

# Impact M&A: Wirkungsorientierte M&A-Strategien

Prof. Dr. Philipp Haberstock, International School of Management, Hamburg,  
und Steinbeis Consulting Mergers & Acquisitions GmbH

## 1. Mit gutem Gewissen investieren

► *„We are the first generation to feel the effect of climate change and the last generation who can do something about it.“<sup>1</sup>*

In einem im Oktober 2018 veröffentlichten Sonderbericht betonte der Weltklimarat die dringende Notwendigkeit, die Erderwärmung zu begrenzen. Dafür seien schnelle, weitreichende und nie dagewesene Veränderungen in allen Bereichen der Gesellschaft notwendig.<sup>2</sup> Der eindringliche Appell reiht sich in eine Vielzahl von Expertenmeinungen ein, die vor einem ökologischen Kollaps warnen, sollte sich der Umgang mit unserem Planeten und seinen Ressourcen nicht zeitnah ändern. Dem Thema „Nachhaltigkeit“ sollte sich daher jeder Einzelne stellen – im Alltag wie auch bei der Vermögensanlage und bei M&A-Transaktionen.

Zahlreiche Studien haben bereits gezeigt, dass die Einhaltung von Nachhaltigkeitskriterien bei der Auswahl von Finanzprodukten keineswegs geringere Renditeerwartungen nach sich zieht. Im Gegenteil: Die Berücksichtigung sogenannter ESG-Kriterien wirkt sich sogar positiv auf den Unternehmens- beziehungsweise Anlageerfolg aus. In gleicher Weise werden die ESG-Kriterien auch bei M&A-Transaktionen immer wichtiger und stellen einen entscheidenden Erfolgsfaktor bei wirkungsorientierten M&A-Transaktionen dar, die ökologische, ethische und soziale Ziele verfolgen und die Aspekte der sozialen Verantwortung in den Mittelpunkt rücken, ohne die Renditeperspektive zu vernachlässigen.

## 2. Nachhaltige Investments

### 2.1 Nachhaltigkeit bei der Kapitalanlage

Bei der Auswahl eines konventionellen Investments entscheiden die Anleger normalerweise aufgrund der Kriterien Rendite, Risiko und Volatilität. Auch bei einer nachhaltigen Geldanlage spielen diese drei Elemente eine grundlegende Rolle. Sie werden jedoch um einen vierten Grundbaustein – die Nachhaltigkeit – erweitert. Das heutige Verständnis von Nachhaltigkeit basiert auf dem im Jahr 1987 veröffentlichten Brundtland-Bericht der Vereinten Nationen, der Nachhaltigkeit folgendermaßen definierte: „Nachhaltige Entwicklung ist eine Entwicklung, die die Bedürfnisse der Gegenwart befriedigt, ohne zu riskieren, dass künftige Generationen ihre eigenen Bedürfnisse nicht befriedigen können.“<sup>3</sup> Die Veröffentlichung des Brundtland-Berichts gilt als der Beginn des weltweiten Diskurses über Nachhaltigkeit und ist eines der am häufigsten zitierten Werke der Umwelt- und Entwicklungsliteratur. Auf seine Veröffentlichung folgte 1989 die Einberufung der Konferenz der Vereinten Nationen über Umwelt und Entwicklung, die im Jahr 1992 in Rio de Janeiro stattfand und auf der das internationale Aktionsprogramm „Agenda 21“ zur Umsetzung nachhaltigen Handelns beschlossen wurde. Dabei sind die drei Dimensionen Ökonomie, Soziales und Ökologie in Balance zu bringen.

Diese Balance ist heutzutage aber nicht mehr vorhanden, da der Lebensstil industrialisierter und wachsender Länder ein Vielfaches der nachhaltig verfügbaren Ressourcen beansprucht. Nach Angaben des WWF-Living Planet Report ist die Nachfrage nach Ressourcen bereits seit den frühen 1970er-Jahren größer als das, was die Erde auf nachhaltige Weise reproduzieren kann. 2012 nahm die Menschheit in einem Jahr Ressourcen

1 Obama: We are the first generation to feel the effect of climate change and the last generation who can do something about it. Online verfügbar unter <https://twitter.com/barack-obama/status/514461859542351872>, zuletzt geprüft am 29.12.2018.

2 Vgl. Allen et al.: Global Warming of 1.5 °C; Special Report Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC), Incheon, South Korea, 2018, S. 6 ff.

3 Brundtland: Brundtland-Bericht, Rio de Janeiro, 1992, S. 51; Absatz 49 und S. 54 Absatz 1.

**Abb. 1 • Beispielhafte Übersicht ESG-Kriterien**

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Schindler: Nachhaltige Kapitalanlagen - Chancen nachhaltig nutzen; Frankfurt a.M., 2018, S. 20.



und Ökosystemleistungen in Anspruch, die einer Biokapazität von 1,6 Erden entsprechen.<sup>4</sup> Dies bedeutet, dass wir Menschen die Erde „verbrauchen“, da vielerorts noch nicht nachhaltig gelebt beziehungsweise gewirtschaftet wird.

## 2.2 Die Bedeutung der ESG-Kriterien

Als Standard nachhaltiger Anlagen hat sich die Begrifflichkeit „ESG“ etabliert. Diese drei Buchstaben beschreiben drei nachhaltigkeitsbezogene Verantwortungsbereiche von Unternehmen:

- Das „E“ für Environment steht hierbei zum Beispiel für Umweltverschmutzung oder -gefährdung, Treibhausgasemissionen oder Energieeffizienzthemen.
- Social („S“) beinhaltet Aspekte wie Arbeitssicherheit und Gesundheitsschutz, Diversity oder gesellschaftliches Engagement.
- Unter Governance („G“) wird eine nachhaltige Unternehmensführung verstanden. Hierzu zählen zum Beispiel Themen wie Unternehmenswerte oder Steuerungs- und Kontrollprozesse.<sup>5</sup>

Verschiedene Nachhaltigkeitsratings basieren auf der Analyse dieser Kriterien, die in Abbildung 1 anhand einiger ausgewählter Beispiele dargestellt werden.

Die verstärkte Bedeutung der ESG-Relevanz für Investoren zeigt sich auch an der Entwicklung des Netzwerks der Principles of Responsible Investments (PRI). Dabei handelt es sich um eine im Jahre 2006 von den Vereinten Nationen ins Leben gerufene Initiative zur freiwilligen Selbstverpflichtung bezüglich der Integration von ESG-

Faktoren in Investmententscheidungen und in das Management von Assets, welche sich durch die Unterschrift der Prinzipien manifestiert.<sup>6</sup> Aktuell haben 1.961 Unternehmen, bestehend aus Investment- und Beteiligungsgesellschaften sowie deren Dienstleistern, mit Assets im Wert von etwa 81,7 Bio. EUR, die sechs Principles of Responsible Investment unterschrieben (Stand April 2018). Dabei zeigt sich besonders in den letzten Jahren ein verstärktes Wachstum dieser Initiative: So haben zum Beispiel die unter den PRI stehenden Assets um 19,4% im Vergleich zum Vorjahr zugenommen, und die Anzahl der Unterzeichner hat sich im gleichen Zeitraum um 14,4% erhöht.<sup>7</sup>

In 2016 hielt das Thema Nachhaltigkeit in Form einer neuen EU-Richtlinie (IORP II) Einzug in die europäische Pensionswelt, der zufolge Pensionsfonds zur betrieblichen Altersvorsorge künftig nur noch unter Berücksichtigung der ESG-Kriterien investieren dürfen. Bis Januar 2019 muss diese Richtlinie auch in Deutschland umgesetzt werden, und Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung werden offenlegen müssen, inwieweit ESG-Faktoren bei den Anlageentscheidungen berücksichtigt werden und in welcher Weise sie in den Risikomanagementsystemen zur Anwendung kommen. Ein weiteres Beispiel ist die seit 2017 geltende CSR-Berichtspflicht für Unternehmen ab 500 Mitarbeitern in Deutschland.<sup>8</sup> Diese EU-Richtlinie soll die Transparenz über ökologische und soziale Aspekte von Unternehmen in der EU erhöhen. Dabei geht es um Informationen zu Umwelt-, Sozial- und Arbeitnehmerbelangen sowie die Achtung der Menschenrechte und die Bekämpfung von Korruption und Bestechung. Deutschland hat diese Richtlinie für Lageberichte seit 2017 umgesetzt.

