



Prof. Dr. Roderich C. Thümmel

Der Aufsichtsrat ist in M&A-Transaktionen üblicherweise eng eingebunden und muss die Chancen und Risiken kritisch hinterfragen. Im Gespräch mit Prof. Dr. Roderich C. Thümmel erläutert Prof. Dr. Dr. Dietmar Ernst, worauf der Aufsichtsrat seinen Blick besonders lenken sollte.

Risiken bei M&A-Transaktionen werden unterschätzt

Mergers & Acquisitions fallen eigentlich in den Entscheidungsbereich des Vorstands. Wann muss und sollte sich der Aufsichtsrat aus Ihrer Sicht damit beschäftigen?

Im Rahmen der Überwachungsaufgabe des Aufsichtsrats sind Unternehmenskäufe im Sinne von § 111 Abs. 4 Satz 2 AktG häufig zustimmungspflichtige Geschäfte – und zwar dann, wenn diese Geschäfte im Rahmen der Satzung oder durch Entscheidung des Aufsichtsrats in den Katalog der zustimmungspflichtigen Geschäfte aufgenommen wurden. Ob die jeweilige Transaktion der Zustimmung des Aufsichtsrats bedarf, kann dort an unterschiedlichen Kriterien festgemacht sein, zum Beispiel, wenn der Umfang des Deals eine gewisse kritische Größe überschreitet.

Um seinen Aufgaben nachkommen zu können, sollte der Aufsichtsrat möglichst frühzeitig in die beabsichtigte M&A-Transaktion eingebunden und vom Vorstand an das Thema herangeführt werden. Das bedeutet, dass bereits Akquisitionsabsichten und auch mögliche Alternativen dazu im Aufsichtsrat diskutiert werden sollten. Grundsätzlich gilt, dass der Aufsichtsrat angesichts der Tragweite der zu treffenden Entscheidung mit allen Informationen versorgt sein muss, die für seine Entscheidung relevant sein können. Gegebenenfalls muss er diese Informationen einfordern. Wichtig ist es, dass es zu keinen Informationsasymmetrien zwischen Vorstand und Aufsichtsrat kommt, insbesondere nicht bei der Entscheidungsfindung. Daher sollte ein permanenter Follow-up zu der geplanten Unternehmenstransaktion stattfinden. Da M&A-Transaktionen in der Regel innerhalb von sechs Monaten durchgeführt werden und häufig Entscheidungen unter hohem Zeitdruck zu fällen sind, empfiehlt es sich, dass die Aufsichtsratsmitglieder über den Aufsichtsratsvorsitzenden ständig über den Stand des M&A-Prozesses informiert werden.

Wie lassen sich aus Ihrer Sicht die Aufgaben eines Aufsichtsrats in einem M&A-Prozess bestimmen?

Hat sich der Vorstand entschieden, eine Akquisition durchzuführen, ist er an ihrer erfolgreichen Abwicklung interessiert. M&A-Berater sind ebenfalls an einem erfolgreichen Abschluss der Transaktion interessiert. Ob die Transaktion für das Unternehmen langfristig erfolgreich ist, ist für sie dagegen weniger relevant. Entsprechend sind auch die Entscheidungsvorlagen und die Informationen an den Aufsichtsrat vorbereitet.

Wenn der Aufsichtsrat seiner Überwachungsfunktion ernsthaft nachkommen möchte, sehe ich die Aufgabe des Aufsichtsrats in der Rolle eines *Advocatus Diaboli*, indem er nicht nur Entscheidungen auf Nachvollziehbarkeit prüft, sondern diese kritisch hinterfragt. Der Aufsichtsrat sollte die strategische Sinnhaftigkeit der Transaktion und die damit verbundenen Chancen und Risiken kritisch hinterfragen. Angesichts der empirisch nachgewiesenen hohen Misserfolgsquote vieler Unternehmenstransaktionen gehört es im Extremfall auch zu den Pflichten des Aufsichtsrats, eine geplante Transaktion abzulehnen.

