

CFO aktuell

Zeitschrift für Finance & Controlling

Topstory

Neuer Standard zur Unternehmensbewertung
Die wichtigsten Änderungen im Fachgutachten KFS/BW 1

Corporate Finance

Die perfekte M&A-Entscheidung

Accounting

Umstellung der Konzernrechnungslegung von UGB auf IFRS

Controlling

Leistungssteigerung im Controlling

Kundenmanagement-Controlling hebt das wahre Potenzial

Management

Risiko Geschäftsführerhaftung

Cases

Öffentlicher Einkauf am Beispiel der Bundesbeschaffung

Inside Research

Unternehmensweites Risikomanagement in Österreich

Interview

Hans Dieter Pötsch, CFO der VW AG, zur Rolle des Controllings

Linde



Controller Institut

Die perfekte M&A-Entscheidung

Worauf man bei einer Entscheidungsvorlage für ein M&A-Projekt achten muss

Michael Hirt



© 2012 HIRT&FRIENDS GmbH –
Fotograf: Philipp Grausam

Dr. Michael Hirt ist Geschäftsführer der Managementberatung HIRT&FRIENDS.

Der Kauf oder die Beteiligung an Unternehmen gehört zu den chancen- und risikoreichsten Entscheidungen, die in Unternehmen getroffen werden. Dieser Beitrag gibt Ihnen in Form einer kommentierten Checkliste einen Überblick, welche Kernfragen dabei zu beachten sind.¹

1. Der CFO als „Friendly Critic“

Um sicherzustellen, dass derart weitreichende Entscheidungen fundiert und professionell getroffen werden, wird typischerweise eine **schriftliche Entscheidungsvorlage** für die Geschäftsführung bzw. den Vorstand und den Aufsichtsrat erstellt. Dem CFO und seinen Mitarbeitern wird bei der Erstellung dieser Entscheidungsvorlage eine Schlüsselrolle zu kommen. Diese ergibt sich nicht nur aus der finanziellen Perspektive der Transaktion, in vielen Unternehmen wird der CFO auch für die Gesamtkoordination und Qualitätskontrolle der M&A-Transaktion zuständig sein. Dabei gilt es, die Rolle eines „friendly critic“ einzunehmen und sicherzustellen, dass die Geschäftsfeldverantwortlichen und die anderen Mitglieder der Geschäftsleitung aufgrund von „Deal-Fieber“ die positiven Aspekte der Transaktion nicht übergewichten, sondern eine Entscheidung getroffen wird, bei der Chancen und Risiken angemessen beachtet werden.

2. Die Bedeutung der Form

Die **formelle Gestaltung der Entscheidungsvorlage** hat einen wichtigen Einfluss auf ihre Wirkung. Dabei geht es nicht um aufwendige Grafiken und einfallreiche Gestaltung, die sich in vielen Fällen sogar als kontraproduktiv erweisen können. Es geht um ein Dokument, das den Eindruck vermittelt, sorgfältig und professionell erstellt worden zu sein.

Erfahrene Entscheider werden sich weder von farbigen 3D-Grafiken noch von überkomplexen Finanzanalysen beeindrucken lassen. Letztendlich geht es bei der Entscheidung immer um die Qualität des Geschäfts und des Geschäftsmodells der Beteiligung, etwaige Synergien mit dem bestehenden Geschäft des Erwerbers sowie um die Qualität des Managements, die diese umsetzt.

In vielen Unternehmen hat es sich eingebürgert, Entscheidungsvorlagen direkt in *PowerPoint* zu erstellen. Das birgt die Gefahr von Oberflächlichkeit und unzulässigen Vereinfachungen. Eine im Langtext erstellte Entscheidungsvorlage bedeutet zwar mehr Zeitaufwand, zwingt aber zu einer nachvollziehbaren und logisch fundierten Argumentation, die die Entscheidungsqualität deutlich erhöhen kann. Aus einem gut erstellten **Langtextdokument** lässt sich dann, ohne großen Aufwand, eine entsprechende Präsentation erstellen.