4 Vgl. Grooten/Almond: Living Planet Report 2018: Aiming higher; WWF, Gland, Switzerland, 2018, S. 6 ff.

5 Vgl. Göbbels/Katsch: Die strukturierte Integration von ESG-Aspekten in Transaktionsprozesse – Potenziale zur Risikominimierung und Wertsteigerung; in: M&A Review, 26. Jahrgang, Nr. 11, 2015, S. 422-429, S. 422.

6 Vgl. Göbbels/Katsch: Die strukturierte Integration von ESG-Aspekten in Transaktionsprozesse – Potenziale zur Risikominimierung und Wertsteigerung; in: M&A Review, 26. Jahrgang, Nr. 11, 2015, S. 422-429, S. 424.

7 Vgl. www.unpri.org/about-the-pri/about-the-pri/322.article; vgl. Skancke et al.: Principles for Responsible Investment – Annual Report 2018, New York, 2018, S. 67 ff.

8 Vgl. Schäfer et al.: Ergebnisbericht zur Nachhaltigkeitsstudie 2017, Union Investment, Frankfurt a.M., 2017, S. 4.

**Abb. 2 • Einordnung des Begriffs „Wirkungsorientiertes Investieren“**

Quelle: Petrick/Birnbaum: Social Impact Investing in Deutschland 2016: Kann das Momentum zum Aufbruch genutzt werden? Bertelsmann Stiftung, Gütersloh, 2016, S. 14.

Nachhaltige Geldanlagen			
Traditionelles Investieren	Responsible Investing	Wirkungsorientiertes Investieren	Spenden
Generierung wettbewerbsfähiger Renditen			
Minderung von ökologischen, sozialen und Governance-Risiken			
Aktive Verfolgung von ökologischen, sozialen und Governance-Möglichkeiten			
Erbringung messbarer, hochwirksamer Lösungen			
Verzinsten Rückfluss von Kapital			

Eine aktuelle Umfrage unter institutionellen Investoren hat ergeben, dass eine Mehrzahl von ihnen Nachhaltigkeitskriterien bei der Kapitalanlage bereits berücksichtigt. Besonders ausgeprägt ist dies bei Kapitalverwaltungsgesellschaften (91%), Stiftungen und Kirchen (88%) sowie Versicherungen (70%).<sup>9</sup> Entsprechend stieg auch der ermittelte Stimmungsindex zur nachhaltigen Kapitalanlage im Vergleich zum Vorjahr um 3,5 auf 22,9 Punkte und bestätigt damit die wachsende Akzeptanz nachhaltiger Kapitalanlagen bei Investoren.<sup>10</sup>

**2.3 Wirkungsorientiertes Investieren**

Das Social Impact Investing oder wirkungsorientierte Investieren verfolgt das Ziel, sowohl einen sozialen Nutzen als auch eine finanzielle Rendite zu generieren. Die gesellschaftliche Wirkung – der Social Impact – ist das, was diese Investments ausmacht. Dabei spielt nicht allein die finanzielle Rendite eine Rolle. Zugleich soll eine positive und insbesondere messbare soziale und unter Umständen ökologische Wirkung erzielt werden. Damit unterscheidet sich das wirkungsorientierte Investieren von klassischen, rein renditegetriebenen Anlagen, wie auch von einer Spende. Der Begriff des „Wirkungsorientierten Investierens“ ist noch relativ neu und soll folgendermaßen definiert sein:

*„Wirkungsorientiertes Investieren umfasst Investitionen in wirkungsorientierte Organisationen oder Fonds mit der gezielten Absicht, soziale beziehungsweise ökologische Wirkung sowie eine positive finanzielle Rendite zu erzielen. Die soziale bzw. ökologische Wirkung ist Teil der Investmentstrategie und wird gemessen.“<sup>11</sup>*

Abbildung 2 zeigt, wie sich wirkungsorientiertes Investieren im Vergleich zu benachbarten Begriffen einordnen lässt. So unterscheidet sich wirkungsorientiertes Investieren durch die explizite Festlegung von Wirkungszielen und die Messung der Wirkung von wirkungsorientierten Investitionen.

Dabei ist der entscheidende Unterschied zum Social Responsible Investing (SRI) die Messbarkeit des Investments. Wirkungsorientiertes Investieren umfasst eine große Bandbreite an Anagemöglichkeiten, die sich über verschiedene geographische Regionen, Anlageklassen und Sektoren erstrecken.<sup>12</sup> So erreicht die finanzielle Unterstützung Kleinunternehmer und Projekte für eine nachhaltige Landwirtschaft, erneuerbare Energien, Umweltschutz sowie eine Grundversorgung mit Bildung, Gesundheit und Erziehung. Dabei können die Vorhaben sowohl Entwicklungsländer als auch Industriestaaten betreffen. Neben Mikrokrediten und verschiedenen anderen Darlehensformen kommt auch zunehmend Private Equity zum Einsatz.<sup>13</sup>

Eine der wesentlichen Grundlagen für das Impact Investing wurde 2015 auf der Generalversammlung der Vereinten Nationen gelegt. Damals einigten sich 193 Staaten auf 17 globale Ziele, die als Sustainable Development Goals (SDGs) eine Leitlinie für den Einsatz finanzieller Mittel für soziale und ökologische Zwecke bilden. Wie in Abbildung 3 dargestellt, zählen zu den SDGs zum Beispiel die Bekämpfung von Armut und Klimawandel, eine bessere Trinkwasserversorgung und menschenwürdige Arbeitsverhältnisse.<sup>14</sup>

9 Vgl. Schäfer et al.: Nachhaltiges Vermögensmanagement institutioneller Anleger 2018 in Deutschland, Union Investment, Frankfurt a.M., 2018, S. 4.  
 10 Vgl. Schäfer et al.: Pressinformation - Nachhaltigkeit muss sich auszahlen; Union Investment, Frankfurt a.M., 2018, S. 2.  
 11 Vgl. Mudaliar et al.: Annual Impact Investor Survey 2018; Global Impact Investing Network, New York, 2018, S. 51; Petrick/Birnbaum: Social Impact Investing in Deutschland 2016: Kann das Momentum zum Aufbruch genutzt werden? Bertelsmann Stiftung, Gütersloh, 2016, S. 13.

12 Vgl. Petrick/Birnbaum: Social Impact Investing in Deutschland 2016: Kann das Momentum zum Aufbruch genutzt werden? Bertelsmann Stiftung, Gütersloh, 2016, S. 15.  
 13 Vgl. Köhler: Rendite mit gutem Gewissen, in: Handelsblatt Nr. 205, 24.10.2017, S. 30-31, S. 31.  
 14 Vgl. Baker et al.: 2030 Purpose: Good business and a better future. Connecting sustainable development with enduring commercial success; Deloitte, London, 2017, S. 15; vgl. Köhler: Impact Investing - Die Vorgaben liefern die Vereinten Nationen, in: Handelsblatt, Nr. 205, 24.10.2017, S. 31.

**Abb. 3 • Sustainable Development Goals**

Quelle: <https://sustainabledevelopment.un.org/sdgs>.



