

A stylized illustration of a hand holding a globe, positioned in the upper left corner of the page.

# DEAL

TRANSAKTIONSPROZESSE  
ERFOLGREICH MANAGEN





# DEAL

## TRANSAKTIONSPROZESSE ERFOLGREICH MANAGEN

Stern Stewart Research // Volume 62

Gerhard Nenning, Dr. Wulf Rendtorff, Ralph Hesse

### Management Summary

Bei einem Unternehmenskauf kann in kurzer Zeit viel Wert für ein Unternehmen geschaffen oder auch vernichtet werden. Zur Realisierung von wertstiftendem Wachstum bedarf es deshalb gezielter strategischer Vorbereitung, kompetenter Durchführung sowie umfassender Integrationsmaßnahmen, um alle Effekte der geplanten Ergebniswirkung heben zu können. Dabei ist es wichtig, dass die Organisation des Unternehmens nicht überfordert wird, sondern für einen derartigen Prozess ausreichende Ressourcen bereitstellt. Gerade das Management muss sich während der Transaktion vollständig auf die Verhandlung und die damit zusammenhängenden Entscheidungen konzentrieren. Es bedarf daher eines Projektteams, welches jederzeit „Herr der Lage“ ist und alle Prozessschritte sowie die involvierten Parteien koordiniert.

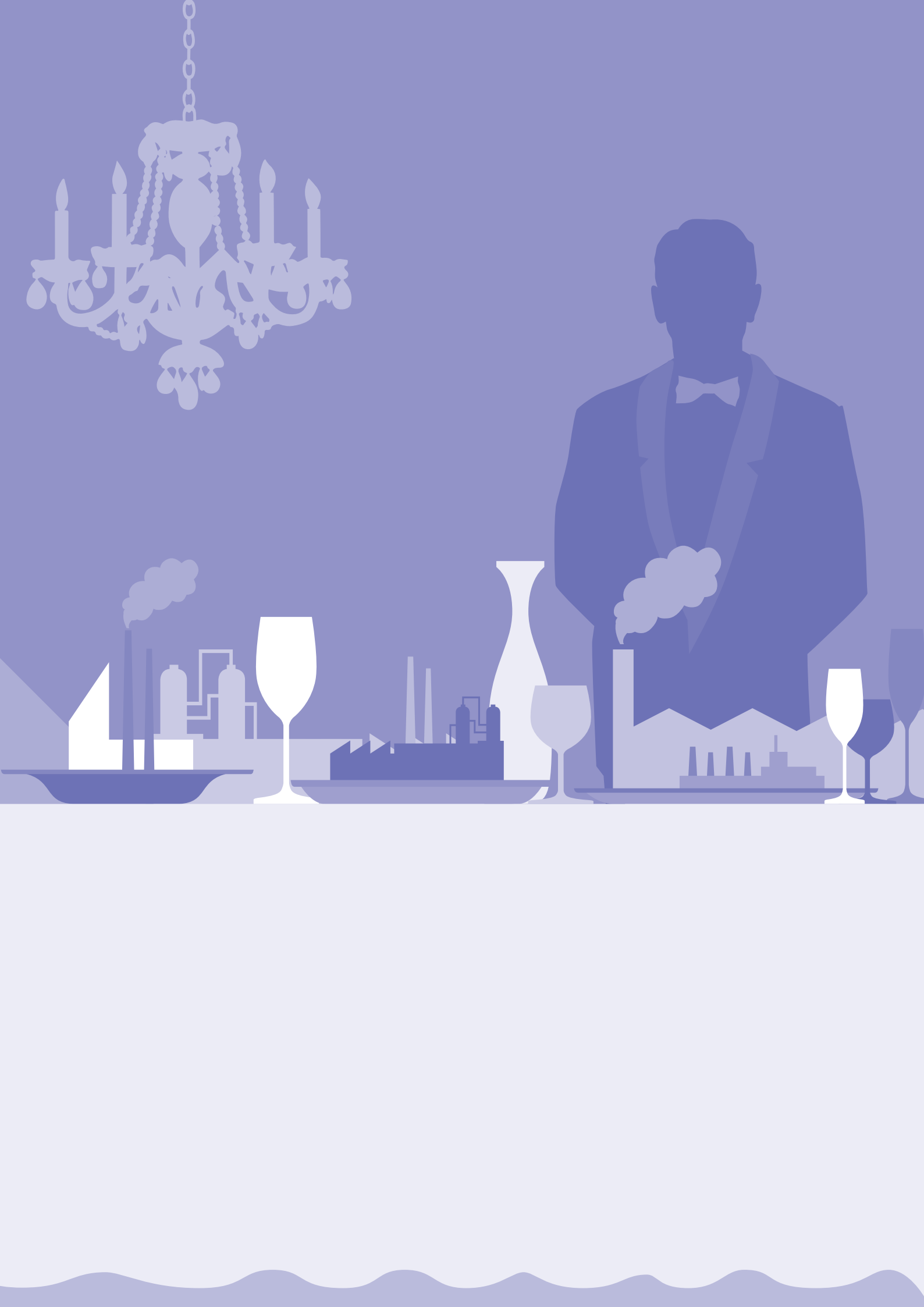
In einem Transaktionsprozess werden regelmäßig die folgenden Phasen durchlaufen, um mit der Transaktion die zuvor festgelegten Unternehmensziele zu erreichen und nicht im Nachhinein die Unternehmensziele auf die Transaktion ausrichten zu müssen:

---

### VIER PHASEN

1. **Identifikation von Wert- und Wachstumspotenzial:** In welchen Unternehmensbereichen kann durch Wachstum gezielt Wert geschaffen werden? 2. **Priorisierung der Investitionsmöglichkeiten:** Welche Wachstumschancen sollen und können konkret umgesetzt werden? 3. **Durchführung der Transaktion:** Welche Schritte müssen bei der Transaktionsumsetzung beachtet werden? 4. **Post-Merger-Integration:** Wie wird der Transaktionserfolg in der Umsetzungsphase sichergestellt?

---



## 1. Identifikation von Wert- und Wachstumspotenzial: Wie wird durch Wachstum Wert geschaffen?

Nur selten ist ein Unternehmen in der Lage, die Attraktivität von Wachstums- und Investitionsfeldern auf Grundlage eines ganzheitlichen, dynamischen Portfoliomanagements zu bestimmen. Dabei stellt ein derartiges Tool ein wichtiges Steuerungsinstrument dar, macht es doch Investitionsmöglichkeiten transparent und vergleichbar und sorgt so für schnelle und effektive Unternehmensentscheidungen.

**Beispiel (Leasing):** Durch den Aufbau eines dynamischen Portfoliomodells, das selbstständig die von unabhängigen Marktexperten erhobenen Marktdaten einspeist, lassen sich Marktchancen bei Investitionen gezielt bewerten. Und dies gilt nicht nur hinsichtlich der Attraktivität der Assets im Marktzyklus, sondern auch in Bezug auf die Risikokosten der Leasingnehmer. Das Unternehmen kann so die Attraktivität von Marktchancen gegeneinander und im Portfoliovergleich bewerten sowie gebundenes Kapital kurzfristig durch Verkäufe von Assets in Neuinvestitionen allokatieren.

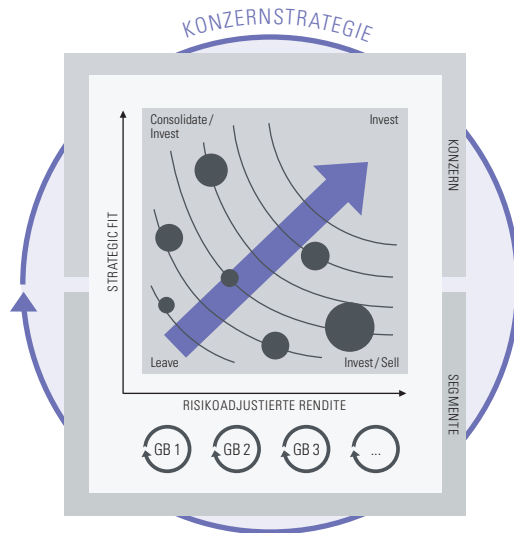


ABBILDUNG 1:  
GANZHEITLICHE  
PORTFOLIOSTEUERUNG  
IM UNTERNEHMEN

Erfahrungsgemäß verfügen jedoch nur Unternehmen in abgegrenzten Industrien oder Nischenmärkten über solche Voraussetzungen, obwohl die Möglichkeiten zur Entwicklung derartiger Steuerungsinstrumente keineswegs auf solche Segmente begrenzt sind. Eine gezielte Markt- und Wettbewerbsanalyse bietet eine gute Möglichkeit, die Unternehmensstrategie zu schärfen und neue Wachstumssegmente zu identifizieren. Das vertrauensvolle Zusammenwirken der unternehmenseigenen Marktexperten mit externen Spezialisten schafft dabei die notwendigen Voraussetzungen, um Marktchancen zu identifizieren und die zur Unternehmensstrategie passenden Investitionen vorzunehmen.

