

9. Das M&A-Entscheidungsproblem aus Konzernsicht

Stärker als Unternehmen mittlerer Größe, die in einem eher begrenzten Feld (Anzahl Geschäfte / Regionalität / Wertschöpfungstiefe etc.) tätig sind, müssen sich breiter (Diversifikation, regionale Präsenz) und tiefer (Wertschöpfung, Steuerung und Mitverantwortungen für die gesamte Wertkette) angelegte Unternehmen („Konzerne“) ständig mit ihrem Umbau beschäftigen – gerade auch in Zeiten umfassenden Wandels in ihrem Umfeld (Wettbewerbsdynamiken / Regulatorik / Umwelt / Wertesysteme).

Zum Erfahrungsschatz von Unternehmen gehören operative Vorgehensweisen, die sich als besonders erfolgversprechend herausgestellt haben. Diese bestimmen wesentlich den Wert einer Unternehmung, deren Stabilität und Fähigkeiten zum Wandel. Strukturen und Verfahren sind, dem spezifischen Bedarf entsprechend auch im Führungsmodell („Verfassung“) des jeweiligen Konzerns zu verankern und schriftlich zu hinterlegen. Auf diese müssen sich die Vertreter der Leitungs- und Führungsebenen (Vorstände, Geschäftsführer etc.) mittels grundlegender Arbeitsverträge sowie spezieller Stellenbeschreibungen, die mit der Übernahme konkreter Aufgaben verbunden sind, verpflichten. Daneben sind rechtliche Vorschriften einzuhalten.

Der wohl komplexeste Prozess, dem sich ein Unternehmen unterziehen kann, liegt beim externen Umbau: Unternehmenskauf, Fusionen und Verkauf (M&A). Entscheidungen hierzu sind „multidimensional“ zu hinterlegen: strategisch, technisch, personell, kulturell, finanziell, wert-, nutzen- und risikoorientiert. Der Beschaffung von Informationen und deren Auswertung kommt große Bedeutung zu. Angesichts steigender Dynamiken bei Marktteilnehmern im unternehmerischen und gesamtgesellschaftlichen Umfeld sowie Forderungen nach immer besserer Risikoabsicherung wird der Aufwand (Kosten, Personal, Zeit etc.) zur Informationsbeschaffung immer größer. Die sich heute anbietenden Technologien und Strukturen (Data Analytics, Internet, Datenbanken, Automatisierung etc.) können den steigenden Bedarf nur teilweise ausgleichen. Somit stellen sich für den Unternehmer neue Fragen zum Informationsmanagement, zu dessen Ökonomie und Wirkung auf die Belastbarkeit von Entscheidungen. Hierbei spielt die fortschreitende Digitalisierung / Automatisierung von M&A eine große Rolle, denn nur dadurch können die immer höher werdenden Anforderungen an M&A aufgefangen werden (siehe dazu Kapitel 2.2).

Die Potenziale hochinnovativer Technologien (Künstliche Intelligenz, OpenAI Chat GPT etc.) sind noch gar nicht erkannt, geschweige denn erschlossen. Hier stehen so

gewaltige Veränderungen am Horizont, dass ganze Leistungssegmente der M&A-Beratung in ihrer wirtschaftlichen Tragfähigkeit gefährdet sind.²⁶⁴

9.1 Operative Erfahrungen aus Konzernsicht

Im Unterschied zu Gründer-Unternehmen, bei denen Visionen, Strategien und Implementierungen vorwiegend im Kopf des Unternehmers entstehen und demzufolge in den meisten Fällen weder eine Abteilung für Strategieentwicklung und – viel weniger noch – eine M&A-Abteilung anzutreffen ist, müssen Konzerne entsprechende Stäbe vorhalten, um der Vielfalt der sich bietenden Chancen, Möglichkeiten und Herausforderungen gerecht zu werden. Hinzu kommt in den letzten Jahren eine immer umfassender definierte Managerhaftung (für erkannte, aber auch verborgen gebliebene Risiken), die nur durch systematische Behandlung der Risikofelder und präventive Vorsorge abgesichert werden kann.

Aus Gesichtspunkten der Wirtschaftlichkeit, der Angemessenheit und eines Assessments von Risiken, das bei jedem unternehmerischen Umbauprojekt – sei es organisch oder auf externem Wege wie M&A – stellt sich für das Top-Management die Schlüsselfrage, welcher Aufwand zur Absicherung von Entscheidungen zu treffen ist – konkret messbar in Kapazitäten, Kompetenzen, Zeitbedarf, Finanzmitteln. Dies ist ein fundamentaler Entscheidungskomplex, der hier am Beispiel von Unternehmenskauf darzustellen ist. Analog sind strukturelle Entscheidungen über Verkauf, Zusammenschlüsse oder organische Umbauten zu behandeln, die hier aber nicht explizit betrachtet werden.

Zur weiteren Eingrenzung des Problemfeldes soll aus Platzgründen an dieser Stelle auf Problemstellungen zu den grundlegender Unternehmensstrategien, zu Portfolio-, Technologie- und Regionalentscheidungen verzichtet werden. Diese wären sinngemäß als übergeordneter Entscheidungsrahmen voranzustellen. Dem folgend steigen wir hier vereinfachend in das Entscheidungsproblem zu einem spezifischen M&A-Fall aus einer Konzernsicht ein. Konkret lautet somit die Fragestellung nach der

„Bereitstellung angemessener Mittel zur Generierung angemessener Informationen“
Das Entscheidungsproblem über ein M&A-Projekt lässt sich den Feldern „Strategie“, „Wirtschaftlichkeit“ und „Operabilität“ zuordnen. Die Erfüllung unternehmerischer Ziele liegt (im Sinne der Mengenlehre) im Deckungsbereich der erfüllten (gesetzten, abgeleiteten) Strategieziele, der Qualität der Transaktion (z. B. Wert vs. Preis) und der (ex post erst vollständig messbaren) Qualität der Integration.

²⁶⁴ Etwa bei der Due Diligence-Prüfung, die durch Automatisierung unter tiefer KI-Durchdringung zu einer Commodity-Leistung degradiert werden könnte – mit der Folge von starkem Verfall der Honorare.

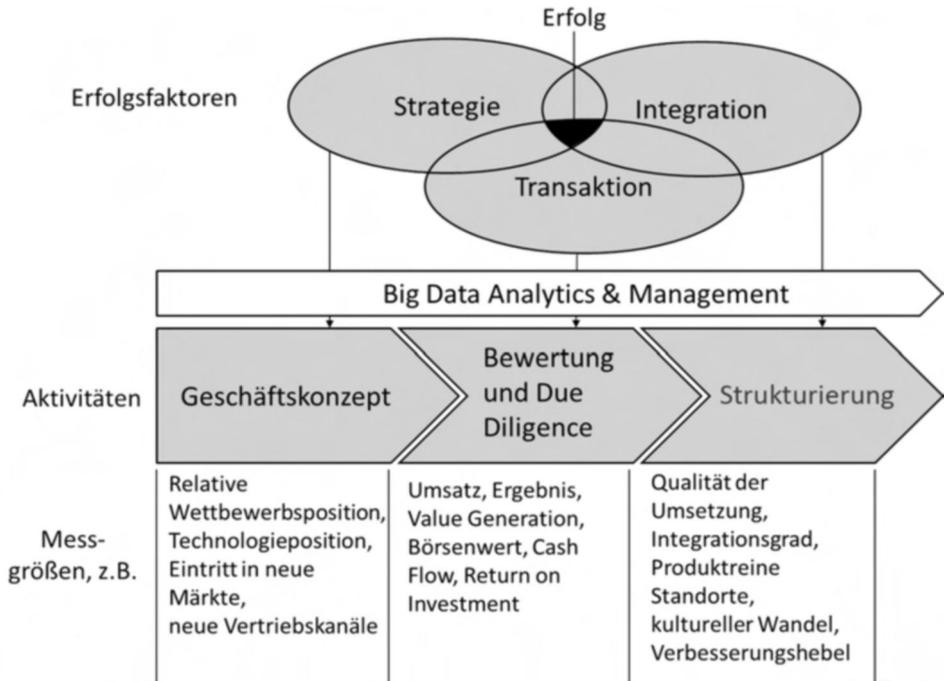


Abbildung 35: Entscheidungsfelder im M&A-Prozess

Die Prozesskette bildet diese als Schwerpunkte entsprechend ab, in den aufeinanderfolgenden Aktivitäten „Geschäftskonzept“, „Due Diligence und Bewertung“ und „Strukturierung der Maßnahmen“.

Das Kernziel, nämlich die Schaffung von (wirtschaftlich-finanziellem) Mehrwert (im Sinne von „unternehmerischer Wert aus Gesamtwert des M&A-Projektes inklusive Synergien minus Kaufpreis minus Risiken“) muss sich heute zusätzlich in die übergeordnete Zielsetzung einer (multidimensionalen) Werte-Orientierung einbetten. Diese werden gängigerweise unter der Begriffsgruppe „ESG – Environmental / Social / Governance“ zusammengefasst.