**Abb. 4 • Entwicklung des deutschen Marktes für wirkungsorientiertes Investieren seit 2003**

Quelle: Petrick/Birnbaum: Social Impact Investing in Deutschland 2016: Kann das Momentum zum Aufbruch genutzt werden? Bertelsmann Stiftung, Gütersloh, 2016, S. 15.



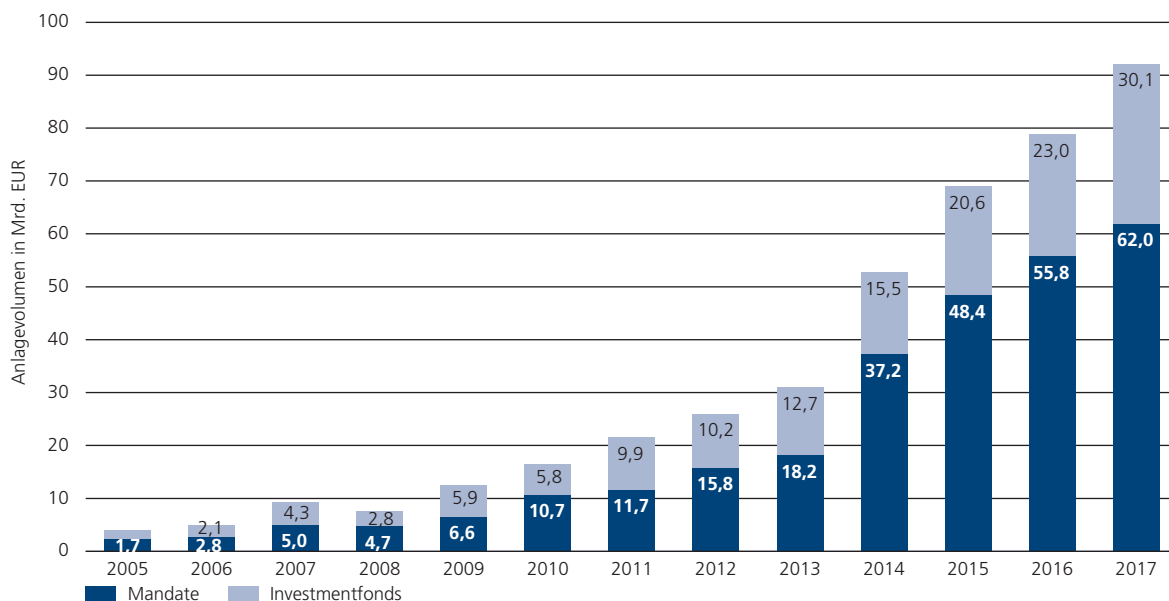
Die meisten wirkungsorientierten Investitionen entfielen in Deutschland in den Jahren 2013 bis 2015 gemessen an der Transaktionsanzahl am häufigsten auf Sozialunternehmen in den Bereichen Beschäftigung (20%) und Bildung (18%), gefolgt von Gesundheit (12%) und nachhaltigem Konsum/Umwelt (9%).<sup>15</sup>

Der deutsche Markt für wirkungsorientiertes Investieren befindet sich in einer frühen Entwicklungsphase, gewinnt aber, wie in Abbildung 4 veranschaulicht, aufgrund zahlreicher nationaler und internationaler Initiativen seit 2012 an Bedeutung. Die Grundidee, privates Kapital für die Lösung sozialer Probleme zu mobilisieren, zeigt bislang in angelsächsischen Ländern mit liberalen Wohlfahrtsstaaten die schnellste Verbreitung. ▶▶

<sup>15</sup> Vgl. Petrick/Birnbaum: Social Impact Investing in Deutschland 2016: Kann das Momentum zum Aufbruch genutzt werden? Bertelsmann Stiftung, Gütersloh, 2016, S. 21.

**Abb. 5 • Anlagevolumen nachhaltiger Geldanlagen in Deutschland bis 2017 in Mrd. EUR**

Quelle: Dittrich, Simon et al.: Marktbericht Nachhaltige Geldanlagen 2018; Forum Nachhaltige Geldanlage, Berlin 2018, S. 24.

**2.4 Marktentwicklung und -Performance**

Der Trend zum nachhaltigen Investieren erreicht neue Dimensionen. So ist das Marktvolumen der unter Nachhaltigkeitskriterien angelegten Finanzmittel in den letzten Jahren deutlich gewachsen. Nach Angaben der Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) belief sich das weltweit verwaltete Vermögen, bei dem die ESG-Kriterien beachtet werden, Anfang 2016 auf etwa 22,9 Bio. USD – 25% mehr als noch zu Beginn des Jahres 2014. Demnach hat die Nachfrage nach Fonds, die in Konzerne investieren, welche nach ökologischen, ethischen und sozialen Standards arbeiten, deutlich zugenommen. Der globale Marktanteil nachhaltiger Anlagen wird hier mit 26,3% beziffert.<sup>16</sup> Dabei spielt die Zurückhaltung in Asien eine wesentliche Rolle, da dort nachhaltigen Investitionen noch nicht die Bedeutung zukommt, wie dies zum Beispiel in den USA oder Europa der Fall ist. Experten schätzen zudem, dass nur bei einem verwalteten Vermögen von 2,5 Bio. USD ESG-Kriterien systematisch in den Anlageprozess integriert werden, während ausgesprochene ESG-Fonds auf 108,3 Mrd. USD kommen.<sup>17</sup>

Das am schnellsten wachsende Segment im globalen Anlagegeschäft ist das Wirkungsorientierte Investieren und die damit verbundene Zielsetzung, mit der Geldanlage einen sozialen und ökologischen Nutzen zu stiften, ohne dabei auf eine attraktive Rendite verzichten zu müssen.

Laut den aktuellen Angaben des Global Impact Investing Network (GIIN), eines Netzwerks mit Unternehmen wie der Deutschen Bank, Credit Suisse, UBS und Goldman Sachs Urban Investment Group, kam es 2017 zu einem deutlichen Zuwachs bei den wirkungsorientierten Anlagen: Über 35 Mrd. USD investierten die Anleger in über 11.000 Projekte und Transaktionen. Auch in 2018 wird ein erneuter Zuwachs von 8% erwartet. Schätzungen gehen davon aus, dass mittlerweile rund 228 Mrd. USD aus den vergangenen Jahren gemanagt werden.<sup>18</sup> Der deutsche Markt für nachhaltige Geldanlagen ist zwar noch klein, wächst jedoch stark, wie Abbildung 5 zeigt. Verglichen mit anderen Anlagearten stellt insbesondere das Segment für wirkungsorientiertes Investieren nur einen kleinen Teil davon dar.

Dass nachhaltiges Investieren mit Renditeverzicht gleichzusetzen ist, gilt schon lange nicht mehr. So existieren viele Studien, die belegen, dass Unternehmen, die führend beim Thema ESG sind, weit bessere Ergebnisse liefern als jene, die diese Problematik vernachlässigen. Angesichts der Vielzahl von über 2.000 Studien wurde 2016 eine Arbeit der Universität Hamburg vorgelegt, welche das verfügbare Studienmaterial auswertete. Dabei kamen mehr als 90% der Studien zu dem Schluss, dass die Berücksichtigung von ESG-Kriterien mindestens einen neutralen, mehrheitlich aber sogar einen positiven Einfluss auf den Unternehmens- beziehungsweise Anlageerfolg hat. Negative Effekte erkannte derweil nicht einmal jede zehnte Studie.<sup>19</sup>

16 Vgl. Micilotta et al.: 2016 Global Sustainable Investment Review; Global Sustainable Investment Alliance (GSIA), Brüssel, 2016, S. 1 ff.

17 Vgl. Atzler et al.: Das Geld wird immer grüner; in: Handelsblatt, Nr. 181, 19.08.2018, S. 34-35, S. 34.

18 Vgl. Mudaliar et al.: Annual Impact Investor Survey 2018; Global Impact Investing Network, New York, 2018, S. 10 ff.

19 Vgl. Friede/Busch/Bassen: ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies; in: Journal of Sustainable Finance & Investment, Jg. 5, Nr. 5, S. 210-233, S. 212 ff.



