Monate nach Vertragsab-

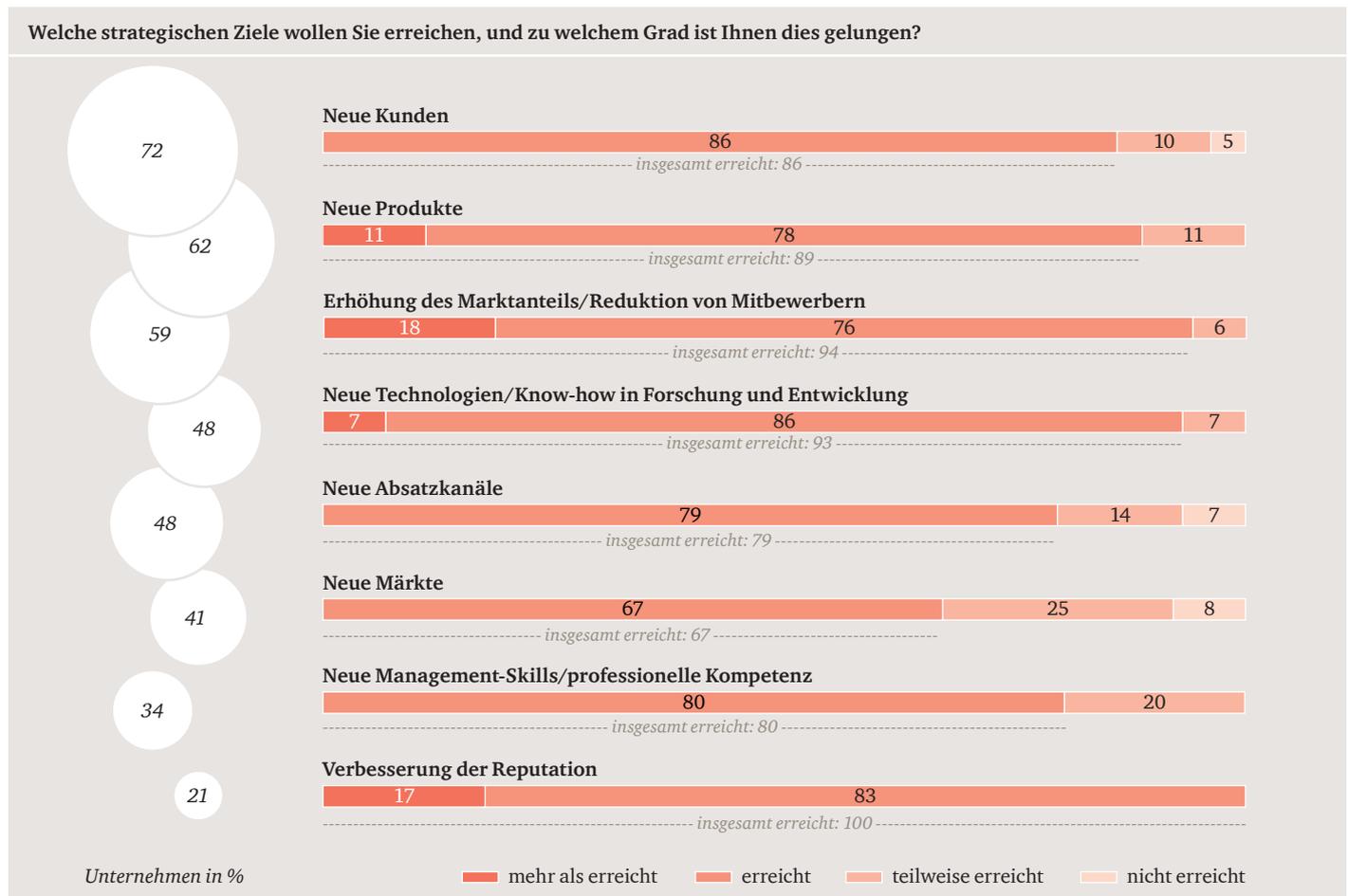
Claude Fuhrer
Dr. oec., Director, Leiter
Delivering Deal Value Team,
PwC Zürich



Christian Witte
Senior Manager, Capital Markets
and Accounting Advisory
Services, PwC Zürich



Abbildung 1: Strategische Ziele – Externes Wachstum, wie neue Kunden und Produkte zu gewinnen, gehört zu den wichtigsten strategischen Aspekten eines Deals. (in %)



schluss, bis alle Integrationsaktivitäten abgeschlossen waren – und damit etwa sechs Monate länger als erwartet.