Bezüglich der Länge der Entscheidungsvorlage gibt es nicht die „perfekte“ Antwort. Die Entscheidungsvorlage sollte lang genug sein, um

alle entscheidungsrelevanten Informationen zu enthalten, und kurz genug, um den Entscheidern eine **Bearbeitung in einer angemessenen Zeit** zu ermöglichen. Daher ist die Länge stark von den Umständen des Einzelfalls abhängig und wird üblicherweise zwischen 10 und 50 Seiten (einschließlich Anhängen) liegen. Um den Hauptteil des Texts nicht zu überfrachten, kann man einen Anhang verwenden, in dem wichtige Zusatzinformationen und Details thematisch strukturiert zusammengefasst sind.

Eine niedrige Investitionssumme sollte tendenziell auch mit einer kürzeren Entscheidungsvorlage korrelieren. Tendenziell kann man davon ausgehen, dass eine kürzere, aber gut durchdachte, fundierte Entscheidungsvorlage, besser als eine längere ist („Think a lot, write little.“).

3. Executive Summary

Das **Executive Summary** ist ein Kernelement jeder geschäftlichen Entscheidungsvorlage. Er muss eine **klare Handlungsempfehlung** und die **wesentlichen Elemente ihrer Begründung** enthalten. Idealerweise ist er nicht länger als eine Seite, keinesfalls länger als zwei Seiten. Er muss klar und präzise vermitteln, warum die Beteiligung eine attraktive Geschäfts- und Investitionsgelegenheit ist, und zeigen, dass das Management über die Kompetenzen und Erfahrung verfügt, um diese Gelegenheit gewinnbringend zu ergreifen.

In der Praxis hat es sich bewährt in der Analyse und Darstellung zwischen der **Geschäftsgelegenheit** („business opportunity“) und der **Investitionsgelegenheit** („investment opportunity“) zu unterscheiden. Bei der Geschäftsgelegenheit geht es darum, ob es sich um ein Unternehmen handelt, das über verteidigbare Wettbewerbsvorteile, ein robustes Geschäftsmodell und ein kompetentes Management verfügt. Bei der Investitionsgelegenheit geht es darum, ob die Beteiligung zu attraktiven Bedingungen erworben werden kann, was der Plan des Erwerbers ist, um die Wertschaffung der Investition sicherzustellen, und ob der Erwerber über die Kompetenzen verfügt, um diese Wertschaffung zu erzielen.

3.1. Geschäftsgelegenheit

Hier geht es um eine kurze Beschreibung der Zielgesellschaft (insbesondere Kennzahlen, Marktpotenzial, Produkt- und Kundennutzen, sog. *unique selling proposition* (USP), Geschäftsmodell, Strategie, Wettbewerbsvorteile, Management-Team, Stärken/Schwächen).

3.2. Investitionsgelegenheit

- Eckpunkte der angestrebten Beteiligung (Terms),
- Investition (initial und Folgejahre),

- Wertschaffungshebel und Synergien (nach der Investition),
- Return on Investment (und ggf. optimaler Exit).

3.3. Nächste Schritte

- Welche Entscheidung wird bis wann beantragt? Z. B.:
 - Vertiefte Due Diligence (Zeitplan & Kosten?),
 - endgültige Invest-Entscheidung.
- Unmittelbare nächste Schritte.

4. Beschreibung der Geschäftsgelegenheit

Die Entscheidungsvorlage sollte nicht nur Informationen, sondern auch **Einsichten vermitteln**. Zusätzlich zur Beschreibung der Produkte, Dienstleistungen, des Marktes etc. muss den Entscheidern das Gefühl vermittelt werden, dass das Management über die Fähigkeiten verfügt, das Unternehmen zum Erfolg zu führen. Um hohe Glaubwürdigkeit bei kompetenten Entscheidern zu erzielen, sollten einerseits die Stärken und Chancen des Unternehmens und seiner Produkte/Dienstleistungen im Vergleich zum Wettbewerb hervorgehoben werden, andererseits sollten auch die Schwächen und Risiken klar dargestellt werden.

4.1. Geschichte des Unternehmens

- Gründung und Gründer;
- Eckdaten der Entwicklung;
- Sitz und Standorte.

4.2. Markt

- Marktattraktivität, -größe und -potenzial (warum ausgerechnet dieser Markt?), Markttrends;
- Kundensegmentierung und Marktanteile;
- Erfolgsfaktoren.

