

The top half of the page features a background image of two hikers silhouetted against a bright sky as they climb a rocky mountain peak. The hiker on the left is higher up, reaching down to assist the second hiker. The background shows a vast, hazy mountain range under a clear sky. The logo for 'EVERTO CONSULTING' is positioned in the upper right. 'EVERTO' is in a large, bold, black sans-serif font, followed by a short green horizontal line. Below it, 'CONSULTING' is written in a smaller, black, all-caps sans-serif font.

EVERTO 
CONSULTING

WIR DENKEN IN LÖSUNGEN

BERECHNUNG DER EQUITY BRIDGE

**Vom Gesamtunternehmenswert
zum Kaufpreis der Anteile
(Wert des Eigenkapitals)**

BERECHNUNG DER EQUITY BRIDGE

Vom Gesamtunternehmenswert zum Kaufpreis der Anteile.

Unternehmenskäufe und -verkäufe sind komplexe Transaktionen, bei denen oftmals große Werte bewegt werden. Dem Wunsch der Beteiligten nach einfachen Bewertungen und Vorgängen steht oftmals eine weitaus differenziertere Wirklichkeit gegenüber, die mitunter zu Emotionen führen kann, wenn sich in der eigenen Vorstellung erzielbare Werte plötzlich verändern.

Vor Aufnahme der Vertragsverhandlungen stehen die Vorstellungen des Verkäufers im Hinblick auf den Verkaufserlös bzw. des Wertes, der ihm zufließen wird. Während der Verhandlungen wird jedoch oftmals deutlich, dass dieser Wert sich verändert. Den Weg dorthin beschreibt die sogenannte Equity-Bridge.

Mit diesem White Paper möchten wir Aufbau, Methodik sowie Ziel dieser Equity-Bridge erläutern.

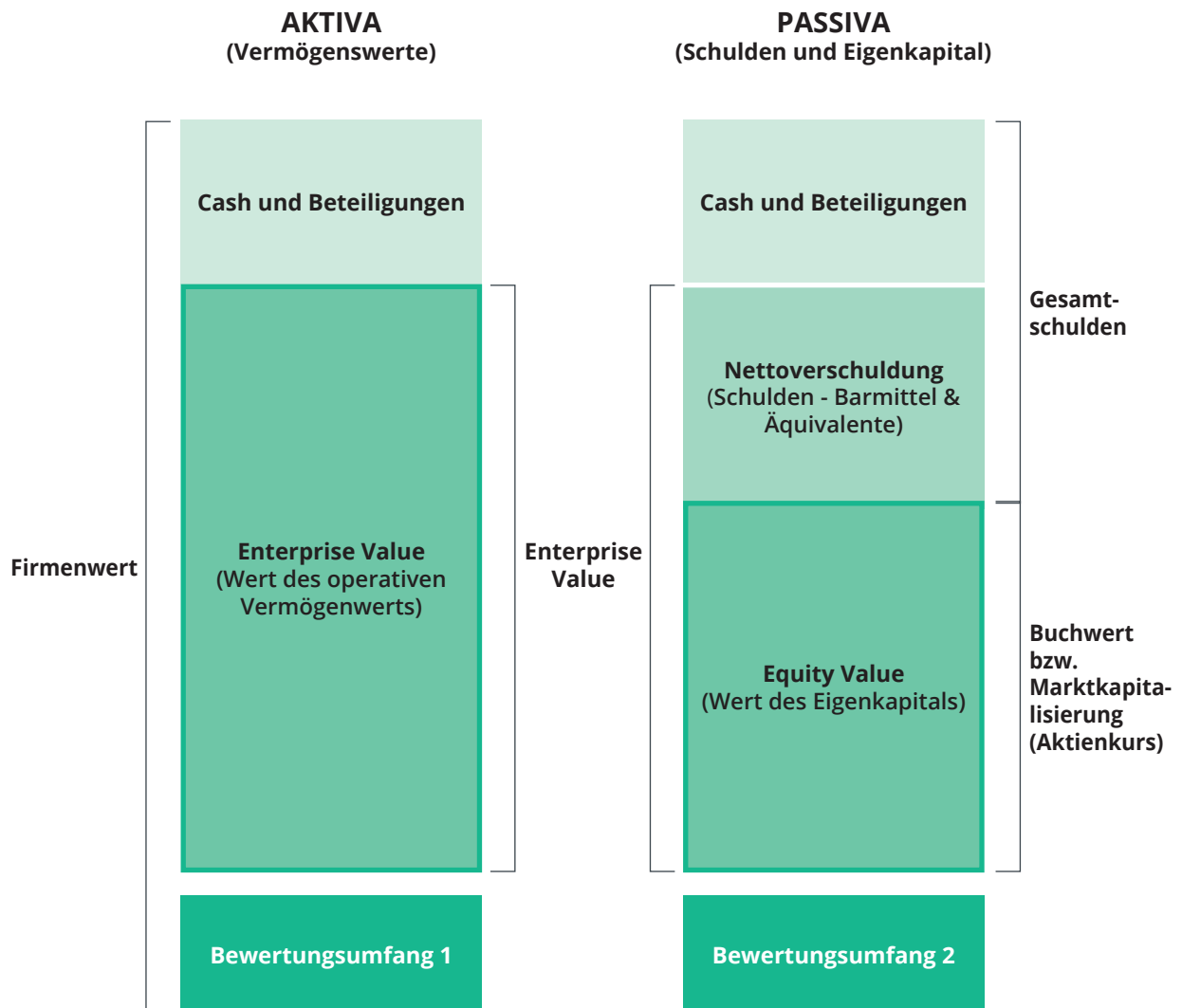
Ebenfalls möchten wir auf die Gestaltungsmöglichkeiten hinweisen und verdeutlichen, welche Beiträge ein M & A Berater für seine Mandanten erbringen kann, indem er sie gezielt durch diese Verhandlungen führt und berechnete von differierenden Anforderungen (eher Verhandlungstaktiken) trennt.