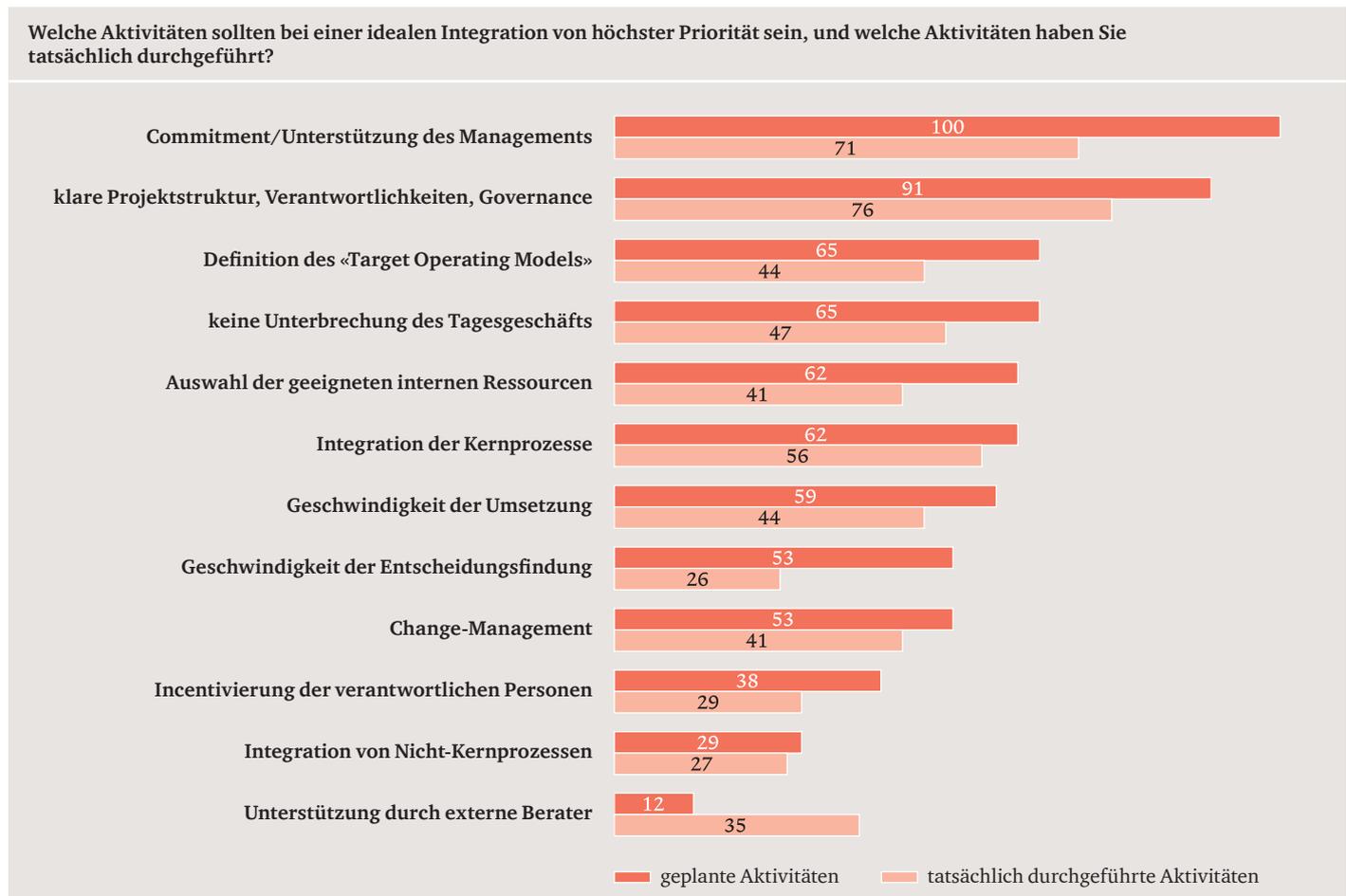
3.2 Die Komplexität der Transaktion berücksichtigen. Das liegt zum grossen Teil daran, dass die Unternehmen die Komplexität einer Integration unterschätzen. In der Befragung gaben rund zwei Drittel an, dass komplizierte rechtliche Strukturen die Komplexität der Integration erhöhen. Für 64% ist die länderübergreifende Integration die grösste Herausforderung. 58% der Befragten halten es für schwierig, die komplexen Geschäftsmodelle der jeweiligen Parteien zusammenzubringen. Für 56% erhöhen kulturelle Unterschiede die Komplexität der Transaktion. Dabei gilt: Komplexität gehört zum Integrationsprozess dazu. Mit den richtigen Aktivitäten, einem durchdachten Zeitplan und den erforderlichen Ressourcen lässt sich diese Komplexität gut steuern. Dazu bedarf es beispielsweise international besetzter Expertenteams, die sich mit den Besonderheiten der jeweiligen ausländischen Märkte auskennen.

3.3 Eine gründliche Due-Diligence durchführen. Die Basis für den Integrationserfolg ist eine gründliche Due-Diligence-Prüfung. Dabei geht es darum, sich ein umfassendes und realistisches Bild des Zielobjekts zu machen. Die Due-Diligence-Prüfung hat sich in den vergangenen

Jahren weiterentwickelt: Im Fokus stehen nicht nur die Risiken, die mit einem Deal verbunden sind. Im Idealfall zeigt der Due-Diligence-Bericht auch die Chancen auf, die eine Fusion oder Übernahme bietet. Die grosse Mehrheit der Unternehmen (94%) nutzt die Erkenntnisse aus der Due-Diligence folglich beim Aufstellen des Integrationsplans. Allerdings versäumen es rund 20% der Befragten, sich während der Due-Diligence mit den konkreten Integrationsoptionen auseinanderzusetzen. Damit verlieren sie wertvolle Zeit.

