

Commercial Due Diligence

Die Commercial Due Diligence als Grundlage für die Einschätzung von Synergiepotenzialen und Prüfung des strategischen Fits

GRAF LAMBSDORFF & COMPAGNIE

UNTERNEHMENSBERATER · PERSONALBERATER

Commercial Due Diligence

Die Commercial Due Diligence als Grundlage für die Einschätzung von Synergiepotenzialen und Prüfung des strategischen Fits

Wiesbaden, 2019

© 2019 GRAF LAMBSDORFF & COMPAGNIE

Die nachfolgende Publikation wurde ausschließlich zu Informationszwecken erstellt und berechtigt nicht zur Weitergabe an Dritte sowie zu deren Veröffentlichung ohne eine vorherige Genehmigung des Verfassers/der Verfasserin. Zitate aus dieser Publikation sind durch entsprechende Quellenangaben kenntlich zu machen. Alle enthaltenden Aussagen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasserin wider und sind nicht als Beratungsleistung zu verstehen. Die in dieser veröffentlichten Publikation enthaltenen Daten beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die der Verfasser/die Verfasserin als genau und zuverlässig erachten. Eine Haftung für die Richtigkeit und/oder Vollständigkeit der Informationen und irgendwelche Schäden, die aus Fehlern, Ungenauigkeiten oder Auslassungen resultieren, wird nicht übernommen.

Commercial Due Diligence

Die Commercial Due Diligence als Grundlage für die Einschätzung von Synergiepotenzialen und Prüfung des strategischen Fits

Die Akquisition oder der Zusammenschluss von Unternehmen (Mergers & Acquisitions, M&A) im Zuge von z.B. strategischen Wachstums- oder Diversifikationsstrategien, Nachfolgeregelungen oder Beteiligungen von Finanzinvestoren* setzen eine vertiefte Kenntnis des zu übernehmenden Unternehmens voraus, die nicht ausschließlich auf die rein vergangenheitsorientierte Untersuchung der vorliegenden Finanz- und Geschäftsdaten in Form von Jahresabschlüssen o.ä. gestützt werden kann. Vielmehr ist eine umfassende Analyse der Vergangenheit und insbesondere der Zukunft unter Berücksichtigung des Markt- und Wettbewerbsumfeldes sowie der spezifischen Gegebenheiten des Zielunternehmens durchzuführen. Diese Prüfungsschritte, die einen unverzichtbaren, wenngleich auch vielfach zeit- und ressourcenintensiven Bestandteil im Rahmen eines M&A-Prozesses darstellen, werden als sogenannte Due Diligence bezeichnet, was als „erforderliche oder gebotene Sorgfalt“ zu umschreiben ist. Der Zweck liegt vor allem im Abbau von bestehenden Informationsasymmetrien zwischen dem gut informierten Verkäufer (bzw. dessen Organen) und dem in der Regel über weniger Kenntnisse des Zielunternehmens verfügenden Käufer. Die Ergebnisse einer Due Diligence finden Eingang in die Bewertung des Zielunternehmens, in den Garantie- und Gewährleistungskatalog des Kaufvertrages sowie in das Post Merger-Integrationskonzept des Käufers.

Teilbereiche einer Due Diligence

Eine umfassende Due Diligence-Prüfung bedarf einer integralen Beurteilung aller Aspekte der Wertschöpfungskette und sämtlicher Einflussfaktoren des Zielunternehmens. Im Einzelnen umfasst der Analysevorgang unter anderem die Auseinandersetzung mit dem zugrundeliegenden Geschäftsmodell (Produkt-Markt-Wettbewerb, Wertschöpfungsprozesse und Organisation), mit den technologischen Gegebenheiten (Anlagenbestand, Fertigungsprozesse und Know-how), mit dem vorliegenden (steuer-)rechtlichen Umfeld sowie mit den Aspekten Human Resources, Umwelt und IT. Vor allem auf Basis dieser Analyseresultate kann eine tieferge-

