

Kesten, Ralf

**Working Paper**

## Konzept für eine M&A-Erfolgskontrolle

Arbeitspapiere der Nordakademie, No. 2013-03

**Provided in Cooperation with:**

Nordakademie - Hochschule der Wirtschaft, Elmshorn

*Suggested Citation:* Kesten, Ralf (2013) : Konzept für eine M&A-Erfolgskontrolle, Arbeitspapiere der Nordakademie, No. 2013-03, Nordakademie - Hochschule der Wirtschaft, Elmshorn

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/77922>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



# **ARBEITSPAPIERE DER NORDAKADEMIE**

**ISSN 1860-0360**

**Nr. 2013-03**

## **Konzept für eine M&A-Erfolgskontrolle**

**Prof. Dr. Ralf Kesten**

**Juni 2013**

Eine elektronische Version dieses Arbeitspapiers ist verfügbar unter:  
<http://www.nordakademie.de/arbeitspapier.html>



Köllner Chaussee 11  
25337 Elmshorn  
<http://www.nordakademie.de>

# Konzept für eine M&A-Erfolgskontrolle

von Prof. Dr. Ralf Kesten<sup>1</sup>

## 1 Problemstellung

Die Praxis von M&A-Transaktionen belegt, dass die in der vorvertraglichen Transaktionsphase identifizierten M&A-Mehrwerte aus Sicht der Investoren, zu interpretieren als Kapitalwerte (Net Present Values), überwiegend nicht (ganz) realisiert werden können.<sup>2</sup> Im Rahmen einer Managerbefragung ergab sich, dass 53% der Befragten die größten Erfolgsrisiken einer Transaktion in der Integrations- bzw. Post Merger-Phase sehen. Immerhin noch 30% der Befragten sahen die Pre Merger-Phase als besonders erfolgskritisch an.<sup>3</sup> Die Gründe hierfür sind vielfältig und in der Literatur umfangreich beschrieben.<sup>4</sup> Nach einer Untersuchung von *Gerds/Schewe* lassen sich vier große Schwachstellenbereiche in der Integrationsphase differenzieren, die das Heben des geplanten M&A-Mehrwerts stark beeinträchtigen:<sup>5</sup> mangelnde Planung oder Planbarkeit der Synergieumsetzung (nicht plausible Zahlenbasis, übertriebene Synergiephantasie, undurchdachtes Umsetzungskonzept), fehlende Kompatibilität der Firmenstrukturen (Hierarchie und Geschäftsmodelle), Widerstände in der Belegschaft (gern auch als „Merger-Syndrom“<sup>6</sup> bezeichnet) sowie suboptimales Projektmanagement der Integration (fehlendes Know-how und eingeschränkte Manpower). Entsprechend sinnvoll erscheint es aus Sicht der M&A-Manager, während der Integrationsphase möglichst frühzeitig auf Basis „mitlaufender“ Kontrollrechnungen über ungeplante bzw. unliebsame Entwicklungen umfassend informiert zu werden.<sup>7</sup> Denn nur dann besteht die Chance, möglichst überlegt gegenzusteuern. Den grundsätzlichen Aufbau von M&A-Erfolgskontrollen im Lebenszyklus eines Transaktionsobjektes auf Basis des M&A-Mehrwertes verdeutlicht dieser Beitrag allgemein sowie auf Basis eines fiktiven Zahlenbeispiels (Abschnitt 3). Zunächst ist allerdings der investitionstheoretische Begriff „M&A-Mehrwert“ zu klären (Abschnitt 2).

---

<sup>1</sup> Prof. Dr. Ralf Kesten, NORDAKADEMIE – Hochschule der Wirtschaft gAG, 25337 Elmshorn bei Hamburg, Mail: ralf.kesten@nordakademie.de. Der Autor freut sich über Anregungen und Kritik.

<sup>2</sup> Nach Gerds, J./Schewe, G. (2011), S. 5, ist dies bei über 60% aller untersuchten Transaktionen der Fall.

<sup>3</sup> Vgl. Träm, M. (2000), S. 289 ff.

<sup>4</sup> Vgl. bspw. Wöginger, H. (2006), S. 205; Vogel, D.H. (2002), S.41-42; Müller-Stewens, G. (2012), S. 82-83; Jansen, S.A. (2008), S. 336-342.

<sup>5</sup> Vgl. im Detail Gerds/Schewe (2011), S. 76-131.

<sup>6</sup> Zum Merger-Syndrom vgl. näher Vogel, D.H. (2002), S. 237-240.

<sup>7</sup> Zu anderen Verfahren, die eine Messung des M&A-Erfolgs versuchen, vgl. Vogel, D.H. (2002), S. 276-299.

## 2 Zwei Definitionsvarianten von M&A-Mehrwert

Unter M&A-Mehrwert ist der aus der Transaktion entstehende und auf den Bewertungs- bzw. Entscheidungszeitpunkt  $t=0$  bezogene Geldvermögenszuwachs für die Eigentümer im Vergleich zu einer risiko- und laufzeitvergleichbaren alternativen Geldanlage (Opportunität) zu verstehen. Im Rahmen eines Investitionsprojektes würde man vom Kapitalwert bzw. international vom Net Present Value sprechen. Besonderes Merkmal dieser Kennzahl ist, dass sie Lebenszykluscharakter aufweist, da sie alle künftigen finanziellen Konsequenzen, die aus einer Investition erwartet werden, beinhaltet und dabei (über die Diskontier-Technik) die sog. Zeitpräferenz des Geldes berücksichtigt.<sup>8</sup> Wird im Rahmen einer M&A-Transaktion ein Mehrwert von Null erzielt, so haben die Anteilseigner des Erwerberunternehmens ihre Renditeziele, abgeleitet aus einer Opportunität, genau erreicht. Ein besonders guter Grund für die Transaktion ist das aber noch nicht: Denn die meisten Eigentümer sind selbst in der Lage, ihre Renditeziele zu realisieren, indem sie standardisiert ablaufende Wertpapiertransaktionen (bspw. Kauf und Verkauf von Aktien und Anleihen an den Börsen) durchführen. Daher sollte ein individueller und in mehrfacher Hinsicht aufwendiger Firmendirektkauf den Shareholdern auch einen positiven Mehrwert liefern. Eine in der M&A-Praxis weit verbreitete Berechnungsweise des M&A-Mehrwertes zeigt Abb. 1.

