

---

Werkzeugkasten M&A (Modul 2)

# PROZESS

Univ.-Prof. Dr. Marc Eulerich, Universität Duisburg-Essen

August 2023

---

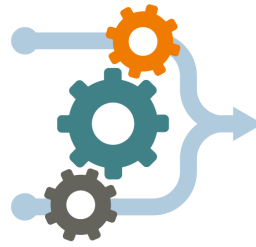
Wie verläuft ein typischer M&A-Prozess und anhand welcher Aspekte wird der Mehrwert von M&A beeinflusst? Zusätzlich wird in diesem Modul der Sonderfall der feindlichen Übernahmen thematisiert.

# Inhalt

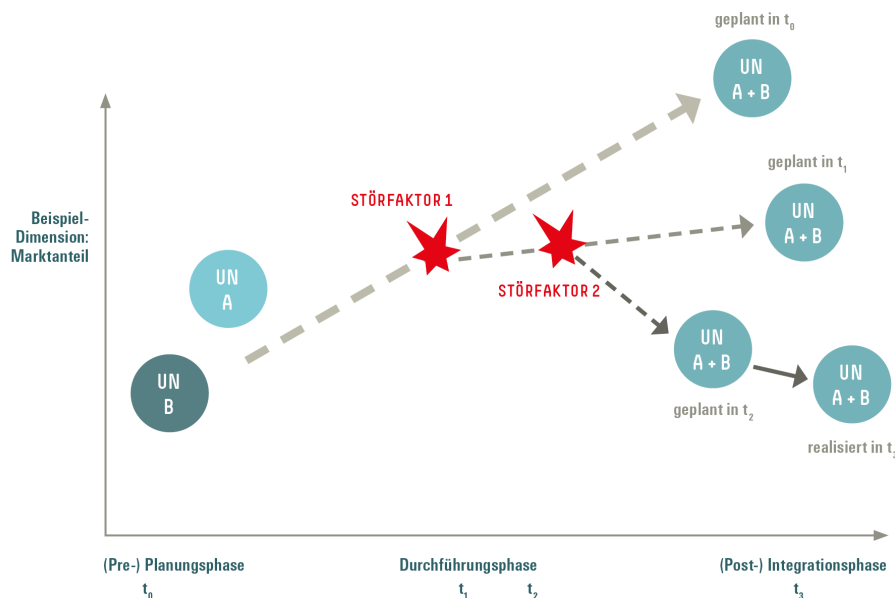
<b>1</b>	<b>Überblick über die Phasen des M&amp;A-Prozesses</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Planungsphase</b>	<b>3</b>
2.1	M&A-Strategie	4
2.2	Identifikation geeigneter Targets	5
2.3	Ansprache der Kandidaten	6
<b>3</b>	<b>Durchführungsphase</b>	<b>6</b>
3.1	Absichtserklärung	6
3.2	Due Diligence	7
3.3	Unternehmensbewertung	11
3.4	Preisverhandlung	12
3.5	Signing and Closing	13
<b>4</b>	<b>Integrationsphase</b>	<b>13</b>
<b>5</b>	<b>Sonderfall: Feindliche Übernahmen</b>	<b>14</b>
<b>6</b>	<b>Literatur</b>	<b>15</b>
	<b>Über den Autor</b>	<b>16</b>

# 1 Überblick über die Phasen des M&A-Prozesses

Mergers and Acquisitions (M&A) sind grundsätzlich sehr individuell. Dies liegt zum einen an der Vielzahl unterschiedlicher Arten von M&A und zum anderen an Besonderheiten, die sich aufseiten des Käufers oder des Verkäufers ergeben können. Dennoch gibt es bestimmte Phasen beziehungsweise Schritte innerhalb der Phasen, die typisch sind. Zum leichteren Verständnis wird der M&A-Prozess aus der Perspektive des Käufers dargestellt.



M&A Prozess



Quelle: Eulerich (2009)

Hans Bockler  
Stiftung

In der Regel beginnt der M&A-Prozess mit einer Planungsphase, in der gemäß der M&A-Strategie potenzielle Targets identifiziert und angesprochen werden. In der Durchführungsphase finden unter anderem die Due Diligence, die Unternehmensbewertung und die Preisverhandlung statt. Dabei können unterschiedliche Störfaktoren auftreten, die den Wert der Transaktion möglicherweise beeinträchtigen. Zuletzt muss das Target, also das gekaufte Unternehmen, integriert werden.