sowie Zukunftsdaten im Rahmen der Financial Due Diligence erfolgen. Von besonderem Interesse gelten bei allen genannten Due Diligence-Teilbereichen die Implikationen auf die zukünftige Ertrags- und Performancepotenziale des Zielunternehmens. Eine einheitliche, strikte Abgrenzung der verschiedenen Due Diligence-Teilbereiche sowie eine Aussage zu deren generellen Notwendigkeit im M&A-Prozess kann nicht grundsätzlich getroffen werden. Die Analyseinhalte sowie die Analyseintensität sollten von Fall zu Fall im Vorfeld der Transaktionsüberlegungen geplant werden und richten sich vor allem nach den zu verfolgenden Transaktionszielen sowie dem Ausmaß an Informationsasymmetrien bzw. dem -bedarf.

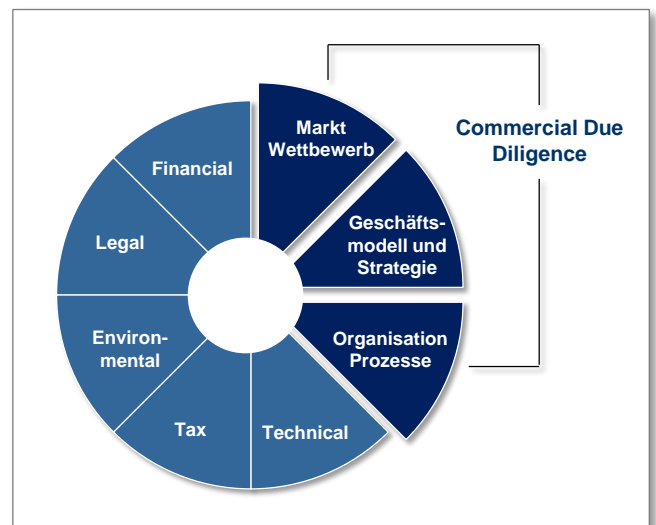


Abb. 1: Teilbereiche einer DD

Quelle: eigene Darstellung

Die Commercial Due Diligence

Der Commercial Due Diligence (CDD) kommt im Gesamtkontext des Due Diligence-Prozesses eine besondere Stellung zu. Das in der Commercial Due Diligence zu prüfende Geschäftsmodell und die Wertschöpfungsstrukturen sowie das zugrundeliegende Markt- und Wettbewerbsumfeld bestimmen maßgeblich die Chancen und Risiken in der Zukunft.

*reine Finanzbeteiligungen von Private Equity-Gesellschaften werden im Folgenden nicht berücksichtigt, der Fokus liegt auf strategisch motivierten Akquisitionen

Insbesondere die in den letzten Jahrzehnten zunehmende Gewichtung von zukunftsbezogenen Bewertungsfaktoren der im M&A-Prozess involvierten Unternehmen gegenüber den substanz- und damit vergangenheitsbezogenen Bewertungskriterien bedingt eine stärkere Fokussierung der Beurteilung auf die zukünftige Marktpositionierung des Zielunternehmens.

Das übergeordnete Analyseziel liegt dabei in der Beurteilung des strategischen Fits bzw. der Integrierbarkeit des Zielunternehmens in die Strukturen des Erwerbers. Darüber hinaus können bereits im Rahmen der Commercial Due Diligence wichtige Erkenntnisse über Synergiepotenziale gewonnen werden, die in einem hohen Maße zur Vorbereitung des späteren Vernetzungsprozesses in der Post Merger-Phase dienen.

