

IX. Wert des Eigenkapitals

- a) Die Equity Bridge
- b) Nettoverbindlichkeiten
- c) Unternehmensbeteiligungen
- d) Minderheitsanteile
- e) Nicht konsolidierte Beteiligungen
- f) Eigenkapitaloptionen
- g) DCF-Modell inkl. Equity Bridge

IX. Wert des Eigenkapitals

a) Die Equity Bridge

*Vom Unternehmenswert
zum Wert der Aktien*

- Fassen wir die Erläuterungen zur Berechnung des Unternehmenswertes („cash & debt free; „Enterprise Value“) anhand eines Bewertungsbeispiel zusammen:

1. Erfassung professioneller Prognosen

Median Konsensschätzung in Mio. EUR	LTM Dez. 24	NTM Dez. 25	2025 Dez. 25	2026 Dez. 26	2027 Dez. 27	2028 Dez. 28	2029 Dez. 29	2030 Dez. 30	2031 Dez. 31	2032 Dez. 32	2033 Dez. 33	2034 Dez. 34
Umsatz	21.833	22.691	22.691	23.894	25.123	26.223	27.463	28.343	29.477	30.656	31.514	32.396
EBITDA	2.949	3.807	3.807	4.141	4.423	4.651	4.852					
EBIT	1.818	2.612	2.612	2.861	3.033	3.163	3.324					
EBT	1.388	2.232	2.232	2.495	2.691	2.871	3.043					
Zinsen	-432	-406	-406	-375	-376	-218	-273					
Veränderung gegenüber Vorjahr												
Umsatzwachstum	2,2%	3,9%	3,9%	5,3%	5,1%	4,4%	4,7%	3,2%	4,0%	4,0%	2,8%	2,8%
Wachstum EBITDA	-4,8%	29,1%	29,1%	8,8%	6,8%	5,2%	4,3%					
Wachstum EBIT	27,6%	43,7%	43,7%	9,5%	6,0%	4,3%	5,1%					
Wachstum EBT	29,2%	60,8%	60,8%	11,8%	7,9%	6,7%	6,0%					
Veränderung Zinsen	-6,5%	-6,1%	-6,1%	-7,5%	0,2%	-42,2%	25,5%					
EBITDA / Umsatz	13,5%	16,8%	16,8%	17,3%	17,6%	17,7%	17,7%					
EBIT / Umsatz	8,3%	11,5%	11,5%	12,0%	12,1%	12,1%	12,1%					
Steuerquote	37,5%	12,5%	26,3%	26,0%	26,3%	24,8%	25,1%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%

2. Berechnung der Wachstumsraten und EBIT-Margen

Planungsprämissen periodengerecht	LTM Dez. 24	NTM Dez. 25	LTM + 2 Dez. 26	LTM + 3 Dez. 27	LTM + 4 Dez. 28	LTM + 5 Dez. 29	LTM + 6 Dez. 30	LTM + 7 Dez. 31	LTM + 8 Dez. 32	LTM + 9 Dez. 33	LTM + 10 Dez. 34
Umsatzwachstum	2,2%	3,9%	5,3%	5,1%	4,4%	4,7%	3,2%	4,0%	4,0%	2,8%	2,8%
EBIT / Umsatz (EBIT-Marge)	8,3%	11,5%	12,0%	12,1%	12,1%	12,1%					

IX. Wert des Eigenkapitals

a) Die Equity Bridge

Vom Unternehmenswert
zum Wert der Aktien

1. Festlegung eigener Wachstumsprämissen (gelb markiert)

Planungsprämissen	LTM	LTM + 1	LTM + 2	LTM + 3	LTM + 4	LTM + 5	LTM + 6	LTM + 7	LTM + 8	LTM + 9	LTM + 10
in Mio. EUR	31.12.24	Trailing months									
Umsatz gesamt	21.833	22.691	23.654	24.627	25.489	26.454	27.370	28.448	29.456	30.383	31.219
Wachstum	2,2%	3,9%	4,2%	4,1%	3,5%	3,8%	3,5%	3,9%	3,5%	3,1%	2,8%
Desinvestitionen		Lineare Entwicklung zum risikolosen Zins									
Wachstum Consensus Median	2,2%	3,9%	5,3%	5,1%	4,4%	4,7%	4,3%	3,9%	3,5%	3,1%	2,8%

2. Festlegung eigener EBIT-Margen

EBIT exkl. Operatives Leasing	LTM	LTM + 1	LTM + 2	LTM + 3	LTM + 4	LTM + 5	LTM + 6	LTM + 7	LTM + 8	LTM + 9	LTM + 10
in Mio. EUR	31.12.24	Trailing months									
EBIT-OL	1.818	2.351	2.549	2.676	2.749	2.832	2.908	2.999	3.082	3.155	3.216
Entwicklung	27,6%	29,3%	8,4%	5,0%	2,7%	3,0%	2,7%	3,2%	2,8%	2,4%	2,0%
EBIT-OL / Umsatz (Marge)	8,3%	10,4%	10,8%	10,9%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%	10,5%	10,4%	10,3%
EBIT-OL Margen:		Lineare Entwicklung zur Marge im eingeschwungenen Zustand									
Median Analysten (bis 2019 exkl. OL)	8,3%	11,5%	12,0%	12,1%	11,8%	11,6%	11,3%	11,1%	10,8%	10,6%	10,3%