Welchen Aspekten schenken Aufsichtsräte nach Ihrer Beobachtung eher zu wenig Aufmerksamkeit und wo wird gern zu viel Zeit investiert?

Da der M&A-Prozess vom Vorstand und von Beratern getragen wird, die alle ein großes Interesse am Gelingen der Transaktion haben, besteht die Gefahr, dass der Aufsichtsrat mit selektiven Informationen versorgt wird und somit nur ein bereits gefiltertes Bild von den Chancen und Risiken der Transaktion erhält. Zu wenig Aufmerksamkeit wird eindeutig den Risiken der Transaktion und den Alternativen zu der vorliegenden M&A-Transaktion beigemessen. Es geht



Prof. Dr. Dr. Dietmar Ernst verfügt über mehr als 20 Jahre Erfahrung als Berater im Bereich Corporate Finance und Internationalisierungsberatung und hat zahlreiche Transaktionen durchgeführt. Seit 2004 ist er Inhaber des Lehrstuhls „International Finance“ und Studiendekan des englischsprachigen Master-Studienganges „International Finance“ an der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt (HfWU) Nürtingen-Geislingen.

Matthias Koeffler setzt die Themen und Gespräche für die Interviews für die Zeitschrift *Der Aufsichtsrat* um. Er ist freier Wirtschaftsjournalist und Inhaber eines Fachinformationsdienstes. Er hat für verschiedene Zeitungen geschrieben, unter anderem *Die Welt* und *Frankfurter Rundschau*.

Folgende Fragen könnte der Aufsichtsrat im Laufe einer M&A-Transaktion zum Beispiel stellen:

1. Sind die Ziele und der erwartete Nutzen der Akquisition nachvollziehbar?
2. Sind die Erfolgspotenziale des Target-Unternehmens (Kernkompetenzen, Wettbewerbsvorteile, interne Stärken) geeignet, um Ziele und Nutzen der geplanten Akquisition zu erreichen?
3. Welche Handlungsalternativen – außer der vorgesehenen Akquisition des Target-Unternehmens – bestehen?
4. Wurden die Risiken des Target-Unternehmens systematisch identifiziert (z.B. durch eine Due Diligence)?
5. Ist das Target-Unternehmen in der geplanten Weise in das eigene Unternehmen integrierbar (strategisches Fitting, kulturelles Fitting)?
6. Besteht Transparenz über die Bandbreite der im Rahmen der Akquisition erwarteten (unsicheren) Synergien?
7. Wurden die Implikationen möglicher Reaktionen von Wettbewerbern, wesentlichen Kunden oder Lieferanten auf die Akquisition geprüft?
8. Wird ausgeführt, wie der Kauf des Target-Unternehmens finanziert werden soll?

also um die strategische Sinnhaftigkeit einer Transaktion und die damit verbundenen Risiken. Auch wird im M&A-Prozess das Thema Integration des gekauften Unternehmens in die Unternehmensstruktur häufig vernachlässigt. Hierzu muss man wissen, dass M&A-Berater ausschließlich für das Zustandekommen der M&A-Transaktion verantwortlich sind. Wie das gekaufte Unternehmen später integriert wird und zum wirtschaftlichen Erfolg beitragen kann, spielt im M&A-Prozess eine untergeordnete Rolle. Daher ist es die Aufgabe des Aufsichtsrats, das „Big Picture“ der Transaktion im Auge zu behalten und nicht zu früh den Fokus auf die eigentliche Transaktion zu beschränken. Dass gute M&A-Berater einen ordentlichen Job machen, davon kann ausgegangen werden. Welche wirtschaftlichen Konsequenzen daraus entstehen, das ist vom Aufsichtsrat zu hinterfragen.

Welche Risikofaktoren sollten von Aufsichtsräten identifiziert und genauer analysiert werden?