Dies impliziert, dass ein M&A-Projekt – bleibt man bei den o.g. Begriffen – über die wirtschaftliche Betrachtung hinaus (diese beinhaltet die o.g. Aspekte Konsistenz der Strategie / Finanzen inkl. Transaktionsqualität / Implementierung mit Integrations-erfolg) auch die ESG-Maßstäbe als Erfolgskriterien zu berücksichtigen hat. Die ESG-Kriterien können zur Vereinfachung des „Bewertungsprozesses“ als Filter oder Hürden (mit zu setzenden qualitativen und quantifizierbaren Werten) vorgeschaltet werden. Nur diejenigen M&A-Projekte, die diese Hürden nicht reißen, dürfen weiterverfolgt werden. Damit wird deutlich, dass das Setzen dieser Hürden als ein wesentliches Element des Verhaltenskodexes und der Unternehmenskultur eine entschei-

dende Rolle spielt. Da wir uns in einem dynamischen Umfeld bewegen, sind die zu setzenden Hürden und deren Höhen regelmäßig zu überprüfen und ggf. anzupassen. Auf der anderen Seite ist es wichtig, für Stabilität zu sorgen und – zur Wahrung der Identität des Unternehmens und zu seiner Glaubwürdigkeit gegenüber seinen Stakeholdern – dass die Kriterien und Hürden möglichst neutral praktiziert und gegenüber allen M&A-Projekten einheitlich gehandhabt werden.

Bewertung als Macht – Machtzentrum der Bewertung

Grundsätzlich ist im Führungssystem festzulegen bzw. in der obersten Führungsebene zu vereinbaren, wer welche Funktionen innehat. Hier stellt sich die Frage, welche Aufgabenverteilung sich besonders bewährt hat – insbesondere hinsichtlich Zuordnungen zwischen dem CEO und CFO, deren Leitungsspannen und die Eingriffstiefe des Aufsichtsrates. Bei M&A ist dies wegen der Breite der Funktionen (Strategie, Finanzen, Technologie, Regionen, IT etc.) besonders schwierig und auch kritisch. Langjährige Untersuchungen ergaben, dass sich weder über die DAX-Mitglieder noch im internationalen Vergleich (etwa mit US-Konzernen) signifikante Performance-Unterschiede herauskristallisierten, die klar für die eine oder andere Lösung sprachen.²⁶⁵ Hinsichtlich der angewendeten Zuordnung überwiegt jedoch, dass M&A in der Mehrzahl der Konzerne beim CFO konzentriert wird, mit Ausnahme der strategischen Richtungsvorgaben, die letztlich beim Vorsitzenden, dem CEO, zusammenlaufen.

Als ein vorteilhaftes Modell hat sich eine „Mächteteilung“ herausgestellt, etwa vergleichbar mit der staatlichen Gewaltenteilung als tragendes Organisations- und Funktionsprinzip der Verfassung eines Rechtsstaats. Darin werden die drei Gewalten Gesetzgebung (Legislative), ausführende Gewalt (Exekutive) und Rechtsprechung (Jurisdiktion) unterschieden.²⁶⁶ Übertragen auf die Konzernwelt bietet sich eine Teilung zwischen Konzernvorstand (ähnlich der Legislative), der Leitung des operativen Geschäftes, das typischerweise das M&A-Projekt beantragt und später umsetzt als ausführende Gewalt sowie der M&A-Fachabteilung (bzw. die Gruppe der Fachabteilungen) in der Konzernzentrale, die als Berater, Gutachter und fachliche Unterstüt-

265 Der Autor hatte im Auftrag des Siemens-Vorstands über Jahre hinweg die Verteilung der Macht über M&A vor allem in deutschen Konzernen und in den USA zu beobachten, Performances zu analysieren und Rollenwechsel zu melden. Zahlreiche Modelle konnten konstatiert werden. Ergebnis: Verhaltensweisen (etwa Aggressivität im M&A-Angriff) und Performance waren in viel höherem Maße durch die agierenden Persönlichkeiten (v. a. deren Erfahrungen und Kompetenzen) geprägt als durch deren Funktion bei M&A.

266 Aristoteles hat den Entwurf der Gewaltenteilung für das christlich-abendländische Staatsdenken vorweggenommen. Seinen neuzeitlichen Ursprung fand das Prinzip der Gewaltenteilung in den staatstheoretischen Schriften der Aufklärer John Locke und Montesquieu. <https://de.wikipedia.org/wiki/Gewaltenteilung>, abgerufen am 25.9.2021.

zer (etwa Strategisches Konzept, Bewertung, Integration, M&A-Juristen) wirkt und so vergleichsweise die Jurisdiktion vertritt.²⁶⁷

M&A-Führung und -Performance

Gestützt wird dieser Denkansatz durch systematische Performance-Analysen verschiedenster M&A-Führungsmodelle, von unterschiedlichen Projekttypen, Projektgrößen und ihrer geschäftlichen Zuordnung (etwa nach Branchen und Regionen). Das Ergebnis dieser Untersuchungen ist relativ klar: statistisch die beste Performance zeigten mittelgroße Übernahmen, die eher häufiger vorkommen (Erfahrungseffekte!) und bei denen die treibende Organisationseinheit, auch „M&A-Owner“ genannt (typischerweise geführt von Geschäftsverantwortlichen der zweiten und dritten Führungsebene), mehrere Ebenen unter dem Vorstand angesiedelt waren. Dadurch war gesichert, dass oberhalb der jeweiligen M&A-Projekt-Owner noch eine starke Kontrollebene wirken konnte – etwa in Form eines Leitungskreises, der direkt gegenüber dem Vorstand Rechenschaft abzulegen hat.

Dagegen fallen statistisch die beiden anderen Größenkategorien gegenüber der o. g. mittleren Kategorie (bezeichnet als „Kategorie B“) in ihrer durchschnittlichen Performance deutlich ab. Den kleineren Projekten („Kategorie C“) mangelt es eher an genügender Aufmerksamkeit von oben und an Erfahrungen ihrer Treiber, denen keine ausreichende fachliche Unterstützung zugewendet wird, weil zu wenig Gewicht. Insofern fehlt ihnen häufig das Management-Commitment, das sie eigentlich verdienen, und das vom Verkäufer kommende Führungskader, das direkten Kontakt zur vormaligen Unternehmensleitung gewohnt war, fühlt sich entkoppelt.

„Kategorie A“ leidet zumeist unter Komplexitäten sowie unter Besonderheiten, die nicht in das Erfahrungsmuster vorlaufender (und seltener anzutreffender) Großprojekte passen. Viel entscheidender ist jedoch der Umstand, dass hier sehr häufig eine erfahrene Aufsichts- und Kontrollinstanz fehlt. Konkret: der treibende Vorstand wird nicht überwacht und gibt Fachabteilungen und Beratern zu wenig Raum. Der Aufsichtsrat mischt sich nicht in das Tagesgeschäft ein und „beaufsichtigt“ den Vorstand beim M&A-Handling nicht. Der Aufsatz „M&A bei Rotwein und Zigarre“²⁶⁸ illustriert plastisch diese Situation.

267 Der Autor dieser Zeilen hat dieses Modell der Zeit seiner M&A-Verantwortungen bei der Siemens AG konzipiert, nachhaltig vertreten und konnte dies auch, dank der Durchsetzungskraft des ihn unterstützenden CEOs, zur Umsetzung bringen. Dies ging so weit, dass gegen das Votum der zentralen M&A-Fachabteilungen kaum ein M&A-Projekt vom Vorstand „durchgewunken“ wurde.

268 Jörg Sellmann: M&A bei Rotwein und Zigarre oder die Rolle des Topmanagements bei M&A-Transaktionen. In: Kai Lucks, M&A-Projekte erfolgreich führen, 2013, S. 29–41.

Berühmte Fälle zählen darunter, etwa die Chrysler-Übernahme durch Mercedes-Benz (die von CEO Jürgen Schrempps so benannte „Hochzeit im Himmel“²⁶⁹) und die feindliche Übernahme von Mannesmann durch Vodafone (unter CEO Chris Gent²⁷⁰) mit 100 Mrd. Euro die teuerste Übernahme aller Zeiten und einer der größten M&A-Wertvernichter (Börsenwert Vodafone heute bei 38 Mrd. Euro²⁷¹). Die enorme Sichtbarkeit problematisch verlaufener Mega-M&A-Projekte ist einer der Gründe, weshalb M&A in der breiten Öffentlichkeit so kritisch gesehen wird. Ständen die großen volkswirtschaftlichen Leistungen von M&A insgesamt im Vordergrund, dann wäre die öffentliche Wahrnehmung eine viel positivere.

Führungsmodelle und Planungszyklen

M&A-Entscheidungen, deren Prozesse, (Aufbau-)Organisation, die Akteure und deren Rollen sind ein Bestandteil eines übergeordneten, explizit in einem Regularium formulierten oder auch „gelebten“ Führungsmodells und dessen zu vereinbarenden Planungszyklen. Ein unternehmensübergreifender Planungszyklus kann z. B. als Jahrsplan definiert werden, etwa in folgenden Phasen:

- Rahmenplan des Vorstands (top-down) mit Zielvorgaben, ca. 1 Monat
- Planung auf Geschäftsebene, gegliedert z. B. im Sinne eines Portfolios von Geschäftsfeldern, Dauer ca. 2 Monate
- Zusammenführung der Geschäftsfeldplanungen (bottom-up) im strategischen und finanziellen Planungsstab des Konzerns unter Herausarbeitung von Zielerfüllungen bzw. -Abweichungen Summe bottom-up vs. top-down, ca. 1 Monat
- Planungssitzung des Vorstands: Gesamtziele vs. Gesamtmaßnahmen, Portfolio-Entwicklung, Rahmen für organische und externe Maßnahmen, Budgetrahmen, ca. 2 Wochen
- Plandurchsprachen des Vorstands mit jeder Geschäftseinheit (z. B. Branchenorganisation und darunter liegende Geschäftsfelder), ca. 3 Monate
- Parallel beginnend und fortlaufend über 8 Monate: zweiwöchentliche Sitzungen des Vorstands zur strategischen und finanziellen Durchsprache von Geschäften, übergreifenden und speziellen Themen. Im Rahmen dieser Durchsprachen sind Entscheidungsvorlagen einzusetzen und entsprechende Vorstandsentscheidungen zu fällen
- 3 Monate vor Ende des Geschäftsjahres: Vorbereitung des Geschäftsberichts und der Hauptversammlung

269 Siehe Rückblick: <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/gescheiterte-fusion-von-daimler-und-chrysler-pleite-nach-lehrbuch-1.1666592>, abgerufen am 26.9.2021.

