

Aufbau und Einsatz einer Synergetic Due Diligence*

Der Beitrag stellt ein Konzept vor, das die systematische Erfassung und Analyse von Synergieeffekten (SE) beinhaltet, um Fehlentscheidungen bei der Beurteilung von Unternehmensakquisitionen einzuschränken bzw. gänzlich zu vermeiden. Unter Bezugnahme auf die gängigen Arten der Due Diligence (DD) (z.B. Financial, Legal, Tax, Culture and Environmental DD) ist in diesem Zusammenhang von einer Synergetic DD zu sprechen. Vor dem aufgezeigten Hintergrund fehlt bislang innerhalb der DD ein geschlossenes, quantitatives Konzept, das sich unter Rückgriff auf die Unternehmensbewertung (UB) mit der Behandlung von SE in allen Phasen eines Akquisitionsprozesses auseinandersetzt. Auf der Grundlage des Free Cash Flow-Ansatz wird gezeigt, wie bei inkrementaler Vorgehensweise sowohl die Synergetic Cash Flows als auch die relevanten Diskontierungsfaktoren zum Zwecke der Ermittlung eines Netto-Synergiewerts geplant werden können.

* Prof. Dr. Dr. Carl-Christian Freidank arbeitet als em. Universitätsprofessor und Lehrbeauftragter für das Fach Controlling am Institut für Wirtschaftsprüfung und Steuerwesen der Universität Hamburg.

1. Einführung

Zur Beurteilung von Unternehmensakquisitionen werden in aller Regel die UB und die DD eingesetzt. Während die UB darauf abzielt, anhand bestimmter Bewertungsmethoden einen konkreten finanziellen Unternehmenswert zu ermitteln, wird unter dem Begriff der DD eine ganzheitliche Unternehmensanalyse verstanden, die insbesondere im Rahmen von Unternehmensakquisitionen zum Einsatz kommt.² Sofern die zur Verfügung stehenden Methoden der UB nicht in der Lage sind, den für Käufer und Verkäufer relevanten Unternehmenswert zutreffend darzustellen, bedarf es im Kontext der DD einer nachträglichen Anpassung. Deshalb muss versucht werden, die relevanten Werttreiber zu quantifizieren und, soweit es möglich ist, zu operationalisieren, damit sie im Rahmen von Kaufpreisverhandlungen als Entscheidungswerte sowohl vom Käufer als auch vom Verkäufer eingesetzt werden können. So ermitteln die Methoden der UB lediglich einen sog. Stand-alone-Value, der den finanziellen Wert des Zielunternehmens ohne Berücksichtigung von (echten) SE darstellt. Hierbei handelt es sich um solche strategischen Verbundwirkungen, die immer dann entstehen, wenn bei Transaktionen geplant ist, das Zielunternehmen mit dem Käuferunternehmen zusammenzuschließen und dann ein zusätzlicher Wert entsteht, der durch das Zielunternehmen alleine nicht geniert werden könnte.

Deshalb muss bei Unternehmensakquisitionen stets untersucht werden, inwieweit SE abgebildet werden und dann in die Bestimmung des Kaufpreises einfließen können. Insbesondere die Möglichkeit, eine zumindest qualitative Separierung von SE vorzunehmen, erhöht die Chancen des Verkäufers, im Kontext der Kaufpreisverhandlungen einen Zuschlag zum durch Diskontierung künftiger Cash Flows ermittelten Unternehmenswert durchzusetzen. Allerdings bedarf es dann seitens des Verkäufers zur Begründung seiner höheren Kaufpreisvorstellungen und zur Ermittlung seiner Preisuntergrenze für die geplante Transaktion eines überzeugenden Konzepts, mit dessen Hilfe er ggf. identifizierte SE dokumentieren und begründen kann. Der potenzielle Käufer muss hierdurch seinerseits in die Lage versetzt werden, die Argumentationsstrategie des Verkäufers dahin gehend zu überprüfen, ob sie mit den eigenen Vorstellungen bezüglich der Existenz und der Nutzung von SE korrespondiert, um konkrete Anhaltspunkte bei der Bestimmung der Preisobergrenze für den Unternehmenskauf zu erhalten.

² Vgl. Freidank/Ceschinski, Unternehmensbewertung und Due Diligence, 1. Teil, WiSt 2019 Heft 4 S. 17-21.

2. Konzept der Synergetic Due Diligence

2.1 Synergieeffekte und -potentiale

Positive SE oder Verbundvorteile im Rahmen von Unternehmensakquisitionen entstehen grundsätzlich immer dann, wenn das Ergebnis des Zusammenwirkens einzelner Teile die Summe der Einzelergebnisse dieser Teile überschreitet (sog. 2 + 2 = 5-Effekt). Negative SE, Verbundnachteile oder Dissynergien liegen hingegen vor, wenn das Ergebnis des Zusammenwirkens einzelner Teile die Summe der Einzelergebnisse dieser Teile unterschreitet (sog. 2 + 2 = 3-Effekt).³ Während echte (positive oder negative) SE nur im Zusammenwirken des Zielunternehmens mit dem Käuferunternehmen entstehen können, sind unechte SE durch das Zielunternehmen alleine oder mit jedem beliebigen Kooperationspartner zu realisieren (z. B. Minimierung der Stückkosten durch Vollausslastung der Produktionskapazitäten oder Ausnutzung des internationalen Steuergefälles durch Verrechnungspreispolitik im bestehenden Konzernverbund). Die Bestimmung sowohl echter als auch unechter SE kann auf quantitativer (z. B. mit Hilfe monetärer Rechengrößen) als auch qualitativer Grundlage (z. B. Macht- und Prestigestreben oder Übertragung von Know How) erfolgen.

Sofern im Rahmen der UB auf Gesamtbewertungsmethoden zurückgegriffen wird und Maßnahmen zur Umsetzung unechter SE bereits eingeleitet wurden, sind diese Effekte in den ermittelten finanziellen Stand-alone-Werten enthalten, wenn sie mit monetären Größen hinreichend genau gemessen werden können.⁴ Im Ergebnis stellen echte SE nach der synoptischen Vorgehensweise bei ihrer Ermittlung⁵ die aus dem Unternehmenskauf resultierende (positive oder negative) Differenz aus dem gemeinsamen Unternehmenswert der betreffenden Gesellschaften nach dem Unternehmens-zusammenschluss im Vergleich zur Summe der Unternehmenswerte des Zielunternehmens und des Käuferunternehmens aus Stand-alone-Sicht dar.⁶ Echte Synergieeffekte ergeben folglich zusammen mit dem (finanziellen) Stand-alone-Wert des Zielunternehmens den subjektiven Unternehmenswert aus dem Blickwinkel des Käufers, der „[...] die vom Erwerber konzipierten strategischen und operativen Maßnahmenbündel [beinhaltet], die in der Folge der Akquisition umgesetzt werden sollen“⁷.

Eine derartige Bestimmung der echten SE geht aber davon aus, dass sich die den SE zugrunde liegenden Werttreiber hinreichend genau operationalisieren und zudem in monetäre Rechengrößen transformieren lassen. Sollte dies nicht der Fall sein, bedarf es im Kontext der Absicherungsfunktion der DD einer Anpassung des für das Zielunternehmen nach dem Stand-alone-Prinzip ermittelten Unternehmenswerts mit Hilfe qualitativer Bestimmungsfaktoren, um die Auswirkung identifizierter echter SE auf den Unternehmenswert im Rahmen von Kaufpreis-verhandlungen dokumentieren, begründen und durchsetzen zu können.⁸ Zur Übernahme eines Unternehmens muss für den Käufer demzufolge grundsätzlich die nachstehende Gleichung erfüllt sein:⁹

³ Vgl. z. B. Ansoff, Corporate Strategy. An Analytic Approach to Business Policy for Growth an Expansion, 1965, S. 75; IDW S 1, Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen, in: IDW (Hrsg.), IDW Prüfungsstandards, IDW Stellungnahmen zur Rechnungslegung, IDW Standards, IDW Prüfungs- und IDW Rechnungslegungshinweise, Bd. III, Stand: 69. Ergänzungslieferung April 2019, Tz. 33.

⁴ Vgl. Freidank/Ceschinski, Unternehmensbewertung und Due Diligence, Teil 2, WiSt 2019 Heft 5 S. 9 ; IDW S 1, Tz. 33.

⁵ Vgl. Köppen, Synergieermittlung im Vorfeld von Unternehmenszusammenschlüssen, 2004, S. 117.

⁶ Vgl. Küting, Synergieermittlung in der Unternehmensbewertung, in: Freidank/Lachnit/Tesch (Hrsg.), Vahlens Großes Auditing Lexikon 2007, S. 1321.

⁷ Coenenberg/Sautter, Strategische und finanzielle Berichterstattung von Unternehmensakquisitionen, DBW 1988, S. 693.

⁸ Vgl. z. B. Freidank, Corporate Governance als Untersuchungsobjekt der Due Diligence. Werttreiber der Corporate Governance und Evaluierung der Aufsichtsratsarbeit, ZCG 2019 S. 5-12.

⁹ Vgl. Leljakin, Erfassung und Bewertung von Synergiepotenzialen im Rahmen von Mergers & Acquisitions, 2010, S. 63.

Stand-alone-Wert + Netto-Synergiewert (= positive – negative Verbundeffekte) > Kaufpreis + Transaktionskosten.