3.4 Kennzahlen zur Erfolgsmessung definieren. Fast alle Entscheider (91%) nutzen Kennzahlen wie Profitabilität, Umsatzentwicklung und Kosten des Integrationsprozesses zur Kontrolle und Evaluation des Integrationsfortschritts. Die Kennzahlen beziehen sich jedoch meist auf finanzielle Faktoren. Weiche Faktoren – beispielsweise die Zufriedenheit der Mitarbeiter oder Kunden, Veränderungen bei den Marktanteilen oder die Reputation im Markt – sind während des kurzen Integrationsrahmens nur sehr schwer zu messen und werden dementsprechend seltener ermittelt (Abbildung 3). Dazu kommt: Ein positiver Effekt auf die Reputation stellt sich häufig nur sehr langsam ein. Fortschritte lassen oft mehr als drei Jahre auf sich warten.

Abbildung 2: Prioritäten und Verantwortlichkeiten – Viele Aktivitäten werden vor Abschluss des Deals geplant, aber während der Integration nicht angegangen. (in %)



Ein weiteres Manko: Viele Unternehmen messen den Fortschritt der Integration nicht regelmässig genug oder nur über einen kurzen Zeitraum. Knapp zwei Drittel (63%) gaben an, dass sie die Kennzahlen monatlich erheben, 20% messen einmal im Quartal, 10% nur unregelmässig oder lediglich am Ende des Integrationsprozesses. Im Schnitt betreiben die Unternehmen das Monitoring für maximal 24 Monate. Nur 20% der Befragten messen die Erfolgskennzahlen der Transaktion länger als zwei Jahre.

3.5 Externe Unterstützung in Anspruch nehmen. Ein weiterer Aspekt, mit dem sich Unternehmen vor dem Integrationsprozess auseinandersetzen sollten, ist die Unterstützung durch externe Berater. Zu Beginn plant nur eine Minderheit der befragten Unternehmen (12%) externe Berater mit ein. Im Laufe des Integrationsprozesses wird vielen jedoch bewusst, dass eine Integration viel spezifisches Wissen und Erfahrung erfordert, die ihnen intern fehlen. Letztlich nehmen dann mehr als ein Drittel der Firmen (35%) doch externe Unterstützung in Anspruch (Abbildung 2). Zu den am häufigsten nachgefragten Beratungsdienstleistungen gehören professionelles Projektmanagement, Unterstützung bei der Integration der Rechnungslegung sowie der Finanz- und IT-Funktion.

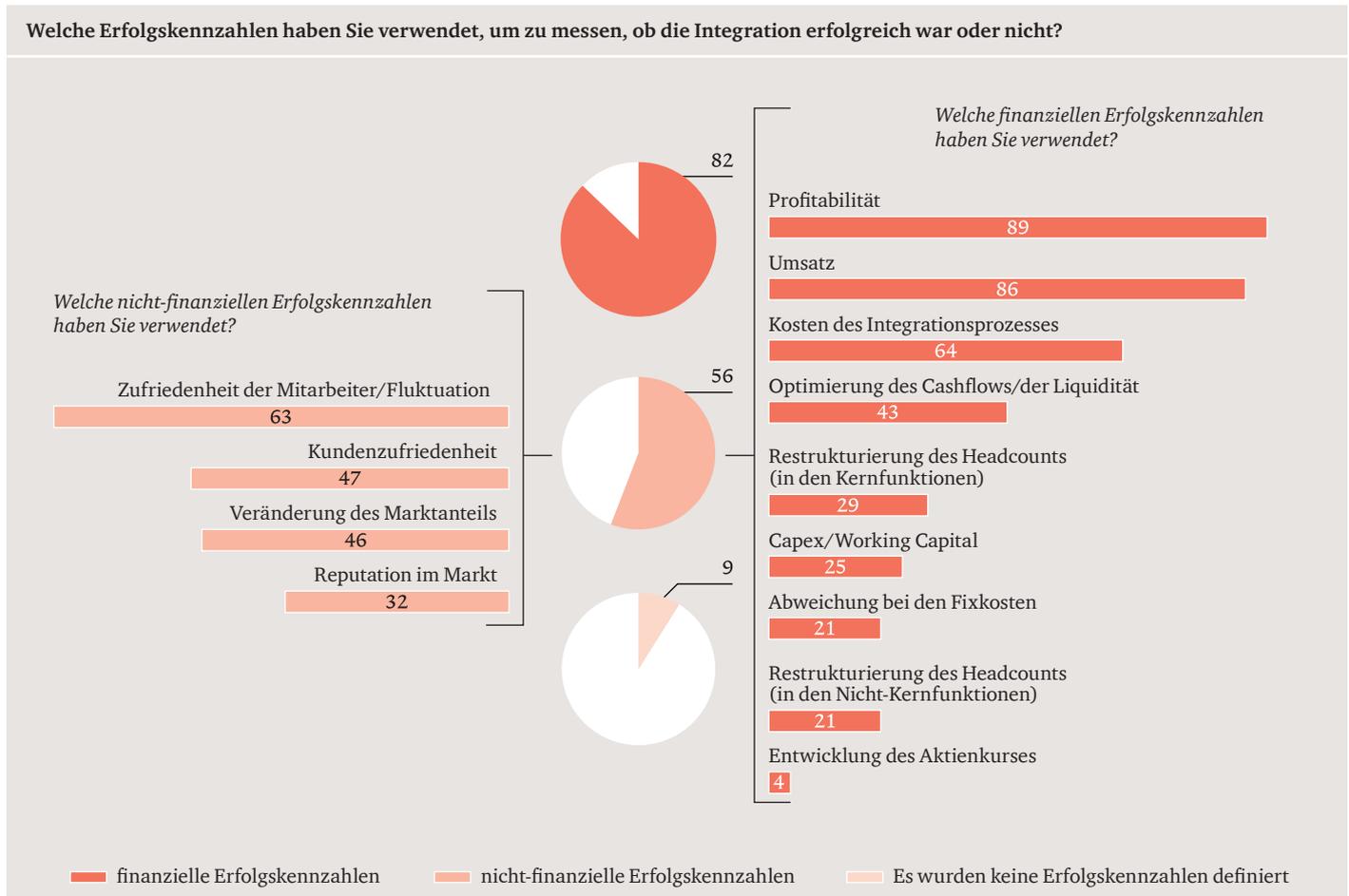
4. Verschiedene Funktionen erfordern unterschiedliche Integrationsansätze