Um eine fundierte Beurteilung des Zielunternehmens im Rahmen der Commercial Due Diligence sicherzustellen, sollte die Beantwortung der folgenden Leitfragen im Vordergrund stehen:

- Wie passt das Zielunternehmen in strategischer Hinsicht zu dem Erwerberunternehmen?
- Wie ist das Zielunternehmen im Markt- und Wettbewerbsumfeld positioniert?
- Welches Geschäftsmodell verfolgt das Zielunternehmen? Welche Differenzierungspotenziale besitzt dieses?
- Wie sind die Wertschöpfungsprozesse organisiert? Welche herausragenden Produkt- und/oder Technologiekompetenzen kann das zu erwerbende Unternehmen vorweisen?
- Welche zusätzlichen Märkte können durch die Akquisition erschlossen werden? Können weitere Wertschöpfungsbereiche besetzt werden oder gar bestehende Systemgrenzen überwunden werden?
- Welche drohenden Barrieren hinsichtlich der Post Merger-Integration sind zu erwarten?

Eine umfassende Commercial Due Diligence ist grundsätzlich durch drei wesentliche Elemente gekennzeichnet: Die Analyse der externen Rahmen- und Marktbedingungen, die Bewertung der internen Erfolgsfaktoren des Zielunternehmens sowie die darauffolgende Zusammenführung dieser makro- und mikroökonomischen Einflussgrößen zur Erlangung eines Verständnisses der Stärken und Schwächen sowie der Chancen und Risiken des Zielunternehmens.

Externe Rahmen- und Marktbedingungen

Die Analyse der externen Rahmen- und Marktbedingungen zielt auf das Branchenumfeld des Zielunternehmens ab und untersucht auf Grundlage von extern zu erhebenden Datenmaterialien und Informationen über den relevanten Markt die kritischen Erfolgsfaktoren sowie das Marktumfeld des Zielunternehmens. In diesem Sinne ähnelt dieser Analysebereich in seinem Inhalt und Vorgehen im Wesentlichen einer Markt- und Wettbewerbsstudie. Von zentraler Bedeutung ist in diesem Zusammenhang, wie zukunftssträftig und nachhaltig sich der Markt des Zielunternehmens in der Zukunft entwickeln wird. Vorrangiges Ziel dabei ist die Evaluierung der mengen- und wertmäßigen Absatzpotenziale sowie der vorliegenden Anbieterstruktur bzw. -positionierung. Darüber hinaus liegt der Fokus unter anderem auf der Ermittlung zukünftiger Bedarfspotenziale, der Identifikation etwaiger Konjunktur- oder Substitutionsrisiken sowie der Marktpositionierung des zu erwerbenden Unternehmens.

Als Informationsquellen der externen Rahmen- und Marktbedingungen dienen insbesondere Aussagen und systematische Befragungen von (potenziellen) Kunden, Interviews mit Lieferanten sowie Branchenexperten oder auch, soweit möglich, mit Wettbewerbern. Des Weiteren gilt es Branchenstudien, Analystenkommentare, Jahresabschlüsse von Unternehmen des Marktumfeldes sowie Pressematerial gezielt auf relevante Erkenntnisse zu sichten und auszuwerten.

Umfeldanalyse

Im Rahmen der Durchführung der Analyse der externen Rahmen- und Marktbedingungen sollen in erster Linie die im relevanten Markt bzw. in der Branche vorherrschenden Chancen und Risiken identifiziert werden. Jegliche vom Zielunternehmen nicht unmittelbar zu beeinflussende Faktoren sind in der externen Analyse zu berücksichtigen.

Dabei sollte zuallererst – bevor auf die relevanten Marktteilnehmer im Sinne der Wettbewerber, Abnehmer und Lieferanten eingegangen wird – das generelle Branchenumfeld durchleuchtet werden, welches im Wesentlichen durch die folgenden Einflussfaktoren determiniert wird:

- Technologie
- Ökonomie
- Soziokultur
- Politik und Recht

Unter den technologischen Aspekten sind neben Entwicklungstendenzen in der Produktion, neuen Produktinnovationen sowie Trends (wie beispielsweise eine zunehmende Sensibilität hinsichtlich umweltschonender Technologien) vor allem drohende Substitutionsprodukte zu berücksichtigen.