270 Zur Geschichte und Wertung siehe: <https://www.dw.com/en/mannesmann-the-mother-of-all-takeovers/a-5206028>, abgerufen am 26.9.2021.

271 <https://www.finanztreff.de/aktien/kennzahlen/Vodafone-Group-Aktie/>, abgerufen am 26.9.2021.

- Im Zuge des Jahres, den Regularien entsprechend, Zwischenberichte, etwa jeweils zum Quartalsende²⁷².

Das hier vorgestellte Modell wird im Wesentlichen bei Unternehmen angewendet, die als „Strategische Investoren“ agieren, näher zu bezeichnen als „Strategie-Holding“.²⁷³ Daneben finden sich andere Holding-Strukturen, etwa Finanzholdings, die ihre unternehmerischen Entscheidungen vorwiegend nach Finanzkennzahlen führen, die den Geschäftseinheiten als Ziele vorgegeben werden.²⁷⁴ Wie (!) diese strategisch erreicht werden, das wird den einzelnen Geschäftsführungen weitgehend selbst überlassen.

Das gesamtunternehmerische Entscheidungsproblem, einschließlich der Erfüllung von Umweltstandards, Gesetzen, sozialen Vorgaben (ESG etc.) ist bei beiden Modellen prinzipiell das Gleiche, denn auf der Ebene des Gesamtvorstands läuft auch die Gesamtverantwortung zusammen. Die beiden Führungsmodelle unterscheiden sich jedoch in der Tiefe der Eingriffe aus dem Vorstand.

Treiber für den Aufwand für Vorstandsvorlagen zu M&A

Aufwand und Nutzen für die Beschaffung angemessener Daten- und Faktentiefe, um Entscheidungen eines Vorstands belastbar zu hinterlegen, müssen sorgfältig abgewogen werden. Dies sollte grundsätzlich und für alle M&A-Projekte nach einem Grundmuster geregelt werden. Dazu gehören:

- Beschreibungen des zu beschaffenden Inputs und der zuliefernden (bzw. dem Vorstand vorzulegenden) Outputs
- Aufgabenbeschreibungen der einzuschaltenden Fachabteilungen²⁷⁵
- Prozessbeschreibungen im Vorfeld der Vorstandssitzung, einschließlich Einschaltung kontrollierender Instanzen und ggf. eines „Projektpatens“ aus dem Vorstand

272 Das hier dargestellte „Planungsjahr“ ist angelehnt an das bei Siemens praktizierte Führungs- und Planungsmodell. Siehe dazu: Andreas Zimmermann, Planung und Kontrolle im Führungssystem des Hauses Siemens. In: Dietger Hahn, PuK: Planung und Kontrolle, Planungs- und Kontrollsysteme, Planungs- und Kontrollrechnung, Springer-Verlag 1991.

273 Weiteres dazu siehe: Dietger Hahn, PuK: Planung und Kontrolle, Planungs- und Kontrollsysteme, Planungs- und Kontrollrechnung, 4. Auflage, Springer-Verlag 2013.

274 Weiteres siehe: Michael Mirow, Martin Aschenbach und Oliver Liebig: Governance Structures in Konzernen. In: ZfB Governance Structures, Umbruch in der Führung von Großunternehmen, Springer-Verlag 1996, S. 125–144.

275 Aus rechtlichen Gründen, vor allem zur Sicherung der Vertraulichkeit und gegen juristische Angriffe, sollten alle Funktionsträger, die an einem vertraulich zu behandelndem M&A beteiligt sind, in einer Liste erfasst werden, die die zuständige Rechtsabteilung führt: unter genauer Angabe, wann die entsprechende Person von dem Projekt Kenntnis bekommen hat, welches ihre Aufgabe ist, welchem „Intimitäts“-Kreis die betreffende Person zuzurechnen ist – etwa im Sinne eines „innersten Zirkels“, der etwa konzernweit (inklusive einzelnen Vorständen) aus weniger als 10 Personen bestehen kann.

- Formen, Umfänge und Aufbau der Vorstandsvorlagen: Zusammenfassung der Empfehlungen (etwa Kaufpreisrahmen), Schriftsatz, Umfang und Tiefgang der Anhänge. Auflagen, die der Vorstand mit seiner Entscheidung verbinden sollte.

Die Entwicklung von Beteiligungsvorhaben erfordert je nach Typ und Ausgangslage von Geschäft und Konzern unterschiedliche Formen der Vorbereitung. Wenn etwa Zeitdruck herrscht (oder vom Vorstand aufgebaut wird), dann muss schnell gehandelt werden, dann bleibt wenig Zeit für Vorbereitungen. Dies trifft etwa dann zu, wenn das betreffende Geschäft erodiert: dann also eher schnell verkaufen! Ein notwendiger Carve-out müsste dann parallel zum Verkaufsprozess durchgeführt werden, auch wenn dann nicht alle Werte gehoben werden können, die den Verkaufspreis in die Höhe treiben.

Hat sich eine Konzernführung auf eine eher längerfristige Neuordnung geeinigt, dann werden Geschäfte häufig in einer Einheit gebündelt, die die zu verkaufenden Betriebe interimistisch hält. Ist dies der Fall, dann sind sorgfältige strukturelle Maßnahmen zu ergreifen, um die Geschäfte auszugliedern (sog. „Carve-Outs“) und auch durch Vertikalisierungsmaßnahmen (etwa Hinzufügung eigener Vertriebe, eigener Leitung und eigener Stäbe) operativ abzurunden.

Zur Umsetzung von sog. „Vorwärts-“ oder Ausbaustrategien kann es notwendig werden, M&A-Projekte stufenweise zu zergliedern. Zunächst sind entsprechende Strategieprojekte vorzulagern oder – falls die Zeit nicht reicht – kurze Strategie-Assessments („Strategy Checks“ etc.) zu veranstalten, um die Entscheidung abzusichern. Oft hat sich ein Protagonist bereits auf einen Kandidaten „eingeschossen“. Dennoch ist grundsätzlich zu empfehlen, mehrere Ausbau-Optionen systematisch zu vergleichen. Dies führt regelmäßig zu Screening-Projekten, um potenzielle Kandidaten zu identifizieren und zu vergleichen. Daraus kann eine Prioritätsliste abgeleitet werden. Da aber nicht sicher ist, welcher Kandidat schließlich erworben werden kann, sind vorstandsseitig Rahmenbeschlüsse zu fällen, dergestalt, dass eine Reihe von priorisierten Kandidaten, die jeweils damit verbundenen unterschiedlichen Strategien, Bewertungen und Investitionen im Sinne eines „Entscheidungsrahmens“ für eine Verhandlungsfreigabe zu genehmigen sind. Somit wäre eine Freigabe für welchen Kandidaten aus der Prioritätsliste auch immer abgedeckt und es muss keine weitere spezielle Entscheidung im Vorstand getroffen werden – zumal dieser erst zur nächsten Routinesitzung zusammenkommt oder Entscheidungen im Umlaufverfahren getroffen werden müssen, wodurch wertvolle Zeit verrinnt.

Dies trifft insbesondere auf Auktionen zu, die im Raum stehen. Erfahrungsgemäß werden die Teaser und Verkaufskataloge von den Verkäufern und ihren Investitionsberatern so geschickt entwickelt und der Zeitdruck so hoch gesetzt, dass einem Konzern kaum noch Zeit bleibt, die Gegenprüfung im notwendigen Tiefgang und der typischen Arbeitsteiligkeit durchzuführen. Dagegen erlaubt ein vorher abgesicherter und genehmigter Entscheidungsrahmen (Welche Kandidatengruppe betrifft dies?

Welche Strategien? Bis zu welcher Kaufpreisgrenze? Welches Vorstandsmitglied ist als „Coach“ der oberste Führer des Prozesses etc.), dass M&A-Entscheidungen auch für eine ganze Bandbreite von Optionen schnell abgewickelt werden können. Somit kann ein mehrstufiger Entscheidungsprozess (etwa beginnend mit einer Rahmenentscheidung mit Rahmenbeschluss) überhaupt erst die Geschwindigkeiten erzeugen, die heute zur Umsetzung von Handlungen unter hohem Wettbewerbsdruck erforderlich sind. Auch die Entwicklung und Vorhaltung von solchen Prozessen ist ein Entscheidungsproblem eines Konzernvorstands.