## 2 Planungsphase

Die Planungsphase dient der Vorbereitung der Transaktion. In dieser Phase werden basierend auf der M&A-Strategie geeignete Kandidaten identifiziert und angesprochen. Wichtig ist, dass die M&A-Strategie eng mit der

Unternehmensstrategie verbunden ist und die Kriterien für die Auswahl geeigneter Kandidaten sorgfältig bestimmt werden. Fehler in der Planungsphase oder im Planungsprozess werden sonst dazu führen, dass systematisch die falschen Targets ausgesucht und die M&A-Transaktionen weniger vorteilhaft für das Unternehmen werden.

Der Aufsichtsrat hat während der Planungsphase in der Regel wenig Einfluss. Er kann jedoch dafür Sorge tragen, dass die M&A-Strategie auf der Unternehmensstrategie aufbaut, und den M&A-Prozess beispielsweise durch die Interne Revision prüfen lassen, um Prozessfehler aufzudecken. Die Qualität der Planungsphase wird jedoch größtenteils durch die M&A-Abteilung und das Management bestimmt.

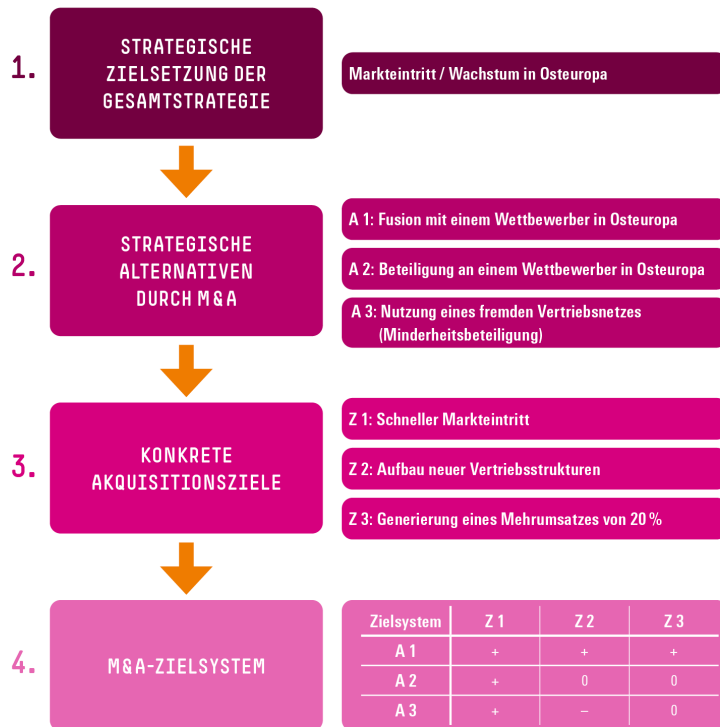
## 2.1 M&A-Strategie

Der Grundgedanke der M&A-Strategie ist, dass Unternehmen systematisch M&A durchführen, um ihre Wettbewerbsposition zu verbessern und den Erfolg langfristig zu sichern. Die konkrete Ausgestaltung der M&A-Strategie ist daher – genauso wie die Unternehmensstrategie – individuell.

### Weiterführende Informationen

Wissen kompakt – → [Unternehmen in Krisensituationen](#)

Basierend auf der Unternehmensstrategie kann sich etwa die Zielsetzung ergeben, in einen neuen Markt einzutreten oder zu wachsen. M&A, in Form von Zusammenschlüssen oder Unternehmenskäufen, sind ein mögliches Instrument, um diese Ziele zu erreichen. M&A-Strategien können dementsprechend darin bestehen, Targets zu identifizieren, die einen schnellen Markteintritt, den Aufbau neuer Vertriebsstrukturen und weitere Umsatzwachstumspotenziale ermöglichen. Hierbei kann auch festgelegt werden, welche M&A-Form sich am meisten anbietet.



Quelle: Eulerich (2009)

## 2.2 Identifikation geeigneter Targets

Auf Basis der M&A-Strategie wird anschließend eine Liste möglicher M&A-Targets erstellt. Im Rahmen des Screenings, also der systematischen Auswertung von Informationen, soll die Auswahl potenzieller Targets immer weiter eingeschränkt werden. Zu den Kriterien, die für das Screening verwendet werden können, zählen unter anderem

- **finanzielle Kriterien** (zum Beispiel Umsatz, Gewinn, Cashflow, Bilanzsumme, Marktkapitalisierung),
- **organisatorische Kriterien** (zum Beispiel Besetzung von Schlüsselpositionen, Eigentümerstruktur, Unternehmenskultur, Standorte, Infrastruktur),
- **marktbezogene Kriterien** (zum Beispiel Bekanntheit, Preisstruktur, Kundenstruktur),
- **produktbezogene Kriterien** (zum Beispiel Innovationsgrad, Technologien, Vertrieb, Marktanteile, Kosten).