4.3. Produkte

- Produktbeschreibungen;
- Differenzierung/USP;
- Kundennutzen.

4.4. Strategie

- Geschäftspolitische Zielsetzungen und Gesamtstrategie;
- Marktpositionierung und Marketingstrategie;
- Geschäftsmodell;
- Betriebsmodell;
- Vertriebs- und Distributionsmodell;
- Wettbewerbsvorteile;
- Forschung und Entwicklung;
- Patente, Lizenzen und Marken;
- strategische Partnerschaften.

4.5. Wettbewerb

- Wichtige bestehende und zukünftige Wettbewerber;
- Marktpositionierung und Marktanteile der Wettbewerber;
- Stärken und Wettbewerbsvorteile der Wettbewerber;
- Wettbewerbsstrategie.

4.6. Organisation

- Strategie und Finanzplanung;
- Rechnungswesen und Steuern;
- Management und Personal;
- Organisation, IT und Informationssysteme;
- Recht und Umwelt.

4.7. Management-Team

- Zusammensetzung des Kern-Management-Teams;
- Aufgaben und Verantwortlichkeiten;
- Qualität und Vollständigkeit;
- Hintergrund, *track record* (bisherige Erfolge) und Stärken;
- Motivation, Arbeitsweise und Wirksamkeit;
- mittleres Management;
- Nachfolgeregelungen;
- Kompensationsmodell.

4.8. Bisherige wirtschaftliche Entwicklung und Planung

- GuV, Cashflow, Bilanz;
- Größe und Profitabilität;
- *burn rate* (Barmittelverbrauch) und Liquidität;
- Kapitalintensität;
- Mitarbeiterstand nach Bereichen;
- Finanzbedarf und Finanzierung.

4.9. Meilensteine und Zeitplan der Weiterentwicklung des Unternehmens

- Meilensteine und Zeitplan;
- Risiken und Schwierigkeiten sowie Maßnahmen zu deren Vermeidung/Meisterung.

4.10. Sonstige Informationen

- Bankverbindungen;
- Berater des Unternehmens.

5. Beschreibung der Investitionsgelegenheit

Kann die Beteiligung zu vorteilhaften Bedingungen erworben werden? Was muss getan werden, um die Wertschaffung aus der Beteiligung zu maximieren? Welche Herausforderungen, Risiken und Schwierigkeiten werden erwartet, und wie wird mit ihnen konstruktiv umgegangen werden?

Letztendlich sollten Beteiligungen primär aufgrund ihrer erwarteten **Kapitalrendite** (Return on Investment – ROI) beurteilt werden. Ein angemessener ROI kann nur erzielt werden, wenn eine marktrobuste Wertschaffungsstrategie von einem kompetenten Management konsequent umgesetzt wird. Ohne Strategie kein ROI.

Entscheidern geht es dabei vor allem um die Trends der finanziellen Entwicklung, die Wachstumspotenziale (und die sich daraus ergebenden Herausforderungen für das Management), die Abschätzung der kurz- und mittelfristigen Barmittelrückflüsse und die Robustheit und Belastbarkeit der Vorscheurechnungen.

In diesem Kontext ist die **Rolle des CFO besonders wichtig**. Es besteht die Gefahr, dass in der übertriebenen Begeisterung für die Potenziale der Akquisition („Deal-Fieber“) zu optimistische Annahmen formuliert werden, die das Zukunftspotenzial der Beteiligung zu rosig darstellen und damit zu einer Fehlentscheidung führen.

Entscheidern geht es vor allem um Trends der finanziellen Entwicklung, Wachstumspotenziale und die Belastbarkeit der Vorscheurechnungen.