**Beispiel (Öl- und Gasindustrie):** *In Vorbereitung auf zukunftsweisende Investitionen wird der Markt neu segmentiert und die jeweiligen Investitionspotenziale werden vor dem Hintergrund segmentspezifischer Marktentwicklungen bewertet. Auf Grundlage dieser Segmente lassen sich nunmehr neue Produkte definieren, auf die die Investitionstätigkeit des Unternehmens ausgerichtet wird. Die branchenübergreifende Expertise externer Spezialisten kann dabei für das Management und die internen Marktexperten ein entscheidender Wegweiser sein, um innovative Wege bei sich ändernden Marktgegebenheiten zu identifizieren.*

## 2. Priorisierung der Investitionsmöglichkeiten: Welche Wachstumschancen sollen umgesetzt werden?

Auf Grundlage der definierten Wachstumsfelder lassen sich sodann gezielt Marktchancen identifizieren und vergleichen. Dabei geht es nicht nur darum, für das jeweilige Segment die Opportunitäten mit dem besten Risiko-Rendite-Profil herauszufiltern. Vielmehr sollte diese Analyse breiter angelegt sein, d. h. auf Unternehmensebene stattfinden, und insbesondere die Restriktionen des Unternehmens bezüglich Finanzierungsfähigkeit, Bilanzstruktur und Ratingaspekten mit einbeziehen. Dazu werden den einzelnen Investitionsbereichen potenzielle Finanzierungsstrukturen zugeordnet und auf ihre Wertbeiträge für das Unternehmen untersucht. Erfahrungsgemäß wird man bereits an diesem Punkt feststellen, dass die aktuelle Verschuldungsfähigkeit des Unternehmens nicht für alle gewünschten Transaktionen ausreichen wird.

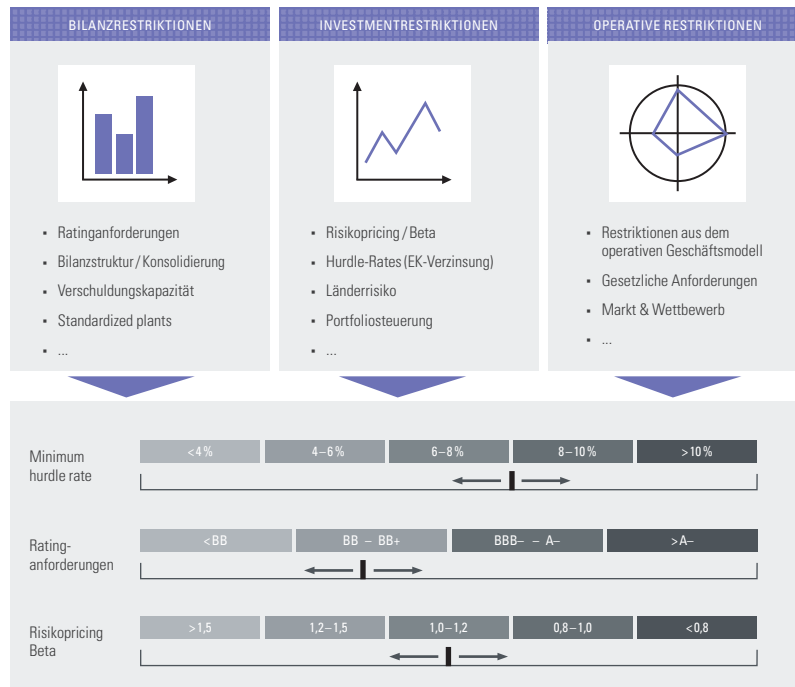
**Beispiel (Energiewirtschaft):** Die Abbildung der Wachstumsstrategie in der Unternehmensplanung führt zur Aufdeckung kritischer Implikationen bei Nettoverschuldungsgrad und Rating. Der verbleibende Finanzierungsspielraum reicht nicht zur Abdeckung aller Wachstumssegmente bei gleichzeitiger Finanzierung von notwendigen Ersatzinvestitionen. Eine gezielte Analyse der Werthaltigkeit der Investitionspotenziale vor dem Hintergrund der kurzfristigen Finanzierungsmöglichkeiten schafft Transparenz über zu priorisierende Projekte und verhindert einen unkoordinierten Verbrauch von Finanzierungsmitteln. Kombiniert mit dem strukturierten Aufbau alternativer Finanzierungsstrukturen zur Realisierung positiver Bilanz- und Ratingaspekte bildet dieser Prozess ein wichtiges Element bei der Sicherung des zukünftigen Unternehmenswachstums.