3. Berechnung der Steuerzahlungen mit Hilfe von Steuerquoten

Steuerzahlungen	LTM	LTM + 1	LTM + 2	LTM + 3	LTM + 4	LTM + 5	LTM + 6	LTM + 7	LTM + 8	LTM + 9	LTM + 10
in Mio. EUR	31.12.24	Trailing months									
Steuerzahlungen	-521	-293	-763	-801	-823	-848	-871	-898	-923	-945	-963
Entwicklung	-136,6%	-43,8%	160,6%	5,0%	2,7%	3,0%	2,7%	3,2%	2,8%	2,4%	2,0%
Steuerzahlungen / EBIT bereinigt	28,7%	12,5%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%

4. Berechnung der Nettoinvestitionen (hier mit Hilfe der Kennziffer Umsatz/Kapital iHv. 1,4)

Nettoinvestitionen Herleitung	LTM	LTM + 1	LTM + 2	LTM + 3	LTM + 4	LTM + 5	LTM + 6	LTM + 7	LTM + 8	LTM + 9	LTM + 10
Nettoinvestitionen	10.724	-686	-695	-615	-688	-654	-769	-719	-661	-596	-613
Umsatzdelta / Nettoinvestitionen		1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Durchschnittlich investiertes Kapital	23.271	23.957	24.652	25.267	25.955	26.609	27.378	28.097	28.758	29.355	29.967
Umsatz / durchschn. investiertes Kapital	1,2	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Korrespondierende ROCE	5,6%	8,6%	7,2%	7,4%	7,4%	7,5%	7,4%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%
R-Rate (Nettoinvestitionen / EBIT-OL-T)	-826,8%	33,4%	38,9%	32,8%	35,7%	33,0%	37,7%	34,2%	30,6%	27,0%	27,2%

IX. Wert des Eigenkapitals

a) Die Equity Bridge

Vom Unternehmenswert
zum Wert der Aktien

1. Das resultierende DCF-Modell

in Mio. EUR	LTM	LTM + 1	LTM + 2	LTM + 3	LTM + 4	LTM + 5	LTM + 6	LTM + 7	LTM + 8	LTM + 9	LTM + 10
Herleitung FFCF	31.12.24	Trailing months									
Umsatz gesamt	21.833	22.691	23.654	24.627	25.489	26.454	27.370	28.448	29.456	30.383	31.219
Entwicklung	2,2%	3,9%	4,2%	4,1%	3,5%	3,8%	3,5%	3,9%	3,5%	3,1%	2,8%
Operatives Ergebnis (EBIT exkl. OL)	1.818	2.351	2.549	2.676	2.749	2.832	2.908	2.999	3.082	3.155	3.216
Entwicklung		29,3%	8,4%	5,0%	2,7%	3,0%	2,7%	3,2%	2,8%	2,4%	2,0%
/ Umsatz	8,3%	10,4%	10,8%	10,9%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%	10,5%	10,4%	10,3%
Beteiligungsergebnis / Korrekturen "Wiederkehrende" Sondereffekte Aktienbasierte Kompensationen											
EBIT nach Sondereffekte	1.818	2.351	2.549	2.676	2.749	2.832	2.908	2.999	3.082	3.155	3.216
Entwicklung	27,7%	29,3%	8,4%	5,0%	2,7%	3,0%	2,7%	3,2%	2,8%	2,4%	2,0%
/ Umsatz	8,3%	10,4%	10,8%	10,9%	10,8%	10,7%	10,6%	10,5%	10,5%	10,4%	10,30%
Steuerzahlungen	-521	-293	-763	-801	-823	-848	-871	-898	-923	-945	-963
/ EBIT nach Sondereffekte	28,7%	12,5%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,94%
EBIT-T bereinigt	1.297	2.058	1.786	1.875	1.926	1.984	2.037	2.101	2.159	2.210	2.253
Entwicklung		58,7%	-13,2%	5,0%	2,7%	3,0%	2,7%	3,2%	2,8%	2,4%	2,0%
/ Umsatz	5,9%	9,1%	7,5%	7,6%	7,6%	7,5%	7,4%	7,4%	7,3%	7,3%	7,2%
Net Capex	10.724	-418	-403	-301	-356	-296	-391	-306	-229	-149	-154
Veränderung kurzfr. Nettoumlaufvermögen		-268	-291	-314	-332	-359	-378	-413	-432	-447	-458
Nettoinvestitionen	10.724	-686	-695	-615	-688	-654	-769	-719	-661	-596	-613
Reinvestitionsquote	-826,8%	33,4%	38,9%	32,8%	35,7%	33,0%	37,7%	34,2%	30,6%	27,0%	27,2%
Freier Cashflow vor Finanzierung	12.021	1.371	1.091	1.259	1.238	1.330	1.268	1.382	1.498	1.614	1.640

