

Planung eines Mergers mithilfe eines integrierten Excel-Modells

Sorgfältige Analyse der bilanziellen, steuerlichen und ökonomischen Konsequenzen

Maximilian Schreiter / Bernhard Schwetzler

Der Erwerb eines anderen Unternehmens zählt zu den bedeutendsten und zugleich riskantesten Entscheidungen im Leben eines Managers. Aufgrund der Vielzahl unterschiedlicher interaktiver Einflussfaktoren (gebotene Prämie, Finanzierung, Synergiebewertung etc) und der hohen Komplexität ist eine gesamtheitliche und sorgfältige Analyse der bilanziellen, steuerlichen und ökonomischen Konsequenzen geboten. Dieser Beitrag zeigt, wie eine solche Analyse mit einem integrierten Excel-Modell durchgeführt werden kann. Das Excel-Modell ist Bestandteil des CI-Seminars „Merger Modelling“.

1. Grundlegendes

Die Planung und Durchführung einer Unternehmenstransaktion zählt zu den komplexesten und weitreichendsten Entscheidungen, die im Lebenszyklus eines Unternehmens zu treffen sind. Jede **Akquisitionsentscheidung birgt erhebliche Risiken** für die beteiligten Unternehmen. Eine fehlgeschlagene Akquisition kann sehr hohe Kosten verursachen, in einzelnen Fällen sogar eine existenzbedrohende Unternehmenskrise auslösen.¹ Bei vielen Unternehmenszusammenschlüssen werden die gesetzten Ziele nicht erreicht; für börsennotierte Bieterunternehmen ist die Kapitalmarktreaktion auf die Ankündigung einer Transaktion im Mittel neutral, bestenfalls leicht positiv.²

Die Bedeutung und Komplexität, das Ineinandergreifen von steuer- und gesellschaftsrechtlichen sowie finanzierungstheoretischen und bilanziellen Fragestellungen machen Mergers & Acquisitions

zu einer der „Königsdisziplinen“ in der Betriebswirtschaftslehre. Die **einzelnen Schritte und die Durchführung einer Unternehmenstransaktion sind** deshalb sehr sorgfältig und **so genau wie möglich zu planen**. Aufgrund der hohen Komplexität bietet sich die Planung mithilfe eines integrierten Excel-Tools an, das alle finanziellen und bilanziellen Konsequenzen exakt abbildet.

2. Schritt 1: „Stand-alone“-Bewertung des Zielunternehmens und des Bieters

Grundlage jeder Beurteilung zur Vorteilhaftigkeit eines Mergers ist die **Gegenüberstellung** mit der Alternative, **Zielunternehmen und Bieter getrennt weiterzuführen**. Intrinsische Werte der beiden Unternehmen „stand alone“ werden klassischerweise über Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) ermittelt.³

Für das Zielunternehmen ist eine solche „Stand-alone“-Bewertung sehr eingängig, determiniert sie doch die Verhandlungsgrenze des potenziellen Verkäufers und zeigt im Falle einer Börsennotierung an, ob eine Über- bzw. Unterbewertung besteht. Doch auch für das Bieterunternehmen ist eine solche Bewertung relevant, und zwar immer dann, wenn die eigenen Anteile als Währung in der Transaktion genutzt werden sollen (sogenannter Stock Deal). Ist der Bieter börsennotiert, liefert die **Bestimmung des intrinsischen Werts** wichtige Informationen darüber, ob eher ein **Stock Deal** (bei Überbewertung) oder ein **Cash Deal** (bei Unterbewertung) anzustreben ist.



Maximilian Schreiter, MSc. ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzmanagement und Banken der HHL Leipzig Graduate School of Management.



Prof. Dr. Bernhard Schwetzler ist Inhaber des Lehrstuhls für Finanzmanagement und Banken der HHL Leipzig Graduate School of Management.