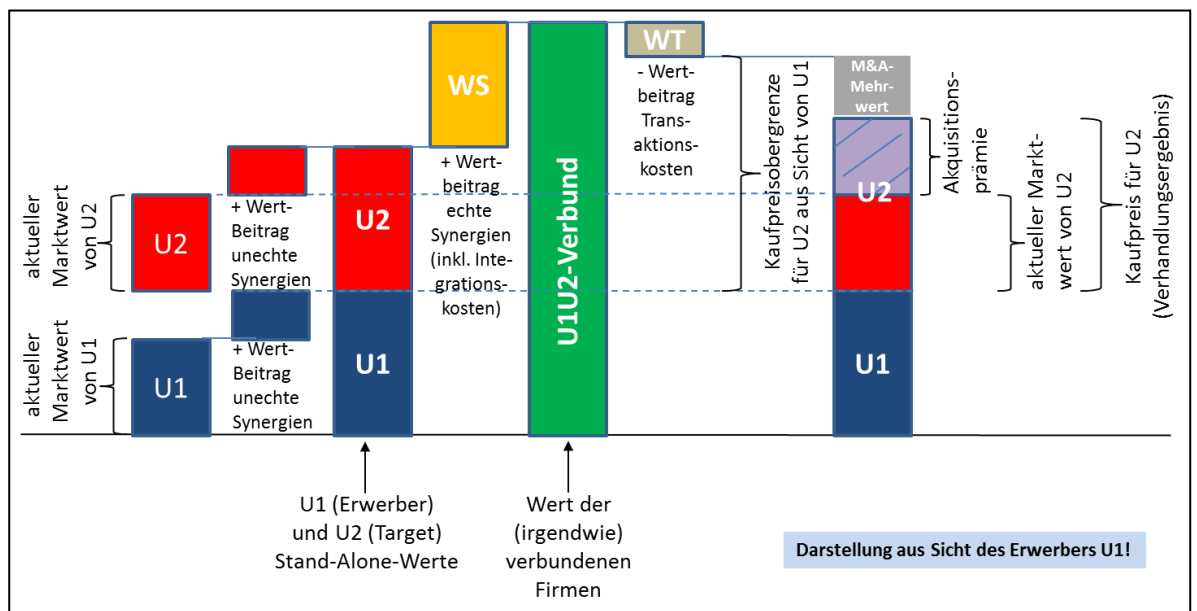


Abb. 1: M&A-Mehrwert und seine Komponenten aus Erwerbersicht<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Vgl. zum Kapitalwert Kruschwitz, L. (2009), S.63-68 sowie S. 85-92; Götzte, U. (2008), S.71-93; Kesten, R. (2011), S. 52-55.

<sup>9</sup> Zu einer ähnlichen Darstellung vgl. Wöginger, H. (2006), S. 207.

Dem Kapitalwertkalkül folgend wird investiert, wenn der Present Value ( $PV_0$ ) mindestens das Niveau der in  $t=0$  zu leistenden Investitionsauszahlung ( $I_0$ ) erreicht oder darüber liegt. Entsprechend gilt für den anzustrebenden eigentümergeorientierten Mehrwert einer M&A-Transaktion ( $MW_0$ ), die exemplarisch einen Firmenkauf darstellt:<sup>10</sup>

$$(1) \quad MW_0 = -I_0 + PV_0 = -I_0 + SAW_0^T + WS_0 - WT_0 \geq 0.$$

Der Mehrwert setzt sich entsprechend (1) zusammen aus dem zu entrichtenden Kaufpreis  $I_0$  (bspw. im Rahmen der Außenfinanzierung organisiert), dem Stand-Alone-Wert ( $SAW_0^T$ ) des Zielunternehmens (Target T), dem Wertbeitrag aller echten Synergien  $WS_0$  (inklusive Integrationsauszahlungen) und dem stets negativen Wertbeitrag aller Transaktionszahlungen  $WT_0$  (einschließlich Honorare für externe Beratung). In Formel (1) sind alle Wertkomponenten auf den Entscheidungs- bzw. Erwerbszeitpunkt ( $t=0$ ) als Gegenwartswerte im Sinne einer dynamischen Investitionsrechnung berechnet.

Näher zu erläutern ist der prognostizierte Wertbeitrag aus allen echten Synergien ( $WS_0$ ): Echte Synergien entstehen nur durch das Zusammengehen der Firmen (Fusion) bzw. nur durch Erwerb und Eingliederung des Targets in die Firmenstruktur des Erwerbers (Akquisition).<sup>11</sup> Dieser Wertbeitrag wird idealerweise ermittelt, indem man den Erwerber ( $SAW_0^E$ ) und das Target ( $SAW_0^T$ ) auf Basis „stand alone“ bewertet und abschließend die Summe dieser Werte mit dem zu prognostizierenden Verbundwert ( $VW_0$ ) beider Firmen saldiert:

$$(2) \quad WS_0 = VW_0 - (SAW_0^T + SAW_0^E).$$

In den Stand-Alone-Werten von Formel (2) sind bereits alle sog. unechten Synergien mit eingepreist (vgl. auch Abb. 1). Unter unechten Synergien versteht der deutsche Wirtschaftsprüferstandard IDW S1 alle wertverbessernden Maßnahmen, die jedes Unternehmen für sich, also ohne die geplante M&A-Transaktion, realisieren könnte.<sup>12</sup> Ferner ist anzumerken, dass die Höhe des Verbundwertes auch unter der Summe beider Stand-Alone-

<sup>10</sup> Ähnlich auch Hommel, U./Grass, G./Prokesch, T. (2012), S. 151.