Viele Unternehmen legen den Schwerpunkt ihrer Integrationsaktivitäten darauf, administrative und unterstützende Funktionen zu integrieren wie beispielsweise die Finanzfunktion, HR oder Marketing. In der Regel lassen sich unterstützende Funktionen deutlich schneller integrieren als wertschöpfende Prozesse, die grundlegende strukturelle Anpassungen innerhalb des Unternehmens erfordern. Die Integration von Kernprozessen wie Forschung und Entwicklung, Vertrieb oder Produktion nimmt naturgemäss längere Zeit in Anspruch. Bei der Integration der unterschiedlichen Funktionen gilt: Es gibt keinen allgemeingültigen Ansatz, der für alle Funktionen zu einem optimalen Ergebnis führt.

Der Aufwand lohnt sich: Insbesondere die Integration von Kernprozessen bringt immense Vorteile und hilft dem Unternehmen dabei, Synergien zu erzielen und «Quick Wins» zu verbuchen.

4.1 Integration der IT als besondere Herausforderung. Die IT-Infrastruktur und IT-Landschaft zweier Firmen zusammenzubringen und aufeinander abzustimmen, kann mehr Zeit in Anspruch nehmen als die Integration jedes anderen Geschäftsprozesses. Es kann mehrere

Abbildung 3: Kennzahlen zur Erfolgsmessung – Die Mehrheit der Deal-Verantwortlichen stützt sich auf finanzielle Erfolgskennzahlen, um den Erfolg der Integration zu messen. (in %)



Jahre dauern, die IT-Prozesse, -Netzwerke, -Systeme und -Infrastrukturen zweier Unternehmen vollständig zusammenzuführen.

4.2 Darauf kommt es bei der Integration der Finanzfunktionen an

4.2.1 Mit Adleraugen planen und implementieren. Auch wenn Buchhaltungs- und Rechnungslegungsthemen nicht darüber entscheiden, ob es zu einer Fusion oder Übernahme kommt, ist es sinnvoll, die Finanzabteilung frühzeitig einzubinden. Sie kann mögliche Konsequenzen auf die Rechnungslegung zeitnah beurteilen. Ein typischer Einstieg ist das Gegenlesen der ersten Entwürfe des Kaufvertrags (Sales and Purchase Agreement) mit Blick auf die Berichterstattung sowie das Analysieren und Abschätzen der Deal-Auswirkungen auf wichtige Unternehmenskennzahlen wie EBITDA, Reingewinn und andere spezifische Key Performance Indicators. Die Analysen sollten sich nicht nur auf die Auswirkungen im Kaufjahr beziehen, sondern auch die Bilanz und Erfolgsrechnung in den folgenden ein bis drei Jahren berücksichtigen. Diese Ergebnisse liefern dem Top-Management wichtige Inputs für die weiteren Verhandlungen.

Sobald der Unternehmenserwerb wirksam wird, gilt es aus der Sicht der Finanzabteilung insbesondere zwei Kernfragen zu bearbeiten: Zum einen sind die bilanziellen Auswirkungen des Erwerbs zu ermitteln und zu verarbeiten; zum

anderen muss die finanzielle Berichterstattung des erworbenen Unternehmens fachgerecht und zeitnah integriert werden. Hierbei gilt es für die Erstkonsolidierung beim erworbenen Unternehmen eine Rumpfperiode abzugrenzen und die Kaufpreisallokation zu bilanzieren. Mit diesen zusätzlichen Aufgaben und dem damit einhergehenden Mehraufwand verändern sich auch die laufende Buchführung und der Abschlussprozess.

4.2.2 Der Arbeitsaufwand der Finanzabteilung wird häufig unterschätzt. Die Zeit, um diese Aufgaben zu bewerkstelligen, ist in der Regel knapp. Deshalb sollten Unternehmen die Phase zwischen Ankündigung des Deals und Abschluss möglichst gut nutzen. Das Problem ist: Bis zum Abschluss hat der Käufer in der Regel nur beschränkt Einsicht in die Bücher und Prozesse des Zielunternehmens. Ein genaues Planen und Koordinieren wird dadurch zur Herausforderung. Ist der Deal in trockenen Tüchern, zahlen sich der planerische Weitblick und die Vorbereitungen jedoch aus, und die Arbeit der Finanzabteilung kann gezielt beginnen.