**Abb. 6 • Euro Stoxx Sustainability vs. Euro Stoxx**

Quelle: Thomson Reuters Datastream



Eine Gegenüberstellung der Eurozonen-Aktienindizes Euro Stoxx und Euro Stoxx Sustainability veranschaulicht, dass eine nachhaltigkeitsorientierte Anlagestrategie keineswegs nachteilig ist. Trotz abweichender Index-Auswahlkriterien zeigt Abbildung 6, dass die beiden Kursentwicklungen auch bei langfristiger Betrachtung kaum voneinander abweichen und die nachhaltigkeitsorientierten Anlagen somit keinen systematischen Nachteil gegenüber „klassischen“ Anlagen aufweisen.

Nach aktuellen Erkenntnissen haben ESG-Investments auch deswegen keine niedrigeren Renditen mehr als andere Investments, weil sozial verantwortliche Unternehmen mit hoher Wahrscheinlichkeit insgesamt besser geführt werden. So haben die 10% der besten Aktien in Sachen Nachhaltigkeit in den letzten zehn Jahren 11,5% zugelegt, die 10% der schlechtesten nur um 2,1%.<sup>20</sup> Befragungen zeigen außerdem, dass sich ein nachhaltiges Portfolio ähnlich oder sogar deutlich besser in Bezug auf das Risiko (Ausfallrate 0,7%) entwickelt als ein konventionelles Vergleichsportfolio.<sup>21</sup>

20 Vgl. Mudaliar et al.: Annual Impact Investor Survey 2018; Global Impact Investing Network, New York, 2018, S. 14; vgl. Atzler et al.: Das Geld wird immer grüner; in: Handelsblatt, Nr. 181, 19.08.2018, S. 34-35, S. 34; vgl. Khan/Serafeim/Yoon: Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality; Working Paper 15-073; Harvard Business School, Boston, 2015.

21 Vgl. Schäfer et al.: Ergebnisbericht zur Nachhaltigkeitsstudie 2018, Union Investment, Frankfurt a.M., 2018, S. 5.

**3. M&A zur Erzielung einer Sozialen Rendite****3.1 Soziale Rendite als Transaktionsmotiv**

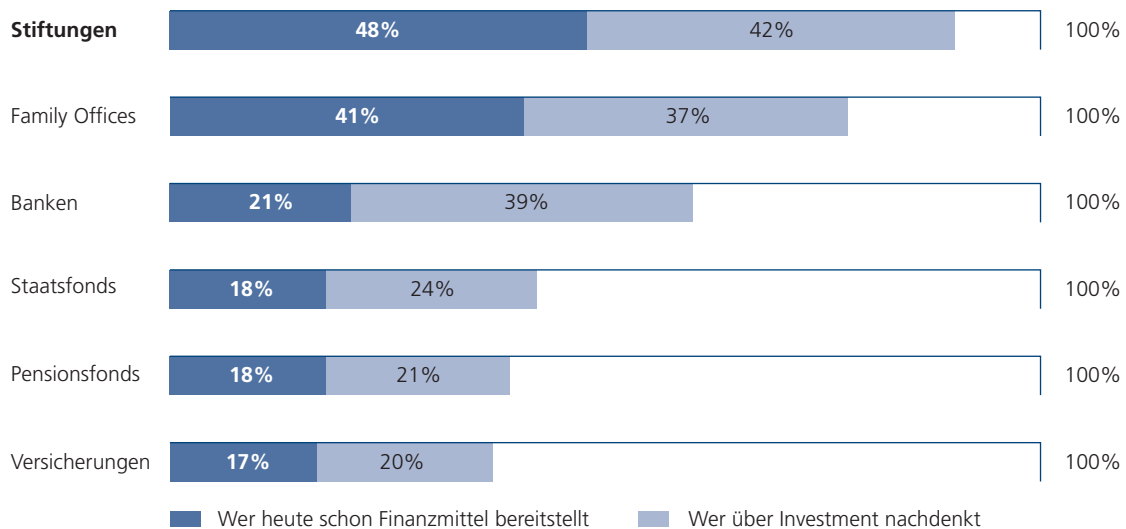
Viele Investoren wollen heute mehr als nur Rendite, sie wollen auch etwas Positives für die Gesellschaft bewirken, also eine Rendite mit Wirkung beziehungsweise eine „Soziale Rendite“. Der nachhaltigkeitsorientierte Anleger profitiert somit einerseits von der finanziellen Rendite, andererseits vom sozialen, ethischen und ökologischen Effekt, den seine Auswahl nach sich zieht. Vor diesem Hintergrund bieten nicht nur Banken und Vermögensverwalter Anlagemöglichkeiten wie zum Beispiel Nachhaltigkeitsfonds; einen neuen Trend mit großem Potenzial stellen wirkungsorientierte Direktinvestitionen in Form von M&A-Transaktionen dar, da diese eine überdurchschnittliche Rendite in Verbindung mit einem geringen Risiko aufweisen.<sup>22</sup>

So kann die Motivlage auf Investorenmehrheit, ein nachhaltiges Investment anzustreben, durchaus unterschiedlich sein. Während einige Investoren ihren Fokus auf den Rendite-Risiko-Aspekt legen, ohne aber dabei die ESG-Kriterien unberücksichtigt zu lassen, verfolgen zahlreiche Investoren und Organisationen das primäre Ziel, dass sich in einer Unternehmensbeteiligung ihre Werte

22 Vgl. Pandit/Tamhane: A closer look at impact investing; in: McKinsey Quarterly, February 2018, S. 1-4, S. 2.

**Abb. 7 • Finanzierungsquellen für Wirkungsorientiertes Investieren**

Quelle: Mudaliar et al.: Annual Impact Investor Survey 2018; Global Impact Investing Network, New York, 2018, S. 18.



und Ziele widerspiegeln. Besonders beliebt ist diese Form des wirkungsorientierten Investierens bei wohlhabenden Familien. Laut dem Global Family Office Report 2018 war zuletzt mehr als ein Drittel der Family Offices in diesem Bereich engagiert, was einem Zuwachs von fast 5% im Vergleich zum Vorjahr entspricht. Darüber hinaus erwarten 39% der Befragten ein wachsendes Engagement in der Zukunft.<sup>23</sup> Zu ähnlichen Ergebnissen kommen die in Abbildung 7 dargestellten Umfrageergebnisse des Global Impact Investing Networks (GIIN).

Auch wenn der Vermögenserhalt für nachfolgende Generationen oftmals das primäre Anlageziel wohlhabender Familien ist, zeigt sich in der Praxis deutlich, dass dieses Ziel mit klassischen Anlagen wie Aktien und Renten heute kaum noch realisiert werden kann. Erst mit dem Einsatz alternativer Anlagen, wie zum Beispiel den Investments in Beteiligungskapital für Firmenkäufe, können sich Family Offices dem Renditeverfall entziehen. Ging es in der Vergangenheit primär um Aktien und Anleihen, liegt heute ein wichtiger Fokus auf wirkungsorientierten Investments. In der Regel haben die Anleger eine Renditeerwartung nach Kosten zwischen 4 und 6%.