In vielen Fällen werden auch sog. „**strategische Potenziale**“ zur Begründung einer Akquisition oder Beteiligung ins Treffen geführt, die sich zwar „nicht quantifizieren lassen“, aber „hohe langfristige Bedeutung und Wertschöpfungspotenzial haben“. Dazu ist festzuhalten, dass aus kaufmännischer Sicht jede Investition über einen quantifizierbaren und plausibilisierbaren ROI verfügen muss. Dieser ROI kann auf sehr kurzfristigen Barmittelrückflüssen, die mit relativ geringer Unsicherheit belegt sind, oder auf sehr langfristigen Barmittelrückflüssen, die mit hohen Unsicherheiten belegt sind, beruhen, aber es ist ein Gebot der kaufmännischen Vernunft und Seriosität, sich den **schwierigeren Quantifizierungsherausforderungen mit angemessenen Methoden der Finanzanalyse** (z. B. Sensitivitätsanalyse, Szenariotechnik, Monte-Carlo-Simulation, Trendanalyse) **zu stellen** und sich nicht mit „strategischen Potenzialen“ abpeisen zu lassen.

5.1. Ausgangslage der Beteiligung

- Art der Investmentsituation;
- Rechtsform und Sitz des Unternehmens;
- derzeitige Eigentümer- und Kapitalstruktur;
- bisherige Investment- und Finanzierungsgeschichte;
- Motive für den Verkauf/die Suche nach einem Investor;
- Verhandlungssituation;
 - Wettbewerb mit anderen Investoren? Exklusivität?
 - Gibt es andere Investoren, die den Deal bereits abgelehnt haben? Wer? Warum?

5.2. Eckpunkte der angestrebten Beteiligung (Terms)

- Angestrebter Finanzierungsumfang und Mittelverwendung;
- Begründung für die Attraktivität der Beteiligung;
- strategischer Fit zur Geschäfts-/Beteiligungsstrategie;
- Höhe (in Millionen Euro) der Kapitalerhöhung, Ausmaß (in Prozent) der Beteiligung;
- Strukturierung der Beteiligung;
- Eigentümerstruktur nach der Beteiligung;
- Weitere Gesellschafter/Aktionäre und Konsortialpartner;
- Bewertung/Pricing/Zahlungsform;
- steuerliche Aspekte der Transaktion;
- Verwässerung der Altgesellschafter;
- Haftungen und Gewährleistungen der Altgesellschafter;
- Verwässerungsschutz des Investors;
- Kontroll-, Veto- und Mitspracherechte des Investors;
- Exit-Regelung;
- sonstige wichtige Regelungen und Eckpunkte des angestrebten Vertrags;
- *deal issues* und *deal breaker*.

5.3. Wertschaffung durch die Beteiligung

- Investitionen und Finanzierungsbedarf (initial und Folgejahre);

- Wertschaffungshebel (wenn wir investiert sind): Was sehen wir, was andere nicht sehen (bzw. nicht realisieren können)?
 - Unternehmensbewertung, die aufzeigt, welche Kernhebel und -maßnahmen zur Erfolgsherstellung/-steigerung zu setzen sind;
 - Post-Investment-Management der Beteiligung und des Unternehmens einschließlich der Entwicklungsstrategie für die Beteiligung/das Unternehmen (z. B. Upward-, Downward- oder Horizontal-Integration durch M&A);
 - wichtige Ziele und Meilensteine;
 - Synergien mit bestehenden Geschäftsfeldern/Beteiligungen;
 - mögliche Veränderungen und Abweichungen auf dem Weg zum Erfolg und Umgang damit („Plan B“ und „Plan C“);
 - konkrete Führungs- und Managementerefolge der für die Wertschaffung zuständigen Manager, die einen Erfolg plausibel machen.
- Wie wird durch die entsprechenden Belohnungssysteme sichergestellt, dass die entscheidenden Führungskräfte alle in dieselbe Richtung ziehen?
- Return on Investment:
 - Payback-Strategie (bzw. wo anwendbar: Exit-Strategie);
 - Bewertung und ROI.

6. Nächste Schritte und Zeitplan

- Entscheidung über diesen Antrag;
- Due Diligence, Verhandlungen, Signing, Closing;
- gegebenenfalls Kernfragen und Schwerpunkte für weitere Due Diligence und Verhandlungen;
- endgültige Invest-Entscheidung: auf welcher Basis und bis wann?
- Post-Investment-Management zur Sicherstellung der Wertschaffung.

7. Entscheidungsantrag

Der konkrete Antrag, der dem/den Entscheider(n) zur Entscheidung gestellt wird.