<sup>11</sup> Einen Überblick über wichtige Synergiearten geben Rockholtz, C. (2011), S. 182; Vogel, D.H. (2002), S. 34-37; Jansen, S.A. (2008), S. 169.

<sup>12</sup> Vgl. IDW S1 (2008), Ziffer 4.4.2.2., S. 74.

Werte liegen kann. In einem solchen Fall würden negative Synergien vorliegen (bspw. Abwanderung unzufriedener Kunden, Aufkündigung der Zusammenarbeit durch Zulieferer, Mehrauszahlungen durch Anpassung der Vergütungssysteme). Negative Synergien lassen sich alternativ als antizipierte Integrationsauszahlungen begreifen.

Wenn wir nun den Inhalt von Formel (2) in Formel (1) einsetzen, erhalten wir eine zweite Definition von M&A-Mehrwert ( $MW_0$ ), die weniger weit in der Praxis verbreitet ist:

$$(3) \quad MW_0 = -I_0 + VW_0 - SAW_0^E - WT_0 \geq 0.$$

Entsprechend (3) ergibt sich der Mehrwert aus einer Transaktion alternativ als Saldo von zu entrichtendem Kaufpreis für das Target ( $I_0$ ), dem zu prognostizierenden Verbundwert aus beiden Firmen ( $VW_0$ ) abzüglich dem Stand-Alone-Wert des Erwerbers ( $SAW_0^E$ ) sowie dem Wertbeitrag der Transaktionsauszahlungen ( $WT_0$ ).

Mit Hilfe des folgenden fiktiven Zahlenbeispiels (Abb. 2) wird die Richtigkeit von Formel (1) und (3) bestätigt.

Kaufpreis bzw. Investitionsauszahlung	130
Stand-Alone-Wert Target	160
Stand-Alone-Wert Erwerber	350
Verbundwert	550
Wertbeitrag Transaktionsauszahlungen	20

Abb. 2: Zahlenbeispiel zur Verdeutlichung von Formel (1) und (3)

Setzen wir die Beispieldaten in (1) ein, erhalten wir unter Beachtung von (2):

$$(4) \quad MW_0 = -130 + 160 + 40 - 20 = +50.$$

Nochmaliges Einsetzen der Daten aus Abb. 2 in (3) ergibt:

$$(5) \quad MW_0 = -130 + 550 - 350 - 20 = +50.$$

Die in (3) vorgestellte Alternativdefinition des M&A-Mehrwertes weist im Rahmen von Performancekontrollen, die in der Integrations- bzw. in der gemeinsamen Betriebsphase durchgeführt werden, einen Vorteil gegenüber Formel (1) auf: Nach Vollzug der M&A-

Transaktion fehlt es aus Sicht des Erwerbers ganz oder zumindest teilweise an Ist- bzw. Wird-Daten zur weiteren Wertentwicklung des Targets im Stand-Alone-Modus.<sup>13</sup> Entsprechend ist auch das Beurteilen des geplanten Wertbeitrages an echten Synergien nicht mehr zuverlässig in späteren Nach-Transaktionsphasen möglich. Dies ist sicherlich einer von mehreren Gründen, warum investitionstheoretische Kontrollrechnungen vielfach auf Basis einer vereinfachten Zahlenbasis basieren oder sogar unterbleiben.<sup>14</sup>

### 3 Ausbau des M&A-Mehrwertes zu einem mitlaufenden Kontrollinstrument

In diesem Abschnitt wird gezeigt, wie sich eine Abweichungsanalyse auf Basis der Zielgröße „M&A-Mehrwert“ erstellen lässt. Als Referenzsystem bzw. Normgröße der Abweichungsanalyse fungiert der im Rahmen der Ex-ante-Transaktionsanalyse bestimmte Mehrwert, der den vertraglich vereinbarten Kaufpreis inkludiert sowie sämtliche prognostizierten und diskontierten Erwartungswerte der Cashflow-Folgen über den festgelegten Planungshorizont aus Sicht der Kapitalgeber des erwerbenden Unternehmens. Dieser zum originären Erwerbs- bzw. Entscheidungszeitpunkt ( $t=0$ ) berechnete M&A-Mehrwert wird im Folgenden „Plan-Mehrwert“ ( $MW_0^P$ ) genannt, da er bezüglich der künftigen Perioden ( $t=1$  ff.) ausschließlich aus Planungsdaten generiert wird.

Für eine lebenszyklusbegleitende Kontrolle der M&A-Zielgröße ist die Durchführung folgender Schritte zu empfehlen:

- (1) Bestimmung einer Mehrwertabweichung zum aktuellen Kontrolltermin  $t^*$ ,
- (2) Zerlegung der Mehrwertabweichung aus (1) in zeitliche Teilabweichungen über den gesamten Planungs- bzw. Betrachtungszeitraum  $t = T$ ,
- (3) Aufspaltung der Mehrwertabweichung aus (1) in sachliche Teilabweichungen über den gesamten Planungs- bzw. Betrachtungszeitraum  $t = T$ ,
- (4) Zusammenstellung der unter (2) und (3) ermittelten Teilabweichungen in einer Kontrollmatrix,
- (5) Auswertung der Kontrollmatrix, Präsentation der Kontrollergebnisse und ggf. Entwicklung von Gegensteuerungsmaßnahmen für die künftigen Nutzungsperioden nach  $t^*$ .