Der Stand-alone-Wert ist Ausgangspunkt und in aller Regel auch die größte Komponente bei der Bestimmung des Übernahmewerts. Dieser stellt den objektiven Wert des Zielunternehmens für den unter der Prämisse der unveränderten Fortführung nach Akquisition ohne käuferspezifische subjektive Wertsteigerungsmöglichkeiten dar.¹⁰ Folglich wird durch den Netto-Synergiewert zum Ausdruck gebracht, dass ein Kaufpreis gerechtfertigt ist, der über dem Weiterführungswert des Zielunternehmens liegt. Da es sich bei echten SE um Restrukturierungspotentiale handelt,¹¹ die auch ohne Unternehmensübernahme realisiert werden können, sind diese nicht in die Bestimmung des Netto-Synergiewerts einzubeziehen.

Im Rahmen der Einordnung von Synergien in den Transaktionsprozess ist in Synergiepotenziale und SE zu differenzieren, die sich hinsichtlich ihres Realisierungsgrades unterscheiden. So wird mit dem Terminus Synergiepotenziale die latente Existenz möglicher Synergien umschrieben, deren Analyse in den Phasen der Wertuntersuchung und Wertbestimmung bezüglich ihres Vorhandenseins und den Möglichkeiten ihrer Operationalisierung im Mittelpunkt des Interesses steht. Demgegenüber beziehen sich die Analysen in der Phase der Wertrealisierung und Wertsteigerung auf die Umsetzung und Steuerung konkret eingetretener SE.¹² Abb. 1 zeigt zentrale Typisierungen von Verbundeffekten auf, die für alle Phasen des Transaktionsprozesses zum Zwecke der Systematisierung, Erfassung und Steuerung von Synergien Verwendung finden können.¹³

¹⁰ Vgl. Jansen, *Mergers & Acquisitions. Unternehmensakquisitionen und -kooperationen. Eine strategische, organisatorische und kapitalmarkttheoretische Einführung*, 5. Aufl., 2008, S. 278; Lucks/Meckl, *Internationale Mergers & Acquisitions. Der prozessorientierte Ansatz*, 2002, S. 176.

¹¹ Vgl. Leljakin, 2010, S. 63.

¹² Vgl. Weber, *Berücksichtigung von Synergieeffekten bei der Unternehmensbewertung*, in: Baetge (Hrsg.), *Akquisition und Unternehmensbewertung*, 1991, S. 104.

¹³ Modifiziert entnommen von Küting, 2007, S. 1322.

Einteilungskriterien	Ausprägungsformen		
Zeitbezug der Realisation	realisierte Synergieeffekte	Synergiepotenziale	
Auswirkungen auf den Unternehmenswert	Verbundvorteile (positiv)	Verbundnachteile (negativ)	
Erschließung von Synergiepotenzialen	güterwirtschaftliche Synergien	Finanzwirtschaftliche Synergien	
Funktionsbereiche	Verkaufssynergien	Produktions-synergien	Investitions- und Management-synergien
Dimenson der Häufigkeit	einmalige Synergien	mehrmalige Synergien	
Stetigkeit des Auftretens	unregelmäßige Synergien	permanente Synergien	
Dauer der Nutzung	kurzfristige Nutzung (zeitlich begrenzt)	langfristige Nutzung (fortdauernd)	
Ort des Auftretens	Muttergesellschaft	Untergesellschaft(en)	
Auswirkungen auf die Erfolgssituation	Ertragseffekte	Aufwandseffekte	kein Erfolgseffekt
Auswirkungen auf den Cash Flow	Einzahlungseffekte	Auszahlungseffekte	kein Zahlungseffekt
Veranlassung durch Kooperationspartner	echte Synergien	unechte Synergien	
Eintrittswahrscheinlichkeit	sicher	unsicher	
Messbarkeit	exakt messbar	nicht exakt messbar	
Aufteilung auf die Vertragsparteien	einseitige Zuordnung	anteilige Zuordnung	
Art der Bestimmung	zu operationalisierende (z. B. monetäre) Synergien (quantitativ)	nicht zu operationalisierende Synergien (qualitativ)	
Zeitpunkt des Auftretens	sofort realisierbar	später realisierbar	
Phasenbezogene Unterscheidung	Start up Synergy (Gründungssynergie)	Operation Synergy (Betriebssynergie)	
Ursache	Restrukturierungssynergie	reine Synergieeffekte	
Eintrittshöhe	Synergien kleiner als prognostiziert	Synergien entsprechen Prognose	Synergien größer als prognostiziert
Diversifikationsausrichtung im Unternehmensverbund	horizontal	vertikal	heterogen
Grund des Auftretens	marktorientiert	kostenorientiert	steuerlich orientiert
Nutznießler	Käufer	Verkäufer	
Nutzbarkeit	universell	örtlich und zeitlich begrenzt	spezifisch

Abb. 1: Zentrale Typisierungen von Verbundeffekten im Rahmen der Synergetic Due Diligence

2.2 Wertuntersuchungsphase

2.2.1 Synergiearten

Das zentrale Element in der Wertuntersuchungsphase zu ersten Identifikation von Synergiepotenzialen stellt das Information Memorandum dar, in dem strategische Chancen einer Wertsteigerung durch die Unternehmensübernahme niedergelegt werden. Sofern sich hieraus konkrete Möglichkeiten einer Werterhöhung ergeben, sind weitere Ermittlungen in der Wertbestimmungsphase einzuleiten, wobei dann eine möglichst genaue Quantifizierung der SE erfolgen sollte. Es bietet sich an, zur systematischen Identifikation von Synergiepotenzialen auf die folgenden zentralen Synergiearten zurück zu greifen, um eine unübersichtliche Datenflut zu vermeiden:¹⁴

- Preissynergien
- Mengensynergien
- Konditionensynergien
- Verknüpfungssynergien
- Zentralisierungssynergien
- Investitionssynergien
- Steuersynergien
- Risikosynergien.

2.2.2 Preissynergien

Infolge der Übernahme eines unmittelbaren Konkurrenz- oder Substitutionsunternehmens kann die Wettbewerbsposition des Käufers verbessert und damit ein höherer Marktanteil generiert werden. Dadurch besteht die Möglichkeit, höhere Absatzpreise durchzusetzen und höhere Umsatzerlöse zu erzielen, wodurch die Netto-Cash Flows gesteigert werden können.¹⁵ Als Instrument zur Identifikation von Preissynergien wird die Preiselastizität der Nachfrage herangezogen, die angibt, wie die Nachfragemenge auf eine Preisänderung reagiert. Sie wird gemessen als Quotient aus prozentualer Variation der Nachfragemenge und prozentualer Preisänderung. Die Preiselastizität der Nachfrage ist für das Käuferunternehmen vor und nach der Übernahme zu prognostizieren. Falls die Nachfrage nach der Übernahme unelastischer wird, d.h. sich ihr Wert verringert, dann reagiert die Nachfragemenge weniger stark auf Preiserhöhungen als vor der Übernahme, wodurch das Vorhandensein von Preissynergien zum Ausdruck kommt. Demgegenüber liegen Dissynergien vor, wenn die Preiselastizität der Nachfrage nach der Übernahme den Vergleichswert vor der Übernahme übersteigt, was zu einer Verringerung der Netto- Cash Flows führt.¹⁶

2.2.3 Mengensynergien

Sie zielen ebenfalls auf eine Steigerung der Umsatzerlöse und damit der operativen Cash Flows ab, auf operativer Ebene jedoch nicht über den Absatzpreis, sondern über die Absatzmenge. Allerdings wachsen die fixen und variablen Umsatzkosten dabei nicht in gleichem Maße wie die Absatzmenge, wodurch das Verhältnis von Absatzmenge und Umsatzkosten nach der Übernahme sinkt. Dieser Degressionseffekt stellt die wesentliche Voraussetzung zur Qualifizierung von SE dar, die durch das Nutzen von Vertriebsstrukturen, Kundenbeziehungen oder auch einer Imagetransformation des Zielunternehmens in Märkte, die durch das Käuferunternehmen zuvor nicht erschlossen waren, realisiert

¹⁴ Vgl. Meckl/Riedel, Synergien und ihre Identifizierung, Quantifizierung sowie Realisierung im Rahmen von M&A-Transaktionen, in: Lucks (Hrsg.), M&A-Projekte erfolgreich führen. Instrumente und Best Practices, 2013, S. 235-236; Meckl/Riedel, Shareholder-Value-Steigerung durch Mergers & Acquisitions, in: ZFCM 2011 S. 379.

¹⁵ Vgl. Meckl/Riedel, 2011, S. 380.