Mehrstufiger-Genehmigungsprozess

Die Praxis hat gezeigt – und Corporate Governance-Regeln gebieten dies –, dass die oberste Führungsebene von Konzernen auch die volle Kontrolle über die M&A-Prozesse benötigt. Keinesfalls ist akzeptabel, dass ein Vertreter aus einer nachgeordneten Ebene M&A-Initiativen ergreift, ohne dass diese vom Vorstand genehmigt sind (Weiteres dazu siehe Kapitel 2.2). Tatsache ist natürlich und gewünscht ist aber auch, dass sich etwa Geschäftsführer auf der zweiten Ebene regelmäßig Gedanken über den (organischen und externen) Ausbau ihres Geschäftes machen. Zu ihrer Aufgabe gehört ja, die weitere Richtung ihres Geschäftes zu entwickeln. Darüber hinaus wird dieser Personenkreis auch von Externen angesprochen, etwa von Konkurrenten, von Zulieferern, von M&A-Profis wie Investmentbankern. Man trifft sich auf Messen, in Verbänden oder – mehr oder weniger zufällig – an der Hotelbar. So entstehen erste Träume über Zusammenschlüsse, manchmal auch sehr konkrete Modelle.

Lässt ein Geschäftsführer dem aber zu weiten Lauf, dann kann dies zu Problemen für den Konzern führen, und zwar spätestens dann, wenn ein externer Gesprächspartner die Aussagen des betreffenden Geschäftsführers als eine vorvertragliche Zusage zu einem Deal wertet. Diese ist zwar nicht einklagbar, kann aber – wenn sie an die Öffentlichkeit getragen wird – erheblichen Druck auf den Konzern und auf den Vorstand erzeugen und sogar börsenrechtliche Folgen haben. Es hatte Fälle gegeben, dass ein Vorstand einem Deal zustimmen musste, ohne diesen angestoßen oder genehmigt zu haben, um Imageschäden abzuwenden oder einem drohenden Prozess auszuweichen. Denn: über die reine Rechtslage hinausgehend, die mangels eines Vertrages aus verantwortender Hand (dem Vorstand) keine Chance zur Durchsetzung hat, kann der Druck aus dem Umfeld so groß werden, dass sich der Vorstand genötigt sieht, dem Folge zu leisten, ohne aber formaljuristisch dazu gezwungen zu sein.

Unter anderem aus diesem externen Grund, viel mehr aber zur Entwicklung und Einhaltung eines geordneten „End-to-end“-M&A-Genehmigungsprozesses, dominieren heute M&A-Führungsmodelle, die durch klare Meilensteine definiert sind, von denen die wichtigsten die Einschaltung des Vorstandes bedingen. Bei der Siemens AG wurde dazu ein M&A-Prozess entwickelt, der auf Meilensteinen aufsetzt, zu denen der Konzernvorstand seine Entscheidung zu treffen hat. Typischerweise

werden konzernbasierte M&A-Prozesse durch folgende Meilensteine definiert, die jeweils die Einschaltung der obersten Unternehmensebene erfordert:²⁷⁶

1. Strategische Entscheidung zum externen Ausbau (M&A) oder Rückbau (Carve-Out, Separation, Verkauf etc.) eines Geschäftes. Dies meistens in den jährlichen strategischen Durchsprachen der Geschäfte.
2. Formaler Start des M&A-Projektes durch Freigabe von Sondierungen bzw. Verhandlungen. Dies in speziellen geschäftsbezogenen Tagesordnungspunkten der Routinesitzungen des Vorstands, die typischerweise ein- bis zweimal monatlich stattfinden. Ohne diese darf niemand im Namen des Konzerns Gespräche aufnehmen.²⁷⁷
3. Freigabe von Investitionen, nach Durchführung entsprechender Untersuchungen, etwa einer Due Diligence sowie Vorlage einer Bewertung des Falles (z. B. Kaufpreis + Risiken + Restrukturierungsaufwendungen abzüglich Synergien).
4. Genehmigung zur Umsetzung, nach Vorlage von Verträgen und abgesicherter Planung der Maßnahmen, d. h. Signing der Verträge und Closing derer, sofern die rechtlichen Genehmigungen vorliegen.
5. Abschluss des Projektes unter Vorlage einer vorläufigen Bewertung, des Maßnahmenprogramms und des Managementteams, bestehend aus den Merger-Partnern.
6. Ca. 2 Jahre nach dem Closing²⁷⁸: Performance-Bericht, Erfahrungsbericht, Vorlage weiterer Programme, etwa Weiterveräußerungen, Schließungen, weiterer organischer Umbau bzw. neue externe Maßnahmen.

Entscheidungskonflikte

Wie einführend beschrieben, sind M&A-Projekte unter mehreren Gesichtspunkten zu beurteilen. Oben dargestellt in den Feldern „Strategie“, „Wirtschaftlichkeit“ und „Operabilität“. Somit ist das Entscheidungsproblem eines Vorstandes typischerweise und meistens ein mehrdimensionales.

Ein Vorstand muss somit auch abwägen. Konkret kann etwa ein Entscheidungskonflikt entstehen, etwa ob die Strategie so wichtig ist, dass dies auch größere Probleme der Operabilität (etwa Integrationsrisiken) rechtfertigt. Es liegt auf der Hand, dass

²⁷⁶ Dies geht weitgehend auf die Siemens AG zurück, die im Jahr 2000 solch ein Modell erstmalig einführte und das über deren Verflechtungen auf der Aufsichtsratsebene einen gewissen normierenden Einfluss auf Konzerne in Deutschland („The Germany Inc.“) und darüber hinaus hatte.

²⁷⁷ Bei Siemens nach einer sog. Projektvorlage vor dem Konzernvorstand, der diese genehmigt haben muss. Entscheidungen über kleinere Projekte (Klasse C“....) können auf eine Ebene niedriger delegiert werden.

²⁷⁸ Die Praxis hat gezeigt, dass eine belastbare Performance-Analyse nicht früher als etwa zwei Jahre nach dem Closing eines M&A-Projektes durchgeführt werden sollte, wobei der Zeitbedarf zur Implementierung durch das gemeinsame M&A-Team nicht länger als ein Jahr betragen sollte und dann das Management-Team die weitere Umsetzung der Maßnahmen übernimmt.

sich ein Unternehmen dazu auch grundlegenden Regeln unterwerfen sollte, damit (a) übergeordnete Ziele eines Konzerns nicht gerissen werden und (b) damit M&A-Projekte untereinander möglichst „gerecht“ behandelt werden und nicht aus einseitigen Gründen oder unter dem Einfluss einer besonderen Kraft (etwa ein „projektverliebter Vorstand“) bevorzugt oder benachteiligt werden.

Zu solchen grundsätzlichen Regeln kann gehören, dass Projekte, die gewisse Hürden an Wirtschaftlichkeit nicht erfüllen bzw. unverhältnismäßig hohe Integrationsrisiken beinhalten, auszuschließen sind – auch wenn etwa interne Strategieempfehlungen positiv ausfallen.

Die systematische Behandlung dieser Thematik und deren Regulatorik sprengen den Rahmen dieses Bandes. Die denkbaren Lösungsansätze sind höchst vielfältig, insbesondere wenn man die oben beschriebene Mächte-Gliederung mit den Möglichkeiten einbezieht, die sich etwa aus Kontrollfunktionen und Lösungsmechanismen (etwa Zurückweisungen mit der Auflage, zusätzliche Synergien und alternative Ergebnispotenziale vorzulegen) ergeben.

Exemplarisch wird deshalb im Folgenden die Frage nach der Entscheidung auf Basis der Wirtschaftlichkeit vertiefend behandelt.

Wenn wir uns darin auf das engere Feld der finanziellen Bewertung konzentrieren (eingebunden in die Werte-Diskussion etwa nach dem ESG-Modell), dann liegt deren Schwerpunkt vor allem bei quantitativen Ansätzen. Diese sind stärker standardisierbar als qualitative Wertfindungen und können somit auch mit einer exakteren Regulatorik hinterlegt werden. Exemplarisch sind als Wissensfelder und Einflussgrößen (definiert als Erfahrungen und Regeln) des Bewertungs-Know-hows zu nennen:

- Allgemein anerkannte Regeln und Verfahren zur Unternehmensbewertung
- Berücksichtigung einschlägiger nationaler und internationaler Gesetze und Verordnungen
- Kenntnis von Methoden und deren Schwachstellen bei anerkannten Regeln und Verfahren sowie
- Erfahrungen, wie Schwachstellen methodisch kompensiert werden können
- Wissenschaftlich fundierte Weiterentwicklungen „allgemeingültiger“ Verfahren
- Fortschritte durch zunehmende Professionalisierung und Spezialisierungen
- Haftungsregeln, etwa für Vorstände und Aufsichtsräte (UMAG²⁷⁹)
- Kapitalmarkt-Spielregeln und -Bewertungen
- Kompetenzen und Verfahren zur Beschaffung belastbarer Informationen
- Qualität der Wirtschafts- und Finanzplanung.

279 UMAG: Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts vom 22.09.2005. Siehe http://www.gesmat.bundesgerichtshof.de/gesetzesmaterialien/15_wp/umag/umag-index.htm, abgerufen 4.10.2021.