<sup>13</sup> Zu einem Konzept, dass eine Erfolgskontrolle über eine Stand-Alone-Planung des Akquisitionsprojektes versucht, vgl. Ahlemeyer, N./Burger, A. (2012), S. 1012-1023.

<sup>14</sup> So weist auch Vogel darauf hin, dass in der Praxis interne Erfolgsanalysen keineswegs regelmäßig stattfinden. Noch unüblicher seien laufende Zwischenberichterstattungen „über Soll-Ist-Abweichungen gegenüber dem Aufsichtsrat oder gar den Anteilseignern.“ Vogel, D.H. (2002), S. 272.

Im ersten Schritt (1) wird eine Gesamtabweichung der M&A-Zielgröße bestimmt. Hierzu werden, neben den originären Plandaten, Ist- und Wirddaten benötigt. Während die Istdaten die bisherigen Ausprägungen der Eingabedaten bis einschließlich zum Kontrolltermin  $t^*$  darstellen und Vergangenheitscharakter haben, stellen Wirddaten künftig nach  $t^*$  erwartete Daten unter Beibehaltung des aktuellen Aktivitätsniveaus bei den verbundenen Unternehmen dar. Wirddaten sind also Prognosedaten beim erwerbenden sowie erworbenen Unternehmen, die aufgrund aktueller Informationslage zum Kontrolltermin neue Erkenntnisse über die weitere Firmenzukunft abbilden und die voraussichtlich eintreten werden, falls man nicht aktiv steuernd auf den weiteren Geschäftsverlauf einwirkt. Für die Berechnung der gesamten Mehrwertabweichung ( $\Delta MW_0$ ) ist der Normgröße „Plan-Mehrwert“ ( $MW_0^P$ ) die Prüfgröße „Kontroll-Mehrwert“ ( $MW_0^K$ ) gegenüberzustellen:

$$(6) \Delta MW_0 = MW_0^K - MW_0^P .$$

Befindet man sich mitten in der gemeinsamen Lebenszyklusphase, fließen bisherige Istdaten als auch Wirddaten in den Kontroll-Mehrwert ein. Er informiert daher über die erwartete Zielerreichung bzw. -verfehlung für den gesamten M&A-Lebenszyklus. Entsprechend setzt sich die Abweichung nach Gleichung (6) aus eingetretenen als auch aus erwarteten Abweichungsbeträgen der den Mehrwert bestimmenden Eingabedaten zusammen. Die grundsätzliche Struktur der Eingabedaten, die sich hinter Formel (6) verbirgt, verdeutlicht Abb. 3 schematisch.

	Istdaten - Plandaten				Wirddaten - Plandaten		
<b>Planungs- bzw. Nutzungszeitpunkte t</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	...	<b>T-1</b>	<b>T</b>
Kontrolltermin ( $t^*$ )				$t^*=3$	...		
Plandaten (P)	P	P	P	P	...	P	P
Istdaten (I)	I	I	I	I	...	-	-
Wirddaten (W)	-	-	-	-	...	W	W
<b>Gesamtabweichung</b>	<b>(I-P)</b>	<b>(I-P)</b>	<b>(I-P)</b>	<b>(I-P)</b>	...	<b>(W-P)</b>	<b>(W-P)</b>

Abb. 3: Datenstruktur im Rahmen der M&A-Mehrwertabweichung

Um die Arbeitsweise der Abweichungsanalyse zu verdeutlichen, greife ich auf ein Zahlenbeispiel zurück. In Abb. 4 sind die originären Planungsdaten einer M&A-Transaktion wiedergegeben, die für die Alternativdefinition des M&A-Mehrwertes (Formel (3) in Abschnitt 2) zu erheben sind. Als risikoadjustierter Kalkulationszinssatz sind durchgängig



10% angesetzt. Auf die Einbeziehung von Steuereffekten wird verzichtet und ab  $t=5$  ff. nehme ich eine einfache ewige Rente ohne Wachstum in diesem vereinfachten Zwei-Phasen-Modell an.

Zeitpunkte t	0	1	2	3	4	5 ff.
<b>PLANUNG</b>						
Kaufpreis	-1.500					
Cashflows (CF) für Verbundwert	0	120	140	160	200	300
CF für Stand-Alone-Value Erwerber	0	60	70	80	90	90
CF für Wertbeitrag Transaktionsauszahlungen	0	-40	-60	0	0	0

Abb. 4: Planungsdaten zum M&A-Transaktionsbeispiel

Werden alle Zahlungsfolgen mit 10% auf  $t=0$  diskontiert, ergibt sich ein Plan-Mehrwert von rund +96 GE. Die Zusammensetzung im Sinne von Formel (3) zeigt Abb. 5. Die Rechen-technik sei anhand der Position „geplanter Verbundwert“ ( $VW_0^P$ ) verdeutlicht:

$$(7) \quad VW_0^P = 120 \cdot 1,1^{-1} + 140 \cdot 1,1^{-2} + 160 \cdot 1,1^{-3} + \left(200 + \frac{300}{0,1}\right) \cdot 1,1^{-4} \approx 2.531 \text{ GE.}$$

Zeitpunkt t	0
<b>PLANUNG: Gegenwartswerte</b>	
- Kaufpreis	-1.500
+ Verbundwert	2.531
- Stand-Alone-Value Erwerber	-849
- Wertbeitrag Transaktionsauszahlungen	-86
<b>= M&amp;A-Mehrwert</b>	<b>96</b>

Abb. 5: Der geplante M&A-Mehrwert und seine einzelnen Wertkomponenten

Für die mitlaufende Performancekontrolle benötigt man Istdaten der abgelaufenen Perioden sowie Wirddaten über die künftige Entwicklung im Lichte aktueller Erkenntnisse zum Kontrolltermin  $t^*$ . In Abb. 6 werden solche Daten angeboten. Der Kontrolltermin liegt am Ende der dritten Periode nach Durchführung der Transaktion ( $t^*=3$ ).