Bewertung	LTM	LTM + 1	LTM + 2	LTM + 3	LTM + 4	LTM + 5	LTM + 6	LTM + 7	LTM + 8	LTM + 9	LTM + 10
Barwerte Terminal Value	14.908	16.177	17.553	19.046	20.666	22.423	24.329	26.397	28.640	31.073	33.712
Barwerte der Planungsperioden	8.793	1.264	927	986	893	884	777	781	780	775	726
Unternehmenswert (cash & debt free)	23.701	24.344	25.325	26.219	27.211	28.195	29.323	30.433	31.521	32.585	33.712

IX. Wert des Eigenkapitals

a) Die Equity Bridge

*Vom Unternehmenswert
zum Wert der Aktien*

1. Herleitung der ewigen Rente

Umsatz LTM+11	32.078
EBIT nach Sondereffekte	3.305
EBIT-T adjusted	2.315
Nettoinvestitionen	-380
Ewige Rente	1.936
"g"	2,8%

Terminal Value in LTM+10:

= Ewige Rente (EUR 1.936 Mio.

/ (8,5% WACC – 2,8% „g“)

= EUR 33.712 Mio.

2. Verwendete Diskontierungsfaktoren (WACC)

WACC	LTM	LTM + 1	LTM + 2	LTM + 3	LTM + 4	LTM + 5	LTM + 6	LTM + 7	LTM + 8	LTM + 9	LTM + 10	residual
Regional angepasste Aktienmarktrendite	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Risikoloser Zins	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Unleverd Relatives Risiko gewichtet nach Indust	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	0,89	
Relevered Relatives Risiko vor Aufschlag	1,22	1,23	1,24	1,24	1,25	1,26	1,27	1,28	1,28	1,29	1,30	
Individueller Risikoaufschlag												
Bewertungsbeta	1,22	1,23	1,24	1,24	1,25	1,26	1,27	1,28	1,28	1,29	1,30	1,30
Aufschlag Länderrisiko												
Eigenkapitalkosten	10,9%	10,9%	11,0%	11,0%	11,1%	11,1%	11,2%	11,2%	11,3%	11,3%	11,4%	11,4%
Steuerquote	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%	29,9%
Fremdkapitalkosten vor Steuer	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Fremdkapitalkosten nach Steuer	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Eigenkapitalwert (Marktkapitalisierung)	22.141											
Fremdkapitalwert	11.978	8.666	9.139	9.590	10.086	10.588	11.155	11.727	12.300	12.875	13.485	
Fremkapitalwert / Eigenkapitalwert	54,1%	55,3%	56,5%	57,7%	58,9%	60,1%	61,4%	62,7%	64,0%	65,3%	66,7%	66,7%
Eigenkapitalwert / Gesamtwert	64,9%	64,4%	63,9%	63,4%	62,9%	62,4%	62,0%	61,5%	61,0%	60,5%	60,0%	60,0%
Fremdkapitalwert / Gesamtwert	35,1%	35,6%	36,1%	36,6%	37,1%	37,6%	38,0%	38,5%	39,0%	39,5%	40,0%	40,0%
Gewichtete Kapitalkosten (WACC)	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%

IX. Wert des Eigenkapitals

Vom Unternehmenswert zum Wert der Aktien

a) Die Equity Bridge

- Der erläuterte Entity-Ansatz basiert auf den (zukünftig möglichen Zahlungen) an die Kapitalgeber (eigen und fremd) und nutzt daher einen gewichteten Diskontierungsfaktor für Eigen- und Fremdkapital.
- Der Wert der Geschäftsanteile (Equity Value) ergibt sich beim Entity-Ansatz aus dem Wert des Unternehmens als wäre es schuldenfrei (Enterprise Value; „cash & debt free“) abzüglich der Nettoschulden.
- Insofern ist die Berechnung des Enterprise Value nur ein Zwischenschritt zur Bewertung der Aktien als Wert des Eigenkapitals (Equity Value). Sind die Geschäftsanteile z.B. einer GmbH (z.B. zur Kaufpreisfindung) das Ziel der Unternehmensbewertung, ändert sich an der Vorgehensweise grundsätzlich nichts.
- Liegt der Wert des schuldenfreien Unternehmens (Enterprise Value) durch Diskontierung der freien Cashflows vor Finanzierung inklusive des Terminal Value vor, sind nunmehr die Positionen zu definieren, die es zur Berechnung des Equity Value zu berücksichtigen gilt, insbesondere die Nettoschulden. Das YCV-Modell berücksichtigt folgende Positionen, in Summe die sogenannte „Equity Bridge“:

Enterprise Value (Unternehmenswert auf schuldenfreier Basis / „cash & debt free“)

zuzüglich	liquide Mittel (Liquidität und handelbare Wertpapiere)	<i>zusammen</i>
abzüglich	Marktwert der zinstragenden Verbindlichkeiten (Finanzverbindlichkeiten)	<i>„Net Debt“</i>
zuzüglich	Finanzforderungen sofern Finanzverbindlichkeiten aus Handelsaktivitäten Teil des Net Debt	
abzüglich	Anteile Minderheitsgesellschafter	
abzüglich	Langfristige passive Abgrenzungen wie z.B. erhaltene Anzahlungen / Sonstiges	
abzüglich	Ungedeckte Pensionsrückstellungen	
abzüglich	Einmalige nicht zinstragende Verbindlichkeiten wie z.B. verlorene Rechtsstreitigkeiten	
abzüglich	Wert Eigenkapitaloptionen (zu berechnen sofern relevant)	
zuzüglich	Wert von Beteiligungen (sofern nicht als Beteiligungserträge berücksichtigt)	
=	Equity Value (Wert des Eigenkapitals)	

a) Die Equity Bridge

Vom Unternehmenswert zum Wert der Aktien

1. DCF- Modell inklusive Equity Bridge

in Mio. EUR	LTM	LTM + 1	LTM + 2	LTM + 3	LTM + 4	LTM + 5	LTM + 6	LTM + 7	LTM + 8	LTM + 9	LTM + 10
Umsatz gesamt	21.833	22.691	23.654	24.627	25.489	26.454	27.370	28.448	29.456	30.383	31.219
Operatives Ergebnis (EBIT exkl. OL)	1.818	2.351	2.549	2.676	2.749	2.832	2.908	2.999	3.082	3.155	3.216
"Wiederkehrende" Sondereffekte											
Aktienbasierte Kompensationen											
EBIT nach Sondereffekte	1.818	2.351	2.549	2.676	2.749	2.832	2.908	2.999	3.082	3.155	3.216
Steuerzahlungen	-521	-293	-763	-801	-823	-848	-871	-898	-923	-945	-963
EBIT-T bereinigt	1.297	2.058	1.786	1.875	1.926	1.984	2.037	2.101	2.159	2.210	2.253
Nettoinvestitionen	10.724	-686	-695	-615	-688	-654	-769	-719	-661	-596	-613
Freier Cashflow vor Finanzierung	12.021	1.371	1.091	1.259	1.238	1.330	1.268	1.382	1.498	1.614	1.640

[illegible]

b) Nettoverbindlichkeiten

- Werden die liquiden Mittel von den zinstragenden Finanzverbindlichkeiten subtrahiert, ergeben sich die sogenannten Nettofinanzverbindlichkeiten, angelsächsisch „Net Debt“.
- Liegen die liquiden Mittel über den zinstragenden Finanzverbindlichkeiten, fällt „Net Debt“ negativ aus. Die Equity Bridge kann dem Enterprise Value sodann einen positiven Betrag addieren, völlig plausibel.
- Wie erläutert ist im Rahmen einer Unternehmensbewertung der Marktwert der Finanzverbindlichkeiten und nicht der Buchwert bedeutsam. Die Berechnungsmöglichkeit wurde erläutert.
- Gegenüber der Bewertung von börsennotierten Unternehmen werden insbesondere im M&A-Geschäft neben den unstreitigen zinstragenden Finanzverbindlichkeiten (nunmehr Buchwert) oftmals weitere Nettoverbindlichkeiten in der Equity Bridge berücksichtigt, am Ende immer eine Verhandlungssache.
- Im Grunde und bei M&A-Transaktionen häufig anzutreffen, können sämtliche Positionen der Aktiva, die nicht dem Anlagevermögen zuzuordnen sind und sämtliche Positionen der Passiva, die nicht dem Eigenkapital zuzuordnen sind, entweder als Teil des „Net Working Capital“ oder als Teil des „Net Debt“ berücksichtigt werden.
- Als Teil des NWC „atmen“ die Positionen in der Planung mit ihren jährlich unterstellten Veränderungen. Als Teil des Net Debt werden die Positionen einmalig in der Equity Bridge abgezogen.
- Ein prominentes Beispiel bilden z.B. Pensionsrückstellungen, die im Rahmen von M&A-Transaktionen in der Equity Bridge berücksichtigt werden, typischerweise jedoch nicht im Rahmen der Bewertung börsennotierter Unternehmen, es sei denn, solche Rückstellungen sind über- oder unterfinanziert. Es folgen Erläuterungen.