Analyse des Marktes und des Wettbewerbs

Neben den aus dem Umfeld eines Marktes wirkenden und bereits genannten Aspekten wird die Markt- bzw. Branchenattraktivität in einem hohen Maße von den teilnehmenden Akteuren beeinflusst. Diese umfassen neben den Abnehmern die relevanten Wettbewerber sowie die Lieferanten des Zielunternehmens.

Durch die Analyse der für das Zielunternehmen relevanten Abnehmergruppen lassen sich wertvolle Inputs für die Abschätzung des in der Zukunft zu

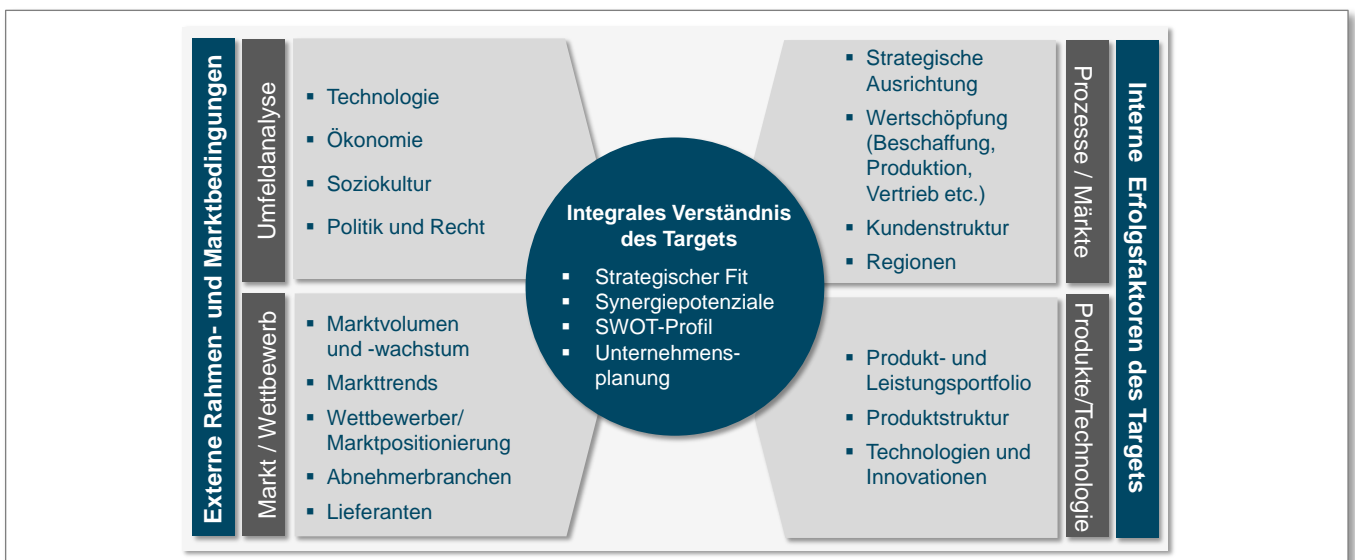


Abb. 2: Untersuchungsfelder einer Commercial Due Diligence

Quelle: eigene Darstellung

Durch die Betrachtung ökonomischer Aspekte wie konjunkturelle Entwicklungen, Veränderungen der Wohlstands- oder Einkommenssituation sowie Kapitalmarkttrends innerhalb der Untersuchungsregionen lassen sich unter anderem Rückschlüsse auf das zukünftige Konsum- und Investitionsverhalten sowie auf Handelsströme ableiten.