Mithilfe dieser Kriterien können Unternehmen aus der Liste aller möglichen Targets eine Shortlist geeigneter Targets erstellen. Für alle Unternehmen auf der Shortlist können daraufhin detaillierte Profile mit Stärken und Schwächen erstellt werden.

## 2.3 Ansprache der Kandidaten

Unternehmen, die sich auf der Shortlist befinden, sollten im nächsten Schritt angesprochen werden. Dabei soll zunächst festgestellt werden, ob überhaupt eine Bereitschaft zum Verkauf besteht. Unternehmen können entweder die Eigentümer und/oder das Management direkt kontaktieren oder Berater (etwa Unternehmensberater, Banken, Rechtsanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer) für die Kontaktaufnahme nutzen. Der Vorteil der mittelbaren Ansprache durch Berater ist, dass sie teilweise auch möglich ist, ohne dass der Berater den Namen des Klienten nennen muss.

Besteht von beiden Seiten ein Interesse an der Transaktion, kann eine **Vertraulichkeitserklärung** (Non-Disclosure Agreement oder Confidentiality Agreement) geschlossen werden. Darin wird beispielsweise festgehalten,

- welche Informationen vertraulich sind,
- wer Zugang zu diesen Informationen bekommt,
- welche Pflichten bestehen, sollte die Transaktion nicht zustande kommen (zum Beispiel die Pflicht zur Löschung oder Rückgabe von Informationen) und
- was bei Verstoß gegen die Vertraulichkeitspflichten passiert (Schadensersatzansprüche).

## 3 Durchführungsphase

Die Durchführungsphase befasst sich mit den konkreten Handlungen im Rahmen einer Transaktion. Darin unterzeichnen beteiligte Parteien zunächst eine Absichtserklärung, bevor zusätzliche Informationen im Rahmen der Due Diligence eingeholt werden. Mit diesen Informationen ist der Käufer im nächsten Schritt in der Lage, einen Unternehmenswert zu kalkulieren. Diese subjektive Werteinschätzung trifft in der Preisverhandlung auf die subjektive Werteinschätzung des Verkäufers. Schaffen es beide Parteien, sich in der Verhandlung zu einigen, kann der Kaufvertrag unterschrieben und die Transaktion durchgeführt werden.

Für den Aufsichtsrat ist insbesondere die Due Diligence und die Unternehmensbewertung von entscheidender Bedeutung. M&A stiften einen Mehrwert, wenn der Nutzen größer als die Kosten ist. Daher bestimmt die Due-Diligence-Phase maßgeblich die Fähigkeit, den Nutzen richtig bewerten zu können. Je genauer die Unternehmensbewertung stattfindet, desto genauer lässt sich daneben der maximal zu zahlende Kaufpreis bestimmen.

### 3.1 Absichtserklärung

Bevor die Vertragsverhandlungen beginnen, wird von beiden Parteien eine **Absichtserklärung** (Letter of Intent) abgegeben. Darin sollen die Rahmenbedingungen für die späteren Verhandlungen festgehalten werden, wobei die Unterzeichnung der Absichtserklärung in erster Linie

psychologische Wirkung hat. Zu den Inhalten einer Absichtserklärung gehören beispielsweise:

- Definition des Transaktionsobjekts,
- Name der Vertragspartner,
- Transaktionsform,
- Verpflichtung des Verkäufers, dem Käufer die Due Diligence zu ermöglichen,
- Verpflichtung des Verkäufers zur Exklusivverhandlung,
- Kaufpreisbandbreite,
- Zahlungsmodalitäten,
- Zeitplan für die Due Diligence und Fristen für die Angebotslegung des Käufers und
- Geheimhaltungsverpflichtung.

#### **Exklusivität**

Häufig fordern Käufer, dass eine exklusive Verhandlung vereinbart wird. Damit ist gemeint, dass der Verkäufer für einen bestimmten Zeitraum nicht mit weiteren Kaufinteressenten verhandelt. Andernfalls würde für den Käufer die Gefahr bestehen, dass er von anderen Interessenten überboten wird und Beraterkosten vergebens getragen hätte. Auch seitens des Verkäufers kann eine derartige Exklusivität gewünscht sein. Damit kann sich der Verkäufer dagegen absichern, dass der Käufer die Transaktion abbricht, weil ein anderes Target sich als vorteilhafter herausgestellt hat.