b) Nettoverbindlichkeiten

- Wenn es um die bewertungsrelevante Analyse von Bilanzen geht, fällt vielen Analysten der Umgang mit Pensionsrückstellungen schwer. Häufig entfällt auf Pensionsrückstellungen ein hoher Anteil an der Bilanzsumme und es stellt sich die Frage, ob diese Verbindlichkeiten als Finanzschulden einzuordnen sind.
- In Zeiten rückläufigen Zinsniveaus nehmen Diskussionen über den Umgang mit Pensionsrückstellungen zu, da sinkende Marktzinssätze einen Anstieg der Rückstellungen bedeuten.
- Zur Einordnung ist das Wesen dieser Bilanzposition zu verdeutlichen: Vielfach bieten Unternehmen ihren Arbeitnehmern neben Gehaltszahlungen einen Beitrag für die Altersvorsorge. So wird ein bestimmter Teil des Gehalts nicht als Lohn ausgeschüttet, sondern als Sparrücklage beiseite gelegt.
- Grundsätzlich gibt es zwei verschiedene Ausgestaltungen solcher Versorgungspläne. Es handelt sich entweder um beitragsorientierte Versorgungspläne oder um leistungsorientierte Pensionspläne.
- Beitragsorientierte Versorgungspläne (Defined-Contribution-Pläne / DC-Pläne):
Der Arbeitnehmer enthält neben seinem Gehalt (monatliche) Zahlungen, allerdings nicht auf sein eigenes, vielmehr auf ein externes Sparkonto. Meist kann der Arbeitnehmer selbst entscheiden, wie risikoreich seine Beiträge dort angelegt werden. Das Risiko der Wertentwicklung trägt der Arbeitnehmer. Auf die Bilanz des zu bewertenden Unternehmens hat diese Konstruktion keinen Einfluss.
- Leistungsorientierte Pensionspläne (Defined-Benefit-Pläne / DB-Pläne):
Die (monatlichen) Zusagen an den Arbeitnehmer verbleiben bei dieser Ausgestaltung beim Arbeitgeber. Nunmehr ist das Unternehmen für die Entwicklung verantwortlich. Die Pensionszusagen erhöhen sich über die Jahre der Betriebszugehörigkeit und kommen zum Renteneintrittsalter zur Auszahlung. Das Unternehmen hat die korrespondierenden Ansprüche als Rückstellung zu verbuchen.

b) Nettoverbindlichkeiten

- Die tatsächlichen Auszahlungen von solchen Pensionsansprüchen in der Zukunft sind abhängig von der Gehaltsentwicklung oder der Betriebszugehörigkeit der Mitarbeiter und sind versicherungsmathematisch unter Berücksichtigung insbesondere von Lohnentwicklung, Rentenentwicklung und Sterblichkeit zu berechnen.
- Schließlich werden prognostizierte Beträge auf den Bilanzierungstichtag (durch Aktuare) abgezinst und so wird die Bedeutung des Diskontierungszinses erkennbar.
- Typischerweise treffen Unternehmen Vorkehrungen für die zukünftigen Auszahlungen, meist durch den Aufbau eines für diese Pensionsverpflichtungen eigens eingerichteten Treuhandfonds (Planvermögen).
- Auf diese Weise wird Vermögen aufgebaut, um die Leistungen aus den Pensionsverpflichtungen bedienen zu können. Dieses Treuhandvermögen wird von beauftragten Dienstleistern verwaltet.
- In der Bilanz werden die Verpflichtungen aus Pensionen mit dem Treuhandvermögen verrechnet und netto ausgewiesen. Stehen z.B. Pensionsrückstellungen in Höhe von EUR 300 Mio. in der Bilanz, bedeutet dies nicht, dass die Schuld genauso hoch ist. Vielmehr könnte die Pensionsschuld auch EUR 400 Mio. € betragen, aber ein entsprechendes Treuhandvermögen in Höhe von EUR 100 Mio. entgegenstehen.
- Veränderungen von Pensionsrückstellungen, z.B. durch die Senkung des Zinssatzes werden ergebnisneutral direkt in das Eigenkapital gebucht und belasten damit nicht den Gewinn des Unternehmens. Jedoch haben Pensionsrückstellungen sehr wohl einen Einfluss auf die Gewinn- und Verlustrechnung, und zwar in Form des Dienstzeitaufwandes (Service Cost) und des Zinsanteils (Interest Cost).

b) Nettoverbindlichkeiten

- Bewertungstechnisch relevant ist die Duration der Pensionsrückstellungen.
Je kürzer die durchschnittliche Laufzeit, je eher besteht die Gefahr, dass die Auszahlungen die Einzahlungen übersteigen und die Liquidität in Summe belastet wird.
- Den Pensionsrückstellungen ist das jeweilige Planvermögen gegenüberzustellen. Durch die Einzahlungen des Unternehmens und die verzinste Anlage des Planvermögens in Rendite generierende Wertpapiere sollte das Vermögen über die Zeit zunehmen und eine entsprechende Deckung der Pensionsrückstellungen erzeugen.
- Die Einzahlungen in das Planvermögen sollten im Personalaufwand als Teil der operativen Personalkosten abgebildet sein und sind somit bereits Teil der aufbereiteten Zahlen.
- Zukünftige Auszahlungen, die nicht durch Planvermögen gedeckt sind, müssen im Rahmen einer Unternehmensbewertung berücksichtigt werden. Eine Vernachlässigung kann zu Fehleinschätzungen führen. Informationen hierzu sind in den Anhängen der Geschäftsberichte börsennotierter Unternehmen zu finden.