¹⁶ Vgl. Köppen, 2004, S. 204.

werden können.¹⁷ Darüber hinaus ist die Umsetzung von Mengensynergien möglich, wenn es gelingt, durch die Kombination des Produkt- und Leistungsangebots beider Unternehmen neue Kundengruppen anzusprechen, die zuvor weder vom Käufer- als auch vom Zielunternehmen zu erreichen waren.¹⁸ Potentielle Mengensynergien sind dann etwa durch einen Vergleich der Stärken- bzw. Schwächenprofile beider Unternehmen zu identifizieren, indem die Absatzpotentiale gegenübergestellt und analysiert werden.¹⁹

Allerdings ist in diesem Zusammenhang zu berücksichtigen, dass sich die Bildung strategischer Allianzen durch eine Unternehmensübernahme häufig in der gezielten Ausweitung des Fertigungsprogramms auf grundsätzlich neue Leistungsbereiche niederschlägt, durch die sich umfangreiche Gewinnchancen nach der Transaktion eröffnen sollen. Die Nachteile einer derartigen Diversifikationspolitik, die auf die Realisierung eines langfristigen Wachstums sowie einer Risikominderung ausgerichtet sind, kommen etwa

- in Qualitätseinbußen der heterogenen Produktarten im Falle unveränderter Sachmittel- und Personalkapazität,
- in Kostensteigerungen bei der Substitution von Spezial- durch Universalanlagen und verstärktem Personaltraining sowie
- in Organisationsschwierigkeiten beim Vorliegen von Übergrößen

zum Ausdruck und führen zu Dyssynergien nach dem Unternehmenszusammenschluss.²⁰

2.2.4 Konditionensynergien

Ebenso wie Preis- und Mengensynergien zielen auch Konditionensynergien auf eine Steigerung der Netto-Cash Flows durch eine Beeinflussung der variablen Kosten nach Unternehmensübernahme ab. Infolge der Gewinnung von Marktmacht als zu erreichendes Ziel²¹ verbessert die Integration der Abnahmemengen des Käufer- und des Zielunternehmens die Verhandlungsposition bei den Lieferanten, wodurch günstigere Konditionen erreicht werden können, die zu einer Senkung z.B. der Einstandspreise, Kreditzinsen, Lager- und Versicherungskosten führen. Zum Zwecke der Identifikation von Konditionensynergien müssen zunächst Art und Menge der bezogenen Einsatzfaktoren des Käufer- und des Zielunternehmens gegenübergestellt werden, um das Potential zu ermitteln, das durch eine Bündelung der Beschaffungsmaßnahmen realisiert werden kann. Sodann sind die vorhandenen Lieferverträge darauf hin zu analysieren, ob eine Durchsetzung von Konditionensynergien grundsätzlich möglich ist.

2.2.5 Verknüpfungssynergien

Mit dem Begriff Verknüpfungssynergien werden solche Verbundwirkungen beschrieben, die beim Bestehen vertraglicher Beziehungen zwischen Käufer- und Zielunternehmen auftreten können, wenn diese auf unterschiedlichen Wertschöpfungsstufen agieren. Derartige Synergien setzen auf operativer Ebene an, indem sie zum einen zur Senkung der (fixen) Transaktionskosten und zum anderen zur Reduzierung des Geschäftsrisikos beitragen können. In diesem Zusammenhang ist zwischen Ex-ante (z.B. Informations-, Vertragsanbahnungs- und Vereinbarungskosten) und Ex-post Transaktionskosten (z.B. Kosten der Durchsetzung, Überwachung und der nachträglichen Anpassung

¹⁷ Vgl. Buss, Identifizierung übernahmegeeigneter Unternehmen. Ansätze zur Erkennung von Optimierungs- und Synergiepotenzialen, 2000, S. 32.

¹⁸ Vgl. Brühl, Finanzwirtschaftliche Synergieeffekte durch Mergers & Acquisitions, in: Die Bank 2000 Heft 8 S. 522.

¹⁹ Vgl. Wirtz, Mergers & Acquisitions Management. Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen, 2003, S. 176.

²⁰ Vgl. Böckel, Diversifikation durch Unternehmenserwerb – richtig geplant, 1972, S. 195.

²¹ Vgl. Meckl/Riedel, 2011, S. 382.

von Vertragskonditionen)²² zu unterscheiden.²³ Sofern das Zielunternehmen als Lieferant (Rückwärtsintegration) oder als direkter Abnehmer (Vorwärtsintegration) für das Käuferunternehmen gilt, fällt die Voraussetzung für die Entstehung von Transaktionskosten weg.²⁴ Allerdings können im Falle einer Akquisition dann nur die Ex-post Transaktionskosten vermieden werden, da die Ex-ante Kosten bereits vor Vertragsabschluss für beide Unternehmen entstanden sind. Darüber hinaus erfolgt durch den Wegfall der interorganisationalen Schnittstelle eine Reduzierung des Geschäftsrisikos, weil die Unsicherheit über die Ex-post Transaktionskosten nicht mehr besteht.

2.2.6 Zentralisierungssynergien

Sie lösen ebenfalls Kosteneinsparungspotentiale aus, wenn es nach der Übernahme gelingt, redundante Ressourcen bzw. Funktionen im Rahmen des Wertschöpfungsprozesses von Ziel- und Käuferunternehmen aufzudecken und ähnliche bzw. identische Aktivitäten zu vermeiden.²⁵ Die Beseitigung von überflüssig gewordenen Sektoren bezieht sich in der Praxis primär auf mittelbare (unterstützende) Wertaktivitäten in den Funktionsbereichen der Verwaltung (z.B. in Controlling, Personal und Digitalisierung). Bei den unmittelbaren Aktivitäten im Rahmen der Produktion sowie Forschung und Entwicklung²⁶ richtet sich die Suche nach Zentralisierungssynergien durch den Einsatz von Stärken- und Schwächenanalysen auf Best-Practice-Anwendungen und Know-How-Transfers.²⁷

2.2.7 Investitionssynergien

Sie reduzieren nach der Übernahme die finanziellen Mittelverwendungen in materielle und immaterielle Ressourcen und erhöhen auf diese Weise die Netto-Cash Flows. Eine Investitionssenkung erfolgt dahin gehend, dass entweder das Ziel- oder das Käuferunternehmen bereits über die für die Realisierung von Ersatz- oder Erweiterungszielen erforderlichen immateriellen Ressourcen z.B. in Gestalt von Lizenzen, Human Capital, Know How, Best Practice-Anwendungen und materiellen Ressourcen z.B. in Form von Sachanlagevermögen verfügen. Hierdurch kann eine schnellere Steigerung der Netto-Cash Flows erreicht werden als es durch die Speisung der Mittelverwendung durch alternative Finanzierungsformen möglich wäre. Die Identifikation von Investitionssynergien kann durch einen Vergleich des Investitionsstands und der Investitionsvorhaben in beiden Unternehmen vorgenommen werden, wobei aufgedeckte Konvergenzen im Hinblick auf vorhandene (im-)materielle Ressourcen das Vorliegen von SE signalisieren.²⁸

2.2.8 Steuersynergien

Ggf. vorhandene Steuersynergien senken nach der Übernahme die Steuerbemessungsgrundlage und den Steuersatzes und damit die Ertragsteuerbelastung bezüglich der Einkommen-, Körperschaft- und/oder der Gewerbesteuer, wodurch im Ergebnis die Netto-Cash Flows erhöht werden. Einerseits lässt sich die Steuerbemessungsgrundlage durch die Nutzung nicht vollständig ausgeschöpfter steuerlicher Verlustvorträge beim Zielunternehmen reduzieren. In diesem Zusammenhang muss bei ggf. vorliegenden gesetzlichen Restriktionen analysiert werden, in wieweit die Transaktionsstruktur anzupassen ist, um steuerliche Synergien zu nutzen. Andererseits kann die Steuerbemessungsgrundlage dadurch gesenkt werden, dass der Verschuldungsgrad des Unternehmens nach Übernahme durch zusätzlichen Fremdkapitalbedarf erhöht wird. Hierdurch steigen die abzugsfähigen

²² Vgl. Picot, Transaktionskostenansatz in der Organisationstheorie. Stand der Diskussion und Aussagewert, in: DBW 1982 S. 270.

²³ Vgl. Williamson, The Economic Institutions of Capitalism, 1985, S. 20-21.

²⁴ Vgl. Meckl/Riedel, 2011, S. 382.

²⁵ Vgl. Porter, Wettbewerbsvorteile (Competitive Advantage), Spitzenleistungen erreichen und behaupten, 7. Aufl., 2014, S. 421.

²⁶ Vgl. Buss, 2010, S. 34-35.

²⁷ Vgl. etwa Hinterhuber, Strategische Unternehmensführung. Das Gesamtmodell für nachhaltige Wertsteigerung, 9. Aufl., 2015, S. 140-143.

²⁸ Vgl. Meckl/Riedel, 2011, S. 382.