### **3.2 Due Diligence**

Die Due Diligence ist die systematische Prüfung (etwa von wirtschaftlichen, marktbezogenen, technologiebezogenen und rechtlichen Verhältnissen) des Targets mit dem Ziel, Risiken und Chancen bei der Ermittlung des Unternehmenswerts besser einschätzen zu können. Die Themengebiete sind vielfältig und umfassen unter anderem:

- Strategie
- Finanzen
- Personal
- Unternehmenskultur
- Steuern und Recht

Aus der Sicht des Käufers hilft die Due Diligence dabei, Risiken zu erkennen, zu bewerten und während der Preisverhandlung zu berücksichtigen. Die dabei gewonnenen Informationen sind zudem wichtig für die spätere Integration. Andererseits wird dadurch das Risiko zu einem gewissen Teil

auf den Käufer übertragen. Aus Sicht des Verkäufers kann die Due Diligence daher ebenfalls ein Instrument zur Reduktion der Gewährleistungen sein. Jedoch entstehen hierdurch Kosten und Unruhe im Unternehmen.

Aufgrund der Vielfältigkeit der Themen werden sehr unterschiedliche Parteien für die Due Diligence eingesetzt. So können Prüfungen beispielsweise seitens des Käufers vom Controlling, von der M&A- oder der Rechtsabteilung durchgeführt werden, aber auch von externen Beratern wie Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Rechtsanwaltskanzleien oder Unternehmensberatungen. Zudem werden manche Prüfungen vom Target selbst übernommen.

#### **Vendor Due Diligence und Reverse Due Diligence**

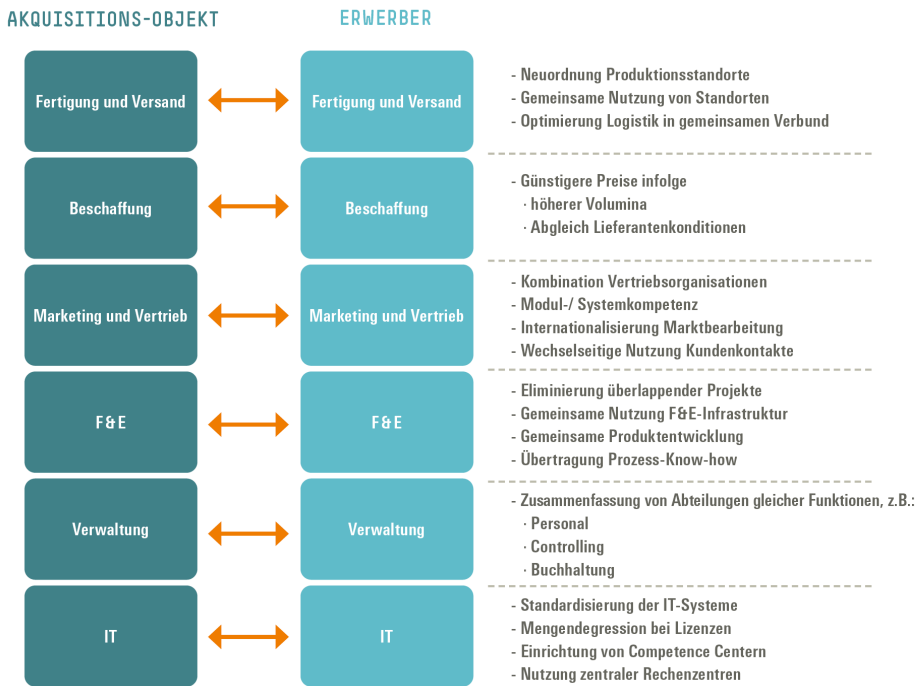
Aus Sicht des Verkäufers kann auch eine Vendor Due Diligence sinnvoll sein, bei welcher der Verkäufer die Prüfung durch einen unabhängigen Dritten beauftragt und mit dem Ergebnis an potenzielle Käufer herantritt. Hierdurch erhält der potenzielle Käufer bereits detaillierte Informationen über das Target, ohne selbst eine Prüfung veranlassen und bezahlen zu müssen. Ähnlich kann auch die Reverse Due Diligence durchgeführt werden, um aus Sicht des Verkäufers zu evaluieren, inwiefern der Käufer in der Lage ist, den Kaufpreis vollständig und fristgemäß zu zahlen.