Vorgehensweise

In einem ersten Schritt verwenden die Beteiligten in ihrer Kommunikation nach außen oftmals die Multiplikatormethode. Es wird mithilfe normalisierter Kennzahlen des Zielunternehmens (oftmals EBIT oder EBITDA) und unter Verwendung branchenüblicher Multiplikatoren ein Gesamtunternehmenswert, den sogenannten Enterprise Value, ermittelt.

Andere Verfahren, wie die discounted cash-flow Methode o.a. berechnen im ersten Schritt den Wert der operativen Assets.

Der auf Basis der verschiedenen Verfahren ermittelte **Enterprise Value** kann sich gegebenenfalls erheblich vom Kaufpreis für die Anteile des Unternehmens (sogenannter **Equity Value**) unterscheiden. Abhängig ist dieses u.a. von der Finanzierung des Zielunternehmens.



Die Unterscheidung zwischen Enterprise Value und Equity Value beschreibt das o.a. Schaubild.

Dort dargestellt ist zunächst der Wert der operativen Assets. Das heißt, vorhandenes Guthaben, Beteiligungen und nicht notwendiges Betriebsvermögen werden herausgerechnet und stehen dem Verkäufer zu. Darüber hinaus sind die Finanzschulden in Abzug zu bringen. Das heißt unterschieden wird in diesem Fall zwischen Firmenwert und Wert des Eigenkapitals.

Es gibt hier zwei unterschiedliche Perspektiven, die es zu betrachten gilt:

Die Sicht der Kapitalgeber

Der Enterprise Value steht **allen** Kapitalgebern zur Verfügung.
Der Equity Value steht **nur** den Eigenkapitalgebern zur Verfügung.

Der Bewertungsumfang

Der Enterprise Value repräsentiert ausschließlich den Wert der **operativen Assets**, der Equity Value den entsprechenden **Anteil am Firmenwert**.