Wenn wir von einer strategischen Perspektive ausgehen, ist zunächst der strategische Fit der Transaktion zu hinterfragen. Was möchte das Unternehmen mit der Transaktion strategisch erreichen? Ist das zu kaufende Unternehmen die beste Alternative, um das strategische Ziel zu erreichen? Wie kann das Target erfolgreich in das Unternehmen integriert werden? Welche Kosten und Risiken birgt der Integrationsprozess? In welchem Verhältnis stehen Kosten und Nutzen? Wichtig ist auch das Verhältnis zwischen Preis und Wert eines Unternehmens. Was muss gegenwärtig für das Unternehmen bezahlt werden, welchen Wert, das heißt, welche Gegenleistung, erhält der Käufer dafür? Wie soll die Transaktion finanziert werden und welche Risiken ergeben sich daraus? Sie sehen, dass es eines sehr M&A-erfahrenen Aufsichtsrats bedarf, um die richtigen Fragen zu stellen.

Sehen Sie bei der Risikobetrachtung Unterschiede zwischen großen und kleinen Unternehmen? Und wenn ja, worin liegen diese?

Im Grunde sind die Meilensteine im M&A-Prozess für große und mittelständische Unternehmen weitestgehend identisch. Dennoch gibt es bei der Risikobetrachtung große Unterschiede. Aufgrund der begrenzten Finanzmittel mittelständischer Unternehmen muss eine M&A-Transaktion schon nach kurzer Zeit einen positiven Mittelrückfluss gewährleisten, um die Akquisitionsfinanzierung bedienen zu können. Der Mittelstand ist quasi zum Erfolg verdammt, ansonsten ist die Existenz des Unternehmens unmittelbar gefährdet. Großunternehmen, insbesondere

börsennotierte Unternehmen, haben ganz andere Möglichkeiten der Akquisitionsfinanzierung, beispielsweise durch eine Kapitalerhöhung oder die Begebung einer Anleihe. Damit haben diese Unternehmen die Möglichkeit, strategisch zu kaufen. Das bedeutet, dass sich im Gegensatz zum Mittelstand der Erfolg auch erst zu einer späteren Periode einstellen kann. Großunternehmen können das verkraften. Fehler bei M&A-Projekten sind dort weniger existenzgefährdend, zeigen sich aber am Aktienkurs oder Unternehmenswert. Momentan sind ein großes Problem die hohen Preise auf dem M&A-Markt. Da diese im gegenwärtigen Umfeld problemlos finanziert werden können, weisen Unternehmen sehr hohe Goodwills in den Bilanzen aus. Bei einer Wirtschaftskrise besteht die Gefahr, dass diese abgeschrieben werden müssen, was direkt gegen das Eigenkapital des Unternehmens läuft.

Welche wichtigen unsystematischen Risiken sollten in Betracht gezogen werden?

Unsystematische Risiken sind unternehmensspezifische Risiken und werden typischerweise im Rahmen einer Due Diligence offengelegt. Es werden im Rahmen einer Due Diligence beispielsweise rechtliche, steuerliche, finanzielle, technologische, umweltbezogene und personalbezogene Risiken untersucht. Auftretende Risiken werden im Kaufvertrag durch Garantien und Gewährleistungen zwischen Verkäufer und Käufer geregelt. Darüber hinausgehende Risiken können in den Verhandlungen durch eine Anpassung des Kaufpreises kompensiert werden. Zu betonen ist, dass die mit der Transaktion verbundenen unternehmerischen Risiken als Ergebnis der Due Diligence nicht vermieden oder übertragen werden können. Das bedeutet, dass eine ausführliche Due Diligence zwar Risiken prüft, identifiziert und Hinweise zur Absicherung geben kann; das unternehmerische Risiko bleibt aber für den Käufer weiterhin bestehen.

Manchmal entsteht der Eindruck, Vorstände und Aufsichtsräte seien der Meinung, dass alle Risiken durch eine Due Diligence ausreichend erfasst sind, insbesondere wenn die Due Diligence von externen Beratern durchgeführt wird. Wie gesagt, das unternehmerische Risiko bleibt aber dennoch bestehen. Dieses Risiko wird vielfach unterschätzt.