Kosten für die Fremdkapitalaufnahme nach dem Zusammenschluss, reduzieren aber die steuerliche Bemessungsgrundlage und die Ertragsteuerbelastung.²⁹ Steuersynergien aus der Verringerung des Steuersatzes entstehen durch grenzüberschreitende Transaktionen, wenn es dadurch möglich wird, das internationale Steuergefälle durch geringere Steuersätze anderer Nationen ausnutzen zu können.³⁰

2.2.9 Risikosynergien

Ihnen kommt grundsätzlich immer dann zentrale Bedeutung zu, wenn es durch die Zusammenführung zweier Unternehmen gelingt, ihre Risikoprofile im Vergleich zur Struktur vor der Transaktion zu verändern. So besteht etwa die Möglichkeit, Fremdkapital- oder Versicherungsrisiken zu senken, wenn es nach dem Zusammenschluss möglich wird, auch die günstigeren Kredit- bzw. Versicherungskonditionen des Käuferunternehmens zu nutzen. Derartige Effekte sind zum einen nach Maßgabe der Sicherheitsäquivalenz- bzw. Ergebnisabschlagmethode durch die Veränderung der Netto-Cash Flows infolge geringerer Zahlungen für Zinsen bzw. Prämien zu erfassen. Ferner liegen Rationalisierungseffekte in Gestalt vermeidbarer (Investitions-)Kosten vor, wenn das Zielunternehmen nach der Transaktion bereits installierte Informations- und Kommunikationssysteme des Käuferunternehmens für Zwecke des Risikomanagements³¹ nutzen kann. Weiterhin spielt die Erfassung von Risikosynergien dann eine Rolle, wenn die zusammenzuschießenden Unternehmen auf unterschiedlichen Geschäftsfeldern agieren und das Marktrisiko des Zielunternehmens nach Übernahme unter den Wert vor dem Kauf gesenkt werden kann. Dies ist etwa dann der Fall, wenn durch die erweiterten Zugriffsmöglichkeiten auf unterschiedliche Kapitalmärkte eine Reduzierung der Fremd- und Eigenkapitalkosten erreicht werden kann. Dieser Effekt ist im Rahmen der Festlegung des Diskontierungsfaktors bei der Bestimmung des Netto-Synergiewerts zu berücksichtigen.

2.3 Wertbestimmungsphase

2.3.1 Planung der Synergetic Cash Flows

Nach der Identifikation der Synergiepotentiale müssen diese im Rahmen der Wertbestimmungsphase quantifiziert werden, um eine Grundlage für die Kaufpreisbestimmung zu erhalten. Zunächst sind für alle vorstehend identifizierten Synergiearten die jeweiligen Plan-Netto Synergetic Cashflows für die jeweiligen Planperioden separat zu bestimmen.³² Hierdurch wird es möglich, den Umsetzungswahrscheinlichkeiten der einzelnen Synergiepotentiale Rechnung zu tragen und diese im Rahmen der Wertrealisierungs- und Wertsteigerungsphase separat zu steuern. Während es sich bei Preis- und Mengensynergien um die zusätzlich generierten Umsatzerlöse handelt, müssen im Falle von Konditions-, Verknüpfungs- und Zentralisierungssynergien die eingesparten Umsatzkosten in die Plan-Synergetic Cash Flows einbezogen werden. Weiterhin sind bei Investitionssynergien die zu vermeidenden Investitionskosten, bei Steuersynergien die einzusparenden Ertragsteuern und bei Risikosynergien die Änderungen der Plan-Synergetic Cash Flows bzw. Kapitalkosten³³ zu berücksichtigen. Von diesen zu prognostizierenden Größen müssen die ebenfalls zu schätzenden Synergiekosten abgezogen werden. Dabei handelt es sich um sämtliche Auszahlungen, die zur Realisierung der Plan-Synergetic Cash Flows notwendig sind, wie z. B. Abfindungszahlungen an freigesetzte Mitarbeiter, deren Stellen nach der Übernahme redundant werden, aber auch Koordinations- und Kontrollkosten.³⁴

²⁹ Vgl. Meckl/Riedel, 2013, S. 239.

³⁰ Vgl. Meckl/Riedel, 2011, S. 383.

³¹ Vgl. im Einzelnen Freidank, Unternehmensüberwachung. Die Grundlagen betriebswirtschaftliche Kontrolle, Prüfung und Aufsicht, 2012, S. 58-89.

³² Vgl. Meckl/Riedel, 2011, 383.

³³ Vgl. Freidank/Ceschinski, 2019 Teil 2 Heft 5 S. 5-9.

³⁴ Vgl. Metz, Controlling des Integrationsprozesses bei Mergers & Acquisitions, 2002, S. 78.

Die Ableitung der Plan-Synergetic Free Cash Flows (CF_t) für die einzelnen Prognosperioden sollte aus den (synergetischen) Aufwands- und Ertragsrechnungen in indirekter Form erfolgen, da i.d.R. zwar eine Erfolgsrechnung, aber keine Ein- und Auszahlungsrechnung von den beteiligten Unternehmen geführt wird. Dies kann nach Maßgabe der inkrementalen Vorgehensweise³⁵ bei der Erfassung von SE unter Zugrundelegung der Methode des Free Cash Flow-Ansatzes wie nachstehend in verkürzter Form gezeigt vorgenommen werden.³⁶

Die einzelnen Ausgangs- und Korrekturgrößen beziehen sich dabei ausschließlich auf die im Rahmen der Wertuntersuchungsphase prognostizierten synergetischen Veränderungen,³⁷ die den Mehrwert aus der Verbindung und Integration von Ziel- und Käuferunternehmen umfassen. Hierdurch wird es im Vergleich zur synoptischen Vorgehensweise bei der Ermittlung von SE³⁸ möglich, sich im Einzelnen mit den operationalisierten Synergiepotenzialen auseinander zu setzen. Dabei besteht die Möglichkeit, dass die einzelnen Korrekturgrößen in Abhängigkeit von den synergetischen erfolgs- und zahlungsbezogenen Variationen positive oder negative Vorzeichen annehmen. So können etwa negative Fremdkapitalzinsen und ein positives Tax Shield z.B. dadurch entstehen, wenn SE zu einem geringeren Fremdkapitalbedarf und damit zu sinkenden Fremdkapitalzinsen führen. Hierdurch erfolgt eine Erhöhung der steuerlichen Bemessungsgrundlagen nach der Übernahme, die einen Ertragsteuernachteil auslöst. Das Tax Shield wird dann durch Anwendung des unternehmensbezogenen Ertragsteuersatzes (s) auf die zu korrigierenden Fremdkapitalzinsen berechnet. Weiterhin tragen Investitionsauszahlungen ein positives Vorzeichen, sofern auf diese infolge des Vorhanden-seins bestimmter Produktionsanlagen beim Zielunternehmen nach der Übernahme verzichtet werden kann.

Plan-Synergetisches Jahresergebnis der Periode t

+ Fremdkapitalzinsen
- Tax Shield
- zahlungsunwirksame Erträge
+ zahlungsunwirksame Aufwendungen
- Investitionsauszahlungen
+ Desinvestitionseinzahlungen
± Verminderungen/Erhöhung des Nettoumlaufvermögens (Working Capital)
= *Plan-Synergetic Free Cash Flow in der Periode t (CF_t)*

Die aus dieser Ermittlung resultierenden Plan-Synergetic Cash Flows, die sich sowohl auf das Ziel- als auch das Käuferunternehmen beziehen, sollten in Abhängigkeit von der Nutzungsprognose ihrer realistischen Werthaltigkeit für die Folgeperioden berechnet werden, da insbesondere synergetische Umsatz- und Kosteneffekte häufig von Konkurrenzunternehmen nach wenigen Jahren antizipiert werden und dann ihre Nachhaltigkeit verlieren.³⁹ Hieraus folgt bei Anwendung der Phasenmethode⁴⁰ und der Annahme einer unbegrenzten Lebensdauer zur Ermittlung des Netto-Synergiewerts, dass in die unendliche Rente nur dann die in Rede stehenden Zahlungsgrößen Eingang finden können, wenn diese eine nachhaltige Werthaltigkeit aufweisen. Ferner bedarf es bei der Bestimmung der Plan-Synergetic Cash Flows noch einer Einschätzung ihrer Eintrittswahrscheinlichkeiten, um zu einem

³⁵ Vgl. Köppen, 2004, S. 117.

³⁶ Vgl. IDW S 1, Tz. 127.

³⁷ Vgl. Rockholtz, Due Diligence-Konzeption zum synergierientierten Akquisitionsmanagement, in: Berens/Brauer/Strauch (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 6. Aufl., 2011, S. 190-192.

³⁸ Vgl. z.B. Peemöller, Instrumente des Synergie-Controlling. Messung und Steuerung von Synergiepotenzialen und -effekten, in: Bilanzen im Mittelstand, 2012 Heft 8 S. 82.

³⁹ Vgl. Vgl. Reißner, Synergiemanagement und Akquisitionserfolg, 1992, S. 78.

⁴⁰ Vgl. IDW S 1, Tz. 45.

realistischen Beurteilungskonzept, z.B. durch die Berücksichtigung unterschiedlicher Szenarien, zu gelangen.⁴¹

2.3.2. Planung der Diskontierungsfaktoren

2.3.2.1. WACC

Bei der Festlegung der Kalkulationsfaktoren zum Zwecke der Diskontierung der Plan-Synergetic Cash Flows in den jeweiligen Planungsperioden (CF_t) zur Ermittlung des subjektiven Netto-Synergiewerts (W) ist grundsätzlich auf diejenigen Bezugsgrößen zurückzugreifen, die auch bei der Berechnung des Stand-alone-Value des Käuferunternehmens Anwendung gefunden haben.⁴² Sofern sich aber die im Rahmen der ursprünglichen Beurteilung des Käuferunternehmens im Diskontierungssatzes berücksichtigten Risiken und Anlagealternativen durch SE verändert haben, bedarf es einer periodenbezogenen Anpassung, von der auch die einzubeziehenden Ertragsteuern betroffen sein können. Dies wird im Folgenden anhand des Free Cash Flow-Ansatzes unter Rückgriff auf das Weighted Average Cost of Capital-Konzept (WACC) und des Capital Asset Pricing Model (CAPM) verdeutlicht.⁴³ Die Ausführungen unterstellen, dass es sich sowohl bei dem Zielunternehmen als auch dem Käuferunternehmen um deutsche Kapitalgesellschaften handelt, die unbeschränkt ertragsteuerpflichtig sind.