M&A-Modelle und deren Behandlung in der Bewertung

Die verschiedenen Projekttypen für M&A haben unterschiedliche strategische Hintergründe und sind auch unterschiedlich in der Bewertung zu behandeln. Fokussieren wir uns auf M&A als Instrument zu Vorwärtsstrategien **zum Ausbau des Geschäftes** und verzichten wir auf Betrachtungen zu Rückbau und Rückzügen (die analog zu behandeln sind), dann gilt Folgendes:

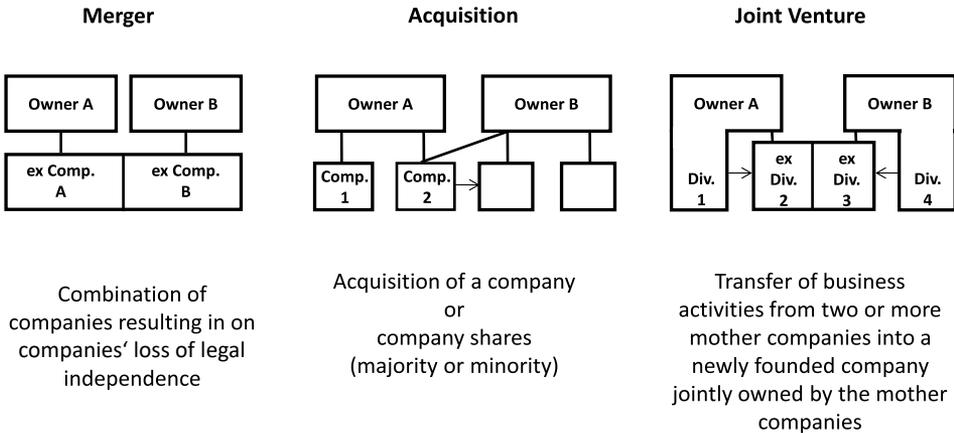


Abbildung 36: Grundlegende M&A-Modelle

- Es ist immer das Gesamtprojekt zu bewerten, in das / die sich die entsprechende(n) M&A-Transaktion(en) einbetten
- Dies bedeutet, dass der zeitliche Anfang und das zeitliche Ende der Betrachtung zu definieren sind und darin alle Maßnahmen und Entwicklungen einfließen müssen
- Das beinhaltet auch vorbereitende Maßnahmen (geschäftliche Umbauten, Carve-ins, Carve-outs etc.) für die M&A-betreffenden Geschäfte des Käufers
- Das bedingt, dass der Perimeter²⁸⁰ des Projektes vorab oder während der vorbereitenden Umbauten bestimmt werden muss.

Somit sind in dem definierten Zeitraum zu bewerten:

- Organische Maßnahmen, die in engerer Verbindung mit dem / den betreffendem/n M&A-Projekt(en) stehen
- Stand-alone-Bewertung(en) der eigenen Geschäfte, die in das Gesamtprojekt einzubeziehen sind

²⁸⁰ Hier zu definieren: welche Geschäftsfelder, welche Wertschöpfungsstufen, welche Länder und Regionen- und zwar gespiegelt am Perimeter des Targets, sodass sich ein Gesamt-Perimeter des Projektes ergibt.

- Bewertung des /der Target(s): Wert(e) etwa auf Net Cash Flow-Basis vs. Marktwerte vs. Kaufpreis(e)
- Gesamtwert der Synergien, nach Maßnahmenplan (top-down gerechnet und bottom-up-verifiziert)
- Risiken: Wertverlustrisiken bei den Kandidaten (eigene Geschäfte und Targets) stand-alone
- Umsetzungsrisiken infolge Qualitätsverlusten bei der Integration
- Folgemaßnahmen und Folgeeffekte insbesondere für nachgelagerte organische Aktivitäten, die sich aus dem unmittelbaren „Gesamtprojekt“ ergeben, so etwa: weitere Kapazitätsausbauten, Fabrikschließungen
- Post Closing-Effekte aus der Realisierung vertraglicher Vereinbarungen (dazu ist ein spezielles Post Closing-Management-Team aufzusetzen, das sich aus Vertretern der Finanz- und Rechnungsabteilungen zusammensetzt).

Solch eine Liste aus werttreibenden Beiträgen kann ergänzt oder auch reduziert werden. Dies ist wiederum eine Entscheidung des Vorstands. Im Sinne „gerechter“ M&A-Beurteilungen sollte dieser Rahmen aber grundlegend gesetzt und befolgt werden. Auf Vorstandsebene sind hierbei jedoch grundlegende Entscheidungen zu fällen, nämlich:

- Rechtfertigen Größe und Risiko im jeweiligen Projekt diesen Umfang?
- Stehen Widerstände dem entgegen oder können die Beurteilungen negative Effekte auf die Motivation des betreffenden Managements (Kontrolldruck vs. Verweigerungen etc.) haben und / oder die vertraulich-kulturelle Zusammenarbeit mit dem Verkäufer bzw. mit den Vertretern des Targets belasten?

Drei Beispiele sind in diesem Zusammenhang anzuführen:

- 1. Interne Kontrolle:** Der Leistungsdruck, der auf den betreffenden Management-Teams und deren unmittelbar übergeordneten Geschäftsführern liegt, ist so groß, dass Aufwendungen für Maßnahmen häufig an anderer Stelle außerhalb des Projektes versteckt werden und dass positive Effekte „gesundgerechnet“ werden.
- 2. Tricks:** Gern praktiziert wird, Schwächen des Berechnungsverfahrens auszunutzen, indem etwa notwendige Folgemaßnahmen aus den diskret zu planenden Jahreswerten (typischerweise 3 bis 5 Jahre) in die pauschal abgeleitete Terminal-Value-Bewertung verschoben werden, dort aber mangels vorgeschriebener Nennung von Einzelmaßnahmen gar nicht auftauchen. Dies wird gern bei ganz aufwendigen Einzelmaßnahmen angewendet, etwa dem (zeitlich oft genau planbaren) Neubau von Fertigungsstraßen und Fabriken, für die oft Aufwendungen fällig werden, die sich in vergleichbarer Höhe wie das gesamte M&A-Projekt bewegen.
- 3. Kultur:** Der Einsatz eines Post-Closing-Management-Teams verspricht zwar nicht unerhebliche Zusatzeinnahmen, die sich aus sorgfältiger und scharfer Auslegung der Kaufverträge ergeben (z. B. Mieten, Realisierung von Risikopositionen). Dennoch schafft die Präsenz eines solchen Teams und die Drohkulisse von nachgela-

gerten Forderungen eine Kultur des Misstrauens. Aus diesem Grund haben Unternehmer vielfach entschieden, von solchen Recherchen und Teams Abstand zu nehmen und nur die deutlich herausgestellten größeren Positionen zu verfolgen, die sich in einer kurzen Liste zusammenfassen lassen. Die immer umfangreicher werdenden Verträge werden dann, im gegenseitigen Einverständnis, in die Regale gestellt, um sie nicht wieder anzufassen: Vertrauen gegen Vertrauen, der guten künftigen Zusammenarbeit wegen. Im Fall größeren Vertrauensbruchs können dann die Verträge wieder hervorgeholt werden – eine Drohkulisse, die beide Seiten scheuen sollten. Gutes M&A ist nur dann gut, wenn beide Seiten profitieren, wenn einer „fairness Opinion“ auch Fairness im Umgang folgen.

Bewertung als Prozess

Entgegen mancher Praxis, die die Bewertung bei einem M&A-Projekt an einem oder wenigen Zeitpunkten einer Übernahme ansetzen (etwa zum Signing oder zum Closing), kann die Bewertung als ein fortlaufender Prozess geführt werden, der – besonders bei Projektorganisationen in Prozessform – praktisch tagesgenau die Wertveränderungen aufnimmt, die aus fortlaufend besser werdenden Informationsständen und Fortschritten bei der Umsetzung (etwa in einem Maßnahmencontrolling auf der Basis eines Härtegradmodells²⁸¹) ergeben.

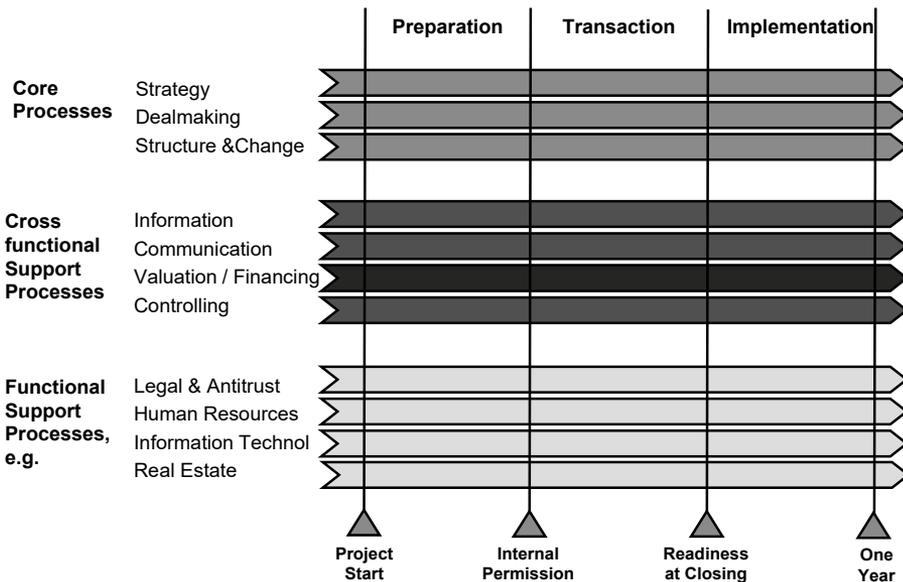
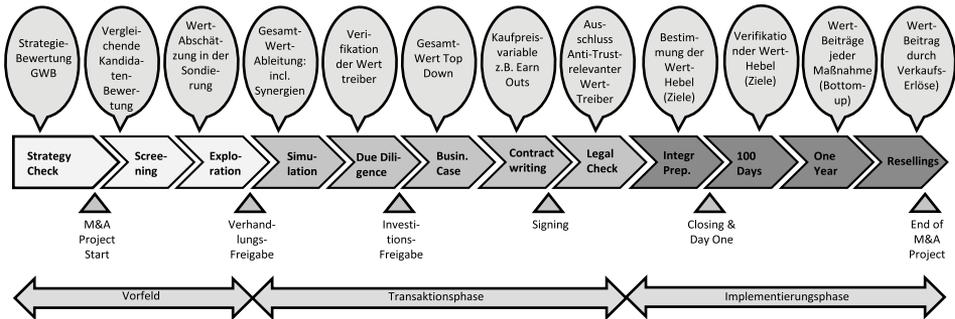


Abbildung 37: M&A-Prozessmodell

281 Zu verweisen ist hier beispielhaft auf das bei Siemens praktizierte Modell mit 5 Härtegraden, das die Planungs- und Umsetzungsstufen auf der Ebene der Einzelmaßnahmen erfasst, deren Werte quantifiziert und dies „bottom-up“ zu einem Gesamtwert aggregiert.

