

Value Management bei M&A-Projekten am Beispiel des Kaufes eines rumänischen Pharmagroßhändlers

von Stefan Gros

in: M&A-Projekte erfolgreich führen, SCHÄFFER POESCHEL April 2013,
Hrsg. Prof. Dr.-Ing. Kai Lucks



Damit ein M&A-Projekt zu einer Shareholder-Value-Steigerung beim akquirierenden Unternehmen führt, bedarf es eines effizienten Value Managements auf zwei Ebenen: Auf Unternehmensebene sollte das Management den jeweils optimalen Eigentümer eines jeden Teil-Konzerns bzw. Geschäftsbereichs finden und somit regelmäßig Akquisitionen und Desinvestitionen prüfen und auch durchführen. Auf Ebene der einzelnen Transaktionen muss eine operative Wertsteigerungsstrategie entwickelt und erfolgreich umgesetzt werden. Die Umsetzung erfolgt im Rahmen eines dreistufigen operativen Wertprozesses, der durch die Bestimmung einer Kaufpreisobergrenze gekennzeichnet ist. Beispielhaft für ein effizientes Value Management wird die Übernahme eines rumänischen Pharmagroßhändlers durch die Andrae-Noris Zahn AG erläutert.



Dr. Stefan Gros arbeitet als Finanzvorstand und Leiter Restrukturierung / CRO ad interim (Mittelstand und DAX 100). 2008 wurde Dr. Gros in den Vorstand des börsennotierten Pharmagroßhändlers Andrae-Noris Zahn AG (heute Alliance Healthcare AG) berufen. Nach Abschluss einer finanziellen Neustrukturierung mit operativem Turnaround legte er 2010 sein Vorstandmandat nieder. Gegenwärtig arbeitet er interimistisch als CFO für ein mittelständisches, börsennotiertes Wachstumsunternehmen.

3.3.4 Value Management bei M&A-Projekten am Beispiel des Kaufes eines rumänischen Pharmagroßhändlers¹

von Stefan Gros

Damit ein M&A-Projekt zu einer Shareholder-Value-Steigerung beim akquirierenden Unternehmen führt, bedarfes eines effizienten Value Managements auf zwei Ebenen: Auf Unternehmensebene sollte das Management den jeweils optimalen Eigentümer eines jeden Teil-Konzerns bzw. Geschäftsbereichs finden und somit regelmäßig Akquisitionen und Desinvestitionen prüfen und auch durchführen. Auf Ebene der einzelnen Transaktionen muss eine operative Wertsteigerungsstrategie entwickelt und erfolgreich umgesetzt werden. Die Umsetzung erfolgt im Rahmen eines dreistufigen operativen Wertprozesses, der durch die Bestimmung einer Kaufpreisobergrenze gekennzeichnet ist. Beispielhaft für ein effizientes Value Management wird die Übernahme eines rumänischen Pharmagroßhändlers durch die ANZAG² erläutert.

1. Value Management

Der Erfolg von großen M&A-Projekten fiel – gemessen an einer Steigerung des Shareholder Value – in der Vergangenheit aus Sicht des Käufers eher gering aus.³ Bei M&A-Transaktionen ist ein effizientes Value Management immer noch nicht selbstverständlich, jedoch zwingend erforderlich.

1.1 Value Management auf Unternehmensebene: Der optimale Eigentümer eines Unternehmens

Der optimale Eigentümer eines Unternehmens ist definiert als der Eigentümer, der zukünftig die höchsten Cashflows mit dem Unternehmen generieren kann. Der optimale Eigentümer (z.B. Entrepreneurs, Venture Capital-Fonds, private Aktionäre, große Unternehmen bzw. Konzerne und Private-Equity-Fonds) wechselt regelmäßig im Lebenszyklus eines Unternehmens. Dies führt zu der Forderung nach einem aktiven Portfoliomanagement durch das Management, indem stetig nach möglichen Akquisitionsobjekten gesucht wird und Tochterunternehmen desinvestiert werden, wenn das eigene Unternehmen nicht mehr der optimale Eigentümer ist.⁴

1 Der Autor dankt Herrn cand. M.Sc. Simon Gloßner, Kath. Universität Eichstätt-Ingolstadt, für die Unterstützung bei der Abfassung dieses Beitrags.