Für den M&A-Markt ist das wirkungsorientierte Investieren auch deswegen von großer Bedeutung, weil in den kommenden 20 Jahren schätzungsweise 460 Milliarden ein Vermögen von rund 2,1 Bio. USD vererben werden. Die Erbengeneration und primär die Millennials, die zwischen 1980 und 2000 geboren wurden, sind für wirkungsorientierte M&A-Transaktionen offen und ha-

ben nach Einschätzung vieler Family Offices ein feines Gespür dafür, welches Investment „Greenwashing“ ist und bei welchen Unternehmen wirklich etwas unternommen wird, um Lebensbedingungen zu verbessern.<sup>24</sup>

Positiv ist außerdem der wachsende Anteil von institutionellen Investoren zu bewerten, da immer mehr Versicherungskonzerne, Großbanken und Private-Equity-Gesellschaften das Thema Impact Investing für sich entdecken. Während 2012 ein vernachlässigbarer Anteil des investierbaren Vermögens (unter 5%) von institutionellen Investoren investiert wurde, stammt etwa ein Viertel der bis Ende 2015 verwalteten Finanzmittel von dieser Investorengruppe.<sup>25</sup>

**3.2 Impact M&A**

Impact M&A bezeichnet wirkungsorientierte M&A-Transaktionen, die ökologische, ethische und soziale Ziele verfolgen und die ESG-Kriterien sowie Aspekte der sozialen Verantwortung in den Mittelpunkt rücken, ohne die Renditeperspektive zu vernachlässigen. Diese wirkungsorientierten M&A-Transaktionen werden durch ein inzwischen im Markt etabliertes, geändertes Bewusstsein von Stakeholdern, wie Geldgebern, Mitarbeitern, NGOs und Kunden, unterstützt, die gegenüber Unternehmen verschärfte umwelt- und sozialrelevante Anforderungen sowie neue Ansprüche an eine nachhaltige Unternehmensführung stellen.

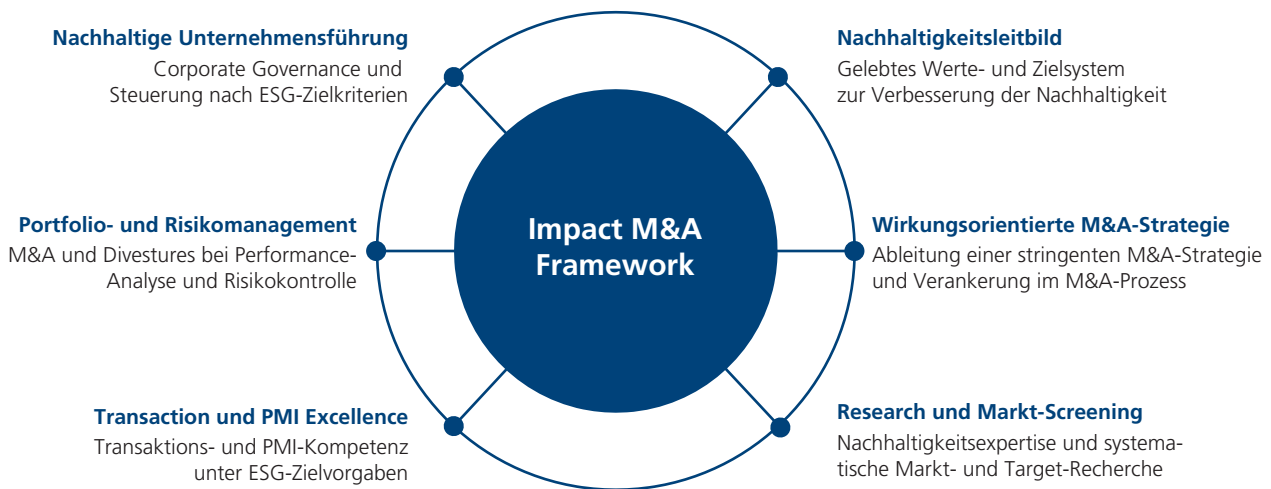
23 Vgl. Ferrari: The Global Family Office Report, UBS & Campden, London, 2018, S. 6 ff.

24 Vgl. Köhler: Impact Investing - Die Vorgaben liefern die Vereinten Nationen, in: Handelsblatt, Nr. 205, 24.10.2017, S. 31.

25 Petrick/Birnbaum: Social Impact Investing in Deutschland 2016: Kann das Momentum zum Aufbruch genutzt werden? Bertelsmann Stiftung, Gütersloh, 2016, S. 19.

**Abb. 8 • Rahmenkonzept einer wirkungsorientierten M&A-Strategie**

Quelle: : Eigene Darstellung.



Standen bisher die Umweltaspekte unter den Nachhaltigkeitsthemen im Vordergrund, wird sich der Fokus zukünftig zunehmend auf die soziale Verantwortung von Unternehmen richten. Dabei geht es im Einzelnen etwa um die Themen Umgang mit den Geschlechtern, Chancengleichheit, Arbeitnehmerrechte und Personalmanagement, aber auch um Gesundheits- und Sicherheitsfragen bei den Zulieferern. Der Trend zum nachhaltigen Investieren erreicht dadurch eine neue Dimension. So drängten zum Beispiel internationale Investoren Unternehmen dazu, Informationen zum Umgang mit ihren Mitarbeitern offenzulegen. Organisiert hat dies die britische Wohltätigkeitsorganisation Shareaction mit dem Ziel, nachhaltiges Investieren zu fördern. Shareaction hat hierfür die Unterstützung von über 100 Großanlegern mit einem Kapital von mehr als 12 Bio. USD eingeholt und einen entsprechenden Fragenkatalog entworfen, der an 500 internationale Konzerne wie zum Beispiel Apple, Alibaba, BMW, Volkswagen und Daimler versandt wurde.<sup>26</sup> Langfristig sollen die Angaben zu den Arbeitsbedingungen eine Basis bilden, um die Unternehmen dauerhaft zu entsprechenden Veröffentlichungen zu bewegen.

#### 4. Konzeption einer wirkungsorientierten M&A-Strategie

##### 4.1 Leitbild, Rahmenkonzept und Vorgehensmodell

Das Leitbild einer wirkungsorientierten M&A-Strategie ist es, die Nachhaltigkeitsüberzeugungen mit den Renditeanforderungen des Investors in Einklang zu

bringen, ohne dabei die Risikoaspekte aus den Augen zu verlieren. Es gilt, einen strukturierten unternehmensspezifischen ESG-Managementansatz zu entwickeln, der so weit fortgeschritten ist, dass er die primäre Ausrichtung für die M&A-Strategie bildet. Da offensichtlich nicht alle ESG-Aspekte in gleichem Maße für die spezifischen Charakteristika unterschiedlicher Unternehmen relevant sind, ist es entscheidend, diejenigen unternehmensspezifischen ESG-Aspekte zu identifizieren, die einen wesentlichen Einfluss auf den Unternehmenswert darstellen, und diese systematisch in den M&A-Prozess zu integrieren.

Eine dezidierte Betrachtung von ESG-Aspekten in Transaktionsprozessen soll dabei nicht nur Kosten- und Reputationsrisiken senken, sondern gleichzeitig Wertsteigerungschancen realisieren und die Werte des Unternehmens verfolgen. Im Rahmen einer langfristigen Anlagestrategie soll dabei durch die Identifikation und Auswahl nachhaltiger und wertkonformer Zielunternehmen das Risiko minimiert werden.

Abbildung 8 stellt das Rahmenkonzept einer wirkungsorientierten M&A-Strategie dar. Im Folgenden liegt der Betrachtungsfokus auf den Aspekten Strategieableitung, Markt-Screening und Transaction Excellence.