Zeitpunkte t	0	1	2	3	4	5 ff.
<b>Kontrolltermin <math>t^*</math></b>				<b><math>t^*=3</math></b>		
<b>IST und WIRD</b>	<b>IST</b>	<b>IST</b>	<b>IST</b>	<b>IST</b>	<b>WIRD</b>	<b>WIRD</b>
Kaufpreis	-1.500					
Cashflows (CF) für Verbundwert	0	100	120	120	180	310
CF für Stand-Alone-Value Erwerber	0	50	60	70	70	80
CF für Wertbeitrag Transaktionsauszahlungen	0	-30	-40	0	0	0

Abb. 6: Ist- und Wirddaten zum Kontrolltermin  $t^*$  für das M&A-Transaktionsbeispiel

Werden alle Daten in Abb. 6 analog zum Planungsszenario mit 10% auf t=0 diskontiert, erhält man einen Kontroll-Mehrwert von rund +218 GE. Die Zusammensetzung zeigt Abb. 7. Da der Kontroll-Mehrwert deutlich über dem geplanten Mehrwert liegt, scheint sich das M&A-Projekt besonders gut zu entwickeln. Die Gesamtabweichung des M&A-Mehrwertes im Sinne von Formel (6) beträgt also rund +122 GE und signalisiert eine noch höhere Wertschaffung für die Kapitalgeber.

<b>Zeitpunkt t</b>	<b>0</b>
<b>IST und WIRD: Gegenwartswerte</b>	
- Kaufpreis	-1.500
+ Verbundwert	2.521
- Stand-Alone-Value Erwerber	-742
- Wertbeitrag Transaktionsauszahlungen	-60
<b>= M&amp;A-Mehrwert</b>	<b>218</b>

Abb. 7: Der aktuell erwartete M&A-Mehrwert und seine einzelnen Wertkomponenten

Allerdings gilt es zu bedenken, dass wir hier Werte über den gesamten Lebenszyklus der verbundenen Firmen berechnen. Bis zum aktuellen Kontrolltermin t\* kann durchaus eine bislang ungünstige Firmenentwicklung eingetreten sein. Daher ist es wichtig, diese Gesamtabweichung des Mehrwertes zeitlich zu strukturieren.

Schritt (2) hat daher die Zerlegung der ermittelten Gesamtabweichung des Mehrwertes in zeitliche Teilabweichungen zum Ziel. Zunächst wird eine Mehrwertabweichung ( $\Delta MW_0^{P/I}$ ) generiert, die auf die bisherige Istentwicklung bis t\* zurückzuführen ist, was man auch „zeitlichen Plan/Ist-Vergleich“ nennen könnte. Dadurch wird der Anteil an der Gesamtabweichung erkennbar, der nicht mehr beeinflussbar bzw. „versunken“ ist. Um diese Teilabweichung zu ermitteln, ist als Prüfgröße ein spezieller „Ist-Mehrwert“ ( $MW_0^I$ ) zu berechnen. Dabei handelt es sich nur insofern um einen Istwert, als in diesen alle bislang erzielten Istdaten bis t\* einfließen. Nach t\* werden zur Berechnung eines Mehrwertes über den gesamten Betrachtungszeitraum wieder die originären Plandaten herangezogen.<sup>15</sup>

$$(8) \Delta MW_0^{P/I} = MW_0^I - MW_0^P .$$

Des Weiteren wird eine spezielle Mehrwertabweichung bestimmt, die die Auswirkungen durch die Wirdentwicklung nach  $t^*$  signalisiert. Entsprechend könnte man hier von einem „zeitlichen Plan/Wird-Vergleich“ ( $\Delta MW_0^{P/W}$ ) sprechen. Diese zeitliche Teilabweichung ist handlungslogisch für das Einleiten von Gegensteuerungsmaßnahmen besonders bedeutsam, da es sich hierbei um eine noch nicht definitiv eingetretene Mehrwertabweichung handelt. Zur Abweichungsberechnung ist als Prüfgröße ein spezieller „Wird-Mehrwert“ ( $MW_0^W$ ) zu definieren. Dieser enthält bis  $t^*$  alle originären Plandaten und nach  $t^*$  die prognostizierten Wirddaten, die in eine Mehrwertberechnung einzubeziehen sind.

$$(9) \Delta MW_0^{P/W} = MW_0^W - MW_0^P .$$

In Abb. 8 werden diese Mehrwerte mit den Daten des Fallbeispiels wiedergegeben und um den Plan- sowie Kontroll-Mehrwert ergänzt. Die Analyse der abgelaufenen Perioden zeigt mit einer negativen Abweichung, dass die bisherigen Transaktionsziele nicht perfekt erreicht werden konnten. Der gegenüber der originären Planung höhere M&A-Mehrwert aus Abb. 7 beruht daher auf besonders guten Ergebnisprognosen für die Zukunft. Und die ist ja bekanntlich vielfach unsicher und manchmal bewusst optimistisch interpretiert. Daher ist es sinnvoll, auch die Vergangenheit bzw. bereits versunkene Zahlungen mit in einer Performancekontrolle zu analysieren: Nur so kann ex-post gefolgert werden, ob sich ehemals gute Zukunftsprognosen auch in guten Istergebnissen manifestiert haben. Handlungslogisch ist die Analyse von bereits abgelaufenen Perioden freilich uninteressant; zur „Totalerfolgsbeurteilung“ und zum erfahrungsbasierten Lernen für künftig ähnliche Problemstellungen allerdings unverzichtbar.