2 Die Andrae-Noris Zahn AG (ANZAG) wurde übernommen von Alliance Boots (KKR und Stefano Pessina), die wiederum zu 45 % (mit Kauf-Option auf restliche Anteile) von Walgreen im Juli 2012 übernommen wurde.

3 Vgl. Rehm/Uhlaner/West 2012.

4 Vgl. Koller/Dobbs/Huyett 2011, S. 51 ff.

1.2 Value Management auf Ebene der einzelnen Transaktionen

Eine M&A-Transaktion ist nur dann für den Käufer wertsteigernd, wenn der erhaltene Wert (Stand-alone Value des Zielunternehmens inkl. Wertsteigerungen durch neuen Eigentümer) größer ist als der bezahlte Kaufpreis plus Transaktionskosten (siehe Abbildung 1).⁵

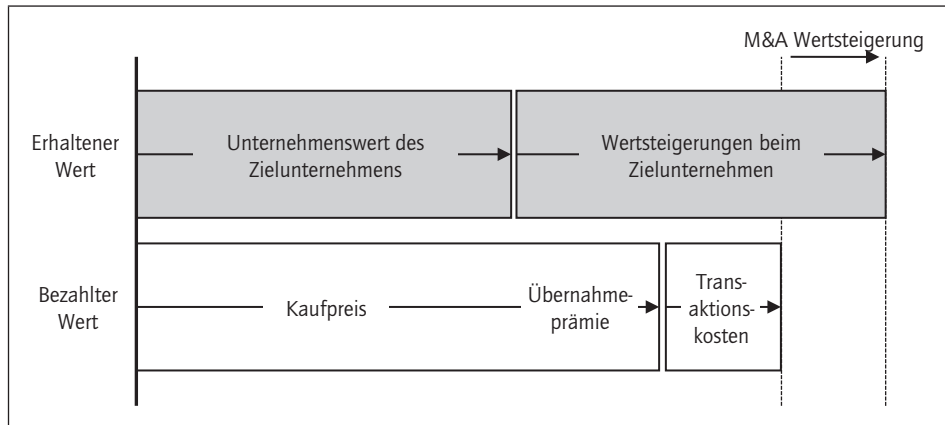


Abb. 1: Wertsteigernde M&A-Transaktion aus Käufersicht

1.2.1 Erfolgreiche Strategien bei M&A-Transaktionen

Jeder M&A-Transaktion muss eine wertschaffende Strategie zugrunde liegen. Eine Wertsteigerung aus Sicht des Käufers ist unwahrscheinlich, wenn bei der Transaktion nicht eine der folgenden Strategien verfolgt wird:⁶

- Entfernung überschüssiger Marktkapazitäten und Erzielung von Synergien,
- Erschließung von neuen Märkten durch internationale Unternehmen,
- Steigerung der Performance des Zielunternehmens durch Kostenreduzierungen,
- Kauf spezieller Technologien oder Fähigkeiten,
- Kauf innovativer Unternehmen in deren Gründungsphase,

Transaktionen sind besonders erfolgreich, wenn sich die bestehenden Kernkompetenzen des akquirierenden Unternehmens auf das Zielobjekt übertragen lassen. Ebenfalls erfolgreich sind Transaktionen, die zu einer Erweiterung der eigenen Kernkompetenzen (bspw. durch den Ankauf von Technologien) führen. Werden die Kernkompetenzen des Käufers ignoriert, führt die Transaktion selten zu einer Wertsteigerung.⁷ Diversifikationsstrategien sind z. B. nur dann erfolgreich, wenn der Käufer der optimale Eigentümer des Zielunternehmens auch außerhalb seiner Kernkompetenzen ist.⁸

⁵ Vgl. auch Koller/Dobbs/Huyett 2011, S. 170.

⁶ In Anlehnung an Koller/Dobbs/Huyett 2011, S. 174f.

⁷ Vgl. Adolph/Mainardi/Neely 2012.

⁸ Siehe Cyriac/Koller/Thomsen 2012 und Koller/Dobbs/Huyett 2011, S. 163.