Der Arbeitsaufwand und die damit einhergehende Zusatzbelastung für die Finanzabteilung werden häufig unterschätzt. Um eine zu starke Beanspruchung in dieser Phase zu verhindern, sollte die Unternehmensleitung frühzeitig gegensteuern: Welche Aufgaben aus dem Tagesgeschäft

lassen sich auf andere Teams verlagern? Welche interne Berichterstattung lässt sich minimieren oder zeitlich grosszügiger gestalten? Wo können temporäre Kräfte oder externe Dienstleister mit anpacken?

4.2.3 Ressourcen optimal einsetzen und mit Augenmass vorgehen. Bei der Fülle der anstehenden Aufgaben kommt es darauf an, die Finanzressourcen optimal einzusetzen und gutes Augenmass zu beweisen, welche Aufgaben sofort erledigt werden müssen und was als «nice to have» auch später noch umgesetzt werden kann. Gerade in dieser Phase des Umbruchs ist es besonders wichtig, der Finanzabteilung des übernommenen Unternehmens mit Respekt und Anerkennung zu begegnen. Für die Integration der finanziellen Informationen wird jeder Kopf gebraucht und es ist entscheidend, dass alle an einem Strang ziehen. Nur so lassen sich die bevorstehenden Finanz- und Reporting-Aufgaben effizient lösen und eine qualitativ hochwertige interne und externe Finanzberichterstattung für das vergrösserte Unternehmen sicherstellen.

Um den Verlust von wichtigem Finanzwissen beim übernommenen Unternehmen zu minimieren und der Mehrbelastung in der Finanzabteilung der Muttergesellschaft Rechnung zu tragen, sollte das Management darüber nachdenken, zentralen Mitarbeitern entsprechende Anreize zu bieten, wenn diese an Bord bleiben und das Integrationsprojekt erfolgreich abschliessen. So lässt sich sicherstellen, dass der Integrationsprozess nicht durch vermeidbare Wissenslücken ins Stocken gerät.

Tipps aus der Praxis:

So gelingt die Integration der Finanzfunktion

1. Eine detaillierte Planung und eine zupackende Arbeitsweise entscheiden über den Erfolg. Klären Sie die externen Berichterstattungsanforderungen, die sich aus dem Deal ergeben, frühzeitig und umfassend ab. Es können mehr sein, als Sie momentan erwarten.
2. Planen und koordinieren Sie alle Arbeitsschritte bereits vor Abschluss des Deals. Sobald Sie vollen Datenzugang haben, können Sie die verbleibende Zeit effizient nutzen und direkt loslegen.
3. Stimmen Sie sich eng mit den anderen Teams ab, die am Deal mitwirken. Viele Entscheidungen aus den anderen Bereichen der Integration wirken sich unmittelbar auf die interne und externe finanzielle Berichterstattung aus.
4. Richten Sie ein proaktives Project Management Office ein, das den Deal koordiniert. Hauptaufgabe dieser Einheit ist es, zwischen den einzelnen Arbeitsbereichen zu vermitteln und den Wissensaustausch zu fördern. Rein periodische Statusabfragen verfehlen das Ziel.
5. Ein Deal bringt Mehrarbeit, Veränderung und Unruhe mit sich. Motivieren Sie die Mitarbeiter in der Finanzabteilung dazu, den Veränderungen positiv zu begegnen. Seien Sie ehrlich und kommunizieren Sie auch, wenn sich vielleicht nichts getan hat. Das stärkt das Vertrauen und beruhigt den Prozess.
6. Der Teufel steckt im Detail. So wichtig es ist, das «grosse Ganze» im Blick zu haben, so zentral sind auch die Details. Mit guter Planung, Koordination und Deal-Erfahrung lassen sich Fehler vermeiden, die im Anschluss zeitaufwendige Analysen erfordern und unnötig Ressourcen binden. Planen und implementieren Sie mit Adlernaugen.

Hilfreich ist es zudem, frühzeitig ein Target Operating Model für die Finanzabteilung zu entwickeln und dieses auch klar an das gesamte Team zu kommunizieren. Die Vorgabe an die Finanzabteilung des übernommenen Unternehmens kann beispielsweise lauten: «Ihr könnt eure gewohnten Prozesse vorerst weiterführen. Wichtig ist, dass unser Group-Reporting-Package vollständig ausgefüllt wird und zum Stichtag vorliegt.» Eine solche klare Anweisung bringt Ruhe in den Prozess und erleichtert so manche Diskussion und Entscheidung auf Arbeitsebene.