---

<sup>15</sup> Man könnte die nach  $t^*$  einzusetzenden Plandaten auch weglassen. Allerdings darf man dann nicht den Plan-Mehrwert zur Abweichungsberechnung verwenden, sondern nur einen bis  $t^*$  (unvollständigen) Plan-Mehrwert. Um Missverständnisse zu vermeiden, wird dieser Ansatz nicht weiter beschrieben.

	Normgröße Plan- Mehrwert	Prüfgrößen Ist-, Wird- & Kontroll- Mehrwert	Abweichung
Analyse der abgelaufenen Perioden ("Plan/Ist-Vergleich)	96	82	<b>-14</b>
Analyse der künftigen Perioden ("Plan/Wird- Vergleich)	96	233	<b>137</b>
Gesamtabweichung M&A-Mehrwert über den Lebenszyklus des Firmenverbundes	96	218	<b>122</b>

Abb. 8: Zeitliche Aufspaltung der M&A-Mehrwertabweichung mit den Beispieldaten

Den zeitlichen Kontrollergebnissen kann allerdings nicht abgelesen werden, welche Wertkomponenten bzw. Inputdaten die Mehrwertabweichungen ausgelöst haben. Da hinter den Eingabedaten letztlich auch immer Organisationseinheiten bzw. Mitarbeiter des Unternehmens stehen, kann auch die Frage der Zuständigkeit bzw. Verantwortlichkeit noch nicht geklärt werden. Die zeitbezogene Mehrwertkontrolle ist deshalb durch Schritt (3) zu ergänzen. In diesem Schritt wird die gesamte Mehrwertabweichung aus (6) zusätzlich in sachliche Teilabweichungen zerlegt. Hierbei geht es um die Frage, welche Inputdaten bzw. Wertkomponenten (hier: Kaufpreis, Verbundwert, Stand-Alone-Werte und Wertbeitrag Transaktionsauszahlungen) welchen Anteil an der eingetretenen bzw. erwarteten Mehrwertabweichung haben. Dadurch werden die für den weiteren Geschäftsverlauf besonders beobachtungsbedürftigen Wirkungsbereiche erkennbar und es wird eine gezielte Suche nach Therapiemaßnahmen angestoßen. Hinsichtlich der zum Erwerbs- bzw. Entscheidungszeitpunkt angenommenen Wirkungszusammenhänge in den Geschäftsmodellen der verbundenen Firmen können Lerneffekte erzielt werden, die künftig zumindest bei ähnlich wiederkehrenden M&A-Projekten nutzbringend sein können. Entsprechend sollten dann auch die Analyseergebnisse systematisch dokumentiert und archiviert werden.

Im Fallbeispiel erhalten wir die sachlichen Teilabweichungen über den Firmenlebenszyklus durch einfache Differenzbildung zwischen den geplanten und erwarteten Wertbeiträgen der M&A-Mehrwert-Komponenten aus Abb. 5 und 7. Abb. 9 zeigt die Ergebnisse: Beim Kaufpreis haben sich keine Abweichungen gegenüber der Planung ergeben. Dies muss nicht so sein, da bspw. im Kaufvertrag Earn-Out-Klauseln und andere Regelungen (insbesondere Closing-Accounts wie z.B. die Anpassung des Working Capital an ein definiertes Niveau) vereinbart sein können, die die effektive Investitionsauszahlung bezüglich Zeitpunkt und Höhe beeinflussen.

<b>Zeitpunkt t</b>	<b>0</b>
<b>Gesamtabweichung über Lebenszyklus</b>	
- Kaufpreis	0
+ Verbundwert	-10
- Stand-Alone-Value Erwerber	107
- Wertbeitrag Transaktionsauszahlungen	26
<b>= M&amp;A-Mehrwert</b>	<b>122</b>

Abb. 9: Sachliche Abweichungsanalyse des M&A-Mehrwertes im Fallbeispiel

Beim Verbundwert wird eine geringe negative Abweichung gegenüber Planung auf Basis aktueller Kontrollinformationen erwartet. Positiv haben sich offensichtlich geringere Transaktionskosten und ganz besonders ein stark schrumpfender Stand-Alone-Wert des Erwerbers auf die aktuelle M&A-Mehrwertschätzung ausgewirkt. Letzteres bedeutet, dass das M&A-Management des Käufers im Falle einer Transaktionsunterlassung eine erhebliche Beeinträchtigung der operativen Erfolgslage in den abgelaufenen Perioden nachvollziehbar festgestellt hat bzw. dies für die weitere Firmenzukunft vermutet.

Als verfeinerte Darstellung empfiehlt sich in einem vierten Schritt (4) die Konstruktion einer „Kontrollmatrix“. Diese vereint die ermittelten zeitlichen sowie sachlichen Teilabweichungen. Hierdurch wird transparent, ob es sich bei den Mehrwertabweichungen je Wertkomponente um vornehmlich bereits realisierte oder erst um künftig erwartete Abweichungsbeträge handelt. Abb. 10 zeigt die Kontrollmatrix für das Fallbeispiel.