Die in Wissenschaft und Praxis gebräuchlichste Variante zur Bestimmung des Kapitalisierungsfaktors stellt der Weighted Average Cost of Capital-Ansatz dar. Mit den gewogenen durchschnittlichen Kapitalkosten werden Zahlungen sowohl an Eigen- als auch an Fremdkapitalgeber diskontiert, die zuvor um Ertragsteuern und Fremdkapitalzinsen zu kürzen sind. Bei Rückgriff auf den Free Cash Flow-Ansatz werden die Unternehmensteuern wie bei rein eigenkapitalfinanzierten Unternehmen behandelt, d.h. die Free Cash Flows werden nicht um die Ertragsteuerwirkung aus der Verschuldung berichtet. Dieser Fehler wird aber korrigiert, indem bei der Ermittlung der Kapitalkosten (WACC) durch die Einbeziehung des Faktors $(1 - s)$ von einem Fremdkapitalzinssatz nach Ertragsteuern ausgegangen wird. Hierdurch sinkt der Diskontierungsfaktor und berücksichtigt damit den Ertragsteuervorteil aus der Verschuldung durch einen höheren Unternehmenswert. Folglich bestimmt sich der WACC wie folgt, wenn auf die diejenigen Werte zurückgegriffen wird, die bereits zur Erfassung des Risikos bei der Ermittlung des Stand-alone-Value des Käuferunternehmens Verwendung gefunden haben.

$$(1) W = \sum_{t=1}^T \frac{CF_t}{(1 + WACC)^t} - M_F = M_E \text{ mit}$$

$$(2) WACC = i_{EK} \cdot \frac{M_E}{M_E + M_F} + i_{FK} \cdot \frac{M_F}{M_E + M_F} \cdot (1 - s) \text{ und}$$

$$(3) i_{EK} = i + [EW(R) - i] \cdot \beta \text{ (Risikoprämie)}$$

Hierbei bedeuten:

- CF_t = Plan-Synergetic Free Cash Flow in der Periode t
- $EW(R)$ = erwartete Rendite des Marktportfolios
- GK = Marktwert des Gesamtkapitals
- i = risikoloser Basiszinssatz
- i_{EK} = Eigenkapitalkostensatz

⁴¹ Vgl. Weismüller, Synergie zur Steigerung des Unternehmenswerts, in: Börsing/Coenenberg (Hrsg.), Bewertung von Unternehmen. Strategie – Markt – Risiko 2003, S. 174; Wirtz, 2003, S. 231.

⁴² Vgl. Meckl/Riedel, 2011, S. 383; Luchs/Meckl, 2002, S. 114.

⁴³ Vgl. hierzu im Einzelnen Freidank/Ceschinski 2019 Teil 2 Heft 5 S. 6-8.

- i_{FK} = Fremdkapitalkostensatz
- M_E = Marktwert des Eigenkapitals
- M_F = Marktwert des Fremdkapitals
- s = Ertragsteuersatz des Unternehmens
- t = Periodenindex
- T = Periodensumme mit $t = 1, 2, \dots, T$
- W = Netto-Synergiewert
- WACC = Weighted Average Cost of Capital
- β = relatives Risikomaß (Unternehmensbeta).

Allerdings sind die Kapitalkosten dann anzupassen, wenn sich das Risikoprofil des Käuferunternehmens durch SE ändert. Die Bestimmung des Fremdkapitalkostensatzes (i_{FK}) wird üblicherweise auf Basis vertraglicher Kreditvereinbarungen, effektiver Zinszahlungen oder aktueller Marktkonditionen vorgenommen. Darüber hinaus besteht auch die Möglichkeit, den Fremdkapitalkostensatz aus dem nationalen oder internationalen Jahresabschluss des Käuferunternehmens abzuleiten, indem die dort ausgewiesenen Zinsaufwendungen, Nebenkosten der Finanzierung sowie Disagien usw. addiert und zum Bestand des nicht kurzfristigen Fremdkapitals in Beziehung gesetzt werden. Sofern aber mit höheren Risiken der zukünftigen synergiebedingten Free Cash Flows gerechnet wird, muss auch der Zinssatz für das Fremdkapital (i_{FK}) angepasst werden (z. B. wenn Informationen vorliegen, die auf eine nicht erfolgreiche Akquisition hindeuten). Anlässe, den Fremdkapitalkostensatz zu senken, können etwa in günstigeren Zinskonditionen begründet sein, die nach der Transaktion bei der Aufnahme von Fremdkapital bestehen.⁴⁴

Durch die Integration des Ertragsteuersatzes (s) in die WACC-Formel soll die Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalkosten von den Bemessungsgrundlagen der Gewerbe- und Körperschaftsteuer des Käuferunternehmens annähernd mit berücksichtigt werden. So lässt sich etwa für Kapitalgesellschaften im Hinblick auf die Wirkung der Gewerbe- und Körperschaftsteuer ein kombinierter Ertragsteuersatz wie folgt vereinfachend berechnen.

Zunächst gilt es, den Faktor für die Gewerbsteuer (sg) unter Berücksichtigung der Steuermesszahl (m) für den Gewerbeertrag (§ 11 Abs. 2 GewStG), des Hebesatzes (h) der Standortgemeinde (§ 16 Abs. 1 GewStG) des Zielunternehmens und des Verbots der Abzugsfähigkeit der Gewerbsteuer als Betriebsausgabe von ihrer eigenen Bemessungsgrundlage (§ 7 Abs. 1 Satz 1 GewStG i.V.m § 4 Abs. 5b EStG) zu ermitteln.

$$(4) \quad sg = \frac{m \cdot h}{100}$$

Im Hinblick auf die Körperschaftsteuer bietet es sich an, den Definitivsteuersatz (sd) (§ 23 Abs. 1 KStG) zuzüglich des Solidaritätszuschlags ($soli$) zugrunde zu legen. Unter Berücksichtigung des Verbots der Abzugsfähigkeit der Gewerbsteuer als Betriebsausgabe von der Bemessungsgrundlage der Körperschaftsteuer (§ 8 Abs. 1 Satz 1 KStG i.V.m. § 4 Abs. 5b EStG) und der Integration des Solidaritätszuschlags, der auf die Körperschaftsteuer erhoben wird (§ 2 Nr. 3, § 3 Abs. 1 Nr. 1 und 2, § 4 SolZG), lässt sich der kombinierte Ertragsteuersatz auf Ebene des Zielunternehmens (s) wie folgt berechnen.

$$(5) \quad s = sg + (1 + soli) \cdot sd$$

Die Komponenten des WACC, definiert als geforderte Mindestrendite für das vom Käuferunternehmen eingesetzte Vermögen, die in Form von Kapitalkosten neben den übrigen Kosten durch seine Leistung erwirtschaftet werden soll, zeigt Gleichung (2). Die Formel verdeutlicht, dass der (risiko- und

⁴⁴ Vgl. Peemöller, 2012 Heft 4 S. 82.

steuerangepasste) Zinssatz für das Eigenkapital (i_{EK}) und der Zinssatz für die Aufnahme des Fremdkapitals (i_{FK}) nach Maßgabe des Verhältnisses der Marktwerte des Eigenkapitals (M_E) und des Fremdkapitals (M_F) zusammen gefasst werden, wodurch zum einen der Finanzierungs- und Leistungsbereich zu separieren und zum anderen der Verschuldungsgrad und damit das Haftungsrisiko des Käuferunternehmens bei der Berechnung des Kapitalisierungsfaktors mit zu berücksichtigen ist. Sofern sich durch SE Änderungen in den Formelkomponenten ergeben, sind diese entsprechend anzupassen (z.B. wenn infolge der Übernahme höhere Fremdkapitalbeträge zur Finanzierung der Transaktion vom Käuferunternehmen aufgenommen werden müssen). Aufgrund der Schwierigkeiten, jeweils die genauen aktuellen Marktwerte des Eigen- und des Fremdkapitals zu berechnen, bietet es sich an, von den Vermögens- und Schuldposten der jeweiligen handelsrechtlichen oder internationalen Jahresabschlüsse des Käuferunternehmens auszugehen und diese soweit wie möglich durch Ergänzungsrechnungen an die Marktwerte anzupassen bzw. nicht bilanzierungsfähige immaterielle Vermögensgegenstände zusätzlich aufzunehmen. Auf diese Vorgehensweise kann auch für den Fall der Berücksichtigung vermögens- und schuldpostenbezogener SE zurückgegriffen werden.