IX. Wert des Eigenkapitals

b) Nettoverbindlichkeiten

Zinstragende Verbindlichkeiten und Forderungen im Umlaufvermögen

- Die im YCV-Modell angelegte Equity Bridge enthält nach den klassischen Positionen „cash“ (liquide Mittel und handelbare Wertpapiere) sowie den Marktwert zinstragender Verbindlichkeiten (saldiert „Net Debt“), die Position „Finanzforderungen“.
- Diese recht eigenartige Begrifflichkeit soll den Charakter des Problems verdeutlichen, wenn börsennotierte Unternehmen beispielsweise Bankgeschäfte konsolidieren.
- Ein DCF-Modell nach dem Entity-Ansatz eignet sich ausdrücklich nicht zur Bewertung von Finanzinstituten, deren Anlage- und Umlaufvermögen i.W. aus Finanzvermögen besteht. Die Passivseite einer Bankbilanz enthält Unternehmensfinanzierungen und zusätzliche zinstragende operative Verbindlichkeiten wie etwa die Einlagen der Kunden.
- Demnach sind viele Fremdmittel mit ihrer Gegenposition auf der Aktivseite nicht als Finanzierung, vielmehr als „Einsatzmaterial“ zu betrachten. Eine Unterscheidung zwischen klassischem Fremdkapital und operativen Verbindlichkeiten ist nahezu unmöglich.
- Es kommt hinzu, dass Cashflows und Risiko bei Finanzinstituten durch regulatorische Vorschriften beeinflusst werden. Banken und Versicherungen sind daher mit Dividendenmodellen zu bewerten.
- Sofern Finanzverbindlichkeiten Teil des operativen Geschäftes sind, im Grunde „gehandelt“ werden, und Gegenpositionen auf der Aktivseite wie etwa Finanzforderungen oder Finanzpapiere erkennbar sind, die aber nicht Teil des klassischen „Net Debt“ geworden sind, werden solche Positionen in der Equity Bridge im YCV-Modell berücksichtigt.
- Beispiele sind Automobilunternehmen, die Bankgeschäfte bzw. Leasinggesellschaften im Konzernabschluss konsolidieren. Gleichwohl können diese Unternehmen per Entity-Ansatz bewertet werden.

IX. Wert des Eigenkapitals

b) Nettoverbindlichkeiten

*Weitere Positionen denkbar
sofern mit Nettoeffekt auf FCFF*

- Neben den bilanzierten Pensionsrückstellungen oder den Korrekturen für Finanzpositionen im Umlaufvermögen, können bei Bedarf weitere Positionen in der Equity Bridge berücksichtigt werden.
- Eine Suche nach solchen Positionen erscheint ratsam, wenn beispielsweise die in der Bilanz ausgewiesenen liquiden Mittel die Marktkapitalisierung überschreiten.
- Denkbare Aktivposten
 - Langfristige Finanzforderungen (LT Loans and Leases of Finance Division)
 - Langfristige Transaktionsforderungen (LT Accounts Receivables)
 - Langfristige Darlehensforderungen (LT Loans Receivables)
 - Langfristige latente Steuern (LT Deferred Taxes)
 - Langfristige Abrechnungsposten (LT Deferred Charges)
 - Sonstiges langfristiges Umlaufvermögen (Other Long-Term Assets)
 - Sonstige langfristige Aktiva (Other LT Assets)
- Passivseite
 - Langfristige sonst. Finanzverb. Handel (Finance Div. Other Non-Current Liabilities)
 - Langfristige Passive Rechnungsabgrenzungen (Unearned Revenue, Non-Current)
 - Langfristige latente Steuerverbindlichkeiten (Deferred Tax Liability, Non-Current)
 - Sonstige langfristige Verbindlichkeiten (Other Non-Current Liabilities)