Ohne diese Betrachtung hätten Unternehmen mit einem unterschiedlichen Grad der Fremdfinanzierung stets den gleichen Wert.

Zwischenfazit

Die Überführung von Enterprise Value in Equity Value erfolgt unter der Formel:

Wert des Eigenkapitals = Wert der operativen Assets - Nettoverschuldung

im Detail

Wert des Eigenkapitals = Wert der operativen Assets - Schulden und Äquivalente - Minderheitsanteile - evtl. Rückstellungen + Barmittel und Äquivalente

Hierbei handelt es sich bedauerlicherweise oftmals nicht um vollkommen einwandfreie Definitionen. Dadurch ergibt sich in der Anwendung dieser Vorgehensweise ein Gestaltungsspielraum, insbesondere dann, wenn die Begriffe nicht einheitlich verwendet werden.

So gibt es zum Beispiel unterschiedliche Auffassung darüber, in welcher Form Rückstellungen zu behandeln sind. Die Wahrscheinlichkeit einer tatsächlichen Zahlung ist bei einer Steuer-rückstellung ungleich höher als bei einer Rückstellung für Gewährleistungsansprüche.

Im Folgenden beschreiben wir eine Systematik, wie rechnerisch ein Wert für jeden Fall betreffend Equity Bridge „en detail“ ermittelt werden kann. Wir sprechen hierbei von einer sogenannten Maßkonfektion, die stets an die individuelle Situation in den Unternehmen angepasst werden muss.

1. SCHRITT

In einem ersten Schritt sollte die Bilanz um nicht bilanzierte Vermögensgegenstände ergänzt werden, die aus sogenannten „off - balance - sheet“ Finanzierungen kommen. Diese sind insbesondere:

- Factoring (Ergänzung um Forderung und Factordarlehen)
- Leasing oder Mietkauf (sofern sie den handelsüblichen Umfang übersteigen)

2. SCHRITT

Die auf diese Weise ermittelte Bilanz empfehlen wir in fünf Bereiche aufzuteilen:

1. Betriebsnotwendiges Anlagevermögen
2. nicht betriebsnotwendiges Vermögen
3. Nettoumlaufvermögen
4. Nettofinanzvermögen (cash und debt bzw. cash like oder debt like items)
5. sonstige Abgrenzungsposten

Das zum Stichtag in der Bilanz ausgewiesene Eigenkapital ergibt sich summarisch aus der Summe der einzelnen Spalten.

2.1

Zum betriebsnotwendigen Anlagevermögen gehören alle im Anlagevermögen ausgewiesenen Gegenstände, außer es ist eine Veräußerung geplant und/oder theoretisch möglich, ohne den Geschäftsbetrieb einzuschränken.

2.2

Dabei handelt es sich um Vermögensgegenstände, die für die operative Tätigkeit nicht notwendig sind. Eine Veräußerung würde folglich das operative Geschäft nicht beeinträchtigen. Oftmals wird dieser Position nicht die entsprechende Beachtung geschenkt. Betroffen sind beispielsweise nicht betriebsnotwendige Liegenschaften. Wenn diese berücksichtigt werden, dann häufig zum Buchwert und nicht zum Verkehrswert.

2.3

Nettoumlaufvermögen

Dafür sind alle Positionen zu übernehmen, die für einen gewöhnlichen Geschäftsbetrieb notwendig sind. Dieses sind u.a.:

- Vorräte
- Forderungen aus Lieferung und Leistung
- geleistete Anzahlungen
- Steuerguthaben
- Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung
- Verbindlichkeiten aus Steuern
- Umsatzsteuerverbindlichkeiten

In der Praxis gibt es hier Überschneidungen mit dem Nettofinanzvermögen (2. 4), folglich ist eine klare Definition des Nettoumlaufvermögens bereits im LOI notwendig.