5. Der steinige Weg zur Synergiefindung

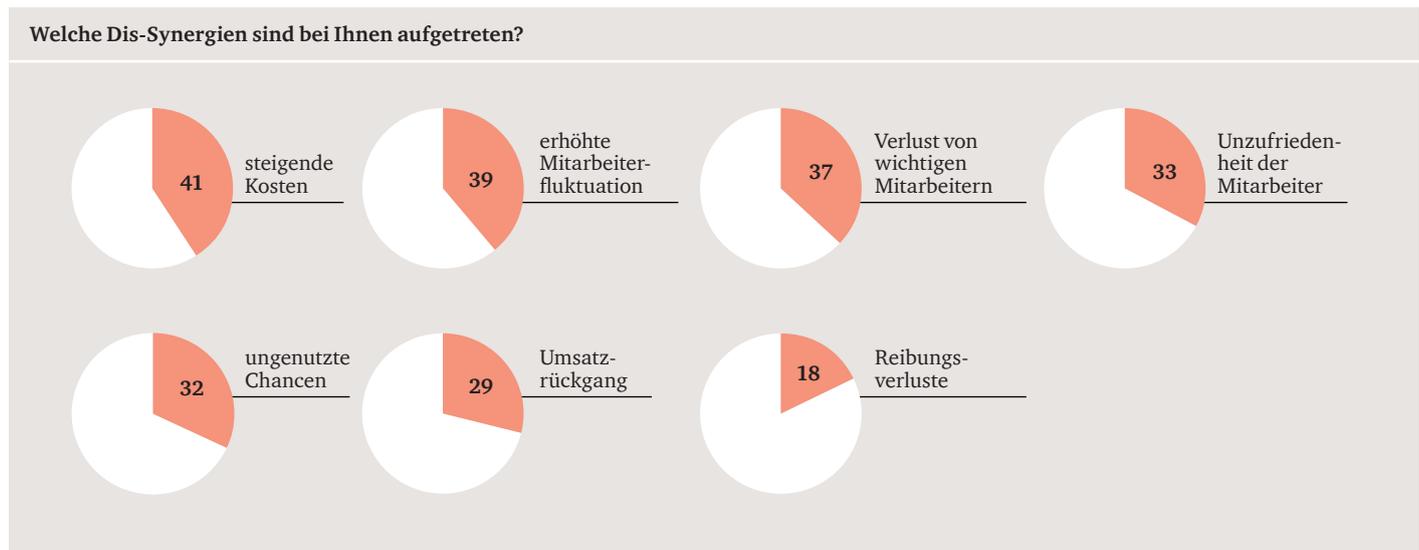
Die Studie zeigt, dass es bei vielen Transaktionen eine Kluft zwischen Erwartung und Realität gibt: Für drei von vier Unternehmen sind Synergien ein wichtiger Erfolgsfaktor bei einer Fusion oder Übernahme. 96% der Interviewten zahlten sogar mehr für das Zielunternehmen, weil sie sich bestimmte Synergien erhofften. Allerdings berichtet weniger als die Hälfte der Befragten (46%), dass sie die gewünschten Synergien erreichen konnten.

5.1 Gefahr von Dis-Synergien. Im schlimmsten Fall müssen Unternehmen sogar gegen sogenannte «Dis-Synergien» ankämpfen: Die Kosten schiessen in die Höhe, anstatt zu fallen. Das berichten 41% der Befragten. Die Mitarbeiter sind mit der Arbeitsatmosphäre unzufrieden und verlassen das Unternehmen, statt sich auf die neuen Chancen und Herausforderungen einzulassen: 39% beklagen eine erhöhte Fluktuation, 37% müssen den Verlust von wichtigen Führungskräften ausgleichen. Ein Drittel der Befragten beobachtet, dass die Mitarbeiter zunehmend unzufrieden sind. Diese Dis-Synergien führen zu Kostensteigerungen und Erlöseinbussen (Abbildung 4).

Die gezielte Einbeziehung von Führungskräften und Mitarbeitern in den Integrationsprozess trägt wesentlich zum Erfolg bei. Wichtig sind dabei Transparenz und ein professionelles Change Management: Führungs- und Fachkräfte müssen genau wissen, welche Aufgaben sie künftig haben und welche Chancen ihnen der Zusammenschluss bietet. Die zwangsläufig anstehenden Veränderungen sollten zudem durch geeignete Change-Management-Massnahmen begleitet werden. Andernfalls drohen Verunsicherung, Frustration und im schlimmsten Fall die Kündigung, durch die wertvolles Wissen verloren geht.

5.2 Gründe, warum die erhofften Synergien nicht erreicht wurden. Woran liegt es also, dass es Unternehmen häufig nicht gelingt, die erhofften Synergien zu erzielen? An einer schlechten Planung oder unpassenden Massnahmen? An der schwachen Umsetzung oder unerwarteten Reibungsverlusten? Vermutlich ist es eine Mischung aus all diesen Faktoren. Rund die Hälfte der Befragten macht unpassende Synergie-Hebel oder eine unzureichende Planung, Ausführung und Umsetzung dafür verantwortlich, dass sie die geplanten Synergien nicht erzielen konnten.

Abbildung 4: Dis-Synergien – Deal-Verantwortliche berichten über eine Reihe von Dis-Synergien. (in %)



Gut 40% beklagen sich über Reibungsverluste und die fehlende Unterstützung des Managements. Die Ergebnisse unterstreichen: Synergien stellen sich nicht von alleine ein. Wer sie erreichen möchte, muss dies entsprechend sorgfältig planen – im Idealfall bereits vor dem Deal.

5.3 Geduld zahlt sich aus. Oft sind Unternehmen viel zu optimistisch in ihrer Erwartung, wann sich die erwünschten Synergien einstellen. In der Regel treten die positiven Effekte einer Transaktion ein halbes Jahr später ein als erwartet. Die gute Nachricht: Die meisten der Befragten waren in der Lage, ihre Synergien 13 bis 18 Monate nach dem Abschluss zu realisieren. Rund ein Viertel der Unternehmen musste mehr als drei Jahre warten, bis die Synergieeffekte sichtbar wurden (Abbildung 5).