Um keinen Anreiz zu einem „Windhund-Rennen“ um Ressourcen der Unternehmens- oder externen Projektfinanzierung zu geben, sondern vielmehr ein großes Wachstum mit dem größten Wertbeitrag für das Unternehmen zu gewährleisten, sollten bereits auf dieser Stufe den einzelnen Wachstumssegmenten optimale Investitions- und Finanzierungsstrukturen zugeordnet werden, die insbesondere wichtige Bilanzkennzahlen und Ratingaspekte des Unternehmens zu berücksichtigen haben.

**Beispiel (Immobilienwirtschaft):** Zur Verbesserung der Bilanz- und Ratingkennzahlen werden gezielt alternative Finanzierungsstrukturen entwickelt, um nicht weiterhin alle Projektentwicklungen und Übernahmen mit klassischen Finanzierungen umsetzen zu müssen. Die Refinanzierung von Immobilien durch europäische Finanzinvestoren mit ausschließlich auf Eigenkapital basierenden Finanzierungen (z. B. Genussrechten) gewährleistet, auf Basis des aktuellen Kapitalmarktniveaus, mindestens gleiche Eigenkapitalrenditen und wirkt sich damit positiv auf das Rating aus.

Als Ergebnis dieses Prozesses werden erfahrungsgemäß nicht nur zukünftige Projekte neu strukturiert. Vielmehr lohnt es sich zumeist, auch Bestandsprojekte zu refinanzieren oder sogar eine vollständige Restrukturierung der Passivseite vorzunehmen, bevor neue Investitionen auf dieser optimierten Basis getätigt werden (können).

ABBILDUNG 2:  
ANALYSE VON  
RESTRIKTIONEN BEI  
DER ZUKÜNFTIGEN  
KAPITALALLOKATION



### 3. Durchführung der Transaktion: Welche Transaktionsschritte gilt es zu beachten?

Ist auf Basis der Wachstumsstrategie ein wertbildendes Target identifiziert, beginnt ein interaktiver Transaktionsprozess, der die folgenden Schritte beinhaltet:

- Due Diligence und strategische Bewertung des Targets,
- Strukturierung der Investition und optimalen Finanzierung,
- Verhandlung der Transaktion und Sicherstellung der vertraglichen Dokumentation.

Diese drei Schritte laufen in der Regel parallel ab.

## Due Diligence und strategische Bewertung des Targets

In der Due Diligence gilt es nicht nur, das Target genauestens zu verstehen. Vielmehr muss der vorgelegte Businessplan mit allen dargestellten Wachstumsannahmen von den Experten kritisch hinterfragt und auf der Grundlage der eigenen Erfahrungen des Käufers validiert werden. Es gilt die alte Regel: „Das Geld wird im Einkauf verdient“.

Eine Due Diligence und darauf aufbauende Bewertung des Kaufobjekts ist dabei nicht nur die Summe der Einzelplanungen aus den befassten Beraterteams und Unternehmensteilen. Die Bewertung muss wichtige Aspekte der Unternehmens- und Finanzierungsstrategie des Unternehmens berücksichtigen. Dies gilt umso mehr, wenn sich der zukünftige Wert des Targets maßgeblich aus der Realisierung von Synergien speist. Ist Letzteres der Fall, sollte nicht nur die vorgelegte Targetplanung validiert, sondern auch die Umsatz- und Kostenplanung des erwerbenden Unternehmens eingehend überarbeitet werden.