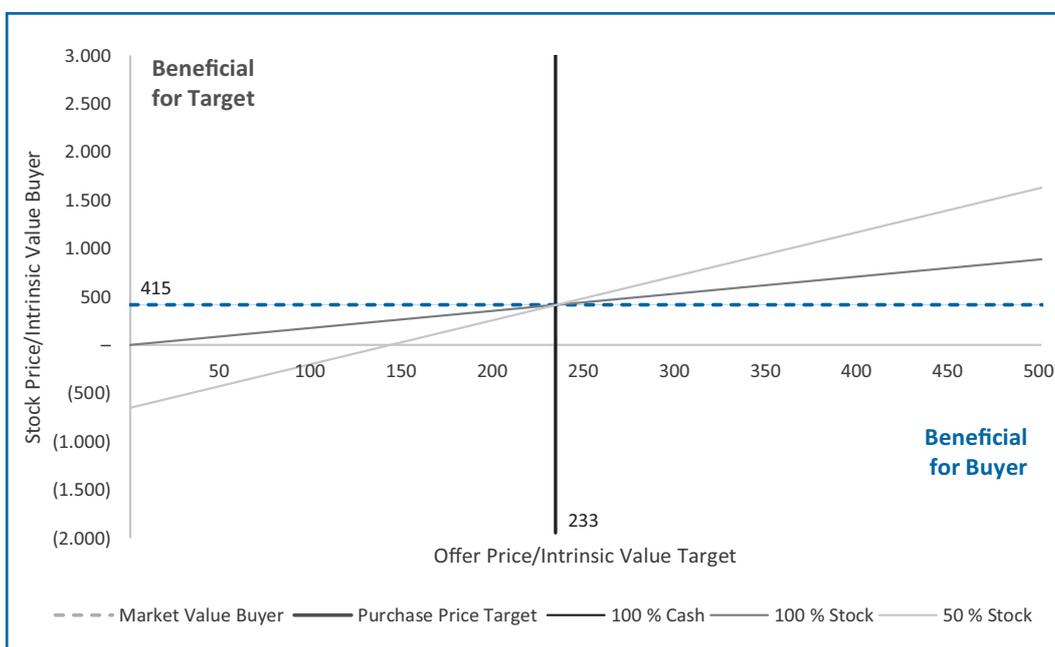


Abb 1: Analyse der Vorteilhaftigkeit eines Mergers aus Bieter- und Zielperspektive in Abhängigkeit der gewählten Währung; *Quelle: Auszug aus dem Excel-Tool „Merger-Modellierung“*

Das hier vorgestellte *Excel*-Tool beinhaltet die beschriebenen Bewertungsdimensionen und erlaubt somit eine dezidierte Analyse. Abb 1 zeigt den **Vergleich von Marktpreisen/Börsenkursen und intrinsischen Werten für Bieter und Zielunternehmen** sowie die jeweilige Vorteilhaftigkeit der Transaktion ohne Synergien in Abhängigkeit der gewählten Währung (Cash vs Stock).

3. Schritt 2: Festlegung des gebotenen Kaufpreises/der gebotenen Prämie

Die **Planung einer Unternehmenstransaktion** lässt sich als **iterativer Prozess** beschreiben; der **gebote Kaufpreis** spielt hier eine **herausragende Rolle**. Zum einen ist der finale Kaufpreis erst am Ende der Verhandlungen bekannt; auf der anderen Seite sind die ökonomischen und bilanziellen Konsequenzen der Transaktion ohne Kenntnis des Kaufpreises nicht abzuschätzen. Ein **integriertes Planungsmodell** auf *Excel*-Basis erlaubt es dem potenziellen Käufer, ohne großen Aufwand alle Konsequenzen für verschiedene gebotene Preise und Transaktionswährungen durchzuspielen und festigt somit seine Position in den Verhandlungen.

