

White Paper

Vom Enterprise Value zum Equity Value

Mannheim, im Juli 2024

careers-allertco.com

allertco.com



Einleitung

In der dynamischen Welt der Fusionen und Übernahmen (M&A) stehen Unternehmen vor der Herausforderung, nicht nur den richtigen Partner zu finden, sondern auch den wahren Wert einer solchen Transaktion zu erkennen und zu realisieren. Allert & Co., eine führende M&A-Beratungsgesellschaft in Deutschland, steht mittelständischen Unternehmern und Unternehmerfamilien mit tiefgreifendem Verständnis und umfassender Expertise zur Seite. Dieses White Paper beleuchtet die Bedeutung von "M&A-Transaktionen", "Enterprise Value" und "Equity Value" und wie Allert & Co. diese Konzepte nutzt, um maßgeschneiderte, wertorientierte Lösungen für seine Kunden zu entwickeln.

M&A-Transaktionen: Mehr als nur eine Transaktion

M&A-Transaktionen sind komplexe Unterfangen, die weit über den einfachen Kauf oder Verkauf eines Unternehmens hinausgehen. Sie bieten die Möglichkeit, strategische Ziele zu erreichen, Wachstum zu beschleunigen und nachhaltige Werte zu schaffen. Allert & Co. versteht, dass jede Transaktion einzigartig ist und eine tiefgehende Analyse der operativen, finanziellen und strategischen Aspekte erfordert, um den wahren Wert für alle Beteiligten freizusetzen.

Enterprise Value: Der Gesamtwert des Unternehmens

Der Wert eines Unternehmens ergibt sich aus dessen zukünftiger operativer Leistungsfähigkeit und ist grundsätzlich unabhängig davon, wie das Unternehmen finanziert wurde. Der Wert ergibt sich damit aus den sich in der G&V und der Bilanz niederschlagenden Ergebnissen der Wertschöpfungsprozesse eines Unternehmens. Damit ist für den Wert zunächst unerheblich, wer für die Finanzierung gesorgt hat.

Im Ergebnis kann ein Unternehmensbewerter den Gesamtunternehmenswert (Enterprise Value oder kurz EV bezeichnet) berechnen, indem er sich nur auf die Größen der G&V und der Bilanz konzentriert, die frei von (oder vor) Finanzierungseffekten sind, zum Beispiel alle Positionen bis zum Betriebsergebnis (EBIT = Earnings Before Interest and Tax) oder auch dem EBITDA (Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization). Somit werden alle positiven wie negativen Effekte einer Finanzierung ausgeblendet und damit gelangt man zum Gesamtunternehmenswert, der aus diesem Grund häufig auch „Cash-and-Debt-Free“, also „frei von Netto-Finanzverbindlichkeiten“, bezeichnet wird.

Dieser Gesamtunternehmenswert wird im Rahmen eines – wie gleich detailliert erläutert – einkommensbasierten Verfahrens (Ertragswert- oder Discounted-Cashflow-Verfahren) berechnet oder (leider sehr vereinfachend und damit häufig falsch) über Multiplikatorverfahren. Damit bei der Anwendung der Multiplikatoren ebenfalls die Finanzierungseffekte ausgeblendet werden, wird auch hier ein Multiplikator vor Zinsen verwendet, nämlich $EV/EBITDA$ oder $EV/EBIT$. So gelangt man ebenfalls – bei korrekter Anwendung – zum Enterprise Value.

Bei der Betrachtung des Unternehmenswertes für Transaktionszwecke ist entscheidend, wer welchen Anteil am „Enterprise-Value-Kuchen“ besitzt!

Equity Value: Der Wert für die Eigentümer

Nun wird die Finanzierungsebene „quasi wieder eingeblendet“ und „der Kuchen aufgeteilt“. Vom Enterprise Value „schneiden“ sich die Banken und sonstige Fremdkapitalgeber zunächst ihre Stücke bzw. Ansprüche (das sog. Net debt) aufgrund der gewährten Darlehen heraus. Der Teil des Kuchens, der danach übrig bleibt, steht dem/den Eigenkapitalgeber/n zu. Dieser Teil wird als Equity Value bezeichnet und beschreibt den wirtschaftlichen Wert des Eigenkapitals.

Der Equity Value entspricht regelmäßig dem Kaufpreis für das Unternehmen „so, wie es steht und liegt“.