2.4

In einen vierten Bereich gehören Finanzierungsguthaben, Finanzierungsverbindlichkeiten (cash und debt sowie cash like und debt like items)

Zu nennen wären an dieser Stelle u.a.:

- Bankguthaben
- Forderungen an Gesellschafter
- Wertpapiere
- Pensionsrückstellungen
- Bankverbindlichkeiten
- Steuerrückstellungen
- Darlehen
- Verbindlichkeiten gegenüber Gesellschaftern, soweit nicht aus dem operativen Geschäft kurzfristig rückführbar
- Rückstellungen die debt like Charakter haben
- unterlassene Instandhaltungen
- Prozesse
- Schadenersatz
- Finanzverbindlichkeiten, die bei der Berücksichtigung von nicht bilanziertem Vermögen oder Verbindlichkeiten ermittelt wurden
- Factoringverbindlichkeiten
- Leasingverbindlichkeiten

2.5

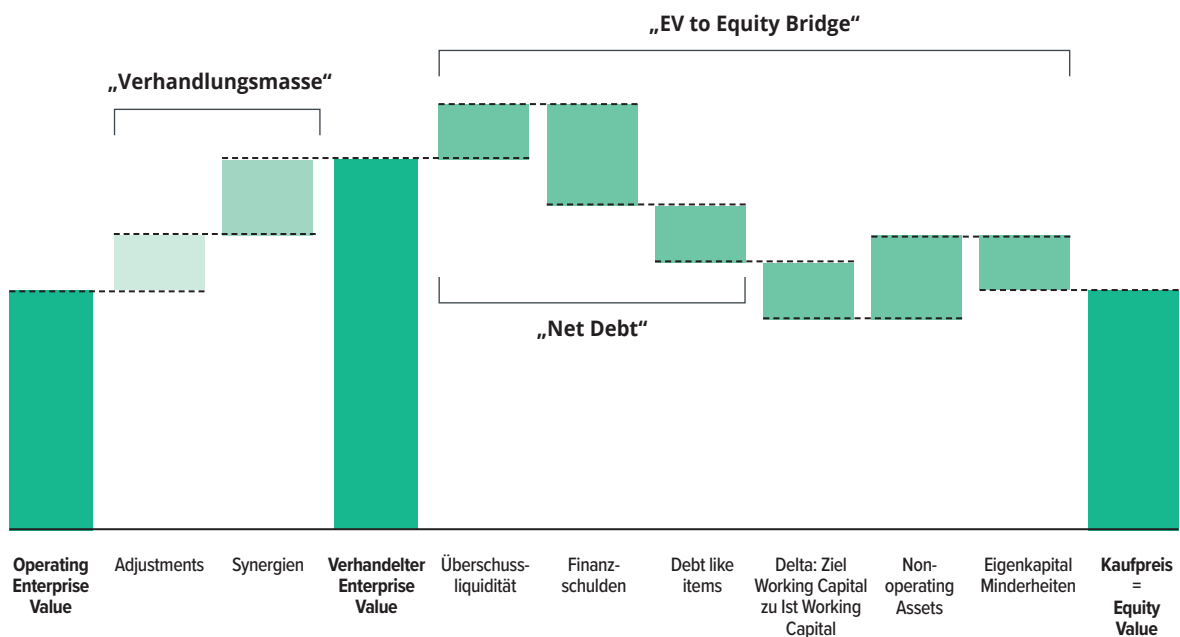
Die noch verbliebenen Positionen sind in der Regel:

- Rechnungsabgrenzungen
- Pauschale Gewährleistungen
- Rückstellungen für Archivierung

3. SCHRITT

Die Equity Bridge setzt sich in der Regel aus den folgenden vier Positionen zusammen:

1. Nettowert des Finanzvermögens (cash und debt bzw. cash like und debt like items)
2. Wertanpassung, sofern die Buchwerte des Anlagevermögens nicht dem tatsächlichen Wert entsprechen z.B. Grundstücke oder Pensionsrückstellungen
3. Anpassung des Wertes des Nettoumlaufvermögens - gelegentlich ist zum Stichtag des Nettoumlaufvermögen



4. zuzüglich Verkaufserlöse aus ggf. vorhandenem „nicht betriebsnotwendigem Vermögen“. Im Ergebnis zeigt die Equity Bridge einen Wert auf, mit dem die Finanzsituation eines Unternehmens erläutert wird. Dieses geschieht im Vergleich zu einem Unternehmen, das jedoch zu 100 % aus Eigenkapital finanziert ist.