Im Allgemeinen sieht das **Kalkül für den gebotenen Preis** folgendermaßen aus: Je höher das Gebot bzw die gebotene Prämie, desto höher ist einerseits die Wahrscheinlichkeit, dass die Transaktion zustande kommt (bzw desto höher ist die Anzahl der über das Angebot erworbenen Anteile). Andererseits wird der Nettovorteil aus der Transaktion für den Bieter umso kleiner, je höher der gezahlte Kaufpreis ausfällt. Für deutsche Übernahmeangebote konnte ein **positiver Zusammenhang zwischen gebotener Prämie und erzieltm Zuwachs an Eigenkapitalanteilen** empirisch gezeigt werden.⁴

In einem weiteren wichtigen Schritt ist die **Währung für die Transaktion festzulegen**. Während in der Mehrzahl der Fälle der Kaufpreis in Cash entrichtet wird, kann es in bestimmten Fällen Sinn machen, den/die Verkäufer mit eigenen

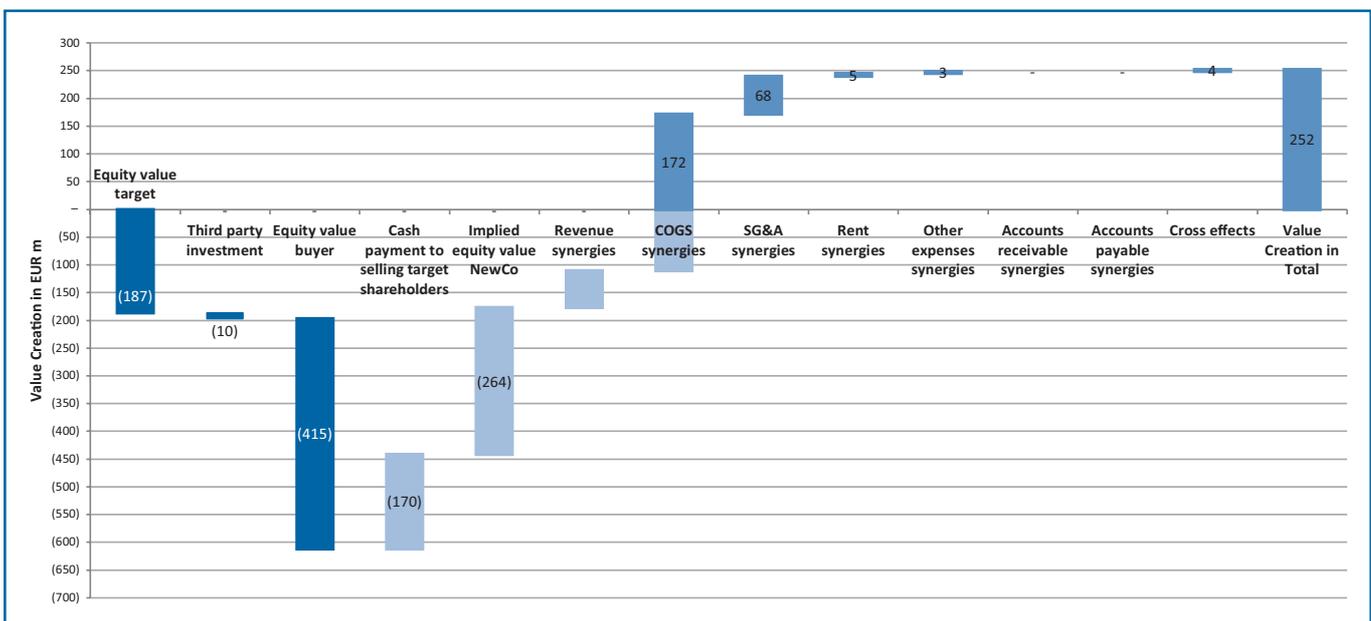
Anteilen des Bieterunternehmens (in Stock) zu vergüten. Damit besteht die Möglichkeit, die Verkäufer weiterhin im Unternehmen zu halten und an den Synergien zu beteiligen. Weiters wird dadurch die Gefahr einer Überbewertung des Targets reduziert. Auf der anderen Seite tragen Stock Offers für den Verkäufer das Risiko einer Überbewertung des Bieterunternehmens. Das **Planungstool** für die Transaktion **sollte flexibel genug sein**, um neben verschiedenen Kaufpreisen/Prämien auch **verschiedene Zusammensetzungen der Transaktionswährung** abzubilden.