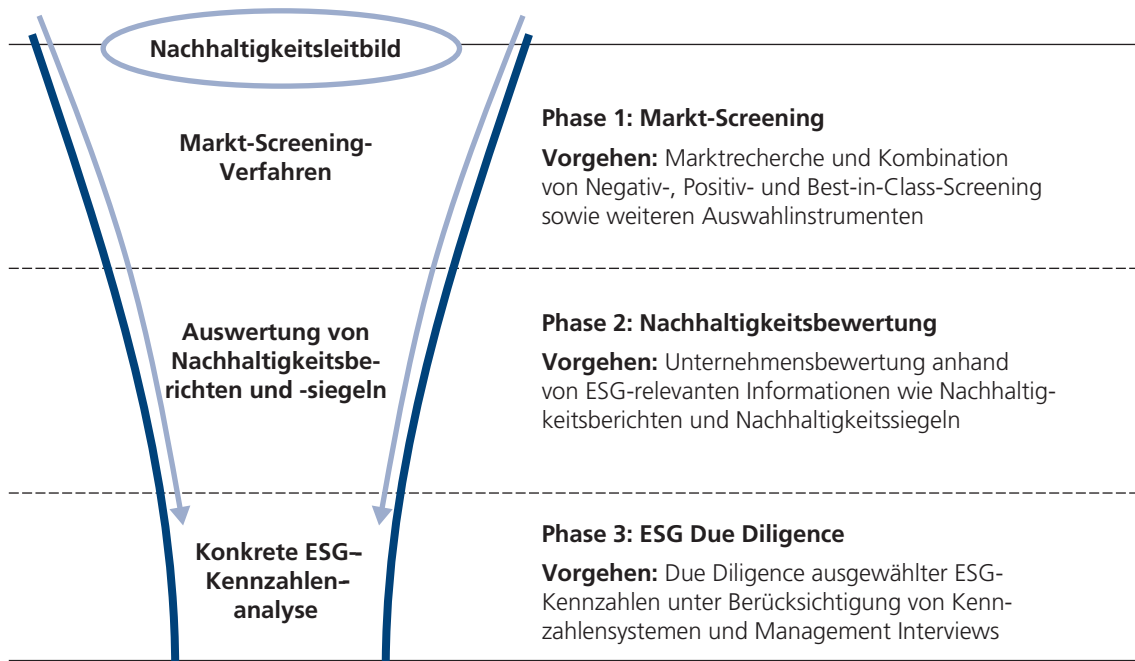
Das Vorgehens- und Selektionsmodell bildet ein stufenweises Vorgehen ab, bei dem die relevanten Zielunternehmen sukzessive anhand verschiedener Methoden und Analysen eingegrenzt werden. Im Folgenden werden die in Abbildung 9 dargestellten drei Vorgehensphasen, die sich inhaltlich nicht vollständig trennscharf abgrenzen lassen, genauer vorgestellt und erläutert. ▶▶

<sup>26</sup> Vgl. Narat: Das Kapital stellt die soziale Frage; in: Handelsblatt, Nr.128, 06.07.2018, S. 31.



Abb. 9 • Vorgehens- und Selektionsmodell Impact M&A

Quelle: Eigene Darstellung.



## 4.2 Markt-Screening

Für Investoren bedeutet Impact M&A zusätzlichen Rechercheaufwand, da passende Target-Unternehmen erst identifiziert und analysiert werden müssen. Dabei sind die unterschiedlichen Schwerpunkte und Risikopräferenzen eines jeden Investors zu berücksichtigen. Um diese Komplexität zu reduzieren, reicht es nicht aus, ausschließlich die Ausschlusskriterien zu beachten, die laut Umfragen 91% der befragten Investoren zur Durchsetzung von Nachhaltigkeitszielen nutzen.<sup>27</sup> Wie in Abbildung 10 dargestellt, lassen sich darüber hinaus in der Screening-Phase ein negatives beziehungsweise ein positives Screening oder ein Best-in-Class-Ansatz einsetzen.

Im Rahmen einer wirkungsorientierten M&A-Strategie lassen sich die verschiedenen Methoden kombinieren und dadurch die klassische Finanzanalyse ergänzen (sog. „Integrations-Strategie“), um die relevanten Target-Unternehmen in der Target-Screening-Phase herauszufiltern. Nach dem Ausschlussprinzip werden zunächst Unternehmen eliminiert, die bestimmten, vorher definierten Werten nicht gerecht werden. Zu den in Deutschland am häufigsten genannten Ausschlusskriterien zählen zum Beispiel die Produktion und der Handel von Waffen, Menschenrechts- und Arbeitsrechtsverletzungen, Glücksspiel, Korruption und Bestechung, Tabak, Alkohol, Kernenergie und Umwelt-

zerstörung. Eine ergänzende Herangehensweise stellen Positivkriterien – häufig auch in Verbindung mit dem „Best in Class“-Prinzip – dar. Hier wird anhand von zu erfüllenden Kriterien bestimmt, welche Unternehmen grundsätzlich für ein Investment in Frage kommen. „Best in Class“ als optionale Erweiterung zielt dann darauf ab, welches Unternehmen sich innerhalb seiner Branche besonders um das Thema Nachhaltigkeit verdient macht.

Wichtig ist aus Investorensicht, dass neben der angestrebten Rendite auch messbare soziale oder ökologische Erfolge realisiert werden. Erfahrungen aus der Praxis zeigen, dass die effektive Implementierung und Anwendung eines strukturierten und messbaren wirkungsorientierten M&A-Ansatzes aufgrund einer unzureichenden Gesamtstrategie oder fehlender interdisziplinärer Expertise mit Herausforderungen verbunden sein kann. Ein standardisiertes, allgemein gültiges Vorgehen oder Nachhaltigkeitsbewertungskonzept hat sich bisher noch nicht etabliert.<sup>28</sup>

## 4.3 Nachhaltigkeitsbewertung

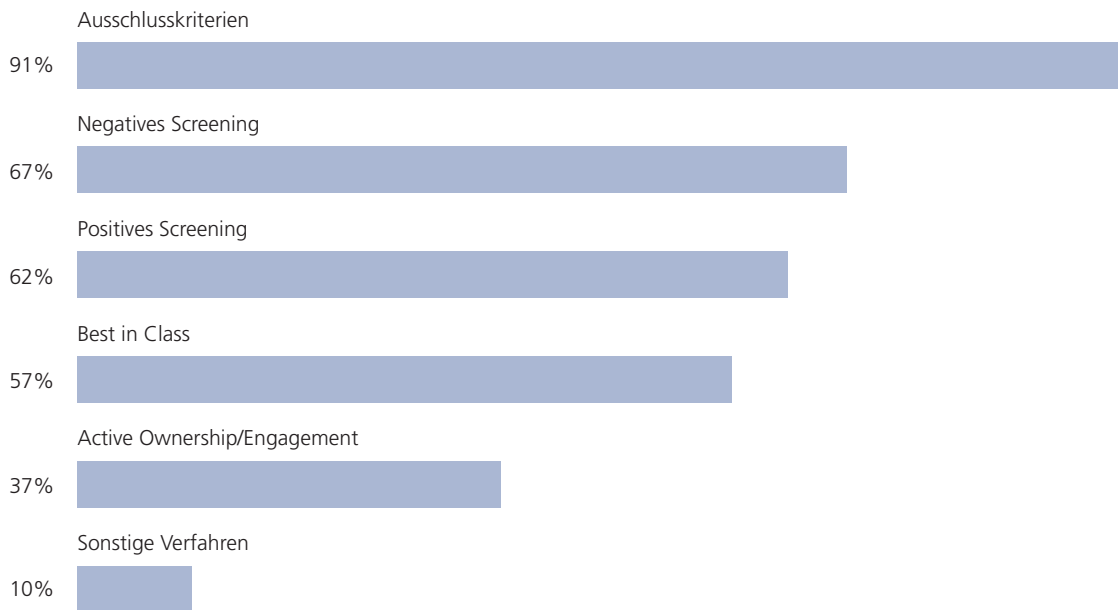
Für die Bewertung der Nachhaltigkeit bestimmter Geschäftsmodelle und Unternehmen existieren unterschiedliche Informationskanäle. Viele Unternehmen erstellen zum Beispiel bereits eigene Nachhaltigkeitsbe-

<sup>27</sup> Vgl. Schäfer et al.: Ergebnisbericht zur Nachhaltigkeitsstudie 2018, Union Investment, Frankfurt a.M., 2018, S. 10.