Die Einflussfaktoren Soziokultur (u.a. demographische Entwicklung, Konsumtrends, etwaige kulturelle Besonderheiten u.ä.) sowie Politik und Recht (Entwicklungstendenzen in der Wirtschafts- bzw. Standortpolitik, Subventionen, Regulierungen u.ä.) sind vor allem bei grenzüberschreitenden Transaktionen in weit entfernte und von der Struktur her nicht unmittelbar zu vergleichende Wirtschaftsregionen wie etwa in den Emerging Markets von nicht zu unterschätzender Bedeutung.

erwartenden Absatzpotenzials sowie des mengen- und wertmäßigen Marktvolumens des Zielmarktes ableiten. Dabei ist der Fokus nicht nur auf die bestehenden Abnehmer zu richten, sondern zukünftig denkbare Absatzmärkte sind ebenso mit in die Beurteilung mit einzubeziehen. Im Rahmen der Betrachtung der Absatzmärkte sollten unter anderem die folgenden Fragestellungen verfolgt werden:

- Welche Art von Absatzkanälen liegen vor (B2B- und/oder B2C-Business)?
- Aus welchen und aus wie vielen Abnehmern besteht der Markt?
- Welche Wachstumsraten sind in den Abnehmerbranchen zukünftig zu erwarten? Wie entwickelt sich die Profitabilität in diesen (B2B-Business)?
- Wie entwickelt sich das Konsumentenverhalten? Welchen Einfluss hat die Wohlstands- bzw. Einkommensentwicklung auf die zukünftige Nachfrage (B2C-Business)?

- Welche Einflussfaktoren bestimmen das Nachfrageverhalten der Abnehmer?
- Welche neuen Absatzmärkte können zukünftig erschlossen werden?
- Was sind die wichtigsten Kundenanforderungen, die eine Kaufentscheidung begründen?

Es ist deutlich ersichtlich, dass die bereits genannten Aspekte ökonomischer, technologischer, sozio-kultureller und politischer/rechtlicher Natur wesentlich das Nachfrageverhalten der Abnehmer beeinflussen, weshalb die Analyse der Absatzmärkte stets unter Berücksichtigung dieser Gesichtspunkte zu erfolgen hat.

Die Analyse der Wettbewerber des Zielunternehmens soll vor allem eine Beurteilung der zugrundeliegenden Wettbewerbsintensität sowie die Identifikation von Markteintrittsbarrieren und von potenziell zu erschließenden Angebotslücken ermöglichen. Dabei gilt es zunächst alle relevanten Anbieter zu identifizieren und die Stärken und Schwächen dieser aufzudecken. Als Bewertungsgrundlage kommen unter anderem die folgenden Kriterien in Betracht:

- Marktanteile
- Strategieausrichtung
- Pricing
- Technologiekompetenz
- Marktdurchdringung
- Alleinstellungsmerkmale
- Innovationsfähigkeit
- Markenimage

Auf Grundlage der resultierenden Beurteilungen der Wettbewerber kann eine erste Marktpositionierung des Zielunternehmens und die Stellung in Relation zu den weiteren Anbietern bestimmt werden. Des Weiteren lassen sich Aussagen zur vorherrschenden Anbieterkonzentration im Zielmarkt ableiten und daraus Erkenntnisse zur (zukünftigen) Preis- bzw. Margenentwicklung formulieren.

Der Vollständigkeit halber sollte erwähnt werden, dass die Analyse der Lieferanten im Zielmarkt ebenso Bestandteil einer umfassenden Commercial Due Diligence ist und vor allem der Identifikation von potenziellen Konzentrationstendenzen auf der Beschaffungsseite sowie etwaiger Beschaffungsrisiken dient.

Wie eingangs bereits dargelegt, hat die Analyse der externen Rahmen- und Marktbedingungen im Rahmen einer Commercial Due Diligence die Identifikation der Chancen und Risiken bezüglich der Markttrends und des Wettbewerbsumfeldes zum Ziel. Diese lassen sich in einer Potenzialanalyse abbilden, die die generierten Analyseresultate beinhaltet und in einer Beurteilung der zukünftigen Marktpotenziale im Sinne einer Prognose des Marktvolumens mündet.