4. Schritt 3: Purchase Price Allocation und Konsolidierung von Bieter und Zielunternehmen

Dieser Schritt betrachtet die bilanzielle Behandlung der zu planenden Transaktion und befasst sich somit vornehmlich mit der **Aufteilung des Kaufpreises** (sogenannte Purchase Price Allocation). Nach IFRS 3.4 impliziert ein Unternehmenszusammenschluss⁵ immer eine **Erstkonsolidierung nach der Erwerbsmethode**. Nach dieser sind zum Erwerbszeitpunkt die Zeitwerte aller Vermögensgegenstände und Verbindlichkeiten des Zielunternehmens zu erfassen (IFRS 3.18). Die sich daraus ergebende umfassende Neubewertung soll sicherstellen, dass stille Reserven bzw Lasten gehoben werden. Somit sind **auch identifizierbare immaterielle Vermögensgegenstände** zu aktivieren. **Nicht beherrschende Anteile** können bei der Konsolidierung entweder zum beizulegenden Zeitwert (*Full-Goodwill-Methode*) oder entsprechend ihrem Anteil am beizulegenden Zeitwert des Nettovermögens des erworbenen Unternehmens berücksichtigt werden. Erst nach vollständiger Neubewertung und Berücksichtigung der nicht beherrschenden Anteile ergibt sich der Geschäfts- oder Firmenwert (*Goodwill*) als Differenz zum Kaufpreis.⁶

Ein **Tool zur Merger-Modellierung** sollte die zu vollziehenden **Schritte nach IFRS 3** abbilden und die **Erstkonsolidierung als Grundlage jeder**

Abb 2: Analyse zur Wertgenerierung durch einen Merger unter Einbeziehung von erwarteten Restrukturierungskosten und Synergien; *Quelle: Auszug aus dem Excel-Tool „Merger-Modellierung“*



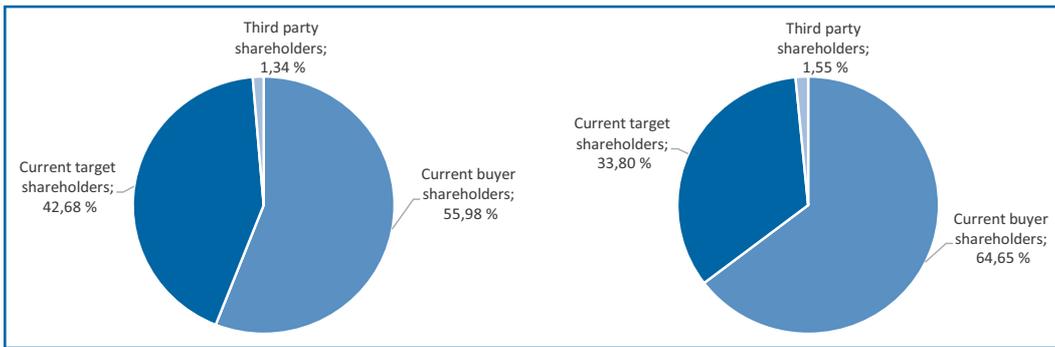


Abb 3: Analyse zur Verteilung der Wertgenerierung zwischen Parteien bei Marktwertbetrachtung für ein Szenario mit 30 % Cash-Zahlung (links) und 70 % Cash-Zahlung (rechts); Quelle: Auszug aus dem Excel-Tool „Merger-Modellierung“

Zukunftsplanung des neuen Unternehmens **enthalten**. Das hier vorgestellte Excel-Tool geht nach der *Full-Goodwill-Methode* vor und bietet genau das: Neubewertungen für alle bestehenden Vermögenswerte und Schulden sind ebenso zu hinterlegen wie für die identifizierbaren immateriellen Vermögensgegenstände. Gegebenenfalls entstehende Minderheitenanteile werden ebenfalls berücksichtigt.