1.2.2 Umsetzung der Strategien: Der operative dreistufige Wertprozess

Value Management ist die konsequente Ausrichtung der Transaktion am dreistufigen Wertprozess ohne Überschätzung der eigenen Kenntnisse und Fähigkeiten bei M&A-Transaktionen:⁹

- *Konzeptionsphase*: Identifizierung von Wertsteigerungspotentialen (z.B. verbessertes OPEX-Management, EBIT-Steigerungsprogramme und Working Capital-Optimierung)¹⁰ auf strategischer und operativer Ebene auf Basis der gewählten M&A-Strategie.
- *Transaktionsphase*: Quantifizierung von Wertsteigerungspotentialen durch Prognose des Netto-Synergiewerts (Barwerte aller Synergieeffekte abzüglich der bei der Realisierung entstandenen Kosten) und Bestimmung der Kosten der Transaktion.
- *Integrationsphase*: Realisierung von Wertsteigerungspotentialen durch Überführung der prognostizierten Synergieeffekte in reale Synergieeffekte¹¹ und Durchführung einer Wertsteigerungskontrolle.

Die Summe aus dem tatsächlichen Wert des Zielunternehmens und dem prognostizierten Wertsteigerungspotential abzüglich der Kosten der Transaktion ergibt die *Obergrenze des Kaufpreisgebots*. Die Differenz zwischen der Kaufpreisgebot-Obergrenze und dem tatsächlichen Kaufpreisgebot führt je nach Eintritt der Prognosen und Realisierbarkeit der Synergien zu einer tatsächlichen Steigerung des Shareholder Value.¹² Bei der Synergierrealisierung haben sich die unterschiedlichen Unternehmenskulturen der beteiligten Unternehmen als besonders problematisch erwiesen.¹³

Beispiel: Konsolidierung im Pharmagroßhandel

Europäische Pharmagroßhändler sind Bindeglied zwischen der pharmazeutischen Industrie und den Apotheken. Der europäische Markt, dominiert von der Celesio AG, der PHOENIX-Gruppe und der Alliance Boots-Gruppe, steht aufgrund geringer Margen, zunehmenden Wettbewerbs und innovativer Vertriebswege (Direct to Pharmacy) unter starkem vertikalen und horizontalen Konsolidierungsdruck.¹⁴

Ende 2010 übernahm Alliance Boots/KKR die Andreae-Noris Zahn AG (ANZAG), einen deutschen Pharmagroßhändler. Die ANZAG expandiert seit 2005 nach Osteuropa und erwarb im Jahr 2006 für 29,2 Mio. Euro (P/E-Multiple 7,9) 60 Prozent der Anteile am zweitgrößten Pharmagroßhändler Rumäniens, Farmexpert DCI S.A., vom Gründer der Gesellschaft, Dr. Eugen Banciu. Im April 2012 wurden weitere 20 Prozent der Anteile für 35,5 Mio. Euro (P/E-Multiple 8,6) übernommen.¹⁵ Charakterisierend für die Übernahmen sind:

- Veräußerung der rumänischen Gesellschaft vom Gründer an ein größeres Unternehmen, das sich Farmexpert DCI S.A. nicht mehr in Gründungsphase befindet und daher einen höheren Finanz- und Kapitalbedarf hat (Wechsel des optimalen Eigentümers)

9 In Anlehnung an Riedel 2010, S. 189 ff. und vgl. Jaruzelski/Mueller/Conway 2011, S. 3 ff.

10 Siehe Gros 2012, OPEX-Management und Gros 2010, Optimierung des Working Capitals.

11 Zur besonderen Problematik von Post-Merger-Integration siehe Gros 2005.

12 Vgl. Riedel 2010, S. 251 f.

13 Vgl. Jaruzelski/Mueller/Conway 2011, S. 2 f.

14 Vgl. Macarthur 2007 und Kanavos/Schurer/Vogler 2011.

15 Siehe Geschäftsberichte der ANZAG.

- Erschließung eines osteuropäischen Marktes mit hohem Wachstumspotenzial durch die ANZAG
- Steigerung der Performance der rumänischen Gesellschaft durch Realisierung von Economies-of-Scale, Übertragung von Know-How der ANZAG und Bereitstellung eines internationalen Vertriebsnetzes
- Konsolidierung des europäischen Pharmagroßhandels durch Übernahme der ANZAG von Alliance Boots bzw. dessen Eigentümer, die Private Equity-Gesellschaft KKR, um Kostenreduzierungen durch Cashflow-orientiertes Management zu realisieren und die marktführende Position von Alliance Boots im Bereich Pharmagroßhandel zu verstärken
- Übertragung der Kernkompetenzen der Käufer (internationaler Pharmagroßhandel) auf die akquirierten Gesellschaften, die ebenfalls im Pharmagroßhandel tätig sind.