<b>M&amp;A-Life Cycle-Erfolgskontrolle per t*</b>	<b>zeitliche Teilabweichungen</b>		<b>Abw. je Komponente</b>
	<b>P/I-Abw.</b> bis t=3	<b>P/W-Abw.</b> ab t=4 ff.	
M&A-Mehrwert-Komponenten			
Kaufpreis	0	0	0
Verbundwert	-65	55	-10
Stand-Alone-Value Erwerber in t=0	25	82	107
Wertbeitrag Transaktionsauszahlungen in t=0	26	0	26
<b>M&amp;A-Mehrwert in t=0</b>	<b>-14</b>	<b>137</b>	<b>122</b>

Abb. 10: Kontrollmatrix für die Gesamtabweichung beim M&A-Mehrwert im Beispiel

Die hinter der Abb. 10 stehende Rechentechnik sei anhand der M&A-Mehrwertkomponente „Verbundwert“ illustriert. Für die zeitliche Teilabweichung der abgelaufenen Perioden bis einschließlich t=3 ( $\Delta VW_0^{P/I}$ ) erhalten wir unter Rückgriff auf die Beispieldaten aus den Abb. 4 und 6:

$$(10) \Delta VW_0^{P/I} = (100 - 120) \cdot 1,1^{-1} + (120 - 140) \cdot 1,1^{-2} + (120 - 160) \cdot 1,1^{-3} \approx -65 \text{ GE.}$$

Für den auf künftige Perioden entfallenden Verbundwertanteil ( $\Delta VW_0^{P/W}$ ) ergibt sich unter der Annahme einer einfachen ewigen Rente ab  $t=5$  ff.:

$$(11) \Delta VW_0^{P/W} = (180 - 200) \cdot 1,1^{-4} + \left( \frac{310}{0,1} - \frac{300}{0,1} \right) \cdot 1,1^{-4} \approx +55 \text{ GE.}$$

Werden die Ergebnisse aus (10) und (11) addiert, erhalten wir die lebenszyklusbezogene negative Abweichung in Höhe von rund -10 GE für die Komponente „Verbundwert“.

Durch die Kontrollmatrix wird unter anderem erkennbar, dass sich die erwartete Wertreduktion bei dem Stand-Alone-Wert des Erwerbers zu nahezu 80% auf künftige Geschäftsperioden bezieht. In der Prognose wird also angenommen, dass sich bisherige operative Erfolge bzw. Cashflows für die Kapitalgeber nicht mehr so wie in der Vergangenheit erzielen lassen, wenn man ohne das erworbene Target agieren würde. Ob diese Annahme zutreffend ist, kann schwer nachgewiesen werden, da man ja faktisch nun in einer verbundenen Firmenstruktur lebt bzw. die künftige „Ohne-Target“-Situation ex-post schlicht nicht mehr erfahrbar ist. Daher sind solche Prognosen anfällig für Manipulationen. Denn für die Ist- und Wirdentwicklung gilt: Je schwächer der Stand-Alone-Value des Käufers im Vergleich zur Planung, desto größer wird ceteris paribus der Wertbeitrag der echten Synergien im Sinne von Gleichung (2) neu eingeschätzt. Das bedeutet: Sich selbst im ehemaligen Stand-Alone-Zustand „schlecht zu rechnen“ verbessert die Performancekontrollwerte der vor drei Perioden durchgeführten M&A-Transaktion! Der Erwerber kann im Rahmen einer M&A-Erfolgskontrolle also allein durch Abwerten der eigenen Firma im hypothetischen Stand-Alone-Betrieb eine Steigerung des M&A-Mehrwertes signalisieren. Allerdings zeigt die differenzierte Analyse hinsichtlich des Zeitbezugs der Abweichungen beim Verbundwert, ob man dieser Aussage vertrauen kann: Sind die Abweichungen beim Verbundwert im Sinne des „Plan/Ist-Vergleichs“ für die bisherige Dauer der Firmenehe überwiegend negativ (im Beispiel -65 GE), kann das „Runterrechnen“ von Stand-Alone-Werten als Indiz gewertet werden, dass ein sich abzeichnender „M&A-Flop“ bewusst schöngerechnet werden soll. Entscheidend ist daher, die weitere Entwicklung des Verbundwertes gegenüber dem Planungsszenario detailliert zu verfolgen. Damit erlaubt die Kontrollmatrix eine

verlässlichere Einschätzung der M&A-Transaktion und sollte zum kritischen Hinterfragen im Interesse der Investoren genutzt wird.

Die bislang erarbeiteten Kontrollinformationen sind wertlos, wenn diese im Unternehmensverbund nicht offen und zeitnah kommuniziert werden. Deshalb sind als letzter Schritt (5) eine Präsentation und Diskussion über die generierten Kontrollergebnisse wichtige Aufgaben. Dem M&A- bzw. Beteiligungscontrolling kommt hier sowohl zwischen den betroffenen Firmenbereichen eine Moderatorfunktion, aber auch eine Anregungsfunktion zu, Therapieansätze zu generieren. Nicht zuletzt gilt es, das Interesse der Gesellschafter für M&A-Performancekontrollen zu wecken bzw. aufrecht zu erhalten. Wurden aufgrund der Kontrollergebnisse aktive Anpassungsmaßnahmen für die künftigen Firmenperioden erarbeitet, empfiehlt sich eine Revision der künftigen Planwerte als Startpunkt für eine erneute mitlaufende M&A-Erfolgskontrolle zu einem späteren Kontrolltermin.