Interne Unternehmensanalyse

Nachdem eine Einschätzung der Marktentwicklung und der zugrundeliegenden Potenziale erfolgt ist, kann im Rahmen der Analyse der internen Erfolgsfaktoren des Zielunternehmens (interne Unternehmensanalyse) untersucht werden, inwieweit die Anforderungen des Marktes hinsichtlich der Kundenbedürfnisse und der Aktivitäten des Wettbewerbs erfüllt werden. In Verbindung mit den in der Analyse der externen Rahmen- und Marktbedingungen generierten Informationen wird damit eine belastbare Basis für die Beurteilung der strategischen Positionierung des Zielunternehmens geschaffen. Im Vordergrund der nachfolgenden Analyseschritte steht dabei stets, inwieweit sich das Zielunternehmen dauerhaft und nachhaltig von der Konkurrenz differenzieren und nachhaltig Nutzen für die Abnehmer generieren kann. Insofern werden die bereits durch das Marktumfeld determinierten Chancen und Risiken durch ein vom Zielunternehmen direkt beeinflussbares Stärken- und Schwächenprofil ergänzt.

Aufgrund der vielfältigen Teilbereiche der internen Unternehmensanalyse, die sich prinzipiell entlang der gesamten Wertschöpfungskette orientieren, soll an dieser Stelle lediglich auf einige wesentliche Aspekte eingegangen werden.

Die Analyse der Wertschöpfungskette dient dem tieferen Verständnis der Funktionsweise des Zielunternehmens sowie dessen Ablauf- und Aufbauorganisation. Neben der Identifikation von Optimierungspotenzialen stehen dabei erste Überlegungen hinsichtlich möglicher Integrationsschritte im Fokus.

Produktpotenzialanalyse

Von außerordentlich hoher Bedeutung für die Nachhaltigkeit des Geschäftsmodells des Zielunternehmens ist die Potenzialanalyse des Produkt-

portfolios. Dabei steht die Ermittlung von etwaigen Klumpenrisiken im Rahmen einer ABC-Analyse genauso auf der Agenda wie die Untersuchung der Wertbeiträge einzelner Produktgruppen zur Performance des Gesamtunternehmens. Die strategische Vereinbarkeit mit dem Käuferunternehmen ist unter anderem auf Basis der jeweiligen Produktportfolios zu beurteilen, so dass bereits in dieser Phase mögliche Synergiepotenziale definiert werden können. Um die Zukunftsfähigkeit des Produktportfolios zu gewährleisten, wird dieses insbesondere auch vor dem Hintergrund der jeweiligen Produktlebenszyklen bewertet und auf ein ausgewogenes und sinnvolles Mix hin überprüft. In Verbindung mit der Beurteilung der Innovationsfähigkeit sowie dem vorhandenen Technologie-Know how soll dadurch sichergestellt werden, dass zum Zeitpunkt des Auslaufs von Produkten rechtzeitig neue Produkte mit mindestens gleichwertigen Ertragspotenzialen zur Verfügung stehen.

Kunden- und Marktportfolioanalyse

Neben dem Produktportfolio, dem Innovationspotenzial sowie den technologischen Fähigkeiten wird der Zukunftswert eines Unternehmens insbesondere durch den bereits vorhandenen Kundenstamm sowie die heutige Positionierung in regionalen Wachstumsmärkten determiniert. Eine umfassende Neuorientierung in Richtung neue Märkte erfordert zumeist einen nicht unerheblichen Aufwand von zeitlichen und finanziellen Ressourcen, die oftmals direkt nach einem Zusammenschluss schlichtweg nicht zur Verfügung stehen oder deren Beanspruchung zumindest einen zügigen Integrationsprozess in das akquirierende Unternehmen erschwert. Im Rahmen der Kunden- und Marktportfolioanalyse werden daher dieser Logik folgend die „wertvollen Kunden“, d.h. diejenigen mit einem hohen Umsatzbeitrag bei einem gleichzeitig hohen Deckungsbeitrag, identifiziert und die regionale Präsenz beurteilt.

Analog zur Produktportfolioanalyse wird die Kundenstruktur auf eine ausreichende Diversifikation im Rahmen einer ABC-Analyse hin überprüft und Verbesserungspotenziale formuliert. Auf Basis der Analyseresultate können kundenspezifische Synergiepotenziale – oder auch drohende Kannibalisierungseffekte – mit dem Käuferunternehmen abgeleitet werden.