5.4 Integrationsplanung als komplexer Prozess. Ob die erhofften Synergien eintreffen, hängt stark davon ab, wie solide die Integrationsplanung aufgestellt war. Dazu gehört die Definition von Synergien, die sich in der Regel den jeweiligen Geschäftsbereichen zuordnen lassen. Um die richtigen Messgrößen festzulegen, müssen Daten gesammelt und analysiert sowie die Synergiepotenziale identifiziert werden. Erst im Anschluss werden die eigentlichen Synergiemassnahmen abgestimmt und umgesetzt. Das ist ein komplexer Prozess, der viel Wissen über die Prozesse und Funktionen voraussetzt. Profunde Erfahrung mit Fusionen und Übernahmen ist ebenfalls unerlässlich.

Die positiven Effekte stellen sich jedoch nur dann ein, wenn das Unternehmen die notwendigen organisatorischen und strukturellen Veränderungen vornimmt. Bis sich diese Effekte jedoch auch in den Finanzkennzahlen des Unternehmens widerspiegeln, dauert es in der Regel noch länger. Die Studie weist darauf hin, dass die grössten Synergien in aller Regel in den Kernprozessen wie Vertrieb, Beschaffung oder Produktion entstehen. Bei der Integration von wertschöpfenden Funktionen lassen sich zwar nur schwer «Quick-

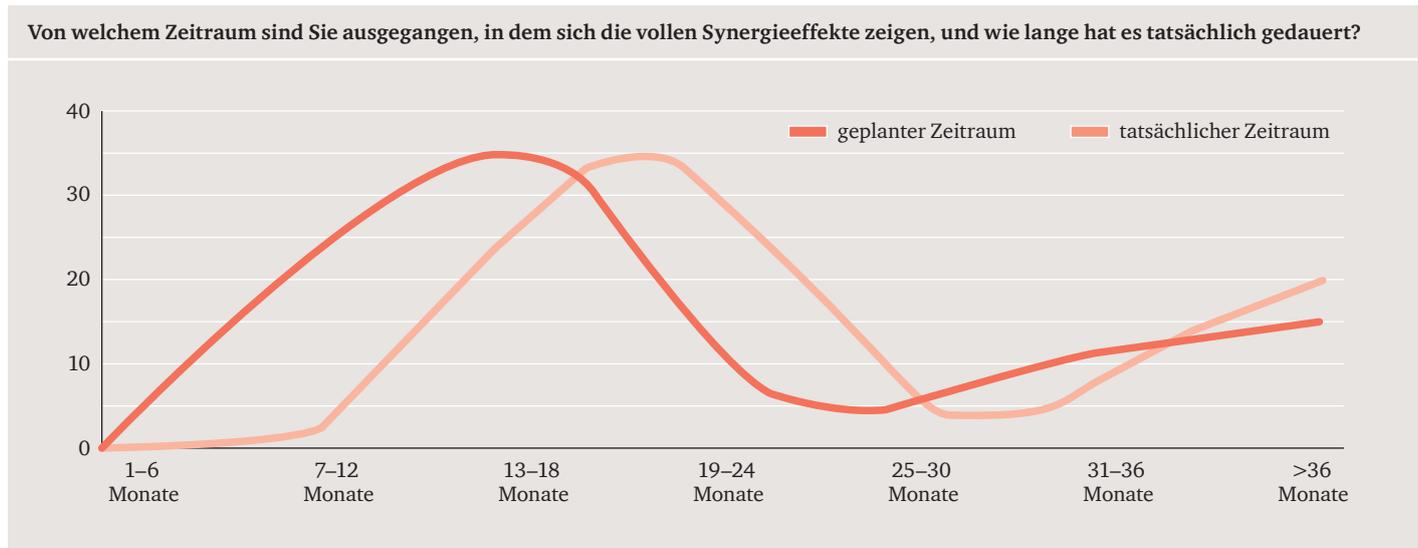
Wins» erzielen; sobald sich bei diesen Prozessen Synergieeffekte abzeichnen, haben sie aber grossen Einfluss auf die Finanzkennzahlen. Interessant ist, dass Unternehmen häufig überschätzen, wie gross die Synergieeffekte einer Fusion oder Übernahme sind.

6. Fazit

Synergieeffekte passieren nicht einfach, sie müssen aktiv herbeigeführt werden. Viele Unternehmen unterschätzen Aufwand und Zeit des Integrationsmanagements und setzen das Synergiepotenzial bei Abschluss des Deals zu hoch an. Es ist empfehlenswert, bereits in der Due-Diligence-Phase einen Integrationsplan auszuarbeiten, der die Potenziale realistisch bewertet, messbare Ziele und Erfolgskriterien aufstellt und klare Verantwortlichkeiten im Integrationsprozess definiert. In der Praxis bewährt hat sich zudem die Kombination eines Top-down-Ansatzes mit einem Bottomup-Ansatz: In der Due-Diligence werden die Synergiepotenziale in der Regel von oben nach unten berechnet, also Top-down. Später kommt es darauf an, diesen Ansatz durch eine Betrachtung von unten nach oben zu ergänzen (Bottom-up). Sprich: Initiativen zu identifizieren und Potenziale zu quantifizieren, die auf Detailebene die Vorgaben aus dem Topdown-Ansatz erfüllen.