Er ist das Ergebnis einer Wertermittlung nach der Bruttomethode; der Equity Value ist das Ergebnis einer Berechnung nach der Nettomethode. Im deutschen Sprachgebrauch werden diese beiden eminent wichtigen, unterschiedlichen Wertdefinitionen Enterprise Value und Equity Value häufig verwechselt.

Der Unternehmenswert kann sowohl in der Transaktionspraxis als auch in der deutschen Rechtsprechung, entweder nach dem Ertragswert- (Nettomethode-) oder einem der Discounted-Cashflow-Verfahren, kurz DCF-Verfahren genannt (ebenfalls in der Ausprägung als Netto- oder Bruttomethode), ermittelt werden.

Die Begrifflichkeiten „Brutto“ und „Netto“ beziehen sich hierbei auf die Art des Cashflows. Bei der Nettomethode sind die Cashflows nach Bedienung der Fremdkapitalgeber (damit erlangt man als Ergebnis den Equity Value), bei der Bruttomethode werden die Cashflows vor Zahlungen an die Fremdkapitalgeber definiert (damit wird der Enterprise Value ermittelt). Beide Verfahren sind Ausprägungen des Income Approach und als gleichwertig anzusehen. Da sie auf der gleichen methodischen Grundlage (Kapitalwertkalkül) basieren, führen die verschiedenen Verfahren bei gleichen Bewertungsannahmen, insbesondere hinsichtlich der Finanzierungsstruktur, zu gleichen Bewertungsergebnissen.

Zwischenfazit: Der "Equity Value" hingegen spiegelt den wirtschaftlichen Wert des Eigenkapitals nach Abzug aller Schulden und Verbindlichkeiten wider. Er ist der Betrag, der den Eigentümern im Falle einer Transaktion zusteht. Allert & Co. nutzt diesen Wert, um den Eigenkapitalgebern eine klare Vorstellung vom Wert ihres Anteils am Unternehmen zu geben und um faire und transparente Kaufpreisverhandlungen zu führen.

Net Debt: Häufig diskutiert – häufig falsch verstanden:

Das Net Debt repräsentiert die finanziellen Ansprüche aller Parteien, die nicht den Eigenkapitalgebern zuzurechnen sind und nicht im Rahmen der Bestimmung des Net Working Capital, wie z.B. Lieferantenverbindlichkeiten, berücksichtigt wurden. Die Zusammensetzung des Net Debt ist daher einzelfallspezifisch und muss bei jedem Unternehmen und dessen Bewertung individuell ermittelt werden. Die folgende Berechnung zeigt die grundsätzliche Überleitung vom Enterprise Value zum Equity Value:

Enterprise Value („Marktwert des Gesamtkapitals“)

(-) Net Debt („Nettofinanzverbindlichkeiten“)

= Equity Value („Marktwert des Eigenkapitals“)

Das folgende Schema zeigt die exemplarischen Positionen, die bei der Bestimmung des Net Debt Berücksichtigung finden:

Mit Net Debt als:

(+) Zinstragende (bilanzielle) Verbindlichkeiten:

(+) Anleihen und sonstige (fest-)verzinsliche (kapitalmarktorientierte) Finanztitel¹

(+) Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten

(+) Weitere kreditähnliche, finanzielle Verpflichtungen (wie z.B. Mezzanine-Kapital)

(+) Pensionsbezogene finanzielle Verpflichtungen:

(+) Pensionsrückstellungen

(-) Aktivwert von Rückdeckungsversicherungen/Wertpapieren

(+) Zinstragende (außerbilanzielle) Verpflichtungen:

(+) Barwert bestehender Leasingverpflichtungen²

(+) Volumen von verkauften Forderungen (Factoring)

(+) Ggf. Avale

(+) Weitere Verpflichtungen

(+) Anteile von Minderheitsgesellschaftern

(-) Nichtbetriebsnotwendige Liquidität und liquiditätsähnliches Vermögen

(+) Nichtbetriebsnotwendige (überschüssige) Liquidität („Excess Cash“)

(+) Wertpapiere

(+) Zinstragende Forderungen gegenüber Dritten

¹ Nur für börsennotierte Bewertungsobjekte relevant

² Leasingverpflichtungen sind nur abzuziehen, wenn die zur Ermittlung des Enterprise Values verwendeten Cashflows um die entsprechenden Aufwendungen bereinigt wurden.