Abbildung 37 zeigt die Grundstruktur eines Prozessmodells, in dem der Bewertungsprozess als sog. quer-funktionaler Unterstützungsprozess²⁸² herausgestellt ist. Abbildung 38 zeigt beispielhaft in einem Stufenmodell, welche Inputs in welcher Stufe eine nochmalige Überarbeitung der Bewertung rechtfertigen.



* Hier vereinfachend sukzessive Darstellung. In der Praxis auch parallele und iterative Vorgänge sowie Bündelungen im Bewertungsprozess

Abbildung 38: Bewertung als Bestandteil der Prozessstufen von M&A-Projekten

Komplexitätstreiber

Wie mehrfach angerissen, sind M&A-Projekte in ihrer Gestalt unterschiedlich zu behandeln. Dies trifft auch auf die Bewertungspraxis zu. Unterscheidbar sind:

Messbare Größen, darin:

- Die Größenverhältnisse der zusammenzuführenden Unternehmen (Umsätze / Standorte / Wertschöpfungstiefe / Anzahl Mitarbeiter etc.)
- Die Vielfalt bzw. Heterogenität der zusammenzuführenden Geschäfte
- Der Tiefgang des Wandels, dem das zusammenzuführende Geschäft zu unterziehen ist.

Hürden, die sich vor allem aus Beschränkungen des Freiraums für wertsichernde Arbeiten und Qualitäten in der Informationsbasis ergeben, darin:

- Machteingriffe von oben, die den Bewertungsprozess steuern, etwa zusätzlich geforderte Szenarioanalysen, zusätzliche Arbeitsmodule in Form von „Rucksackprojekten“
- Zusätzlicher Aufwand durch mangelhafte betriebswirtschaftliche Transparenz
- Ausgleichsmaßnahmen, um Mängel und Widersprüche der Informationsbasis zu eliminieren.

Zusätzliche Stressoren verdichten den Arbeitsdruck, erhöhen das Informations-, Qualitäts- und Entscheidungsrisiko. Dazu gehören:

282 „Quer-funktional“ in dem Sinne, dass die „Querfunktionen“ auf alle Einzelprozesse anzuwenden sind. Auf die Abbildung 2 bezogen auf jeden der einzelnen Kernprozesse („Core Processes“).

- Wettbewerbsdruck, Angebotsdruck (Auktionen etc.)
- Außendruck aus dem gesellschaftlichen Umfeld
- Finanzieller Druck, etwa aus dem Vorstand
- Zeitdruck, etwa bei Auktionen.

Die digitale Transformation

Ein weiterer Treiber, der das Entscheidungsmuster bei Konzernen insbesondere in ihrem komplexesten Projekttypus stark verändert, ist die digitale Transformation, anzutreffen im digitalen Umbau des Unternehmens in toto, in digitalen Geschäftsmodellen, die vereinzelt übernommen werden und – nicht zuletzt – bei der Digitalisierung des M&A-Prozesses selber.

So wird etwa das klassische M&A-Geschäft angegriffen durch:

- Digital-getriebene Geschäftsmodelle
- Digitalisierung des M&A-Prozesses (siehe Kap. 2.2)
- Digitale Ökosysteme
- Aufbrechen der Wertkette: z. B. Flexsumer
- Temporäre Netzwerke, teils „non equity“
- Datengenerierung, Datenprozesse, Datengeschäfte
- Lokale Flexibilisierung, z. B. Minifabs
- Containerisierung ganzer Geschäfte oder einzelner Wertschöpfungsstufen, die flexibel auf dem Globus verschoben und verlagert werden können.

Am prägnantesten zeigt sich dies am Aufblühen von Joint Ventures in allen Wertketten und Wertschöpfungsstufen.

Die Budgetfrage: „Sicherstellung angemessener Mittel zur Generierung angemessener Informationen“

Konkret für Vorstände stellt sich die kaufmännische Frage: Was muss ich tun, was ist wirtschaftlich? – dies muss nicht deckungsgleich sein, denn es können Maßnahmen erforderlich werden, die sich der betriebswirtschaftlichen Maßgabe entziehen, die aber etwa zur übergeordneten Risikoabsicherung und zum Ausschluss von Gerichtsverfahren angesagt sind. Denn nochmals: der Vorstand haftet sowohl für die Risiken, die er erkannt hat, als auch für diejenigen, die er zwar nicht gesehen hat, die aber aus unmittelbarer Einsicht hätten erkannt werden können.

Dem Autor sind keine Beispiele bekannt, nach denen ein Konzern wegen Aufwendungen für die Rechts- und Wirtschaftsberatung bei M&A in die Knie gegangen sind. Wohlwissend kann natürlich auch ein Großunternehmen wegen eines schief gelaufenen M&A-Projektes in die Insolvenz geraten.

Exkurs Mittelstand: Überforderung infolge M&A-Beratungskosten

Bei mittelständischen Unternehmen gibt es allerdings Fälle, in denen M&A-Beratungskosten so eskaliert sind, dass diese allein die Firma in den Konkurs führten. Berichtet wird von einem Fall, in dem ein Mittelständler insgesamt 33 Bewertungen für sein Unternehmen durchführen ließ. Die Bandbreite der Bewertungsergebnisse lag dabei zwischen 10 Mio. Euro und 170 Mio. Euro. Am Ende konnte der Unternehmer den Aufwand für die Bewertungen nicht zahlen und musste Konkurs anmelden. Für Bewertungsprojekte ohne besondere Schwierigkeitsgrade kalkuliert etwa die Kanzlei Nickert & Partner als Faustformel für das Honorar einer Unternehmensbewertung mit Anhang, inkl. dessen Erstellung, die 4 bis 6-fachen Kosten eines Jahresabschlusses.²⁸³

„Ein schriftliches Bewertungsgutachten wird i. d. R. innerhalb von fünf bis acht Arbeitstagen erstellt. Die zeitliche Dauer hängt dabei entscheidend von der Komplexität der Firmenstruktur, der betriebswirtschaftlichen Transparenz der Geschäftszahlen und Aussagekraft der Geschäftsdokumente ab. Bei einer Arbeitszeit bis zu acht Tagen wird eine GmbH, Einzelfirma oder GmbH & Co. KG ohne verbundene Unternehmen berücksichtigt. Erfahrene Experten nehmen dem Bund deutscher Unternehmensberater zufolge etwa 150 bis 250 Euro pro Arbeitsstunde bei kleinen und mittelständischen Unternehmen. Als Richtwert gelten Gesamtkosten zwischen 3.500 Euro bis 5.000 Euro exklusive Mehrwertsteuer. Bei größeren Unternehmen nehmen die Fachleute 250 Euro bis 350 Euro je Arbeitsstunde. Kalkuliert werden sollte hier mit Gesamtkosten zwischen 6.000 und 8.000 Euro. Je nach Aufwand können die Kosten aber auch deutlich darüber liegen.“²⁸⁴

Angemessene Mittel im M&A-Bewertungs- und Controllingprozess bei Konzernen

Die Frage nach dem angemessenen Mitteleinsatz für M&A-Bewertung bei Konzernen bemisst sich nicht allein auf den Einsatz externer Wirtschafts-, Finanz- und Rechtsberater, sondern auch, um die Einsatzfaktoren für interne Kräfte zu decken. Denn: je häufiger M&A, je spezifischer die Modelle, je größer der interne Lerneffekt und je gleichmäßiger die Auslastung der eigenen Fachabteilungen, desto mehr lohnt sich das Insourcing von M&A-Dienstleistungen. Darüber hinaus kann ein „Vielkäufer“ durch interne Beaufschlagungen Erfahrungsvorsprünge gegenüber seinen Wettbewerbern und deren Berater aufbauen, die er im Fall externer Vergaben mit dem Markt teilen müsste. Damit würde er doppelt zahlen, nämlich in Form von Honoraren für die Berater und zusätzlich durch das Know-how, das diese durch die Bera-

283 <https://kanzlei-nickert.de/dienstleistungen/betriebswirtschaftliche-beratung/unternehmensbewertung/ablauf-einer-unternehmensbewertung>, abgerufen 22.1.2020.