Weitere Teilbereiche der internen Unternehmensanalyse umfassen unter anderem die:

- Beschaffungsorganisation
- Forschung und Entwicklung
- Vertriebsstruktur und -organisation
- Marketingstrategie.

Überprüfung des strategischen Fits

Nachdem sowohl die externen Rahmen- und Marktbedingungen als auch die internen Erfolgsfaktoren des Zielunternehmens analysiert und bewertet wurden, gilt es, die gewonnenen Erkenntnisse zusammenzuführen, um eine Beurteilung des Zielunternehmens unter Berücksichtigung der marktseitigen Chancen und Risiken sowie der unternehmensinternen Stärken und Schwächen (SWOT-Profil) zu ermöglichen.

Die Analyseergebnisse der Commercial Due Diligence sollten dabei für die Überprüfung der Planungsrechnungen herangezogen und die zugrundeliegenden Prämissen gegebenenfalls entsprechend angepasst werden. Insofern fließen die generierten Erkenntnisse unmittelbar in die Financial Due Diligence ein.

Ebenso lassen die Resultate eine (erste) Abschätzung der potenziell zu erschließenden Synergien zu, die in der abschließenden Überprüfung des strategischen Fits des Käufer- und Zielunternehmens zu berücksichtigen sind. Ansatzpunkt für die Ermittlung potenzieller Synergien sind die im Rahmen der durchgeführten internen Unternehmensanalyse bewerteten Prozesse der gesamten Wertschöpfungskette.

Auf Basis der ermittelten Marktpositionierung des Zielunternehmens sowie der identifizierten Synergiepotenziale kann ein Abgleich mit der strategischen Ausrichtung des Käuferunternehmens vollzogen werden und eine mögliche Transaktion auf den strategischen Fit hin überprüft sowie etwaige Risikopotenziale bei der Integration aufgedeckt werden. Auf Grundlage der Ergebnisse aus der Überprüfung des strategischen Fits lässt sich ein wesentlicher Beitrag zur Beantwortung der zentralen Fragestellung im Transaktionsprozess ableiten: Ist eine Akquisition des Zielunternehmens unter Berücksichtigung der Chancen - aber auch der potenziellen Risiken - für das Käuferunternehmen vorteilhaft?

Sofern die Akquisition des Zielunternehmens die definierten Transaktionsziele erfüllt, die strategischen Ausrichtungen der Unternehmen weitestgehend über-