Rückblickend war der Kauf des rumänischen Pharmagroßhändlers sehr wertsteigernd für die ANZAG, wie die äußerst positive Geschäftsentwicklung von Farmexpert zeigt: Das Jahresergebnis der rumänischen Gesellschaft konnte seit dem Eigentümerwechsel von 6,2 Mio. Euro im Jahr 2006 auf 20,6 Mio. Euro im Jahr 2011 gesteigert werden (siehe Abbildung 2). Dies entspricht einem CAGR von 27,3%.

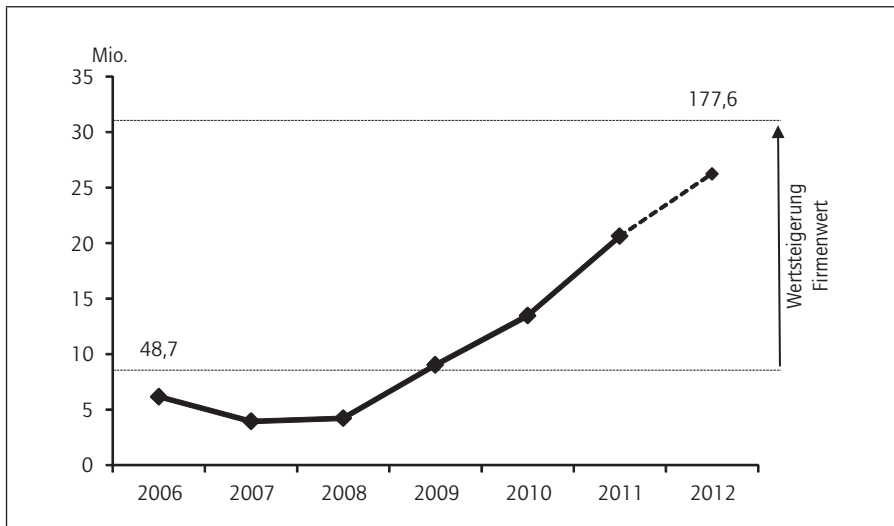


Abb. 2: Jahresüberschüsse von Farmexpert in Mio. Euro aus den Geschäftsberichten der ANZAG

Aus den bezahlten Kaufpreisen für die Gesellschaftsanteile von Farmexpert DCI S.A. lässt sich ableiten, dass der Firmenwert von 48,7 Mio. Euro im Jahr 2006 (Mehrheitsübernahme) auf 177,6 Mio. Euro im Jahr 2012 (Aufstockung der Beteiligung) gestiegen ist, was einem CAGR von 24,1 % entspricht. Die Entwicklung des Firmenwertes lässt sich mithilfe der key value driver-Formel nachvollziehen (siehe Abbildung 3).¹⁶

¹⁶ Vgl. Koller/Goedhart/Wessels 2010, S. 41.

| | 2006 | 2012 | |
|-------------------|----------|-----------|--|
| Profit | 6,2 Mio. | 20,6 Mio. | |
| ROIC | 19 % | 22 % | Profitsteigerung und Optimierung des investierten Kapitals |
| WACC | 14 % | 13 % | Günstigere Finanzierungsmöglichkeiten durch neuen Eigentümer |
| Growth | 4 % | 3 % | Geringeres Wachstum wegen zunehmender Marktsättigung |
| Firmenwert | 49 Mio. | 178 Mio. | Berechnung des Firmenwertes von Farmexpert mithilfe der key value driver-Formel auf Basis der getroffenen Annahmen |

$$\text{Value} = \text{Profit} \times (1 - g / \text{ROIC}) / (\text{WACC} - g)$$

Profit=After-tax operating profit
ROIC=Return on invested capital
WACC=Weighted average cost of capital
=Long-term growth in profit

Abb. 3: Zerlegung des Firmenwertes von Farmexpert in seine Werttreiber mithilfe der Key value driver-Formel

2. Zusammenfassung: Do's & Don'ts

Do's:

- Kontinuierliches Portfoliomanagement bei einem Wechsel des optimalen Eigentümers eines Zielobjekts bzw. einer Tochtergesellschaft (Value Management auf Unternehmensebene)
- Entwicklung und Umsetzung von operativen Wertsteigerungsstrategien basierend auf den Kernkompetenzen des eigenen Unternehmens (Value Management auf Transaktionsebene)
- Besondere Beachtung der Höhe des Kaufpreises, da sie für den Erfolg entscheidend ist

Don'ts:

- Verzicht auf einen strukturierten Transaktionsprozess mit einer Kaufpreisobergrenze
- Nichtbeachtung der zahlreichen Unsicherheiten und Risiken (z. B. Spill-over-Effekte auf das bisherige Kerngeschäft)¹⁷ bei einer Transaktion
- Durchführung einer Transaktion ohne Bezug zu den eigenen Kernkompetenzen
- Selbstüberschätzung der eigenen Kenntnisse und Fähigkeiten bei Transaktionen¹⁸

17 Negative Spill-over-Effekte auf das bisherige Kerngeschäft traten beispielsweise bei der Übernahme von DocMorris durch die Celesio AG auf, dessen Umsätze in Folge stark einbrachen, da DocMorris von den Stamm-Apothekern der Celesio AG als Konkurrenz wahrgenommen wurde. Das neue Management von Celesio beabsichtigt einen Verkauf von DocMorris. Siehe *Handelsblatt*, 27. 03. 2012.

18 Siehe hierzu auch *Jaruzelski/Mueller/Conway* 2011.

Literatur

- Adolph, Gerald/Mainardi, Cesare/Neely, J.* (2012): The Capabilities Premium in M&A. In: *strategy+business*, Frühling 2012, H. 66.
- ANZAG (2006–2012)*: Geschäftsberichte der ANZAG. Verfügbar auf der Homepage des Unternehmens: <http://www.anzag.de/de/investor-relations/index.html>
- Cyriac, Joseph/Koller, Tim/Thomsen, Jannick* (2012): Testing the limits of diversification. In: *McKinsey Quarterly*, Februar 2012.
- Gros, Stefan* (2005): Post Merger Integration. In: *Lucks, Kai* (Hrsg.): *M&A Jahrbuch 2005. Gemeinsames Jahrbuch des Bundesverbandes M&A und FINANCE*. 2005. S. 56–58.
- Gros, Stefan* (2010): Optimierung des Working Capitals zur nachhaltigen Steigerung des Unternehmenswertes. In: *Weber, Jürgen/Vater, Hendrik/Schmidt, Walter/Reinhard, Hartmut* (Hrsg.): *Turnaround – Navigation in stürmischen Zeiten*. Weinheim 2010.
- Gros, Stefan* (2012): OPEX-Management. In: *Vater, Hendrik/Reinhard, Hartmut* (Hrsg.): *Praxishandbuch Kostensenkungspläne*. Weinheim 2012 (noch nicht erschienen).
- Handelsblatt* (27.03.2012): Celesio will Doc Morris loswerden. [Url: http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-dienstleister/internet-apotheke-celesio-will-doc-morris-loswerden/6441764.html](http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-dienstleister/internet-apotheke-celesio-will-doc-morris-loswerden/6441764.html) (aufgerufen am 26.07.2012).
- Kanavos, Panos/Schurer, Willemien/Vogler, Sabine* (2011): *The Pharmaceutical Distribution Chain in the European Union: Structure and Impact on Pharmaceutical Prices*. Eminent 2011.
- Koller, Tim/Dobbs, Richard/Huyett, Bill* (2011): *Value. The four cornerstones of corporate finance*. Hoboken, New Jersey 2011.
- Koller, Tim/Goedhart, Marc/Wessels, David* (2010): *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*. Hoboken, New Jersey 2010.
- Jaruzelski, Barry/Mueller, Marian/Conway, Peter* (2011): The Top 10 M&A Fallacies and Self-Deceptions. In: *strategy+business*, Online 23. November 2011.
- Macarthur, Donald* (2007): *European Pharmaceutical Distribution: Key Players, Challenges and Future Strategies*. Informa UK 2007.
- Rehm, Werner/Uhlaner, Robert/West, Andy* (2012): Taking a longer-term look at M&A value creation. In: *McKinsey Quarterly*, January 2012.
- Riedel, Florian* (2010): *Value-based Mergers & Acquisitions-Management. Die Steigerung des Shareholder Value durch M&A*. Diss. Hamburg 2010.