Einen Deal langfristig zum Erfolg zu führen, ist kein Hexenwerk. Das belegen die Resultate der Studie. Viele Unternehmen profitieren von einer Fusion oder Übernahme, weil sie die Integration richtig angehen und die Fallstricke kennen. Allerdings unterliegen die Rahmenbedingungen für Transaktionen einem raschen Wandel. Neue Herausforderungen tauchen am Horizont auf ebenso wie neue Wege, um eine Integration zum Erfolg zu führen. Unternehmen sollten ihren Ansatz zur Integration sowie ihre Aktivitäten und Methoden deshalb stetig weiterentwickeln und verbessern.

Abbildung 5: Erreichung der Synergieeffekte – Deal-Verantwortliche sind zu optimistisch bei der Beurteilung, wann sich Synergien einstellen. (in %)



Handlungsempfehlungen:

So gelingt die Integration – zehn Bausteine für den Erfolg

1. Beteiligen Sie Ihre Mitarbeiter am Integrationsprozess. Halten Sie die Kollegen während dieser Zeit der Veränderung immer auf dem aktuellen Stand.
2. Stellen Sie sicher, dass die wichtigsten Mitarbeiter an Bord bleiben. Sorgen Sie für eine hohe Zufriedenheit bei den Mitarbeitern.
3. Bauen Sie einen strukturierten Change-Management-Prozess auf. Nehmen Sie dafür bei Bedarf professionelle Hilfe in Anspruch.
4. Steigern Sie den Wert der Integration. Das gelingt am besten, wenn Sie sich auf die Erfolgsfaktoren fokussieren, die für Ihre individuelle Transaktion am wichtigsten sind.
5. Entwickeln Sie massgeschneiderte Ansätze für die Integration der unterschiedlichen Funktionen. Kernprozesse wie Forschung & Entwicklung sind schwieriger zu integrieren als unterstützende Funktionen, bringen aber höhere Synergieeffekte.
6. Steuern Sie den Prozess der Synergiebildung aktiv – von der Due-Diligence-Phase bis nach dem endgültigen Vertragsabschluss.
7. Richten Sie Ihre Integrationsstrategie passgenau aus. Wählen Sie dafür fundierte Richtlinien.
8. Überwachen Sie den Integrationsprozess kontinuierlich – auch nachdem Sie wieder zum Tagesgeschäft übergegangen sind.
9. Führen Sie effiziente Kennzahlen und Monitoring-Systeme ein. Nur so lässt sich der Erfolg des Integrationsprozesses messen.
10. Seien Sie geduldig. In der Regel dauert es zwischen einem und anderthalb Jahren, bis die Synergieeffekte einer Transaktion spürbar werden.

Anmerkung:

[1] «Making Deals Successful. PwC's M&A Integration Survey 2013».

Ansprechpartner

Kurt Ritz

Partner, Leiter Deals PwC Schweiz
Direktwahl +41 58 792 14 49
Mobile +41 79 469 56 60
kurt.ritz@ch.pwc.com
ch.linkedin.com/in/kurtritz/en

Marco Tremonte

Director, Corporate Finance/M&A
Direktwahl +41 58 792 15 32
Mobile +41 76 339 20 10
marco.tremonte@ch.pwc.com
ch.linkedin.com/in/marcotremonte/en

Patrick Schwendener

Director, Valuation
Direktwahl +41 58 792 15 08
Mobile +41 79 816 69 10
patrick.schwendener@ch.pwc.com
ch.linkedin.com/in/patrickschwendener/en

Ruben Poggensee

Senior Consultant, Deals Transaction Services
Direktwahl +41 58 792 19 54
Mobile +41 79 238 63 46
ruben.poggensee@ch.pwc.com
ch.linkedin.com/in/rpoggensee

Claude Fuhrer

Director, Leiter Delivering Deal Value Team
Direktwahl +41 58 792 14 23
Mobile +41 79 312 80 82
claude.fuhrer@ch.pwc.com
ch.linkedin.com/in/claudefuhrer

Manuel Berger

Director, Valuation
Direktwahl +41 58 792 23 95
Mobile +41 79 825 34 57
manuel.berger@ch.pwc.com
ch.linkedin.com/in/manuelberger

Pascal Ziegler

Director, Valuation
Direktwahl +41 58 792 14 39
Mobile +41 78 697 07 81
pascal.ziegler@ch.pwc.com
ch.linkedin.com/in/pascalziegler/en

Benjamin Fehr

Partner, Leiter M&A Legal Practice
Direktwahl +41 58 792 43 83
Mobile +41 79 580 15 62
benjamin.fehr@ch.pwc.com
ch.linkedin.com/in/fehrbenjamin

Christian Witte

Senior Manager, Capital Markets and
Accounting Advisory Services
Direktwahl +41 58 792 25 67
Mobile +41 79 412 50 81
christian.witte@ch.pwc.com
ch.linkedin.com/in/cwitte

PwC, Birchstrasse 160, Postfach, 8050 Zürich