c) Unternehmensbeteiligungen

- Börsennotierte Unternehmen sind Konzerne mit Tochtergesellschaften und Beteiligungen. Solche Tochtergesellschaften und Beteiligungen haben mitunter weitere Tochtergesellschaften und Beteiligungen.
- Insbesondere internationale Konzerne können komplexe gesellschaftsrechtliche Gebilde sein. Als klassisches Beispiel dient General Electric mit seinen vielen unterschiedlichen Geschäftsbereichen (Risikoprämie!) oder die Citibank mit Geschäftsberichten, die über 1.000 Seiten umfassen.
- Es gibt eine Unmenge an Fachliteratur über einen Vergleich von Bilanzierungsregeln für Beteiligungen in den jeweiligen Rechnungslegungsstandards mit Rückschlüssen für Unternehmensbewertungen.
- Komplexe Strukturen mögen einschüchtern. Beim vorgestellten DCF-Ansatz stehen jedoch die zukünftigen Cashflows im Vordergrund, komplexe Konzernbilanzen dürfen von daher nicht erschrecken.
- Durchaus gerechtfertigt kann es sein, besonders komplexe und undurchschaubare Unternehmen mit einem Risikoaufschlag im Diskontierungsfaktor (z.B. Erhöhung Beta) zu „bestrafen“.
- Besondere Komplexität: Große Unternehmensakquisitionen, viele unterschiedliche Geschäftssegmente oder Geschäftsmodelle, hohe einmalige oder wenig spezifizierte Erträge oder Aufwendungen, kaum spezifizierte Vermögensgegenstände oder Verbindlichkeiten, extrem volatiles Umlaufvermögen, „off-Balance-Sheet“-Positionen, kein Rating und wenige Analystenberichte, unzumutbar lange Geschäftsberichte (z.B. AIG, Pfizer, Exxon Mobile). Intransparente Unternehmen straft der Kapitalmarkt ab.
- Für die in dieser Unterlage beschriebene Vorgehensweise gibt es nur wenige Grundregeln, die zur Beurteilung von Unternehmensbeteiligungen zu beachten sind und nachfolgend kurz erläutert werden.

c) Unternehmensbeteiligungen

Unternehmensbeteiligungen können in vier Kategorien eingeteilt werden.

1. 100%ige Tochtergesellschaften („Full subsidiaries“)
Die Finanzdaten solcher Tochtergesellschaften sind zu 100% in den Finanzdaten des zu bewertenden Konzerns enthalten. Im Rahmen der vorgestellten Vorgehensweise besteht kein Handlungsbedarf.
2. Konsolidierte Mehrheitsbeteiligungen („Majority Holdings“)
Die Finanzdaten solcher Beteiligungen sind ebenfalls zu 100% im Konzernabschluss des zu bewertenden Konzerns integriert und damit in der Herleitung freier Cashflows enthalten. Der Teil, der sich im Eigentum Dritter befindet (z.B. 20%), wird auf der Passivseite der Bilanz ausgewiesen (Minoritäten bzw. „Minority Interests“). Das YCV-Modell sieht in der Equity Bridge eine Position vor, die diesen Buchwert vom Enterprise Value abzieht. Wer es genauer mag, könnte einen Marktwert abziehen, ohne separate Bewertung der Beteiligungsgesellschaft z.B. mit Hilfe einer „price to book ratio“ des Sektors.
3. Passive Minderheitsbeteiligungen („Minority Passive Holdings“)
Die Finanzdaten solcher Beteiligungen werden nicht konsolidiert, insofern gibt es auch keinen korrespondierenden Ausgleich auf der Passivseite. Ergebnisbeiträge aus solchen Beteiligungen sind in der GuV eines Konzerns enthalten, typischerweise jedoch unterhalb des operativen Ergebnisses (nicht im EBIT enthalten). Die Ausführungen unter IX. e) erläutern, wie damit bewertungstechnisch umzugehen ist.
4. Aktive Minderheitsbeteiligungen („Minority Active Holdings“)
Der bilanzielle Umgang hängt von den Vorschriften der jeweiligen Rechnungslegung ab, meist sind solche Beteiligungen trotz ggf. geringer Beteiligungshöhe in den Finanzdaten konsolidiert. Bewertungstechnisch können solche Beteiligungen wie konsolidierte Mehrheitsbeteiligungen behandelt werden.

IX. Wert des Eigenkapitals

d) Minderheitsanteile

Minderheitsanteile konsolidierter Beteiligungen abziehen

- Bewertungsgegenstand sind die Aktien der Konzernmutter.
Als Basis dienen die konsolidierten Finanzdaten des Konzerns, nicht der Einzelabschluss der Konzernmutter.
- Tochtergesellschaften (und deren Tochtergesellschaften), die zu 100% im Eigentum des zu bewertenden Konzerns gehören, sind im Konzernabschluss enthalten (konsolidiert).
Aus bewertungstechnischer Sicht besteht kein Handlungsbedarf, die Daten sind Teil der Aufbereitung.
- Mehrheitsbeteiligungen sind ebenfalls im Konzernabschluss enthalten und somit Teil der Bewertung.
Gleiches kann für Minderheitsbeteiligungen gelten, bei denen der Konzern die Kontrolle ausüben kann.
- Bei voll konsolidierten Unternehmen, die jedoch nicht zu 100% im Eigentum des Bewertungsgegenstandes liegen, ist in der Bilanz auf Minderheitsanteile im Eigentum Dritter („Minority Interests“) zu achten.
- Der Wert dieser Minderheitsanteile ist am Ende der Unternehmensbewertung gegenzurechnen.
Bei der Vorgehensweise wird daher zunächst eine Beteiligung von 100% aller voll konsolidierten Beteiligungen unterstellt, um am Ende den fehlenden Wert im Eigentum Dritter zu subtrahieren.
- Selbstverständlich wäre eine DCF-Bewertung sämtlicher Beteiligungen konsequent und - in der Tat - ergibt sich der Wert einer Beteiligungsholding aus der Summe von Einzelbewertungen.
- Ein oft zitiertes Beispiel ist Yahoo. Der Wert der Aktie ist nahezu ausschließlich von einer ausländischen Tochtergesellschaft getrieben, die wiederum eine wertvolle Beteiligung an Alibaba hält.
- Eine DCF-Bewertung einer Beteiligung sollte nur erfolgen, wenn der Wert der Anteile entsprechend hoch ist und die für eine Bewertung notwendigen Finanzdaten vorliegen. Letzteres ist das Problem z.B. börsennotierter Beteiligungsholdings. Das YCV-Modell zieht den Buchwert der Minderheitsanteile ab.