**Beispiel (Medienindustrie):** Um sich für den Transformationsprozess im Digitalgeschäft eine breitere Basis von Umsatzträgern zu schaffen und gleichzeitig die eigenen Erfahrungen im Bereich Konsolidierung von Printmedien voll auszuspäulen, werden in unterschiedlichen Segmenten Portfoliogesellschaften erworben. Die Bewertung basiert hauptsächlich auf der Validierung der geplanten Targetumsätze, deren Nachhaltigkeit vor dem Hintergrund sich konsolidierender Märkte genauestens analysiert werden muss. Geplante Absatzvolumina werden dabei auch Auswirkungen auf das Bestandsgeschäft haben. Ein ebenso wichtiger Gesichtspunkt bei der Bewertung zeigt sich jedoch im Volumen der erreichbaren Kostensynergien, deren Umfang und Zeitpunkt der Realisierung essenziell für die Ertragsplanung und das darauf beruhende Finanzierungskonzept sind.

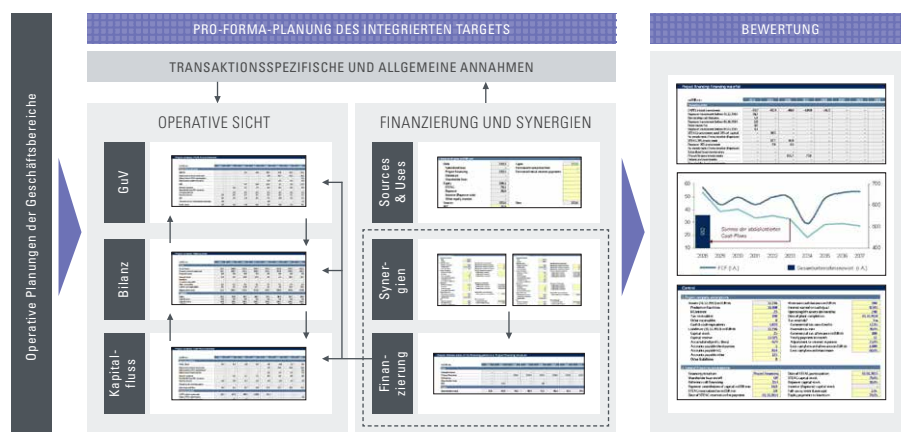


ABBILDUNG 3:  
PRO-FORMA-BEWERTUNG  
EINER AKQUISITION UNTER  
BERÜCKSICHTIGUNG VON  
SYNERGIEN



Neben der detaillierten Validierung und Quantifizierung der Synergien ist es notwendig, Umfang und Umsetzungsschritte zur Realisierung der relevanten Synergien zu erarbeiten und entsprechende Commitments des Managements zu erreichen. Nur wenn das Management am Ende dieses Prozesses die Planung als „Eigenprodukt“ ansieht und voll dahintersteht, kann auch die anschließende Umsetzung funktionieren. Ohne umfassende Koordination durch das Transaktionsteam lassen sich derartige Herausforderungen nur schwer bewältigen, da sich das Senior Management gerade in dieser Phase vollständig auf die Verhandlungen konzentrieren muss.

### Strukturierung der Investition und optimalen Finanzierung

Parallel zur Bewertung müssen die Investitionsstruktur und das Finanzierungskonzept laufend optimiert werden. In diesem Prozessschritt geht es nicht nur um die Finanzierung des einzelnen Unternehmenskaufs. Auch die zukünftige Belastung und Flexibilität des aufnehmenden Unternehmens werden an diesem Punkt maßgeblich beeinflusst, was wiederum erhebliche Folgen für die zukünftige Unternehmensstrategie haben kann.

Die Strukturierung einer optimalen Akquisitionsfinanzierung muss daher neben Liquiditätsaspekten aus Zins- und Tilgungsleistungen vor allem den sonstigen Regelungsumfang des Finanzierungsvertrags und die Wirkung der Covenants im Blick haben. Die Verhandlung über den Finanzierungsvertrag bedeutet dabei weitaus mehr als die Aushandlung von Zinsmargen mit den finanzierenden Banken. Werden in diesem Strukturierungsprozess nicht alle Aspekte des gegenwärtigen Targets sowie des zukünftigen Unternehmenswachstums berücksichtigt, kollidieren im Anschluss zu treffende Unternehmensentscheidungen schon bald mit den Regelungen des Finanzierungsvertrags. Folge derartiger Verstöße sind langwierige und teure Waiver-Prozesse, die zumeist in einer komplexen Nachverhandlung oder sogar Restrukturierung der Finanzierung münden.