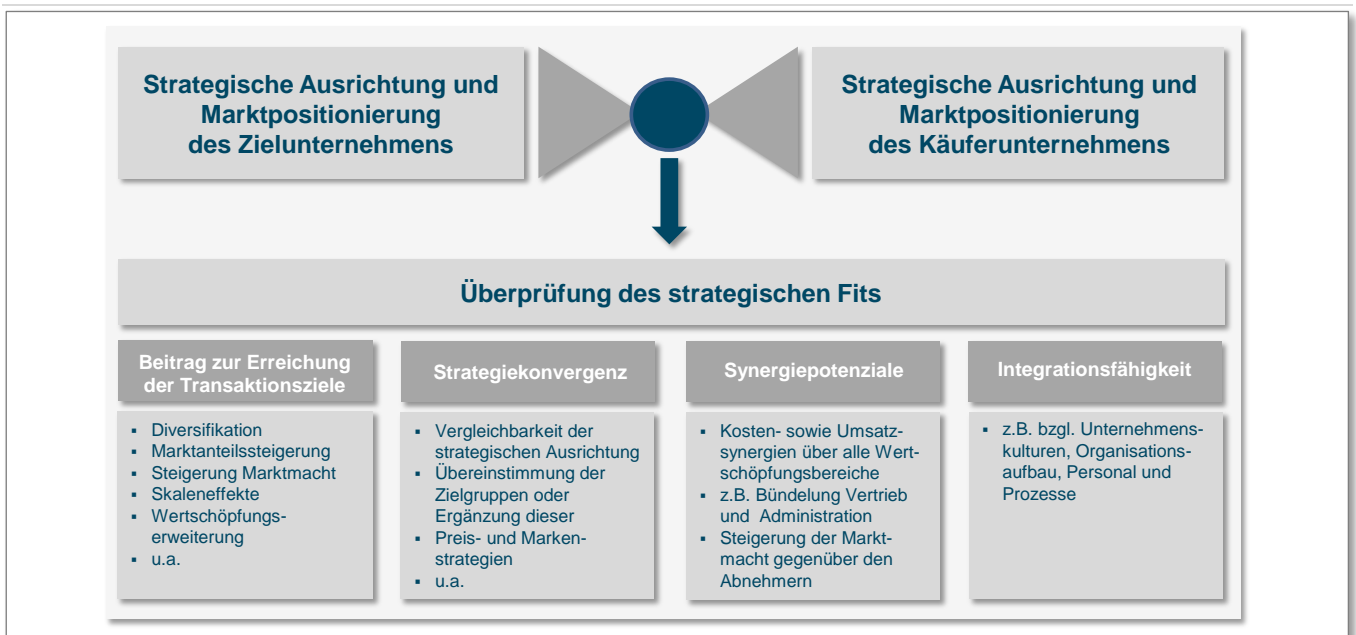


Abb.3: Überprüfung des strategischen Fits

Quelle: eigene Darstellung

einstimmen, die Synergiepotenziale ausreichend umfangreich sind und bei der Integration des Zielunternehmens keine allzu großen Hürden zu erwarten sind, kann diese Frage vorbehaltlich der Analyseergebnisse der weiteren Teilbereiche der Due Diligence bejaht werden.

Fazit

Die Commercial Due Diligence nimmt im Rahmen eines Transaktionsprozesses eine äußerst bedeutende Stellung ein. Zum einen wird durch die Bewertung der Marktpositionierung und die Identifikation von Differenzierungspotenzialen sowie von Markteintrittsbarrieren erst eine belastbare Abschätzung der zukünftigen Ertragspotenziale ermöglicht. Zum anderen kann durch die Analyse des Produkt- und Kundenportfolios, der technologischen

Fähigkeiten o.ä. das Niveau des strategischen Fits zwischen zwei oder mehreren Unternehmen bewertet sowie auch bereits Vorarbeiten für die Integrationsphase geleistet werden.

Mit unserem Leistungsbereich der Commercial Due Diligence unterstützen wir unsere Klienten bei der Analyse des Marktumfeldes, der Bestimmung der strategischen Marktpositionierung des Zielunternehmens, der Beurteilung des Wettbewerbs bzw. der Wettbewerber sowie der Kunden.

Vorrangiges Ziel dabei ist die Bereitstellung einer fundierten Entscheidungsgrundlage für den weiteren Transaktionsprozess, die insbesondere die zukünftigen Chancen und Risiken des Akquiseobjektes durchleuchtet und sämtliche strategisch relevanten Aspekte berücksichtigt.

GRAF LAMBSDORFF & COMPAGNIE

GRAF LAMBSDORFF & COMPAGNIE ist ein Zusammenschluss von Unternehmens- und Personalberatern, die sich auf die Unterstützung ihrer Klienten zu Fragen der Unternehmensstrategie, -führung und -finanzierung sowie die Suche und Auswahl von Spitzenkräften für Aufsichtsgremien, Management und Unternehmensnachfolge konzentrieren.

Ansprechpartner/Kontakt

Ferdinand Robert Schulhauser
Partner



GRAF LAMBSDORFF & COMPAGNIE
Sonnenberger Straße 16
65193 Wiesbaden
Tel.: +49 (0) 611 95 15 131
Email: schulhauser@lambsdorff-cie.de
Web: <http://www.lambsdorff-cie.de/>