2.3.2.2 CAPM

Im Rahmen der UB kapitalmarktorientierter Gesellschaften hat sich die Auffassung durchgesetzt, die Kosten für die Verzinsung des Eigenkapitals nicht mehr aus dem Rechnungswesen zu gewinnen, sondern, soweit wie möglich, empirisch aus Kapitalmarktdaten zu erheben. In diesem Kontext wird vorgeschlagen, auf das Capital Asset Pricing Model (CAPM) zurückzugreifen.⁴⁵ Das CAPM gibt die Renditeerwartung von aktuellen und potentiellen Investoren bezüglich eines Wertpapiers in Abhängigkeit von dessen Risiko wieder. Diese Renditeforderung ist nun genau der gesuchte Eigenkapitalkostensatz (i_{EK}), der als Erwartungswert zu verstehen ist und sich sowohl aus den Kurssteigerungen des betreffenden Wertpapiers als auch den Dividendenzahlungen des betrachteten Unternehmens zusammensetzt. Wie die vorstehende Gleichung (3) zeigt, berechnet er sich grundsätzlich aus dem risikolosen, nicht steuerangepassten Kapitalmarktzins einer Alternativinvestition (i) zuzüglich des Risikozuschlags, der sich wiederum aus dem Produkt der Risikoprämie [$EW(R) - i$] und dem Faktor für das relative Risikomaß (β) des analysierten Wertpapiers ergibt.

Die Risikoprämie umfasst das allgemeine Risiko der Investition in ein Unternehmen, wie z.B. Missmanagement, feindliche Übernahmen, Streik, Preissteigerungen, Nachfrageverschiebungen sowie das systematische (individuelle) Risiko, das die Schwankungen der Rendite des betrachtete Wertpapiers im Vergleich zum Marktportfolio als Ausdruck für die Renditeentwicklung des Gesamtkapitalmarkts beschreibt. Die Risikoprämie entspricht dem Unterschied zwischen der erwarteten Rendite des Marktportfolios [$EW(R)$] und der risikofreien Rendite (i) in Gestalt des Kapitalmarktzinses, der üblicherweise durch den Zinssatz von sicheren, langfristigen Geldanlagen (i.d.R. Staatsanleihen) als Alternativinvestition bestimmt wird. Für das Marktportfolio, häufig durch Aktienindizes wie z. B. den DAX oder den Dow-Jones-Index repräsentiert, und den Kapitalmarktzins liegen i.d.R. Vergangenheitsdaten vor. Um nun einen durchschnittlichen Wert für die Risikoprämie zu erhalten, wird grundsätzlich das arithmetische oder geometrische Mittel verwendet, wobei die Ergebnisse in Abhängigkeit von den betrachteten Kapitalmärkten und Wirtschaftszweigen häufig differieren.

Sofern es sich um Kapitalgesellschaften handelt, die keine Börsennotierung und damit auch keinen individuellen Kurswerte aufweisen, besteht die Alternative, vergleichbare (kapitalmarktorientierte) Unternehmen in die (Regressions-) Analyse einzubeziehen, wodurch dann eine (ersatzweise) benchmarkorientierte Bestimmung des Unternehmensbetas und damit des unternehmensspezifischen, angepassten Eigenkapitalkostensatzes möglich wird.

⁴⁵ Vgl. *Sharp*, Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium and Conditions of Risk, in: *JoF* 1964 S. 425-442.

Liegen im Rahmen der Transaktionsplanung Informationen vor, dass sich die in der Risikoprämie des Käuferunternehmens erfassten Risiken durch die Übernahme ändern, bedarf es einer entsprechenden Anpassung an die konkreten Einflussfaktoren (z. B. Berücksichtigung einer künftigen geringeren Marktrisikoprämie durch Senkung des Betafaktors). Zu diesem Zwecke könnte eine geeignete Peer Group abgegrenzt werden, „[...] die entweder dem synergiebedingten Wertbeitrag entspricht oder aber der Kundengruppe, die mit den Synergieeffekten verbunden ist“⁴⁶.

2.3.2.3 TAX-CAPM

Obwohl in die vorstehende Grundformel (3) zur Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes (i_{EK}) keine Steuerwirkungen eingeflossen sind, geht das Schrifttum von einer Berechnung des Kalkulationszinssatzes nach persönlichen Ertragsteuern (Einkommen- und Kirchensteuer unter Berücksichtigung des Solidaritätszuschlags) aus. Bei der direkten Methode werden die persönlichen Ertragsteuern sowohl von den zu diskontierenden Cash Flows in effektiver Höhe abgezogen als auch bei der Festlegung des Zinssatzes berücksichtigt.⁴⁷ Diese Vorgehensweise wird von der Auffassung getragen, dass sich im Kapitalisierungszinssatz die Rendite einer Alternativinvestition am Kapitalmarkt widerspiegeln muss, deren Steuerwirkungen durch eine Korrektur desselben zu berücksichtigen sind. Hierdurch ist nach Maßgabe des relevanten Steuersystems die unterschiedliche Besteuerung der Alternativanlage zu erfassen. Allerdings kann nach h.M. bei objektivierter Betrachtungsweise auf eine explizite Kürzung sowohl der finanziellen Überschüsse als auch des Kalkulationszinssatzes um persönliche Ertragsteuern verzichtet werden, wenn davon auszugehen ist, dass die Nettozuflüsse aus der Kapitalgesellschaft und aus der Alternativinvestition auf der Anteilseignerebene einer vergleichbaren Belastung mit persönlichen Ertragsteuern unterliegen.⁴⁸ Da diese Voraussetzung im Rahmen der subjektiven Erfassung von SE i.d.R. nicht vorliegt, wird nachfolgend ein Vorschlag zur Einbeziehung der persönlichen Ertragsteuern in den Eigenkapitalkostensatz unterbreitet. Zu berücksichtigen ist dann aber, dass die ermittelten Synergetic Cash Flows um die voraussichtlich anfallenden persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner zu kürzen sind.

Unter Einbeziehung des persönlichen Ertragsteuersatzes (se) kann die vorstehende Grundformel (3) nun zum Tax CAPM erweitert werden.⁴⁹ Da ein rational handelnder Investor sich für eine Anlage im Privatvermögen entscheiden wird, weil nach deutschem Steuerrecht dann eine Belastung mit Gewerbesteuer entfällt, sind nur die Wirkungen der Einkommensteuer mit seinem persönlichen Steuersatz zu erfassen. Zu diesem Zwecke kann vereinfachend auf einen typisierenden (durchschnittlichen) Einkommensteuersatz i.S.v. § 32a EStG zurück gegriffen werden, der die Verhältnisse eines im Inland ansässigen unbeschränkt steuerpflichtigen Anteilseigners unter Einbeziehung von Kirchensteuer und Solidaritätszuschlag berücksichtigt. In diesem Falle legt die h.M. der Typisierung einen Einkommensteuersatz von 35 % zugrunde.⁵⁰ Wird hinsichtlich der persönlichen Steuerbelastung davon ausgegangen, dass seit dem 01.01.2009 prinzipiell sämtliche Einkünfte aus Kapitalvermögen gemäß § 20 EStG (z.B. Zinsen, Dividenden, realisierte Veräußerungsgewinne) mit einem einheitlichen Abgeltungssteuersatz (sa) von 25 % erfasst werden (§ 32d Abs. 1 Satz 1 EStG), dann gilt unter Berücksichtigung des Solidaritätszuschlags (sol) nach § 2 Nr. 1, § 3 Abs. 1 Nr. 1, § 4 SolZG (se = Einkommensteuerfaktor).⁵¹

⁴⁶ Peemöller, 2012 Heft 4 S. 82.

⁴⁷ Vgl. IDW S 1, Tz. 93.

⁴⁸ Vgl. IDW (Hrsg.), Wirtschaftsprüfer Handbuch 2014, Bd. II, 2014, S. 26 und S. 34.

⁴⁹ Vgl. ebenda, S. 114-116.

⁵⁰ Vgl. IDW S 1, Tz. 93; IDW (Hrsg.), Unternehmensbewertung, Fragen, und Antworten zur praktischen Anwendung des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008), in: IDW Fachnachrichten 2012 Heft 5 2012, S. 324.

⁵¹ Vgl. Freidank, Neue Ansätze im Rahmen der Steuerbilanzplanung von Kapitalgesellschaften, in: BFuP 2016 S. 441-447; IDW PH 2014: Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts kleiner und mittelgroßer Unternehmen, in: IDW (Hrsg.), IDW Prüfungsstandards, IDW Stellungnahmen zur Rechnungs-

$$(6) \text{ se} = (1 + \text{soli}) \cdot \text{sa}$$

Falls noch die Kirchensteuer einbezogen wird, muss beachtet werden, dass sich gemäß § 32d Abs. 1 Satz 3 die Abgeltungssteuer um 25 % der auf die Kapitalerträge entfallenden Kirchensteuer reduziert und auch der Solidaritätszuschlag von der pauschal ermäßigten Abgeltungssteuer zu berechnen ist. Damit gilt im Falle der Kirchensteuerpflicht ($\text{ski} = \text{Kirchensteuerfaktor}$):

$$(7) \text{ se} = \text{sa} \cdot (1 + \text{soli} + \text{ski}) \cdot (1 - 0,25 \cdot \text{ski})$$

Damit lässt sich der Eigenkapitalkostensatz nach persönlichen Ertragsteuern unter Rückgriff auf den CAPM-Ansatz wie folgt ermitteln.

$$(8) i_{EK} = (1 - \text{se}) \cdot \{i + [\text{EW}(\text{R}) - i] \cdot \beta\}$$

Bezieht man die Steuerbelastung auf Gesellschafterebene mit ein, dann kann unter Berücksichtigung von Formel (5) und (7) ein kombinierter Ertragsteuersatz (sge) ermitteln werden, der zum Zwecke der subjektiven Unternehmensbewertung die Gesamtbelastung mit Körperschaft-, Gewerbe-, Einkommen- und Kirchensteuer bei der Alternativanlage im Betriebsvermögen einer personenbezogenen Kapitalgesellschaft erfasst.⁵²

$$(9) \text{ sge} = 1 - \{1 - [\text{sg} + (1 + \text{soli}) \cdot \text{sd}]\} \cdot [1 - \text{sa} \cdot (1 + \text{soli} + \text{ski}) \cdot (1 - 0,25 \cdot \text{ski})]$$

Damit ergibt sich für den steuer- und risikoadjustierten Eigenkapitalkostensatz

$$(10) i_{EK} = (1 - \text{sge}) \cdot \{i + [\text{EW}(\text{R}) - i] \cdot \beta\}.$$

Sofern sich nach der Übernahme geänderte Anlagealternativen für die Anteilseigner des Käuferunternehmens ergeben, können die hieraus resultierenden Ertragsteuersynergien in den korrigierten Eigenkapitalkostensatz integriert werden. Hierdurch wird es möglich, in Abhängigkeit von den individuellen Renditeerwartungen, Risikoeinschätzungen und Steuerwirkungen unterschiedliche Kapitalkostensätze und Entscheidungswerte zum Zwecke einer subjektiven Bewertung von SE zu ermitteln.