IX. Wert des Eigenkapitals

e) Nicht konsolidierte Beteiligungen

Berücksichtigung von Ausschüttungen nicht konsolidierter Beteiligungen

- Im Anhang der Jahresberichte börsennotierter Unternehmen sind die Beteiligungen erkennbar. Minderheitsbeteiligungen (z.B. in Höhe von 10%) werden nicht konsolidiert. Die Umsätze, Aufwendungen, Investitionen, etc. dieser Unternehmen sind damit nicht Teil der für die Bewertung aufbereiteten Finanzdaten.
- Im Grunde müsste für jede einzelne Unternehmensbeteiligung eine separate Unternehmensbewertung vorgenommen werden, um die anteiligen Marktwerte und nicht Buchwerte zu berücksichtigen.
- Vorgenanntes erfolgt im Rahmen der Bewertung von börsennotierten Aktien selten, da die Mühe i.d.R. nicht lohnt. Eher anzutreffen ist dies im M&A- Geschäft, wenn die Summe der Einzelteile (nach Meinung eines Käufers) den Preis für das gesamte Unternehmen übersteigt und eine Zerlegung profitabel erscheint.
- Grundsätzlich kann der Wert von Beteiligungen berücksichtigt werden, indem Beteiligungserträge (Ausschüttungen der Beteiligungen) im Cashflow Berücksichtigung finden. Sofern nachhaltig, können Beteiligungserträge für die Zukunft fortgeschrieben und gar Teil der ewigen Rente werden. Die Erträge müssen allerdings liquiditätswirksam sein.
- Da es sich um eine Diskontierung von zukünftigen Ausschüttungen handelt, wäre für diesen Teil der Einsatz der Eigenkapitalkosten des Beteiligungsunternehmens als Diskontierungsfaktor konsequent.
- Bei all den technisch korrekten Überlegungen ist in der Praxis allerdings Augenmaß geboten. Es gilt zu klären, ob der Arbeitsaufwand lohnt und welchen Einfluss solche Detailarbeiten haben.
- Der Wert kleiner Beteiligungen, die keine Ausschüttungen vornehmen, kann meist ignoriert werden. Ein Aktiendepot mit liquiden Aktien ist hingegen Teil der liquiden Mittel.

f) Eigenkapitaloptionen

ggf. berechnen

- Teil der Kompensation für Vorstand und Angestellte können Aktien am Unternehmen sein. Es stellt sich die Frage, wie im DCF-Modell damit umzugehen ist.
- Die Durchführungswege für solche Kompensationen sind unterschiedlich. Es kann sich um feste Zusagen handeln oder um ergebnisabhängige Zusagen. Es können bestehende, eigene Aktien (vom Unternehmen selbst gehalten) oder von der Hauptversammlung genehmigtes Kapital oder reine Optionen auf Aktien zum Einsatz kommen.
- Während Aktienoptionen üblicherweise langfristig angelegt sind, werden bestehende Aktien eher kurzfristig, meist zu einem attraktiven Kurs angeboten, ggf. verbunden mit der Auflage, dass Manager diese über einen bestimmten Zeitraum nicht verkaufen dürfen.
- Der Umgang mit zur Kompensation fest zugesagten Aktien („restricted stock“) ist relativ simpel. Sofern diese Teil der Aktienanzahl sind („shares outstanding“), die für die Berechnung des Wertes pro Aktie herangezogen werden, besteht aus bewertungstechnischer Sicht kein Handlungsbedarf.
- Aktienoptionen, mithin das Recht, Aktien zu einem bestimmten Preis in der Zukunft kaufen zu dürfen, haben hingegen einen Wert. Der Wert solcher Aktienoptionen geht zu Lasten der Aktionäre und ist somit in der Equity Bridge zu berücksichtigen. Die notwendigen Angaben können den Berichten der Unternehmen entnommen werden.
- Sofern Eigenkapitaloptionen eine Rolle spielen, berechnet das YCV-Modell in einem separaten Tabellenblatt einen sog. „Lost Value“ unter Berücksichtigung der Anzahl der Optionen und dem sogenannten „Strike Price“ im Vergleich zum aktuellen Börsenkurs („In-the-Money Options“).