<sup>28</sup> Vgl. Göbbels/Katsch: Die strukturierte Integration von ESG-Aspekten in Transaktionsprozesse – Potenziale zur Risikominimierung und Wertsteigerung; in: M&A Review, 26. Jahrgang, Nr. 11, 2015, S. 422-429, S. 429.

**Abb. 10 • Rahmenkonzept einer wirkungsorientierten M&A-Strategie**

Quelle: : Schäfer et al.: Ergebnisbericht zur Nachhaltigkeitsstudie 2018, Union Investment, Frankfurt a.M., 2018, S. 10.

**Nachhaltigkeit ist mehr als Anwendung von Ausschlusskriterien**

richte, und für europäische kapitalmarktorientierte Unternehmen besteht seit 2017 eine Berichtspflicht, so dass diese Unternehmen jährlich über wesentliche Entwicklungen aus den Bereichen Umwelt-, Arbeitnehmer- und Sozialbelange, Achtung der Menschenrechte sowie Bekämpfung von Korruption und Bestechung berichten müssen. Im Hinblick auf die Qualität und Vergleichbarkeit der Berichte haben sich die zwei folgenden Standards etabliert:

- der Deutsche Nachhaltigkeitskodex (DNK)
- sowie die Global Reporting Initiative (GRI).

Außerdem existieren sogenannte Nachhaltigkeits-Ratingagenturen. Anders als bei Standard & Poor's, Moody's oder Fitch erfolgt die Ratingvergabe bei Nachhaltigkeitsratings jedoch nicht im Auftrag der Emittenten selbst, sondern im Auftrag der Investoren. Zu den bekannteren Nachhaltigkeits-Ratingagenturen im deutschsprachigen Raum zählen zum Beispiel oekom-Research, imug Rating, Inrate oder Sustainalytics. Auch klassische „Finanzdatenlieferanten“ wie MSCI, Bloomberg oder Thomson Reuters bieten entsprechende Dienstleistungen an.<sup>29</sup>

Da sich die jeweiligen Konzepte deutlich durch unterschiedliche Methoden und Bewertungskriterien voneinander unterscheiden, ist im Rahmen einer wirkungs-

orientierten M&A-Strategie das passende Konzept für die Beurteilung der Nachhaltigkeitsleistungen des Target-Unternehmens auszuwählen.

Bei der Suche eines geeigneten Target-Unternehmens können zudem sogenannte Nachhaltigkeitssiegel eine Orientierungshilfe bieten. Zu unterscheiden ist hier zwischen Transparenz- und Qualitätssiegeln. Während Transparenzsiegel (z.B. Eurosif) keine Vorgaben für die konzeptionelle Ausgestaltung von Produkten machen und lediglich bestätigen, dass umfassend über genutzte Nachhaltigkeitsstrategien und -kriterien berichtet wird, gehen Qualitätssiegel einen Schritt weiter. Hier können konkrete Ausgestaltungsvorgaben (z.B. Mindestanforderungen, Transparenzkriterien) definiert werden und es erfolgt eine Qualitätsbewertung im Hinblick auf die Einhaltung von Nachhaltigkeitskriterien. Zu den bekannten Qualitätssiegeln zählen zum Beispiel das FNG-Siegel (Forum Nachhaltige Geldanlagen), das Europäische Transparenzlogo für Nachhaltigkeitsfonds oder das ECOreporter-Siegel.<sup>30</sup>

Darüber hinaus ist die Relevanz zu prüfender Nachhaltigkeitsaspekte unter anderem abhängig von der jeweiligen Branche, den konkreten Produkten und Dienstleistungen, der Unternehmensgröße, der Lieferkette und der Kundengruppe des Transaktionsobjekts. Um den individuellen Anforderungen der jeweiligen Transaktion Rechnung zu tragen, sollten unter anderem

<sup>29</sup> Vgl.: o.V.: Nachhaltige Investments bringen doppelte Dividende!; in: S-Anlagebrief spezial, 23. Jg., November 2018, Deutscher Sparkassen Verlag, Stuttgart, 2018, S. 1-8, S. 4.

<sup>30</sup> Vgl.: o.V.: Nachhaltige Investments bringen doppelte Dividende!; in: S-Anlagebrief spezial, 23. Jg., November 2018, Deutscher Sparkassen Verlag, Stuttgart, 2018, S. 1-8, S. 4 f.

die folgenden Dokumente zur Verfügung gestellt und von entsprechenden Experten ausgewertet werden:<sup>31</sup>

- ESG-, Umwelt- oder Nachhaltigkeitsleitlinien beziehungsweise -grundsätze,
- ESG-relevante Genehmigungen,
- Darstellung und Auswertung ESG-relevanter KPIs,
- Nachhaltigkeits-, Umwelt- und/oder CSR-Bericht,
- Code of Conduct in der Supply Chain,
- Dokumentation von Anti-Korruptionsvorkehrungen,
- Managementsystemzertifikate und -informationen, Audit-Berichte (z.B. gemäß ISO 9001, ISO 14001, ISO 50001, OHSAS 18001, EMAS) und
- Berichte über ESG-relevante Vorfälle (z.B. Medienberichte, Anwohnerbeschwerden, Dokumentation Social Media) et cetera.<sup>32</sup>

#### 4.4 ESG Due Diligence

ESG-Aspekte sind in den vergangenen Jahren wichtiger Bestandteil von Due-Diligence-Prozessen geworden. Neben der finanziellen, operativen, steuerlichen und kommerziellen Analyse der Targets steht immer häufiger deren Nachhaltigkeitsperformance im Blickpunkt. Während entsprechende Risiken in der Vergangenheit schon oft Deal-Breaker darstellten, liegt das Augenmerk bei wirkungsorientierten Transaktionen vermehrt auf den Wertsteigerungschancen und der Realisierung von Nachhaltigkeitszielen, die durch exzellente ESG-Profile entstehen können.

Praktische Erfahrungen zeigen, dass die Bedeutung von ESG-Aspekten insgesamt bekannt ist, deren Integration in Due-Diligence-Prozesse jedoch qualitativ divergiert. Der Grund dafür ist oftmals die mangelnde interdisziplinäre Expertise, die bei diesem komplexen Thema erforderlich ist. Während große Investment-Organisationen eigene, mit entsprechenden Experten besetzte ESG-Teams unterhalten oder aufbauen, fehlen in kleineren Organisationen oftmals die notwendigen Ressourcen.

Für eine ESG-Compliance Due Diligence gibt es diverse Muster und Vorlagen, die aber oftmals sehr umfangreich und generisch sind. Zudem besteht ohne den Aufbau eines systematischen individuellen Bewertungsansatzes zur ESG Due Diligence die Gefahr, entscheidende Risiken zu übersehen oder aktuelle beziehungs-

weise potenzielle Wertsteigerungshebel nicht in optimalem Maße zu nutzen.

Im Rahmen der wirkungsorientierten M&A-Strategie ist daher ein maßgeschneiderter, risikoadäquater Ansatz erforderlich. Mittels eines ersten Reviews des Zielunternehmens – zum Beispiel anhand eines Informationsmemorandums – lassen sich mögliche Risiken identifizieren und als „Red Flags“ für die weitere Due Diligence definieren. Ist eine vertiefte Prüfung erforderlich, könnte diese anhand eines Datenraums oder durch Interviews mit dem Management des Zielunternehmens vorgenommen werden. Die Ergebnisse der ESG-Compliance Due Diligence können dann in die Vertragsverhandlungen einfließen, zum Beispiel in Form von Gewährleistungen und Freistellungen oder bei Verhandlungen über den Kaufpreis. Die Verkäufer können auch dazu verpflichtet werden, vor Abschluss oder Vollzug des Vertrags Selbstverpflichtungen auf bestimmte ESG-Aspekte von wichtigen Lieferanten einzuholen. Schließlich zeigen die Ergebnisse der Due Diligence einen möglichen Verbesserungsbedarf im Hinblick auf die ESG-Compliance des Zielunternehmens nach Closing auf.<sup>33</sup>

Eine wesentliche Herausforderung ist es, aus der Masse an Daten verlässliche Informationen herauszufiltern. Zu diesem Zweck sind verschiedene Kennzahlensysteme entwickelt worden, die zum Beispiel von Indexanbietern wie MSCI oder auch Thomson Reuters angeboten werden.<sup>34</sup> Mit Hilfe dieser Systeme lassen sich, wie in Abbildung 11 dargestellt, die ESG Scores vieler Unternehmen systematisch berechnen und vergleichen.