### **3.2.1 Strategic Due Diligence**

Im Rahmen der Strategic Due Diligence wird überprüft, inwiefern die Transaktion die strategischen Ziele erfüllen würde. Die dabei gesammelten Informationen dienen zwei Zwecken: Zum einen helfen sie bei der Bestimmung des Kaufpreises, da sie das Potenzial der Transaktion aufzeigen; zum anderen können sie als Zielvorgaben verstanden werden, mit denen im Anschluss geprüft werden kann, ob die Transaktion die Vorstellungen erfüllt hat.

Ein Aspekt im Zuge der Strategic Due Diligence kann die Identifikation von Synergiepotenzialen sein.





Quelle: eigene Darstellung

### 3.2.2 Financial Due Diligence

Die Financial Due Diligence befasst sich mit der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Targets. So können sich Unterschiede daraus ergeben, dass beide Unternehmen nach anderen Rechnungslegungsstandards bilanzieren. Dabei ist auch zu analysieren, inwiefern Aktiva überbewertet sind (zum Beispiel, weil Vermögensgegenstände nicht mehr den bilanzierten Wert haben) oder Passiva unterbewertet sind (zum Beispiel, weil Rückstellungen zu niedrig bewertet wurden). Ferner ist auch auf Risiken, für die keine Rückstellungen gebildet wurden, und auf die Ausnutzung von Ermessensspielräumen, die gegebenenfalls die Bewertung verzerren, zu achten.

Ein wichtiger Aspekt im Rahmen der Financial Due Diligence ist auch die Plausibilisierung der Planungsrechnung. Häufig sind Prognosen zu positiv, sodass die Unternehmensbewertung verzerrt wird. Deshalb sollte etwa hinterfragt werden, ob sich Umsatzprognosen mit den vorhandenen Produktionskapazitäten erreichen lassen.

Die Ergebnisse dienen einerseits der Risikoermittlung und der Absicherung in Form von Gewährleistungen und Abschlägen auf den Kaufpreis. Andererseits sind die Erkenntnisse auch für die Finanzierung der Transaktion relevant, da sie den künftigen Liquiditätsbedarf offenlegen.

### **3.2.3 Human Resources Due Diligence**

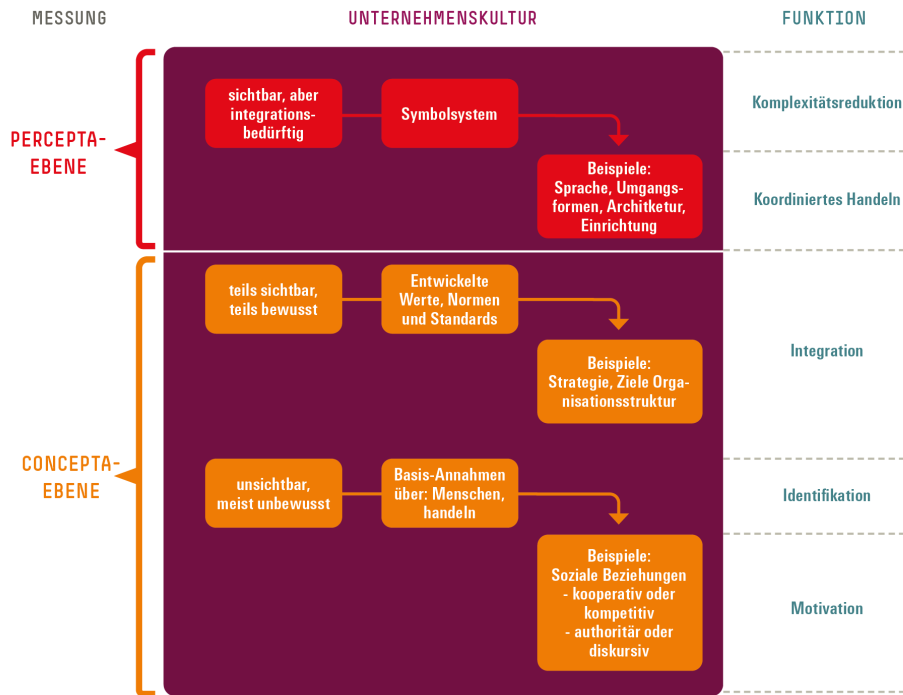
Ein weiteres Themenfeld der Due Diligence ist das Personalwesen. Zu einer Human Resources Due Diligence gehören unter anderem folgende Analyseaspekte:

- Personalstruktur,
- Vergütungsstruktur,
- Personalkosten,
- Leistungsdaten,
- Abdeckung durch individuelle und kollektive Arbeitsverträge,
- künftige Anforderungen,
- Personalentwicklung.