2.3.2.4 Fazit

Trotz vieler Einwände gegen das CAPM⁵³ muss berücksichtigt werden, dass es derzeit kein von Theorie und Praxis akzeptierten besseren Erklärungsansatz gibt, der in der Lage wäre, Risiken in Form von Prämien quantitativ und intersubjektiv nachvollziehbar zu erfassen.⁵⁴ Obwohl in der Grundformel zur Bestimmung des WACC der Eigenkapitalkostensatz (i_{EK}) nicht mit einem Steuerfaktor verknüpft wird, geht die h.M. von einem Eigenkapitalkostensatz nach Ertragsteuern aus. Hieraus lassen sich grundlegend folgende vier Szenarien bezüglich der Erfassung von Ertragsteuersynergien nach Übernahme für die Anteilseigner des Käuferunternehmens ableiten.

- Sofern die Alternativanlage der Anteilseigner künftig im Privatvermögen gehalten wird, kann der Eigenkapitalkostensatz um einen typisierten persönlichen Ertragsteuersatz von 35 % gekürzt werden. Mit diesem Faktor werden die Verhältnisse eines im Inland ansässigen

legung, IDW Standards, IDW Prüfungs- und IDW Rechnungslegungshinweise, Bd. III, Stand: 69. Ergänzungslieferung April 2019, Tz. 12.

⁵² Es wird unterstellt, dass die Anteilseigner der Kapitalgesellschaft natürliche Personen sind, die die Beteiligung an der Kapitalgesellschaft im Privatvermögen halten. Die Steuerbefreiung von Ausschüttungen an Kapitalgesellschaften nach § 8b Abs. 1 Satz 1 KStG i.V.m. § 7 Abs. 1 Satz 1 GewStG und die Pflichtenwendung des Teileinkünfteverfahrens bei Ausschüttungen an Personengesellschaften bleiben deshalb unberücksichtigt.

⁵³ Vgl. etwa Perridon/Steiner/Rathgeber, Finanzwirtschaft der Unternehmung, 16. Aufl., 2017, S. 281-295.

⁵⁴ Vgl. Günther, Unternehmenswertorientiertes Controlling, 1999, S. 169; IDW S 1, Tz. 118-122.

unbeschränkt steuerpflichtigen Unternehmenseigners und bei Kapitalgesellschaften eines Anteilseigners unter Berücksichtigung von Solidaritätszuschlag und Kirchensteuer erfasst.

- Sofern die Alternativanlage der Anteilseigner künftig im Privatvermögen gehalten wird, kann der Eigenkapitalkostensatz auch um einen Abgeltungssteuersatz von 25 % zuzüglich des Solidaritätszuschlags von 5,5 % und des genauen Kirchensteuersatzes korrigiert werden.
- Sofern die Alternativanlage der Anteilseigner künftig im Betriebsvermögen einer Personen- bzw. Kapitalgesellschaft mit Sitz im Inland gehalten wird, sind die Wirkungen der Gewerbesteuer- bzw. Körperschaftsteuerbelastung zusätzlich bei der Berichtigung des Eigenkapitalkostensatzes zu berücksichtigen.
- Sofern die Alternativanlage inländischer oder ausländischer Anteilseigners künftig im in- oder ausländischen Privat- oder Betriebsvermögen gehalten wird, ist auch die internationale Steuerbelastung unter Würdigung von Doppelbesteuerungsabkommen mit in die Korrektur des Eigenkapitalkostensatzes einzubeziehen.

Wenn es gelingt, die relevanten Ertragsteuerwirkungen mit hinreichender Genauigkeit in Bewertungskalküle zu integrieren, stellt das CAPM eine wichtige Komponente zur kapitalmarktorientierten, subjektiven Bestimmung des Kalkulationszinssatzes auch im Rahmen der Operationalisierung ertragsteuerlicher Synergieeffekte dar. Somit besteht für das Käuferunternehmens die Möglichkeit, im Hinblick auf die anstehenden Kaufpreisverhandlungen seine individuelle Preisobergrenze für das Akquisitionsojekt zu ermitteln. Sofern aber die subjektive Preisuntergrenze des Zielunternehmens im Hinblick auf die Bestimmung des Netto-Synergiewerts festgelegt werden soll, ist bei der Ermittlung der Plan-Synergetic Cash Flows und des WACC von den Plandaten des Zielunternehmens auszugehen. In diesem Zusammenhang sind etwa der Ertragsteuersatz sowie die Komponenten zur Planung der Kapitalkosten an das geänderte Szenario anzupassen. Hierdurch wird es möglich, die individuellen Bewertungen von SE durch Käufer und Verkäufer bei der Festlegung des Werts des Zielunternehmens zu operationalisieren.

Sofern sich für den Käufer und Verkäufer unterschiedliche Unternehmenswerte ergeben und sich die Beteiligten nicht auf einen Kaufpreis einigen können, muss ein von beiden Parteien akzeptierter Gutachter einen Einigungspreis für das Zielunternehmen als den für die Transaktion zu zahlenden Betrag ermitteln, den sowohl der Käufer als auch der Verkäufer zu zahlen bereit ist. Dieser liegt unterhalb der Preisobergrenze des Käufers und oberhalb der Preisuntergrenze des Verkäufers. Er stellt im Ergebnis einen Entscheidungswert dar, der aus zwei subjektiven Unternehmenswerten gebildet wird und nur berechnet werden kann, wenn vorher die Grenzen der konfligierenden Parteien festgelegt wurden und dem Gutachter auch bekannt sind.

2.4. Wertrealisierungs- und Wertsteigerungshase

Nach dem Vertragsabschluss und der Unternehmensübernahme erfolgt im Rahmen der Wertrealisierungs- und Wertsteigerungsphase zunächst ein sog. Stagesetting, das primär darauf abzielt, Stabilität in die neue Struktur zu bringen, um baldmöglichst eine koordinierte Handlungsfähigkeit des Unternehmensverbunds zu erreichen.⁵⁵ Im Vordergrund der Aktivitäten stehen insbesondere die Bildung von Integrationsteams und ggf. die Besetzung der ersten Führungsebenen, aber auch die genaue Entwicklung eines Maßnahmenkatalogs zur Wertrealisierung der identifizierten SE. In diesem Zusammenhang bedarf es der Installation eines Synergiecontrolling, das als Führungssystem zur Unterstützung die Koordination von Prozessen und Instrumenten übernimmt, die sich auf die Planung, Informationsversorgung, Kontrolle und ggf. Korrektur von Integrationsaktivitäten beziehen.⁵⁶ Im Grundsatz sollen hierdurch die zuvor identifizierten und quantifizierten SE im Hinblick auf

⁵⁵ Vgl. Hoffmann/Friedinger, Integrationsmanagement im Zuge von Akquisitionen, in: Controlling 1998 S. 24.

⁵⁶ Vgl. Metz, 2002, S. 55-56 und im Einzelnen Bühler/Klose, Mehr als nur Zahlen. Warum M&A Transaktionen scheitern und wie ein ganzheitliches Controlling zum Gelingen beitragen kann, in: Funk/Rosmanith (Hrsg.), Internationale Rechnungslegung und Internationales Controlling. Herausforderungen - Handlungsfelder - Erfolgspotentiale, 3. Aufl., 2017, S. 454-465.

ihre Wertumsetzung und -entwicklung dergestalt gesteuert werden, dass die mit der Akquisition verfolgten strategischen und operativen Ziele erreicht werden. So kann ein nicht systematisch durchgeführtes Integrations- bzw. Synergiecontrolling dazu führen, dass im Rahmen der Phasen der Wertuntersuchung und Wertbestimmung planmäßig ermittelte und bewertete SE nicht in gewünschtem Maße realisiert werden und Kosten, die durch spätes Aufdecken von Ineffizienzen entstehen, die Übernahme im Ergebnis nicht mehr lohnenswert erscheinen lassen,⁵⁷ d.h. nicht zur Steigerung des Werts des Käuferunternehmens beitragen.