Adjustments	<ul style="list-style-type: none">Adjustments aufgrund der Größe des Aktienpakets, der Liquidität, der Charakteristika des Käufers etc.
Synergien	<ul style="list-style-type: none">Synergien, die durch einen strategischen Investor realisiert werden können
Überschussliquidität	<ul style="list-style-type: none">Überschussliquidität zum BewertungszeitpunktHäufig mehr Cash im Unternehmen, als operativ notwendig ist
Finanzschulden	<ul style="list-style-type: none">Finanzschulden zum Bewertungszeitpunkt, im Sinne von zinstragender Verbindlichkeiten
Debt like items	<ul style="list-style-type: none">Bilanzierte und außerbilanzielle Verpflichtungen, die wirtschaftlich der Verkäufer zu tragen hat
Delta Working Capital	<ul style="list-style-type: none">Vorhandene Betriebsmittel (IST - Working Capital)Notwendige Betriebsmittel (target - working capital)
Non-operating Assets	<ul style="list-style-type: none">Marktwert der nicht betriebsnotwendigen Vermögenswerte
Minderheiten	<ul style="list-style-type: none">Abzugspositionen für Eigenkapitalanteile, die den Minderheiten zusteht

Die Hinzurechnung oder der Abzug einzelner Positionen ist für ungeübte Transaktionsteilnehmer teilweise komplex. Es stellen sich häufig folgende Fragen:

- Werden nur zinstragende Verbindlichkeiten oder auch andere in Abzug gebracht?
- Wie erfolgt der Umgang mit prozessualen und nicht prozessualen Streitigkeiten?
- Welche Rückstellungen werden den Finanzverbindlichkeiten zugerechnet?
- Wie erfolgt der Umgang mit außer bilanzieren Verpflichtungen (off balance Sheets) wie Leasing und Factoring?

Fazit

Der Enterprise Value entspricht nicht dem Firmenwert, sondern repräsentiert „einzig“ den Wert der operativen Assets des Unternehmens.

Aus diesem Wert der operativen Vermögenswerte kann der Wert des Eigenkapitals abgeleitet werden, in dem Werte wie Finanzverbindlichkeiten, teilweise Rückstellungen u.a. vom Enterprise Value abgezogen werden. Barmittel und andere Äquivalente werden addiert.

Der Umfang und das Ergebnis einer solchen Equity Bridge sind daher bedeutend für das Endergebnis und demzufolge entsprechend zu würdigen und zu betrachten.

Die Equity-Bridge führt zu realistischen Ergebnissen, die eine korrekte Bewertung zulassen. Daher ist diese Methodik ihrer Berechnung unerlässlich. Um sicherzustellen, nicht aus Unwissenheit größere Vermögenswerte aufzugeben, empfiehlt sich eine professionelle Begleitung.

Wer keine bis wenig Erfahrungen im Bereich von Transaktionen hat, verzichtet möglicherweise schnell auf sechsstelligen Beträge. Welche Positionen werden hinzugerechnet, welche abgezogen? Sind es nur die zinstragenden Verbindlichkeiten oder die früher oder später auftauchen? Welche Rückstellungen werden den Finanzverbindlichkeiten zugerechnet? Wie erfolgt der Umgang mit außerbilanziellen Verpflichtungen (off-balance-sheets) wie Leasing und Factoring?

EVERTO 
CONSULTING

Thomas Salzmann

EVERTO CONSULTING GmbH
Baumwall 7
20459 Hamburg

Tel. 040 - 55 55 73 364
info@everto-consulting.de
www.everto-consulting.de