### **3.2.4 Cultural Due Diligence**

Ein für die spätere Integration besonders relevanter Aspekt ist die Unternehmenskultur. Ist die Unternehmenskultur von Käufer und Target zu unterschiedlich, kann dies die Integration erschweren und den Wert der Transaktion mindern. Die Unternehmenskultur umfasst typische Denkmuster, Überzeugungen, Grundannahmen, Werte, Normen sowie das Symbolsystem.

Aspekte wie die Umgangsformen und die Sprache sind dabei leicht zu erkennen, während Werte und Normen innerhalb des Targets nur schwer zu beobachten sind. Zudem ist die Struktur der sozialen Beziehungen (zum Beispiel kooperativ oder kompetitiv, autoritär oder diskursiv) selbst den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern kaum bewusst und von außen kaum sichtbar.



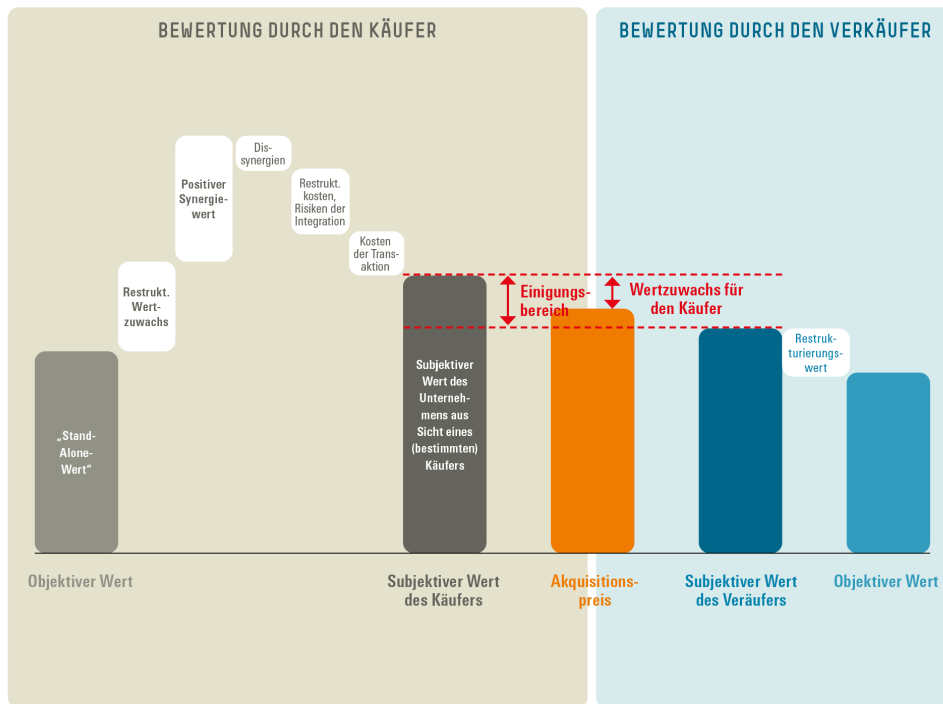
Quelle: eigene Darstellung

Hans Bökler  
Stiftung

### 3.3 Unternehmensbewertung

Mit den Erkenntnissen aus der Prüfung des Unternehmens hinsichtlich des strategischen Potenzials, der Chancen und der Risiken soll anschließend der Unternehmenswert bestimmt werden. Der Unternehmenswert ist jedoch kein objektiver Wert, sondern nur eine subjektive Berechnung auf Basis unterschiedlicher Verfahren. Unterschiede ergeben sich schon allein aus der Auswahl des Bewertungsverfahrens. Darüber hinaus sind die Einblicke im Rahmen der Due Diligence auch nicht vollständig und spiegeln meist eine subjektive Einschätzung etwa bezüglich der Synergiepotenziale wider.

Die Unternehmensbewertung ist insbesondere für die Preisverhandlung von Bedeutung, da der Unternehmenswert die Obergrenze für den Käufer bildet. Gleichzeitig berechnet auch der Verkäufer einen Unternehmenswert, den er in Form des Kaufpreises kompensiert haben will.