**Beispiel (Automobilzulieferer):** *Bei der Übernahme eines Unternehmens wird eine Akquisitionsfinanzierung mit hohem Leverage erreicht, wodurch das Eigenkapital des Unternehmens geschont werden soll. In einer zweiten Transaktion wird ein neues Joint Venture aufgebaut, das umfangreiches Eigenkapital des Unternehmens bindet. Der Businessplan des ersten Zukaufs wird nicht erreicht, wodurch die Covenants der Akquisitionsfinanzierung gerissen werden. Folge sind zunächst Waiver-Prozesse, später die Umstrukturierung der Akquisitionsfinanzierung, was Auswirkungen auf die weitere Investitionsstrategie des Unternehmens und des eingegangenen Joint Ventures hat.*

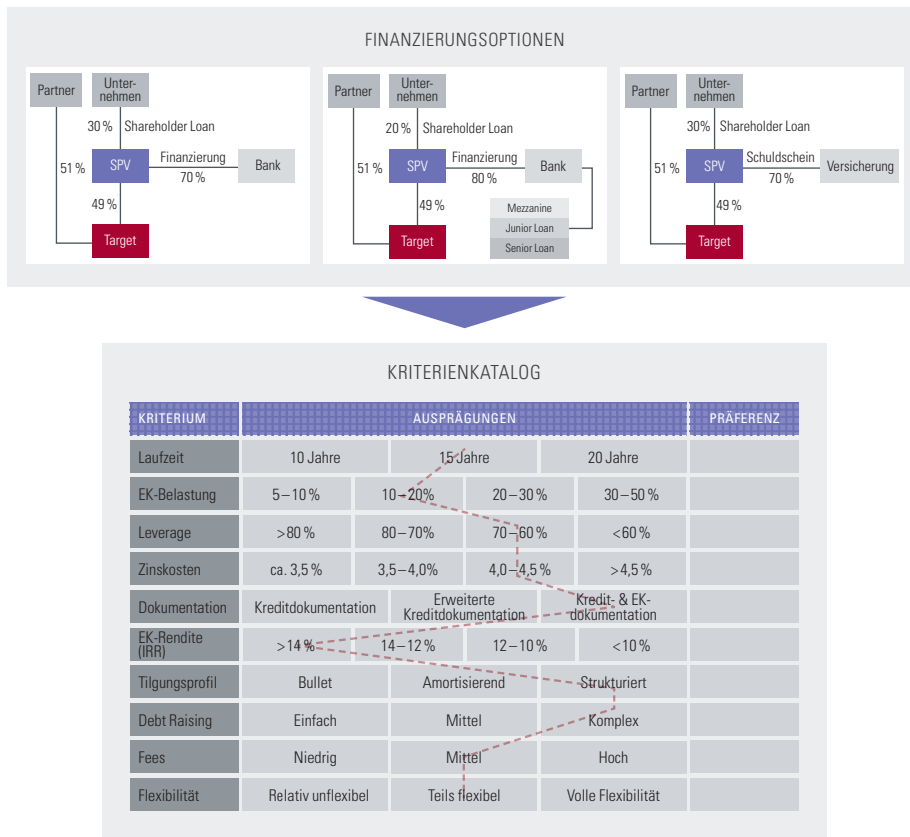


ABBILDUNG 4:  
BEDEUTUNG DES  
COVENANT-GRIDS  
BEI DER GESTALTUNG  
DER AKQUISITIONS-  
FINANZIERUNG

Auf diese Weise entstehende Kosten lassen sich vermeiden, wenn alle zugehörigen Aspekte bereits in der Transaktionsphase berücksichtigt und entsprechende Spielräume vorgesehen werden, wobei auch mögliche Kollisionen mit anderen Instrumenten der Unternehmensfinanzierung zu beachten sind (z. B. Gesellschafterfinanzierung, Leveraged-Buy-out-Finanzierung sowie bestehende Instrumente der Unternehmensfinanzierung auf Konzernebene).

**Beispiel (Industriegüterunternehmen):** Nach Übernahme des Unternehmens durch einen Private Equity Fonds im Rahmen einer Leveraged-Buy-out-Finanzierung soll das Wachstum anorganisch verstärkt werden. Das umfangreiche Covenant-Grid verkompliziert diese Investments. Folge ist letztlich eine Restrukturierung des Finanzierungsvertrags mittels Kapitalerhöhung.