Durch die zusätzliche Abbildung der im Regelfall von der IFRS-Rechnungslegung abweichenden steuerlichen Behandlung des Goodwills im Excel-Tool lassen sich insb die **Effekte der bestehenden Ermessensspielräume** (zB höherer Goodwill vs identifizierbare immaterielle Vermögensgegenstände) auch steuerlich simulieren.

5. Schritt 4: Planung der Synergien

Das **wichtigste Motiv für Unternehmenstransaktionen** ist die **Realisierung von Synergien**. Hierbei handelt es sich, grob vereinfacht, um finanzielle Vorteile, die aus der Interaktion der beiden Unternehmen entstehen können: Durch die Zusammenlegung von Abteilungen können **Kosteneinsparungen** erzielt werden; das neue, größere Unternehmen kann **bessere Einkaufsbedingungen** erzielen, gemeinsam **neue Märkte bearbeiten**, sich günstiger finanzieren, entlang der Wertschöpfungskette kooperieren und so Vorteile erzielen usw. Da diese Vorteile der wichtigste Grund für Unternehmenstransaktionen sind, sind sie besonders sorgfältig zu planen. Empirische Erhebungen zeigen, dass der Kapitalmarkt die finanziellen Vorteile von Synergieankündigungen deutlich skeptischer beurteilt als die Unternehmen, die sie abgeben.⁷

Die finanziellen Vorteile aus der Transaktion lassen sich in einer globalen Planung des gesamten neuen Unternehmens abbilden; die Quantifizierung geschieht dann über die Bewertung der „NewCo“ mithilfe des DCF-Bewertungsverfahrens. Genauer ist indes die **Einteilung der Synergien in verschiedene Kategorien nach ihrem Risiko** und deren **anschließende getrennte Bewertung**. Auf diese Weise können die unterschiedlichen Risiken mithilfe spezifischer Kapitalkostensätze in die Bewertung einbezogen werden. So sind zB Kosteneinsparungen als Vorteile mit deutlich niedrigerem Prognoserisiko versehen als die Erzielung zusätzlicher Umsatzerlöse. Abb 2 zeigt die separate Bewertung von Synergien anhand des hier vorgestellten Excel-Modells.

6. Schritt 5: Aufteilung der erwarteten Vorteile des Mergers zwischen den beteiligten Parteien

Während im vorangegangenen Schritt der Gesamtvorteil des modellierten Mergers geplant wurde, ist zum Abschluss dessen Aufteilung auf die Anteilseigner des Bieters und des Zielunternehmens sowie gegebenenfalls Dritte⁸ vorzunehmen. Eine solche Aufteilung ist abhängig von

- der **gezahlten Prämie**,
- der **gewählten Transaktionswährung** und
- den **potenziellen Über- bzw Unterbewertungen** von Bieter und Zielunternehmen.

Der letztgenannte Faktor ist allerdings immer nur dann relevant, wenn Bieter und/oder Zielunternehmen börsennotiert sind und die Beurteilung auf Basis intrinsischer Werte aus der DCF-Bewertung geschehen soll.

Über das hier vorgestellte Tool lassen sich sowohl **Szenarien bezüglich der gezahlten Prämie als auch der Aufteilung von Cash und Stock** anlegen und mit Blick auf die Vorteilsverteilung analysieren. Darüber hinaus ist es möglich, zwischen einer Betrachtung zu Marktpreisen/Börsenkursen und intrinsischen Werten (DCF-Bewertung) zu wechseln.