Aktuelle Studien belegen deutlich die Bedeutung ähnlicher ESG-Scores für die Erfolgswahrscheinlichkeit von M&A-Transaktionen; so stellen ähnliche ESG-Scores bei den Beteiligten von M&A-Transaktionen einen möglichen Indikator für den „kulturellen Fit“ von Käufer und Verkäufer und damit den Transaktionserfolg dar.<sup>35</sup>

#### 5. Fazit und Ausblick

Das Thema Nachhaltigkeit wird unser Leben auf Dauer bestimmen. Es wird sich die Einsicht durchsetzen, dass sich die Welt verändert und wir Menschen reagieren müssen, wenn wir die Erde für uns weiterhin lebenswert gestalten wollen. Das gilt nicht nur für den Klimawandel, sondern auch für hohe Sozialstandards in Konzernen und eine gute Unternehmensführung.

31 Vgl. <https://www2.deloitte.com/de/de/pages/sustainability/articles/esg-aspekte.html>.

32 Vgl. Cha: The integration of environmental, social and governance issues in mergers and acquisitions transactions - Trade Buyers Survey Results; PWC & PRI, London, 2012, S. 8; [vgl. https://www2.deloitte.com/de/de/pages/sustainability/articles/esg-aspekte.html](https://www2.deloitte.com/de/de/pages/sustainability/articles/esg-aspekte.html).

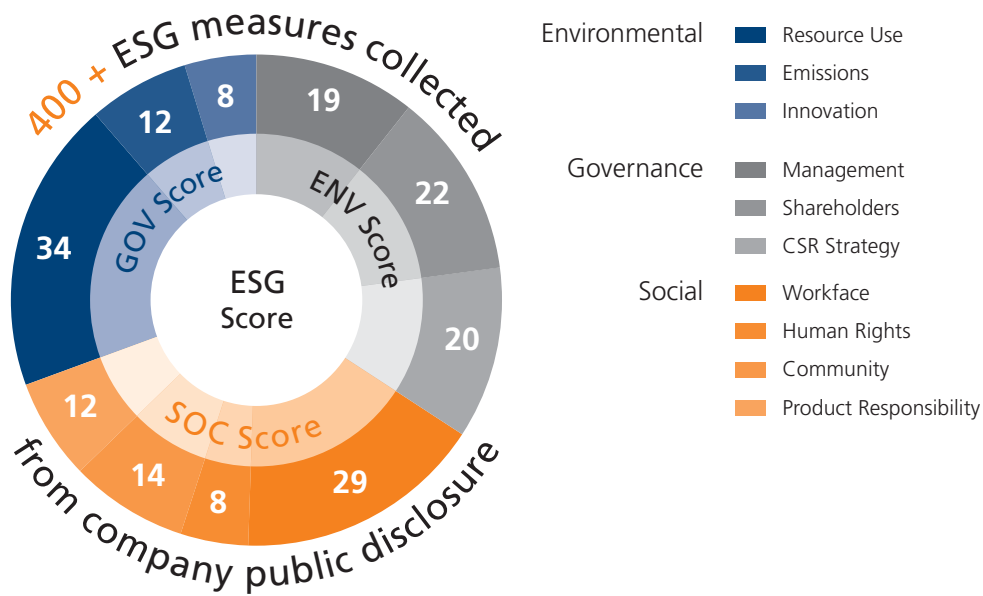
33 Vgl. Wiedmann/Eberius: Sicherstellung von ESG-Compliance bei PE-Transaktionen; in: Private Equity Magazin; 2017; [www.pe-magazin.de/sicherstellung-von-esg-compliance-bei-pe-transaktionen/](http://www.pe-magazin.de/sicherstellung-von-esg-compliance-bei-pe-transaktionen/).

34 Vgl. Garz/Schnella/Frank: KPIs for ESG 3.0; DVFA / EFFAS, Frankfurt a.M., 2010, S. 7 ff.; vgl. Göbbels/Katsch: Die strukturierte Integration von ESG-Aspekten in Transaktionsprozesse – Potenziale zur Risikominimierung und Wertsteigerung; in: M&A Review, 26. Jahrgang, Nr. 11, 2015, S. 422-429, S. 427.

35 Vgl. Drescher, A.: Corporate Social Responsibility als Erfolgsfaktor bei Mergers & Acquisitions: Eine empirische Untersuchung der DAX30-Unternehmen; Springer, Wiesbaden, 2017, S. 50 ff. Vgl. Vezér/Morrow: ESG compatibility: a hidden success factor in M&A transactions; ESG Spotlight, No. 14, 29.06.2017, S. 1; vgl. o.V.: Soft power: the new importance of corporate culture and ESG; Mergermarket 2018, S. 1 ff.

**Abb. 11 • Zusammensetzung Thomson Reuters ESG Score**

Quelle: o.V.: Thomson Reuters ESG Scores; Thomson Reuters, New York, 2018, S. 6.



Auch wenn wirkungsorientierte M&A-Transaktionen aktuell noch eine kleine Minderheit aller Transaktionen darstellen, wird sich der Markt entscheidend weiterentwickeln und hat das Potenzial, in den nächsten Jahren stark zu wachsen.

Der Entwicklung einer standardisierten wirkungsorientierten M&A-Strategie kommt dabei eine Schlüsselrolle zu. Innovative Unternehmen können aufgrund ihrer Vorreiterrolle Wertsteigerungschancen realisieren, neue Investorengruppen erschließen, Anreize für wirkungsorientierte Unternehmensgründungen und -finanzierungen schaffen und erfolgreich die Machbarkeit von Impact M&A demonstrieren. Spätestens die nächste Generation von Investoren wird vormachen, wie

Nachhaltigkeit und wirkungsorientierte M&A-Strategien im nächsten Jahrzehnt zum Maßstab für die weltweite Anlagephilosophie werden.



**Prof. Dr. Philipp Haberstock** ist Professor für Strategisches Management und Finance an der International School of Management (ISM) in Hamburg und Partner der Steinbeis Consulting Mergers & Acquisitions GmbH. Seine Schwerpunkte liegen in den Bereichen Investment Banking, Strategieberatung, Corporate Development und Innovationsmanagement. philipp.haberstock@ism.de

ANZEIGE

# M&A DEALMANAGER

Master of Mergers & Acquisitions (LL.M.) studieren an der Frankfurt School

- Berufsbegleitend in 4 Semestern zum erfolgreichen M&A Berater
- Praxisnahes und interdisziplinäres Studium an der Schnittstelle von Rechts- und Wirtschaftswissenschaften
- Möglichkeit den theoretischen Teil der Ausbildung zum Fachanwalt für Handels- und Gesellschaftsrecht zu absolvieren
- Exzellente Dozenten bestehend aus erfahrenen Spezialisten aus der Praxis sowie FS Fakultät

Jetzt informieren unter 069 154008-734 oder [www.fs.de/laws](http://www.fs.de/laws)

**Frankfurt School**  
of Finance & Management  
German Excellence. Global Relevance.