8. Basis der in dieser Entscheidungsvorlage getroffenen Aussagen

- Hier wird kurz dargelegt, auf welcher Basis, mit welchen Unterlagen (z. B. nicht testierte Bilanzen), Informationen und mit welchem Analyseinsatz (Wer? Zeitraum? Tiefgang? Unabhängigkeit der Analysen?) die Vorlage erstellt wurde.
- Es wird gegebenenfalls auch klargestellt, dass die Empfehlung und Unternehmensbewertung „*subject to due diligence*“ sind.
- Liste der Anlagen.

Weiterführende Literatur

- ¹ Hirt, Das CEO-Handbuch. Optimal vorbereitet für Ihre Position an der Spitze, Zürich 2012, darin insbesondere die Kapitel „M&A-Transaktionen durchführen“ und „Mit M&As Wert schaffen“.
- ² Hirt, Die wichtigsten Strategietools für Manager. Mehr Orientierung für den Unternehmenserfolg, München 2014.

Die schriftliche Entscheidungsvorlage für Vorstand und Aufsichtsrat legt dar, auf welcher Basis, anhand welcher Unterlagen und Informationen und mit welchem Analyseinsatz sie erstellt wurde.

CFO aktuell

Zeitschrift für Finance & Controlling

Topstory

Neuer Standard zur Unternehmensbewertung
Die wichtigsten Änderungen im Fachgutachten KFS/BW 1

Corporate Finance
Die perfekte M&A-Entscheidung

Accounting
Umstellung der Konzernrechnungslegung von UGB auf IFRS

Controlling
Leistungssteigerung im Controlling
Kundenmanagement-Controlling hebt das wahre Potenzial

Management
Risiko Geschäftsführerhaftung

Cases
Öffentlicher Einkauf am Beispiel der Bundesbeschaffung

Inside Research
Unternehmensweites Risikomanagement in Österreich

Interview
Hans Dieter Pötsch, CFO der VW AG, zur Rolle des Controllings

WIR SCHENKEN IHNEN EINEN BUNTEN HERBST

**Bestellen Sie jetzt Ihr
Jahresabonnement
2015, und Sie erhalten
alle CFO aktuell-Hefte
plus Onlinezugang
und App ab Bestellung
bis Ende 2014 gratis.**

SIE KENNEN
CFO aktuell
NOCH NICHT?
Dann bestellen Sie jetzt
Ihr Gratis-Probeheft!

BESTELLEN SIE JETZT IHR JAHRESABO

Ja, ich bestelle Exemplare

CFO aktuell-Jahresabonnement 2015 inkl. Onlinezugang und App

EUR 130,-

(9. Jahrgang 2015, Heft 1-6) und ich erhalte die Hefte sowie den Onlinezugang
ab dem Zeitpunkt der Bestellung bis Jahresende 2014 gratis.

Alle Preise exkl. MwSt. und Versandkosten. Abbestellungen sind nur zum Ende eines Jahrganges möglich und müssen bis spätestens 30. November des Jahres schriftlich erfolgen. Unterbleibt die Abbestellung, so läuft das jeweilige Abonnement automatisch auf ein Jahr und zu den jeweils gültigen Abopreisen weiter. Preisänderung und Irrtum vorbehalten.

Name/Firma

Kundennummer

Straße/Hausnummer

PLZ/Ort

E-Mail

Telefon (Fax)

Newsletter: ja nein

Datum/Unterschrift

Handelsgericht Wien, FB-Nr.: 102235X, ATU 14910701, DVR: 000 2356

Linde Verlag Ges.m.b.H.
Scheydgasse 24
PF 351, 1210 Wien
Tel.: 01 24 630-0
Bestellen Sie online unter
www.lindeverlag.at
oder via E-Mail an
office@lindeverlag.at
oder per Fax
01/24 630-53

Das Angebot gilt nur für Neuabonnenten. Sollte Ihnen die Zeitschrift wider Erwarten nicht gefallen, bestellen Sie bitte bis 30.11.2014 ab. Danach ist die Abbestellung erst zum Jahresende 2015 möglich.



Die App können Sie hier auf Ihr Gerät
(iPhone, iPad oder iPod) laden