Werden Risiken bei M&A-Transaktionen derzeit generell eher unter- oder überschätzt?

Ich würde sagen, dass Risiken momentan eher unterschätzt werden. Selbstverständlich gehört

zum unternehmerischen Erfolg die Eigenschaft, Risiken einzugehen. Die Risiken sollten jedoch transparent gemacht werden und die Konsequenzen ihres Eintretens im Zusammenspiel bekannt sein. Nicht umsonst fordert das IDW, dass die Risikoanalyse eine Beurteilung der Tragweite der erkannten Risiken in Bezug auf Eintrittswahrscheinlichkeit und quantitative Auswirkungen beinhaltet. Hierzu gehört auch die Einschätzung, ob Einzelrisiken, die isoliert betrachtet von nachrangiger Bedeutung sind, sich in ihrem Zusammenwirken oder durch Kumulation im Zeitablauf zu einem bestandsgefährdenden Risiko aggregieren können. Damit sind wir beim Risikofrüherkennungssystem gemäß § 91 Abs. 2 AktG, welches besagt, dass der Vorstand geeignete Maßnahmen zu treffen, insbesondere ein Überwachungssystem einzurichten hat, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen früh erkannt werden. Der Aufsichtsrat muss sicherstellen, dass dies umgesetzt wird. Meine Erfahrung zeigt, dass die wenigsten Unternehmen dies konsequent tun. Beim M&A-Prozess, bei dem schnell gehandelt und entschieden werden muss, wird diese umfassende Risikobetrachtung in der Regel komplett vernachlässigt.

Können Sie jeweils entsprechende Beispiele nennen?

Nehmen wir das Beispiel Bayer – Monsanto. Auf Druck der Aktionäre war der Vorstand angehalten, durch eine große Transaktion das Unternehmen zukunftsfähig aufzustellen. Die rechtlichen Risiken – so vermute ich – waren durch eine Legal Due Diligence durchaus bekannt. Die Konsequenzen bei Eintreten dieser Risiken wurden entweder nicht bedacht oder sie wurden ignoriert, damit die Transaktion zustande kam. Dieses Muster kann auch bei anderen großen Transaktionen der vergangenen Jahre beobachtet werden.

Durch niedrige Zinssätze gibt es derzeit viel billiges Geld: Welche Risiken ergeben sich hieraus und wie lassen sich diese minimieren?

Die Niedrigzinspolitik hat dazu geführt, dass Akquisitionsfinanzierungen von den Banken extrem billig angeboten werden. Da für die Banken Akquisitionsfinanzierungen aufgrund einer Provisionskomponente wirtschaftlich attraktiv sind, beobachten wir eine hohe Konkurrenz bei den Banken, was dazu führt, dass die Finanzierungen nicht risikoadäquat bepreist sind. Mit diesen günstigen Finanzierungen sind die Unternehmen in der Lage, hohe Kaufpreise zu finanzieren, was teilweise auch die sehr hohen Preise

für Unternehmen am M&A-Markt begründet. Die Unternehmen kaufen jetzt zu hohen Preisen. Als Gegenwert erhalten sie die zukünftigen Erträge der gekauften Unternehmen. Vielfach ist es so, dass die Preise für ein Unternehmen den Wert eines Unternehmens vielfach übersteigen. In der Bilanz des Käufers spiegelt sich dies durch hohe Goodwills wider. Das geht so lange gut, wie das gekaufte Unternehmen wirtschaftlich erfolgreich ist. Ändert sich nun das makroökonomische Umfeld – so wie wir es momentan beobachten – und die Konjunktur trübt sich ein, kann es sein, dass die Goodwills im Rahmen des Impairment Tests abgeschrieben werden müssen. Dies läuft komplett gegen das Eigenkapital des Unternehmens und kann bestandsgefährdende Auswirkungen haben. Daher ist es bei Unternehmenskäufen – wie bei Immobilien – so, dass das billige Geld zu Blasen führt, die platzen können.