Von besonderer Bedeutung ist im Rahmen eines Soll-Ist-Vergleichs die Analyse, ob die SE des gesamten Akquisitionsprozesses zu einer Wertsteigerung des Käuferunternehmens geführt haben. Zum Zwecke einer quantitativen Bewertung bietet es sich an, auf wertorientierte Kennzahlen⁵⁸ zurück zu greifen, da diese Konzepte grundsätzliche Erweiterungen und Verfeinerungen des Shareholder Value-Ansatzes darstellen und durch Modifikationen an die Basisgrößen Free Cash Flow, WACC einschließlich CAPM und Capital bzw. Investment anknüpfen. Aufgrund seiner zentralen Bedeutung für die Unternehmenssteuerung wird im Folgenden beispielhaft der Economic Value Added (EVA®) zum Zwecke der Quantifizierung von SE dargestellt. Der EVA® erfasst im Folgenden den periodenbezogenen Unterschiedsbetrag zwischen der um SE korrigierten Rendite auf das investierte Eigenkapital sowie das verzinslich Fremdkapital [Return on Capital Employed (ROCE)] und dem unter Berücksichtigung synergieorientierter Effekte geplanten gewogenen Kapitalkostensatz (WACC), und wendet ihn auf das um vermögens- und schuldpostenbezogene SE berichtigte investierte Kapital [Capital Employed (CE)] des Käuferunternehmens nach Übernahme an. Somit gilt:

$$(1) \text{ EVA} = (\text{ROCE} - \text{WACC}) \cdot \text{CE mit}$$

$$(2) \text{ ROCE} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{CE}} \text{ oder}$$

$$(3) \text{ EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \cdot \text{CE}.$$

Der Net Operating Profit After TAX (NOPAT) stellt eine periodenbezogene, buchhalterische Kennzahl dar, die sich, wie Abb. 2 zeigt, aus der synergetischen Ist-Erfolgsrechnung des Unternehmens ableiten lässt. Auch hier ist zu beachten, dass die einzelnen Erfolgskomponenten in Abhängigkeit von den synergetischen Variationen positive oder negative Vorzeichen annehmen können. So trägt etwa der Personalaufwand ein positives Vorzeichen, wenn es gelungen ist, Kostensenkungen infolge der Übernahme durch personelle Rationalisierungen durchzusetzen. Wenn sich aber infolge der Übernahme zusätzliche Kostensteigerungen durch die Notwendigkeit verstärkter Personaltrainings einstellen, führt dies zu einem negativen Vorzeichen beim Personalaufwand.

Folglich ergibt sich ein positives EVA®, wenn der synergetische NOPAT die synergiebezogenen Eigen- und Fremdkapitalkosten übersteigt, also die Rendite höher ist als die gewogenen Kapitalkosten. Im Grundsatz bedeutet ein positives EVA®, dass das Käuferunternehmen in der Kontrollperiode die Kapitalkosten aus synergiebezogener Sicht als Mindestrenditeanforderung verdient und einen synergetischen Vermögenszuwachs erwirtschaftet hat.

Somit können werden drei grundlegende Maßnahmen zur Steigerung des EVA® aus synergetischer Sicht unterschieden werden:⁵⁹

- Erhöhung des operativen synergetischen Ergebnisses bei gleichem synergetischen Kapitaleinsatz.
- Investition zusätzlichen synergetischen Kapitals in Projekte, deren erwarteter Rendite über dem synergetischen Kapitalkostensatz (WACC) liegt.

⁵⁷ Vgl. Biberacher, Synergiemanagement und Synergiecontrolling, 2003, S. 343.

⁵⁸ Vgl. im Einzelnen Horváth/Gleich/Seiter, Controlling, 13. Aufl., 2015, S. 210-218.

⁵⁹ Vgl. im Einzelnen Hostettler, ST 1995 S. 307-315.

- Abziehen von synergetischem Kapital, das in Aktivitäten oder Vermögen gebunden ist, deren Rendite den synergetischen Kapitalkostensatz (WACC) nicht deckt.

Synergetische Ist-Erfolgsrechnung	
	Umsatzerlöse
±	Aktivierete Eigenleistungen/Bestandsveränderungen
+	Sonstige betriebliche Erträge
=	Gesamtleistung
-	Materialaufwand
-	Personalaufwand
-	Sonstige betriebliche Aufwendungen
=	EBITDA (Earnings Before Interest and Tax, Depreciation and Amortisation)
-	Abschreibungen
=	EBIT (Earnings Before Interest and Tax)
±	Finanzergebnis
=	Ergebnis vor Steuern (Earnings Before Tax)
-	Steuern (Tax)
=	Jahresüberschuss
+	Zinsaufwand
-	Tax Shield
=	NOPAT (Net Operating Profit After Tax)

Abb. 2: Ableitung des synergetischen NOPAT aus der Ist-Erfolgsrechnung des Käuferunternehmens

3. Zusammenfassung und Weiterentwicklungen

Das vorlegte Konzept einer Synergetic DD zum Zwecke der qualitativen und quantitativen Erfassung von SE ist in die Wertuntersuchungsphase und Wertbestimmungsphase von Unternehmenstransaktionen einzubinden. In der ersten Phase zur Unterstützung einer strategischen Akquisitionspolitik des Käuferunternehmens müssen zunächst mögliche Synergiepotentiale identifiziert werden, um im Rahmen der Akquisitionsvorbereitung Anhaltspunkte zur Beurteilung von Chancen und Risiken bezüglich einer Werterhöhung durch die geplante Übernahme des Zielunternehmens zu erhalten. Weiterhin konnte gezeigt werden, dass sodann eine konkrete Wertbestimmungen der positiven und negativen SE durch den Rückgriff auf acht zentrale Synergiearten möglich wird damit wesentliche erfolgsbezogene Auswirkungen in Gestalt von Erlösen und Kosten zu operationalisieren und zu planen sind.

In der Wertbestimmungsphase steht die Ermittlung des Plan-Netto Synergiewerts im Mittelpunkt des Interesses. Unter Rückgriff auf die Discounted Cash Flow-Methoden zur UB wurde verdeutlicht, dass es im Rahmen einer inkrementalen Vorgehensweise gelingt, eine indirekte Überleitung von den Plan-Synergetischen Jahresergebnissen auf die jeweiligen Plan-Synergetic Free Cash Flows der einzelnen Planperioden vorzunehmen. Durch die Ermittlung von risiko- und steuer-adjustierten Diskontierungsfaktoren mit Hilfe des Weighted Average Cost of Capital-Ansatzes und des (TAX) Capital Asset Pricing Model können zudem unter Berücksichtigung der entscheidungsrelevanten individuellen Ertragssteuerbelastung die individuellen Kapitalkosten aus Sicht des Käufer- und des Zielunternehmens erfasst werden. Hierdurch wird es im Ergebnis möglich, die subjektiven Einschätzungen von SE durch Käufer und Verkäufer in die Bewertung des Zielunternehmens einfließen zu lassen und der Kaufpreisverhandlung zugrunde zu legen.

Schließlich wurde am Beispiel des EVA[®]-Konzepts verdeutlicht, dass es in der Wertsteigerungs- und Wertrealisierungsphase erforderlich ist, die geplanten Wirkungen von SE im Käuferunternehmen nach der Übernahme durch den Einsatz wertorientierter Kennzahlen im Rahmen des Controlling periodenbezogen zu kontrollieren, um festzustellen, ob diese in der Summe eingetreten sind und zu einer Steigerung des Unternehmenswerts geführt haben. Darüber hinaus bietet sich zum Zwecke der internen Steuerung der SE das Instrument der Balanced Scorecard⁶⁰ an, das sich in den unterschiedlichsten Erweiterungen und Ausprägungen in der Unternehmenspraxis etabliert hat. In diesem Zusammenhang sollte auf die in jüngerer Zeit entwickelte Integrated Balanced Scorecard⁶¹ zurückgegriffen werden, mit deren Hilfe es möglich wird, unter Berücksichtigung neuer Aspekte des Integrated Reporting sowohl finanzieller als auch nichtfinanzieller SE (z.B. durch die Akquisition entstehendes Humankapital und Know How) in die Unternehmenssteuerung einzubeziehen. Sie basiert auf dem Steuerungs- und Performance Measurement System der Balanced Scorecard und erweitert dieses um die im Rahmen des Integrated Reporting zu berücksichtigenden sechs Kapitalarten (Finanzkapital, produziertes Kapital, intellektuelles Kapital, Humankapital, Beziehungskapital und natürliches Kapital). Hierdurch kann ein übergreifendes Controllinginstrument in Gestalt einer Synergetic Balanced Scorecard entwickelt werden, die eine integrierte Steuerung durch synergiebezogene, finanzielle und nichtfinanzielle Kennzahlen ermöglicht und zudem als Grundlage für den Aufbau eines periodenübergreifenden integrierten Synergiereporting dienen kann.⁶²

⁶⁰ Vgl. Kaplan/Norton, The Balanced Scorecard. Translating Strategy into Action, 1996; Kaplan/Norton, The Balanced Scorecard, in: HBR 1992 S. 71-79.

⁶¹ Vgl. Freidank/Hinze, Integrated Balanced Scorecard zur Umsetzung einer integrierten Unternehmenssteuerung und -berichterstattung, in: Controlling 2016 S. 318-324.

⁶² Vgl. Freidank, Steuerung von Synergieeffekten mithilfe der Balanced Scorecard, in: WiSt 2019 Heft 7/6 S. 18-25.