Bankdarlehen und -kredite stellen die gängigsten Formen der Fremdfinanzierung für mittelständische Unternehmen in Deutschland dar.³ Neben dem klassischen Bankdarlehen oder der Kontokorrentlinie (Geldleihe) werden Bankkunden – je nach operativer Geschäftstätigkeit – auch Kreditleihen beispielsweise in Form von Avalen zur Verfügung gestellt.⁴ Da diese – ebenfalls wie Geldleihen – verzinst werden, stellen Avale grundsätzlich auch eine Abzugsposition bei der Überleitung vom Gesamt- zum Eigenkapitalwert dar. Im Transaktionsumfeld jedoch ist dies häufig ein Verhandlungspunkt. Im Falle, dass der potenzielle Käufer des bewerteten Unternehmens ein strategischer Marktteilnehmer ist, der über eine ausreichend hohe Avallinie verfügt, kann der Abzug der Avale verhandelt werden.

Darüber hinaus haben sich in der deutschen Unternehmenslandschaft weitere Finanzierungsformen, wie z. B. das Factoring oder Leasing, etabliert.

Factoring beschreibt den Verkauf von Forderungen (aus Lieferungen und Leistungen) an ein Factoring-Unternehmen. Dabei wird zwischen echtem und unechtem Factoring unterschieden. Während beim echten Factoring das Ausfallrisiko („Delkrede“) auf das Factoring-Unternehmen übergeht, verbleibt dieses Ausfallrisiko im Falle von unechtem Factoring beim Unternehmen. Der Vorteil von Factoring liegt in der liquiditätswirksamen Verkürzung der Forderungslaufzeit beim Unternehmen. Des Weiteren stellt das Factoring-Unternehmen auf das Ausfallrisiko des Unternehmenskunden ab, sodass sich auch Unternehmen in Krisensituationen mittels Factoring finanzieren können.⁵ Die Frage der Abzugsnotwendigkeit des Factoringvolumens als Kontokorrent-Surrogat vom Enterprise Value, wird in der Praxis überwiegend bejaht. Unter bestimmten Umständen kann über die Abzugsnotwendigkeit verhandelt werden, so z.B. wenn es sich um einen einmaligen Forderungsverkauf handelt oder aber wenn die Branchenusage diese Finanzierungsform als Ersatz für ein ansonsten sehr lange laufendes Debitorenzahlungsziel akzeptiert, so z.B. in der Wein- und Spirituosen-Industrie.

Wertorientierung: Der Allert & Co. Ansatz

Allert & Co. setzt sich von anderen Beratungsgesellschaften durch seinen einzigartigen Ansatz der Wertorientierung ab. Dieser Ansatz geht über die traditionelle Cashflow-Betrachtung hinaus und berücksichtigt nichtmonetäre Werte, die für Stakeholder von Bedeutung sind, wie z.B. die Sicherung der Existenz des Unternehmens, den Erhalt von Arbeitsplätzen und den Schutz des immateriellen Unternehmenswerts. Durch die Integration dieser Aspekte strebt Allert & Co. danach, Lösungen zu entwickeln, die nicht nur finanziell, sondern auch gesellschaftlich nachhaltig sind.

³ Siehe dazu: <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/261431/umfrage/finanzierungsquellen-von-mittelstaendischen-unternehmen-in-deutschland/>, abgerufen am 08.07.2021

⁴ Vgl. (Werner, Kobabe, & Hirdes, Finanzierung, 2007), S. 88ff.

⁵ Vgl. (Müller-Seubert, 2008), S. 44

Fazit

M&A-Transaktionen bieten enorme Chancen, stellen Unternehmen aber auch vor bedeutende Herausforderungen. Allert & Co. steht als Partner bereit, um diese Herausforderungen anzugehen und den wahren Wert von M&A-Transaktionen durch eine umfassende Betrachtung von "Enterprise Value" und "Equity Value" zu realisieren. Mit einem tiefen Verständnis für die Bedeutung von Wertorientierung hilft Allert & Co. seinen Mandanten, nicht nur erfolgreiche Transaktionen abzuschließen, sondern auch langfristige nachhaltige Werte für ihr Unternehmen und ihre Stakeholder zu schaffen.



*Allert & Co. GmbH
Karl-Ludwig-Straße 29
68165 Mannheim*

*Tel. +49 (0)621 32 85 94 0
Fax +49 (0)621 32 85 94 10
careers-allertco.com
allertco.com*