284 <https://www.dub.de/kmu-multiples/unternehmensbewertung/>, abgerufen 22.1.2020.

tungsprojekte aufbauen und (nach üblichen Karenzzeiten) auch dem direkten Wettbewerber anbieten.²⁸⁵

Somit handelt es sich bei Konzernen nicht allein um eine finanzielle Frage, sondern vor allem um ein Managementproblem. Zusammenfassend sind folgende Regeln und Faktoren zu berücksichtigen:

1. Disziplin auf allen Ebenen zu wahren, auch (!) auf Vorstands- und Aufsichtsrats-ebene
2. Zielorientierung, Werttreiber
3. Typologie, M&A-Modelle (siehe Abbildung 37)
4. Komplexität, Unsicherheit und Explorationen
5. Zeitmanagement, insbesondere für Vorstandsvorlagen
6. Anforderungsmanagement und Bedarfsplanung
7. Erfahrungsmanagement
8. Prozessmanagement
9. Kapazitätsmanagement
10. Kompetenzmanagement.

Nota bene:

- Komplexität ist der größte Aufwandstreiber für M&A-Projekte, deren Bewertung und Controlling
- Mit steigender Komplexität steigt der Aufwand überproportional
- Der mit einer Fusion verbundene Anstieg von IT-Kosten ist eines der größten „Downside-Risiken“. Ein unkalkulierter Anstieg des nachlaufenden Arbeitsaufwands, der etwa durch eine aufwendigere IT induziert wird²⁸⁶, kann als „Negativ-Synergie“ durchaus alle errechneten positiven Synergien wertmäßig eliminieren, wie Projekterfahrungen gezeigt haben
- Große komplexe Projekte sind keine „Serienprodukte“, sondern Taylor Made Einzelfertigungen

²⁸⁵ Zudem ist darauf hinzuweisen, dass die üblichen Beraterverträge nur den direkten Einsatz ihrer Berater bei einem direkten Konkurrenten oder der Gesamtbranche (inkl. Kunden und Zulieferern) in einem Zeitraum von 6 bis 12 Monaten unterbinden. Berater-intern werden üblicherweise aber Coachings von erfahrenen Teammitgliedern an andere Berater durchgeführt, sodass sowohl neu erworbenes Beratungswissen unmittelbar in anderen Branchen und Regionen eingesetzt werden kann als auch – nach besonderen Karenzvereinbarungen – wieder bei direkten Wettbewerbern des erstberateten Unternehmens.

²⁸⁶ Etwa in tieferer in die Organisation eindringende und breiter angelegte Berichterstattung, die aus der Übertagung des komplexeren Berichtssystems vom (großen) Käufer auf das kleinere Target resultiert.

- Dennoch sollten diese „Einzelfertigungen“ systematisch darauf abgeklopft werden, welche Erfahrungen, welche Tools aus früheren Projekten übertragen werden können.

To-Dos:

- Wegen hoher Komplexitätsrisiken sollten alle Wege zur Komplexitätsreduktion eingesetzt werden
- Dazu gehört vor allem, durch schrittweises Lernen die Erfahrung zu steigern, Wissen zu dokumentieren, Fehler zu analysieren, besondere Erfolgsmodelle zu dokumentieren
- Wo neue Pfade zu beschreiten sind, helfen Simulationen zu verschiedensten Lösungen
- Zur Erkundung von unbekanntem Terrain ist besonders hoher Informationsaufwand gerechtfertigt, auch durch Nutzung unkonventioneller Pfade (Vorsicht aber vor Rechtsverstößen!)
- Ein System für M&A-Kompetenzmanagement²⁸⁷ sollte eingeführt werden
- Dazu gehören auch Kompetenzträger, etwa für M&A-Bewertung und Controlling
- Wegen der besonderen Unsicherheiten bei komplexen Großprojekten sind außerordentliche Anstrengungen zur Informationsbeschaffung (auch unkonventionelle Pfade) vonnöten sowie Simulationen zu Prozessen, Modellen und Lösungen – bevor der auszuwählende Weg beschritten wird.

Im Schnitt der großen M&A-Projekte bei Siemens verteilten sich die Kapazitäten für den Bewertungsaufwand wie in Abbildung 39 dargestellt. Die beiden bezeichneten Meilensteine „Interne Genehmigung“ bzw. „Closing“ kennzeichnen die von den Vorständen zu verantwortende Freigabe der Finanzmittel (Investitionsvorlage, s. o.) und die Freigabe der Übernahme („Readiness at Closing“), d. h. nicht nur zur Zahlung des Kaufpreises, sondern auch zur Bestätigung, dass die Planungen für die Post-Closing-Umsetzung genehmigt sind.

287 Im Verbund mit Kapazitätsmanagement, Zeitmanagement, Bewältigung von zeitlichen und inhaltlichen Kritikalitäten.

9.2 Rechtsrahmen

Ergänzend zu den bis hier vorgestellten operativen Erfahrungen aus der Konzernpraxis folgen nunmehr einige juristische Vertiefungen:

Rechtliche Prüfung

Die Hintergründe einer rechtlichen Prüfung, inwieweit es sich überhaupt um eine „unternehmerische Entscheidung“ im Sinne von § 93 AktG handelt, und wie die entsprechenden Anforderungen an „angemessenen Informationen“ umfassend zu erfüllen sind, wurden bereits im Kapitel 3.2 beschrieben.

Angemessenheit von Informationen

Vorstände, Geschäftsführer und Aufsichtsräte haben ihre Entscheidungen auf Grundlage angemessener Informationen zu treffen. Hierbei sind alle vorhandenen Informationsquellen tatsächlicher und rechtlicher Art zu nutzen.

Die Angemessenheit der Informationsgrundlage bestimmt sich nach

- der Art und Bedeutung der Entscheidung;
- dem zur Verfügung stehenden Zeitumfang zur Informationsgewinnung sowie
- nach anerkannten betriebswirtschaftlichen Verhaltensmaßstäben.

Bei Beschaffung angemessener Informationen ist grundsätzlich zwischen Kosten der Informationsbeschaffung und Nutzen der Informationen abzuwägen. Verwaltungsorgane eines Unternehmens haben im Einzelfall zu entscheiden, ob die Einholung von Sachverständigengutachten, von Beratervorschlägen oder die Erschließung neuer Informationsquellen notwendig ist. Die Angemessenheit der Informationsgrundlage enthält mit dem Kriterium „vernünftigerweise“ eine objektive Komponente, die aus Ex-ante-Sicht zu beurteilen ist.

Dokumentation

Für etwaige Beweis Zwecke sind die erworbenen Informationen umfassend zu dokumentieren. Dazu gehört die Verwahrung der Dokumente über den Ablauf der Verjährungsfrist nach § 93 Abs. 6 AktG hinausgehend bei börsennotierten Gesellschaften bei 10 Jahren.

Auch bei nicht-börsennotierten Gesellschaften reicht die reguläre Aufbewahrung der Dokumentation über 5 Jahre nicht. Zur Vermeidung von Rechtsstreitigkeiten sollten diesbezügliche Dokumente vielmehr einige Jahre über den Zeitpunkt des Ablaufs der Verjährung hinaus aufbewahrt werden.

Überlegungen zu unternehmerischen Entscheidungen sollten nach Möglichkeit aus schriftlichen Unterlagen hervorgehen. Schriftliche Unterlagen bei unternehmerischen Entscheidungen können u. a. sein:

- Sitzungsprotokolle zu Vorstandsbeschlüssen oder Aufsichtsratsbeschlüssen;
- Gesellschafterbeschlüsse von Gesellschafterversammlungen;
- Stellungnahmen und/oder Analysen von Mitarbeitern oder
- Gutachten und/oder Vorschläge von Sachverständigen/Beratern.

Definition einer unternehmerischen Entscheidung nach § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG

§ 93 Abs. 1 Satz 2 AktG setzt die angemessene Information voraus, da es ohne eine sorgfältige Ermittlung der Entscheidungsgrundlage kein schutzwürdiges unternehmerisches Ermessen gibt.²⁸⁸

Der BGH weist darauf hin, dass der Vorstand (ebenso die Geschäftsführung oder der Aufsichtsrat) eines Unternehmens in eine konkreten Entscheidungssituation alle verfügbaren Informationen tatsächlicher und rechtlicher Art ausschöpfen muss, um auf dieser Grundlage die Vor- und Nachteile der bestehenden Handlungsoptionen sorgfältig abschätzen und den erkennbaren Risiken Rechnung zu tragen zu können.

Als „angemessen“ ist eine Information in den Fällen anzusehen, in denen diese angesichts konkreter Entscheidungssituation der Tragweite und der Eilbedürftigkeit der (unternehmerischen) Entscheidung als angemessen erscheinen kann.

In Einzelfällen wird die erforderliche Informationsdichte ausdrücklich gesetzlich vorgeschrieben, bspw. bei der Vergabe von Großkrediten gemäß § 18 KWG.

Ausgangspunkt der rechtlichen Beurteilung einer unternehmerischen Entscheidung ist die Perspektive des Entscheiders (Ex-ante-Sicht), sofern seine Beurteilung bei nachträglicher Überprüfung noch als nachvollziehbar (oder vernünftig) erscheint. Anwendungsprobleme des § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG ergeben sich aus einem kombiniert objektiv-subjektiven Maßstab:

- Subjektiver Maßstab, ausgedrückt durch das Merkmal „annehmen dürfen“
- Objektiver Maßstab, ausgedrückt durch das Merkmal „vernünftigerweise“.