Quelle: Lucks und Meckl (2015)

Hans Böckler  
Stiftung

## Weiterführende Informationen

Werkzeugkasten M&A – [→ Unternehmensbewertung](#)

### 3.4 Preisverhandlung

Nachdem Käufer und Verkäufer den Wert des Targets jeweils für sich berechnet haben, kommen sie im nächsten Schritt zu Preisverhandlungen zusammen. Dabei versucht der Käufer, einen möglichst niedrigen Preis, und der Verkäufer, einen möglichst hohen Preis zu verhandeln. Hierbei können die Preisvorstellungen deutlich auseinanderfallen, wenn etwa unterschiedliche Bewertungsmethoden angewandt wurden oder unterschiedliche Annahmen bezüglich der Entwicklung des Targets bestehen. Im Prozess der Preisfindung können allerdings persönliche, psychologische und kulturelle Prägungen der Parteien/Akteure den Ausgang der Verhandlung maßgeblich beeinflussen

Neben dem Preis sind auch die Zahlungsmodalitäten zu verhandeln. Gegen Mitte der 2000er-Jahre wurden M&A vor allem direkt abgewickelt. Der Käufer überweist dabei den Kaufpreis an den Verkäufer, also an die Eigentümer des Targets. Der Kaufpreis kann auch in Tranchen als Ratenzahlung beglichen werden. Alternativ kann der Kaufpreis in Form von Aktien bezahlt werden: Der Verkäufer „tauscht“ dabei seine eigenen Aktienanteile am Unternehmen (Target) gegen Aktien am Käufer. Der Vorteil am Aktientausch ist, dass der Käufer keine liquiden Mittel verliert und dementsprechend auch keine

Investitionen blockiert werden. Andererseits erlangt der Verkäufer auf diese Weise Einfluss auf den Käufer. In der Praxis kommen beide Zahlungsformen in verschiedenen Mischungen vor.

### 3.5 Signing and Closing

Sobald die Verhandlungen beendet sind, kann der Kaufvertrag unterschrieben werden (Signing). Der Kaufvertrag regelt beispielsweise, was Bestandteil der Transaktion ist, wann der Übergang stattfinden soll, wie und wann der Kaufpreis zu bezahlen ist sowie welche Garantien zugesichert werden sollen. Beispiele für solche Garantien sind:

- für sämtliche bekannte Risiken sind Rückstellungen gebildet worden;
- Rückstellungen (insbesondere Pensionsrückstellungen) sind gemäß bilanziellen und steuerlichen Vorschriften bewertet worden;
- es wird nicht in die Rechte Dritter eingegriffen (Patente, Lizenzen usw.);
- Auflagen und Anforderungen von Dritten (zum Beispiel Behörden und Kunden) sind erfüllt worden;
- im Rahmen der Due Diligence erstellte Unterlagen sind vollständig und korrekt.

Davon zu unterscheiden ist das Closing, also der Stichtag, an dem das Target an den Käufer übergeht. Ab diesem Zeitpunkt liegt die unternehmerische Verantwortung für das Target beim Käufer.

In den Kaufvertrag können auch Klauseln aufgenommen werden, die den Parteien erlauben, vom Vertrag zurückzutreten oder Schadensersatz zu erhalten, falls wesentliche nachteilige Effekte beziehungsweise Veränderungen zwischen dem Signing und dem Closing eingetreten sind.

## 4 Integrationsphase

Die letzte M&A-Phase ist die Integrationsphase, in welcher der Käufer versucht, die Potenziale zur Wertsteigerung zu realisieren. Diese Phase ist kritisch für den Erfolg von M&A-Aktivitäten, da sich etwa Synergieeffekte nur dann ergeben, wenn Käufer und Target aufeinander abgestimmt werden. Grundsätzlich ist es schwierig, allgemeingültige Aussagen über die Integration zu treffen, da diese von den beteiligten Parteien und den jeweiligen M&A-Zielen abhängt. Daher empfiehlt es sich, vor der Transaktion konkrete Zielsetzungen festzulegen, anhand derer die Integration ausgerichtet und abschließend der Erfolg der Transaktion bewertet werden kann.