Eine zentrale Rolle spielt hierbei erfahrungsgemäß die Darstellung des notwendigen Eigenkapitals. Neben der Einbringung echten Eigenkapitals über eine Gesellschafterfinanzierung kann dies in einer Fremdfinanzierung auch über alternative Wege berücksichtigt werden. So lassen sich neben steuerlichen Strukturmodellen auch zukünftige Assetverkäufe, die Refinanzierung von nicht einbezogenen Vermögensbestandteilen sowie nachrangige Verkäuferdarlehen berücksichtigen.

**Beispiel (IT-Wirtschaft):** Bei der Finanzierung der Übernahme eines Targets können durch die Einbringung von Eigenmitteln signifikanter Headroom und positive Auswirkungen auf die Zinsmarge realisiert werden. Der parallel initiierte Prozess zum Verkauf (und zur Anmietung) der Immobilie der Konzernzentrale an internationale Investoren erbringt dabei den benötigten Kapitalbetrag. Durch die gezielte Vorbereitung der Übernahme des Targets mit Blick auf eigenkapitalverstärkende Möglichkeiten kann das Unternehmen beide Prozesse erfolgreich abschließen.

### Verhandlung der Transaktion und Sicherstellung der vertraglichen Dokumentation

Kauf- und Finanzierungsvertrag müssen transparent ineinandergreifen. Das gilt nicht nur für den Kauf- und Finanzierungsgegenstand selbst, sondern auch für alle Garantien und Gewährleistungen, die den zukünftigen Unternehmenserfolg absichern.

Alle für die Transaktion kritischen Themen müssen gesammelt, ihre Auswirkungen auf die Bewertung des Targets analysiert, die Behandlung im Kauf- und Finanzierungsvertrag überwacht sowie die Abbildung im Lichte der Gesamttransaktion sichergestellt werden.

Diese Aufgabe kann nur ein zentrales Transaktionsteam als Schnittstelle aller Unternehmenseinheiten und involvierten Berater übernehmen, das alle Facetten der Transaktion vollständig versteht und die Verhandlungen durch umfassendes Transaktionsmanagement unterstützt. Dabei geht es nicht um bloßes Projektmanagement. Vielmehr wird hier der Erfolg der Transaktion sichergestellt und die Umsetzung der späteren Unternehmenseingliederung vorbereitet.

## 4. Post-Merger-Integration: Wie wird der Transaktionserfolg in der Umsetzungsphase sichergestellt?

Es versteht sich von selbst, dass eine Organisation nach dem Closing einer Transaktion zunächst einmal durchatmen muss. Ein Asset- oder Unternehmenskauf bedeutet für alle Beteiligten ein erhöhtes Maß an Engagement und zusätzlichen Aufwand. Oft werden Planungen und Budgets überschritten, die nunmehr zunächst überprüft und aufgearbeitet werden müssen. Nicht selten führt dieser Prozess zu einem Stillstand, der sich auch daraus ergibt, dass externe Ressourcen das Unternehmen verlassen und Aufgaben in die Linie zurückübertragen werden. Die Organisation selbst ist dann jedoch mit der Aufarbeitung des Tagesgeschäfts in Anspruch genommen oder hat nur unzureichende Ressourcen bzw. Erfahrungen mit Umsetzungsmaßnahmen für die Eingliederung von Unternehmen in den Konzern oder gar für die Hebung von Synergien.

Daher sollte das Konzept zur Eingliederung des neuen Unternehmens in den Konzern mit den erforderlichen Maßnahmen bereits in der Zeit zwischen Signing und Closing vorbereitet werden. Erfahrungsgemäß bedeutet die Übernahme eines Unternehmens für das betroffene Management ein gewisses Maß an Unsicherheit, welcher durch gezielte Implementierungsmaßnahmen entgegenge wirkt werden sollte. Es gilt, die neuen Mitarbeiter „an Bord zu bekommen“, sind diese doch die Gatekeeper bei der Umsetzung der Eingliederungsmaßnahmen.