Vorstand, Geschäftsführung oder Aufsichtsrat dürfen sich nicht ungeprüft auf Informationen Dritter verlassen, sondern müssen vielmehr eigene Informationsquellen suchen und nutzen sowie ihre Funktionalität überwachen. Verwaltungsorgane von Unternehmen haben den bei der Informationsgewinnung dargestellten objektiv/subjektiven Maßstab auch bei Beratung Dritter zu beachten, etwa bei:

- Beratung durch Sachverständige
- Informationen durch andere Vorstandsmitglieder bei horizontaler Arbeitsteilung;
- Informationen durch untere Hierarchieebenen bei vertikaler Arbeitsteilung.

²⁸⁸ RMA, 2019; Graumann, 2014 und Gleißner (2019a) und Günther/Gleißner, 2021 sowie Follert/Gleißner, 2022 zum Zusammenhang mit der Fairness Opinion.

Besonders bei der Beratung Dritter muss der Sachverhalt „ordentlich“ aufgearbeitet sein, da auf dieser Grundlage die sachverständige Beratung eingeholt und diese im Rahmen der Möglichkeiten auf Plausibilität geprüft werden.

Arbeitsteiligkeit und besondere Risiken

Bei horizontaler Arbeitsteilung innerhalb des Vorstandskreises kann sich das einzelne Mitglied aus Gründen sinnvoller Gliederung auf vorrangige Zuständigkeit des ressortzuständigen Kollegen verlassen und darf sich – sofern keine besonderen Umstände vorliegen – auf Plausibilisierungskontrollen beschränken.

Bankgeschäfte: Keine wesentliche Kreditvergabe an Bankkunden ohne zeitnahe Information über Fähigkeit zur Kreditbedienung. Ebenso keine quantitativ erhebliche Teilnahme an Verbriefungsgeschäften, die sich mangels hinreichender Expertise ganz oder weitgehend auf externe Ratings verlässt.

Strategische Entscheidungen und bedeutende Risiken: Bei strategischen Entscheidungen und bedeutenden Risiken sind die Anforderungen an die Informationsbeschaffung höher als bei Maßnahmen des Tagesgeschäfts.

Bestandsgefährdende Risiken

Nach § 91 Abs. 2 AktG und § 1 StaRUG hat der Vorstand geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden. Dazu müssen Maßnahmen interner Überwachung so eingerichtet sein, dass bestandsgefährdende Entwicklungen frühzeitig erkannt werden. Zielstellung des Gesetzgebers ist somit, angelaufene Negativveränderungen und -prozesse rechtzeitig zu erkennen. Hierzu zählen insbesondere risikobehaftete Geschäfte, wie bspw.:

- Derivatehandel;
- Unrichtigkeiten der Rechnungslegung;
- Verstöße gegen gesetzliche Vorschriften.

Nach § 91 Abs. 2 AktG müssen bestandsgefährdende Entwicklungen frühzeitig erkannt werden, um geeignete Maßnahmen zu Sicherung des Fortbestands der Gesellschaft treffen zu können (vgl. Kapitel 6 zur Risikoanalyse).

Bestandsgefährdung liegt vor, wenn sich nachteilige Veränderungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage (VFE) eines Unternehmens wesentlich auswirken können. Es handelt sich folglich um Risiken, die das Insolvenzrisiko eines Unternehmens erheblich steigern oder hervorrufen.

Früherkennung

Neben der Aufnahme risikobehafteter Geschäfte geht es darum, nachteilige Veränderungen bspw. von Marktbedingungen, die sich auf die VFE-Lage eines Unterneh-

mens auswirken können, zu erfassen. Maßnahmen (Überwachungssystem etc.) müssen dazu dienen, bestandsgefährdende Entwicklungen rechtzeitig/frühzeitig zu erkennen. Diese müssen sowohl individuell als auch kombiniert betrachtet werden, um Auswirkungen auf den Fortbestand des Unternehmens erfassen zu können. Das erfordert einerseits eine Bestandsaufnahme des Ist-Zustands an Risikopotenzial, andererseits eine prognostische Einschätzung der Risiken.

9.3 Zusammenfassende Wertung und Ausblick

Wie gezeigt wurde ist M&A der komplexeste Prozess, in den sich ein Unternehmen hineinbegeben kann. Das genaue Erkennen des damit verbundenen spezifischen Entscheidungsproblems ist hinsichtlich Informationsbeschaffung, Informationsmanagement, Ökonomie und Wirkung auf die Richtigkeit von Entscheidungen von großer Bedeutung.

Die verschiedenen Transformationen, denen sich die Wirtschaft heute zu stellen hat, schlagen sich auch in unternehmerischen Entscheidungen nieder. So erfordert die digitale und informatorische Transformation („Industrie 3.0“ bzw. „Industrie 4.0“) vernetzte Entscheidungsprozesse, die alle Ebenen eines Unternehmens einbinden. Dabei sind Betriebe mit eher hierarchischen Strukturen benachteiligt. Agilität und Offenheit sind typische Forderungen der Generation der „jungen Macher“. Digitale Transformationen erfordern vernetzte Arbeitsweisen und Abbau hierarchischer Denkstrukturen. Managementprozesse, die der Software-Entwicklung entlehnt sind, werden zunehmend in die Entscheidungsfindung aufgenommen. Das „Agile Manifesto“ von 2001 hat durchaus die Kraft, mit seinem Methodenangebot (Scrum, Design-Thinking, Lean Start-up, Business Model Canvas, Rapid Prototyping, Hackathon und DevOps) unsere überkommene Entscheidungsfindung „auf den Kopf zu stellen“. Weiteres dazu siehe Kapitel 2.2.

Auch die zugrunde zu legenden Strukturen ändern sich. Wir beobachten Auflösungen klassischer Unternehmensgrenzen durch direkte Zusammenschlüsse von Wettbewerbern (Coopetition), in Form von Durchmischungen (etwa Hersteller und Konsument zum „Prosumer“ und „Xsumer“), durch Virtualisierungen von Produkten und Prozessen sowie durch datengetriebene Wertschöpfungsnetze.

Das langfristig orientierte M&A bekommt Konkurrenz durch kurzfristige, oft opportunistische Formen von Zusammenarbeit, die nicht einmal mehr mit Kapital hinterlegt werden. Die Macht von Vorständen und Geschäftsführungen weicht zurück gegenüber externen Kraftzentren, etwa zu aktivistischen Investoren, die Zerlegungen durchdrücken können und gegenüber der Kaufkraft von Private Equity, die vor Unternehmens-Übernahmen bereits den Ausstieg kalkulieren.

Handlungsoptionen, Entscheidungsprozesse, Entscheidungsträger und die unternehmerische Umwelt bestimmen zunehmend das Schicksal von Geschäften. In dem Maße, wie sich ESG (Environmental / Social / Governance) als bestimmender Rah-

men für oder gegen einen Unternehmenskauf durchsetzen kann, werden sich Entscheidungsprobleme, Entscheidungsprozesse und Entscheidungsträger ändern. Die Richtungen dieser Veränderungen sind noch weitgehend offen. Selbst die zugrunde liegenden Kriterien und deren Einsetzung in Verfahren und Formeln wird noch gegensätzlich diskutiert. Die hier stattfindenden Transformationen sind nicht abgeschlossen. Es bleibt spannend zuzusehen und mitzuwirken, wohin die weitere „unternehmerische Reise“ geht. Eine Richtung ist aber bereits deutlich: die Digitalisierung und Automatisierung der M&A-eigenen Prozesse wird weiter zunehmen und darin auch digital-hinterlegte Zugriffe auf Daten im Internet. Somit wird sich auch das M&A-System weiter öffnen, genauso wie die Unternehmen, die M&A betreiben. Auf diese Weise können auch Regularien, die etwa aus ESG, Umweltverpflichtungen und verschiedensten Transformationen, denen sich Wirtschaft und Gesellschaft derzeit unterziehen, automatisiert eingespielt werden. Dies hat durchaus auch Auswirkungen auf Entscheidungen, Entscheidungswerte und die Bewertung von Risiken (siehe die entsprechenden Kapitel hierzu). Für die M&A-Verantwortlichen (Project Owner, Teamleiter, Anwälte, Wirtschaftsprüfer etc.) wird dies zu einer neuen Herausforderung, nämlich auch über diese automatisierten Prozesse die Kontrolle zu behalten und rechtzeitig einzugreifen.

Dabei stehen wir in der großen Zeitreise der Automatisierung erst noch in den Anfängen. Die Potenziale, die sich aus den verschiedenen Anwendungsrichtungen der Künstlichen Intelligenz erschließen lassen, sind noch lange nicht erschöpft. Dazu gehört die Richtung des dynamischen Datenmanagements einschließlich automatischer Erschließung von Internet-hinterlegten externen Daten in großer Anwendungsbreite. Wir bewegen uns dabei immer noch auf einer unteren Ebene von KI, nämlich der schwachen oder „Narrow AI“, die darauf spezialisiert ist, jeweils eine bestimmte Aufgabe auszuführen, ohne menschliches Eingreifen. Beispiele hierfür sind Spracherkennung, Gesichtserkennung, Spam-Filterung oder Empfehlungssysteme. Menschenähnliche Fähigkeiten, wie sie eine „Starke KI“ oder „General AI“ versprechen, wie etwa automatische Übersetzungen, können bislang nur auf der technischen Basis schwacher KI – durch Hinterlegung gewaltiger Mengen an Übersetzungen – quasi „simuliert“ werden. M&A liegt dabei am „unteren Ende der KI-Nahrungskette“, nämlich dort, wo sich Erfahrungen aus dem gesamtunternehmerischen KI-Erfahrungsschatz auf das Management von Fusionen und Übernahmen übertragen lassen. Näheres siehe Kapitel 2.2.