Meist wird zuerst auf das Risiko geschaut, wie können auch die Chancen bewertet werden?

Ich erlebe es häufig andersherum. Es wird eher auf die Chancen fokussiert und die Risiken werden etwas unterschätzt. Wenn Sie sich Entscheidungsvorlagen ansehen, werden hohe Kaufpreise häufig durch Synergien gerechtfertigt. Werden diese dabei analysiert und bewertet? Eher selten; es bleibt bei vagen Aussagen. Dabei ist schon seit Langem bekannt, dass Synergien erst durch neue Investitionen gehoben werden müssen und die Nutzung von Synergien kein Selbstläufer ist, sondern wiederum Risiken unterliegt. Wenn wir uns Transaktionen wie Adidas – Salomon oder Daimler – Chrysler ansehen, so wurde das Synergiepotenzial deutlich überschätzt. Ich möchte nochmals betonen, dass das Eingehen von unternehmerischem Risiko wichtig ist für den Erfolg. Man sollte aber gerade beim M&A-Prozess, bei dem der Vorstand und die Berater ein großes Interesse am Erfolg der Transaktion haben, vor allem als Aufsichtsrat den Mut und die Kompetenz haben, den M&A-Prozess kritisch zu hinterfragen.

Inwiefern sollte sich der Aufsichtsrat auch mit der Finanzierung eines Deals beschäftigen und welche Möglichkeiten gilt es abzuwägen?

Eine Akquisitionsfinanzierung ist eine recht komplexe Sache. Ein Aufsichtsrat ohne den entsprechenden Hintergrund wird sich schwer tun, diese zu prüfen. Es kann aber davon ausgegangen werden, dass die Akquisitionsabteilungen der Banken professionell arbeiten. Zudem werden in der Regel von verschiedenen Banken Angebote eingeholt, sodass der Aufsichtsrat davon aus-

gehen kann, dass die Konditionen marktgerecht sind. Wichtiger ist es aus meiner Sicht, dass die Aufsichtsräte beurteilen, ob die Akquisitionsfinanzierung unternehmensgefährdende Konsequenzen haben kann, wie sie sich auf das Rating auswirkt und wie schwankende Cashflows des Zielunternehmens die finanzielle Situation des kaufenden Unternehmens beeinflussen. Je höher der Anteil der Fremdfinanzierung an der Kaufpreisfinanzierung, desto höher das Risiko.

Worauf muss der Aufsichtsrat bei der Ermittlung des Wertes eines Targets achten? Wo lauern Fallen bei der Wertermittlung?

Mit den nach IDW gültigen Standards der Unternehmensbewertung können Unternehmen im gegenwärtigen Umfeld unvollkommener Kapitalmärkte nicht mehr adäquat bewertet werden. Bei einer Unternehmensbewertung, insbesondere nach dem IDW S1, wird das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zur Bewertung von Risiken herangezogen. Das CAPM basiert auf der Annahme vollkommener und perfekter Kapitalmärkte. Es geht zusammenfassend gesprochen von einem perfekt diversifizierten Investor aus, dessen Portfolio so stark diversifiziert ist, dass es nur noch systematische Risiken (Marktrisiken) enthält. Unsystematische Risiken – das heißt unternehmensspezifische Risiken – werden in diesem Modell durch perfekte Diversifikation komplett eliminiert, das heißt, dass unternehmensspezifische Risiken in die Unternehmenswertermittlung nicht einfließen. Das ist allerdings grotesk. Alle unternehmerischen und unternehmensspezifischen Risiken bleiben bei der Bewertung des Unternehmens unberücksichtigt. Das hat dazu geführt, dass Wert und Preis auf unvollkommenen Kapitalmärkten auseinanderfallen. In der gegenwärtigen M&A-Praxis werden daher Unternehmen nur noch bepreist (zum Beispiel durch Börsen- und Transaktionsmultiplikatoren), eine Bewertung auf Basis der zukünftigen Cashflows des Unternehmens findet nicht mehr statt. Bewertung spielt erst wieder eine Rolle, wenn das gekaufte Unternehmen bilanziert werden muss. Daher sollte der Aufsichtsrat vorsichtig sein, wenn vom Vorstand lediglich Unternehmenspreise und keine Unternehmenswerte kommuniziert werden. Zugegebenermaßen bieten die Unternehmenswerte, so wie sie momentan ermittelt werden, keine geeignete Entscheidungsgrundlage. Hier bedarf es Unternehmensbewertungen auf unvollkommenen Kapitalmärkten. Die Modelle dazu sind bekannt. Sie liefern ein realistisches Risikoprofil und damit risikogerechte Unternehmenswerte.