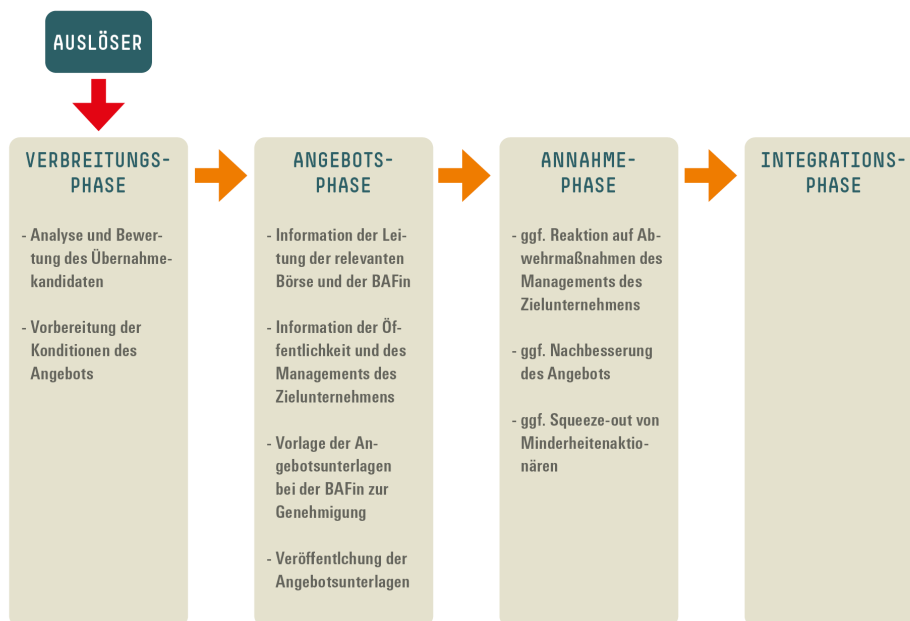
### Weiterführende Informationen

Werkzeugkasten M&A – → [Post-Merger-Integration](#)

## 5 Sonderfall: Feindliche Übernahmen

Die bisherigen Ausführungen beruhen auf der Annahme, dass das Management des Targets Interesse an der Transaktion hat. Dies ist in der Praxis jedoch nicht immer der Fall. Findet ein Übernahmever such gegen den Willen des Managements statt, spricht man von einer feindlichen Übernahme („hostile takeover“). In diesem Fall unterbreitet der Käufer den Eigentümern des Targets nach der Planungsphase direkt ein Angebot.

Phasen der feindlichen Übernahme



Quelle: Balz und Arlinghaus (2007)

Hans Bockler  
Stiftung

Dem Management des Targets stehen verschiedene Abwehrstrategien gegen eine feindliche Übernahme zur Verfügung. Das Ziel dieser Maßnahmen ist es, den Kauf zu verhindern oder so teuer zu gestalten, dass er sich für den potenziellen Käufer nicht mehr lohnt.



Quelle: Eulerich (2009)

Hans Böckler  
Stiftung

## 6 Literatur

- Behringer, S. (2013). Unternehmenstransaktionen: Basiswissen, Unternehmensbewertung, Ablauf von M&A. Berlin: Erich Schmidt Verlag.
- Eulerich, M. (2009). Strategische Planung, Steuerung und Kontrolle von Mergers & Acquisitions: M&A-Controlling, M&A-Risikomanagement, Praxiswissen. Frankfurt a. M.: Peter Lang.
- Eulerich, M.; Fligge, B.; Scholz, R.; Vitols, S.; Campagna, S. (2022). → **Unternehmenskäufe und -übernahmen in Deutschland: Entwicklung, Goodwill und Mitbestimmung**. Düsseldorf: Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U) der Hans-Böckler-Stiftung.
- Eulerich, M.; Kopp, R.; Fligge, B. (2022). → **Mergers and Acquisitions Research – A Bibliometric Analysis**. European Management Journal
- Welge, M.K.; Al-Laham, A.; Eulerich, M. (2017). Strategisches Management. Wiesbaden, SpringerGabler.

---

## Über den Autor

**Prof. Dr. Marc Eulerich** ist Lehrstuhlinhaber an der Mercator School of Management der Universität Duisburg-Essen und besetzt dort den Lehrstuhl für Interne Revision. Neben der Internen Revision erforscht er insbesondere die Bereiche Unternehmensstrategie und Corporate Governance.

## Kontakt

---

## Impressum

Erschienen im Mitbestimmungsportal, dem Infoservice der Hans-Böckler-Stiftung für die Mitbestimmungspraxis.

Online-Fassung und weitere Themen unter [www.mitbestimmung.de/werkzeug](http://www.mitbestimmung.de/werkzeug)

### Kontakt:

Michael Stollt  
Hans-Böckler-Stiftung  
Georg-Glock-Straße 18  
40474 Düsseldorf  
[mitbestimmungsportal@boeckler.de](mailto:mitbestimmungsportal@boeckler.de)

Hans-Böckler-Stiftung  
August 2023