Abb 3 zeigt exemplarisch den Vergleich zwischen zwei unterschiedlichen Finanzierungsformen bei einer gewährten Prämie von 25 % auf den aktuellen Börsenkurs des Targets: Links wird von einem Cash-Anteil von 30 % (und einem Stock-Anteil von 70 %), rechts umgekehrt von einem Cash-Anteil von 70 % (und einem Stock-Anteil von 30 %) an der Finanzierung des Kaufpreises ausgegangen. Es ist erkennbar, dass für die gegebenen Daten (Prämie und Kaufpreis) der **Anteil am gesamten Wertzuwachs für die Target Shareholder höher** ausfällt, **wenn der Stock-Anteil größer ist**. Ursache ist in diesem Fall die Teilnahme an den prognostizierten Synergien.

Auf den Punkt gebracht

Die hohe Komplexität, das Ineinandergreifen von steuer- und gesellschaftsrechtlichen sowie finanzierungstheoretischen und bilanziellen Fragestellungen und die Vielzahl wichtiger Parameter machen eine detaillierte Planung bei der Durchführung einer Übernahme oder eines Merger erforderlich. Excel bietet die Möglichkeit, eine solche Analyse ganzheitlich für unterschiedliche Konstellationen schnell und effizient zu realisieren.

Über das hier vorgestellte Tool lassen sich sowohl Szenarien bezüglich der gezahlten Prämie als auch der Aufteilung von Cash und Stock anlegen und mit Blick auf die Vorteilsverteilung analysieren.

Anmerkungen

- ¹ Eindrucksvolles Beispiel ist die fehlgeschlagene Übernahme von *Volkswagen* durch *Porsche*.
- ² Für deutsche Übernahmeangebote nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) lag seit 2010 die abnormale Rendite für börsennotierte Bieter im jährlichen Mittel zwischen -2,6 % und +3,9 %. Für die Aktionäre der Zielgesellschaft ergaben sich positive Kursreaktionen für den gleichen Zeitraum zwischen 10,4 % und 28,8 %. Vgl. *finexpert*, Takeover Report Germany 2018 (2018) 10 ff.
- ³ Laut „Shareholder Value Study 2003“ der KPMG basieren 61 % der in der Praxis primär verwendeten Bewertungsmodelle auf dem DCF-WACC-Ansatz und 26 % auf der DCF-Equity-Methode bzw dem Ertragswertverfahren. Alle anderen Verfahren machen demzufolge nur 13 % aus.

- ⁴ Vgl. *Aders/Schnell/Schwetzer*, Erfolgsfaktoren für Übernahmeangebote in Deutschland, *Corporate Finance* 2018, 53.
- ⁵ Ein Unternehmenszusammenschluss bedingt den Kauf aller Nettovermögenswerte. Er liegt nach IFRS 3 insb dann nicht vor, wenn 1. keine Kontrolle über das Zielunternehmen erlangt wird, 2. Kontrolle erlangt wird, aber kein Geschäftsbetrieb besteht, 3. ein Joint Venture bzw Zusammenschluss unter gemeinsamer Beherrschung von zwei oder mehreren Unternehmen entsteht, oder 4. keine Beteiligungsquote besteht.
- ⁶ Ist die Differenz negativ, so wird der sich ergebende Gewinn als günstiger Erwerb erfolgswirksam erfasst (IFRS 3.34).
- ⁷ *Tischner*, A New Perspective on Synergy Forecasts in M&A Transactions (Dissertation 2015).
- ⁸ Dritte umfassen alle Anteilseigner des neuen Unternehmens, die weder Anteilseigner des Ziel- noch des Bieterunternehmens waren (zB Option Writer des Zielunternehmens, Neuanteilseigner nach Kapitalerhöhung).

Datenschutzrecht: von Grundverordnung bis Anpassung

Mit dem
Datenschutz-
Anpassungs-
gesetz
2018

**Handbuch Datenschutzrecht**

E. Dregger
2018, 1.044 Seiten, geb.
ISBN 978-3-7143-3831-7
EUR 168,-

AUCH
online
www.lindeonline.at

Preisänderungen und Irrtum vorbehalten. Preise Bücher inkl. MwSt.

www.lindeverlag.at

Linde