Kaufpreis und Wert des Targets sind nicht notwendig identisch. Wie geht ein Aufsichtsrat mit diesem Problem um?

Zunächst sollte dem Aufsichtsrat bewusst sein, dass der Wert eines Unternehmens und der Kaufpreis eines Unternehmens zwei unterschiedliche Dimensionen sind. Die Preise für Unternehmen werden primär durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Momentan liegt ein Verkäufermarkt vor, das heißt, es gibt mehr Kaufinteressenten als zu verkaufende Unternehmen. Entsprechend hoch sind die Preise. Der Wert eines Unternehmens ergibt sich aus dem Nutzen, den der Eigner aus dem Unternehmen zieht. In der Finanzwirtschaft wird der Nutzen als Summe der diskontierten zukünftigen Cashflows gemessen. Die Cashflows werden mit einem risikoadjustierten Zinssatz diskontiert, das heißt, das Risiko wird als Risikoprämie auf den risikofreien Zinssatz erfasst. In den momentan vom IDW zugelassenen Unternehmensbewertungsmethoden fließen nur die Marktrisiken, aber keine unternehmensspezifischen Risiken ein. Daraus können hohe Werte resultieren, die sogar die hohen Kaufpreise rechtfertigen. Die Werte sind aber nicht risikoadäquat ermittelt und nachhaltig. Daher bedarf es Unternehmensbewertungsmethoden, die alle Risiken berücksichtigen. Es liegen heute geeignete Methoden vor, um auf unvollkommenen Kapitalmärkten risikogerecht bewerten zu können. Mit Simulationsmodellen können alle Risiken und deren Zusammenspiel adäquat modelliert werden und Unternehmen risikoadäquat bewertet werden.

Wann sollte der Aufsichtsrat Berater in einem M&A-Prozess engagieren? Und worauf sollte er dabei achten?

In einem M&A-Prozess ist schon eine Vielzahl von Beratern involviert. Daher halte ich es für fragwürdig, ob weitere Berater dem Aufsichtsrat zusätzliche Erkenntnisse geben können. Letztendlich geht es darum, dass der Aufsichtsrat die strategische Sinnhaftigkeit einer Akquisition beurteilt und die mit der Akquisition verbundenen Risiken und Chancen kritisch abwägt. Daher ist es entscheidend, dass im Aufsichtsrat Personen mit M&A-Erfahrung und M&A-Kenntnissen vertreten sind. Externe Berater können dann eingeschaltet werden, wenn sich aus den Unterlagen des Vorstands kein vollständiges Bild über die anstehende M&A-Transaktion ergibt oder Anhaltspunkte für mögliche Interessenkonflikte bei Vorstandsmitgliedern oder bei sonstigen in den M&A-Prozess involvierten Personen gegeben sind. ■

Eine gekürzte Fassung dieses Interviews ist erschienen in Heft 10/2019, S. 147.

METATAGS: zeitschrift_AR;doctype_jr;SiriMid_1315827;RawID_0;angelegt_20190920