**Beispiel (Pharmaindustrie):** *In einem kurzen Akquisitionsprozess wird das Unternehmen übernommen und zunächst als eigenständige Tochtergesellschaft weitergeführt. Unmittelbar nach dem Signing werden entsprechende Verträge mit dem Management des erworbenen Unternehmens abgeschlossen und ein neues Anreizsystem im Unternehmen etabliert. Durch diese Maßnahmen lässt sich das Risiko mindern, dass wertvolle Manager von anderen Unternehmen abgeworben werden.*

Kommt es hingegen zunächst zu einem Stillstand bei der Integration des neuen Unternehmens, mag dieser zwar kurzfristig kompensierbar sein; dennoch gefährdet er mit zunehmender Dauer den Transaktionserfolg, basieren doch die Annahmen zur Umsetzung und zeitlichen Realisierung von Synergien auf den entsprechenden Maßnahmen und Prozessen. Außerdem sollte stets berücksichtigt werden, dass die Ausgestaltung von Prozesslandschaften, die Zusammenlegung von Unternehmensteilen sowie die Durchführung entsprechender Personalmaßnahmen nicht nur zeitintensiver Vorbereitungs- und Durchführungsmaßnahmen bedürfen, sondern dass der Erfolg dieser Maßnahmen erst mit gewissem Nachlauf realisiert werden kann, was sowohl in der Businessplanung als auch bei der Umsetzung zu berücksichtigen ist.

**Beispiel (Baustoffindustrie):** *Bei der fremdfinanzierten Übernahme eines Konkurrenzunternehmens werden bei der Zusammenführung der Unternehmen weitreichende Synergien geplant. Tatsächlich leitet das Unternehmen nach dem Closing der Transaktion entsprechende Maßnahmen zu spät ein, sodass deren Realisierung nur zeitverzögert und nicht in vollem Umfang erfolgt. Dadurch werden Kosten- und Ertragsziele verfehlt, wodurch schließlich die Finanzierung des Unternehmenskaufs teilweise restrukturiert werden muss.*

Die Durchführung von Eingliederungs- und Einsparungsmaßnahmen stellt für jedes Management eine große Herausforderung dar. Kompetente Berater unterstützen in diesen Phasen nicht nur mit ihrer Erfahrung und zusätzlichen Ressourcen, welche die Umsetzungsgeschwindigkeit und Dynamik auch nach einer kräftezehrenden Transaktion aufrechterhalten. Sie gewährleisten für das Management auch eine gewisse Neutralität in einem solchen Prozess, der nicht selten eine Reihe unangenehmer Entscheidungen erfordert.

## Stern Stewart & Co.

Stern Stewart & Co. ist eine unabhängige Strategieberatungsboutique. Unser Beratungsfokus sind die Kernfragen des Managements. Dazu gehören Strategie und Corporate Finance sowie Organisation und Performance Management. Wir verstehen die Unternehmensführung als strategischen Investor in die Geschäftsfelder und unterstützen sie dabei, den Wert ihres Unternehmens zu steigern.



### Die Autoren

Gerhard Nennung, [gнення@sternstewart.com](mailto:gнення@sternstewart.com)  
Dr. Wulf Rendtorff, [wrendtorff@sternstewart.com](mailto:wrendtorff@sternstewart.com)  
Ralph Hesse, [rhesse@sternstewart.com](mailto:rhesse@sternstewart.com)

Stern Stewart & Co.

### München

Salvatorplatz 4  
D-80333 München  
T +49.89.242071.0  
F +49.89.242071.11

### Dubai

Emirates Towers, L 41  
Sheikh Zayed Road  
PO Box 31303, Dubai  
United Arab Emirates  
T +971.4.319.9963  
F +971.4.319.9964

### Kopenhagen

Ryesgade 3A  
DK-2200 Kopenhagen N  
Denmark  
T +45 33 17 00 00

### London

2nd Floor,  
Berkeley Square House  
Berkeley Square  
London W1J 6BD  
United Kingdom  
T +44.20.7887.6265  
F +44.20.7887.6001

### New York

1330 Avenue of the Americas  
23rd Floor  
New York City NY 10019  
United States  
T +1.212.653.0636  
F +1.212.653.0635

### Schanghai

Office 1206, 12/F Shui On Plaza  
333 Huai Hai Zhong Road  
Lu Wan District  
Shanghai 200021  
P. R. China  
T +86.21.5116.0564  
F +86.21.5116.0555

I [www.sternstewart.com](http://www.sternstewart.com)

E [info@sternstewart.com](mailto:info@sternstewart.com)