#### **4 Zusammenfassung**

Nachdem der Begriff des M&A-Mehrwertes erläutert und auf alternative Weise definiert wird (Abschnitt 2), erfolgt in Abschnitt 3 die Vorstellung einer lebenszyklusbasierten Abweichungsanalyse für diesen Mehrwert. Schritt für Schritt und illustriert anhand von Beispieldaten wird eine Kontrollmatrix zur differenzierten Beurteilung von durchgeführten M&A-Transaktionen entwickelt. Um das Grundkonzept zu verdeutlichen, wird auf das Einbeziehen von laufzeitindividuellen Kalkulationszinssätzen, Inflation, Steuern und Kapitalstruktureffekten (bspw. Tax Shields) verzichtet. Ebenfalls unbeantwortet bleibt, welches DCF-Bewertungsmodell (WACC-, APV- oder FTE-Approach) sich für Kontrollrechnungen besonders empfiehlt.<sup>16</sup> Vernachlässigt werden damit auch mögliche Veränderungen gegenüber der Planungssituation bei den derivativen Modellparametern, zu denen u.a. die Zusammensetzung und die Höhe des Kalkulationszinssatzes und veränderte Ertragsteuersätze gehören. Diesbezügliche Abweichungen würden zu sog. Mischeffekten (Abweichungen höheren Grades) bei der Abweichungsanalyse führen, die in der Praxis eher als störend empfunden werden, da eine eindeutige Zuordnung zu Abweichungsteilbeträgen nicht möglich ist.<sup>17</sup> Sie gilt es durch die Auswahl eines konkreten DCF-Modells weitgehend zu vermeiden. Hier würde der APV-Ansatz Vorteile besitzen, da die Wertberechnungen zunächst

---

<sup>16</sup> Zu den DCF-Verfahren mit umfangreichem Beispiel sei Baetge, J./Niemeyer, K./Kümmel, J./Schulz, R. (2012), S. 349-498 empfohlen. Einen knappen Überblick über die grundsätzliche Arbeitsweise der Verfahren mit Beispiel im Rentenmodell geben Drukarczyk, J./Schüler, A. (2009), S. 125-134.

<sup>17</sup> Ein Beispiel für Abweichungen höheren Grades, das auf die Analyse von Kostenstellen referenziert, bieten bspw. Ewert, R./Wagenhofer, A. (2005), S. 330-340.

auf der Annahme von Schuldenfreiheit beruhen und damit ein laufzeitkonstanter Zinssatz (Eigenkapitalkostensatz einer „unleveraged firm“) gewählt werden kann. Nachhaltige Transaktionserfolge erzielt man bekanntlich mit operativ gesunden Firmen. Gerade die Beurteilung der operativen Fitness, gemessen durch unverschuldete M&A-Mehrwerte, ist für das Ziel der Performancekontrolle besonders wesentlich. Die Analyse von steuerinduzierten Wertbeiträgen aus der Fremdfinanzierung tritt dagegen deutlich in den Hintergrund. Dank APV-Approach kann dieser Wertfaktor separat ermittelt und beurteilt werden. Basiert die Fremdfinanzierung auf einer autonomen Kreditplanung, was in der Praxis regelmäßig der Fall ist, hat man auch keine sog. Zirkularitätsprobleme via Modigliani-Miller-Anpassung zu lösen. Ich empfehle daher die Verknüpfung des M&A-Kontrollkonzeptes mit dem APV-Approach.

### **Literaturhinweise**

- Ahlemeyer, N./Burger, A. (2012): Akquisitionscontrolling: Integration und Nachrechnung. In: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung (Hrsg.: Peemöller, V.H.), 5. Aufl., Herne 2012, S. 997-1025.
- Baetge, J./Niemeyer, K./Kümmel, J./Schulz, R. (2012): Darstellung der Discounted Cashflow-Verfahren (DCF-Verfahren) mit Beispiel. In: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung (Hrsg.: Peemöller, V.H.), 5. Aufl., Herne 2012, S. 349-498.
- Drukarczyk, J./Schüler, A. (2009): Unternehmensbewertung, 6. Aufl., München 2009.
- Ewert, R./Wagenhofer, A. (2005): Interne Unternehmensrechnung, 6. Aufl., Berlin/u.a. 2005.
- Gerds, J./Schewe, G. (2011): Post Merger Integration, 4. Aufl., Berlin/Heidelberg 2011.
- Götze, U. (2008): Investitionsrechnung, 6. Aufl., Berlin/Heidelberg 2008.
- Hommel, U./Grass, G./Prokesch, T. (2012): Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswertes im M&A-Prozess. In: Handbuch Mergers & Acquisitions (Hrsg.: Picot, G.), 5. Aufl., Stuttgart 2012, S. 151-176.
- IDW S1 (2008): Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, Stand: 02.04.2008. In: WPg Supplement 3/2008, S. 68-89.
- Jansen, S.A. (2008): Mergers & Acquisitions, 5. Aufl., Wiesbaden 2008.
- Kesten, R. (2011): Investitionsrechnung in Fällen und Lösungen, Herne 2011.
- Kruschwitz, L. (2009): Investitionsrechnung, 12. Aufl., München 2009.



- Rockholtz, C. (2011): Due Diligence-Konzeption zum synergieorientierten Akquisitionsmanagement. In: Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen (Hrsg.: Berens, W./Brauner, H.U./Strauch, J.), 6. Aufl., Stuttgart 2011, S. 177-199.
- Träm, M. (2000): Post-Merger-Integration: Sieben Regeln für erfolgreiche Fusionen - ein Ansatz von A.T. Kearney. In: Management Consulting (Hrsg.: Fink, D.), München 2000, S. 289-309.
- Vogel, D.H. (2002): M&A – Ideal und Wirklichkeit, Wiesbaden 2002.
- Wöginger, H. (2006): Das Synergy-Value-Konzept. In: M&A Review 5/2006, S. 205-215.

**Zum Autor:**

Prof. Dr. Ralf Kesten lehrt seit 2002 an der privaten Fachhochschule NORDAKADEMIE – Hochschule der Wirtschaft gAG in Elmshorn bei Hamburg im Fachbereich Wirtschaftswissenschaften und verantwortet die Fachgebiete Rechnungswesen, Controlling sowie Corporate Finance. Davor war er mehrere Jahre in einer börsennotierten Firmengruppe für Unternehmensbewertungen und laufende Performancekontrollen von Geschäftsbereichen zuständig. Sein besonderes Interesse gilt Konzepten des wertorientierten Controlling sowie der internationalen Unternehmensbewertung.