

Methoden der Bewertung von Jungunternehmen und KMU

Alle Bewertungsverfahren basieren auf der vorherigen Analyse des Business-Plans der zu bewertenden Unternehmung, der Unternehmung selbst, des Marktes und der Branche. Dieser Prozess wird in Fachkreisen Due Diligence genannt. Die folgende Tabelle zeigt die Bewertungsmethoden auf:

Bewertungsmethode	Details
Substanzwertmethode	Mit dem Substanzwert werden alle Aktiven der Unternehmung zu Wiederbeschaffungskosten bewertet. Dazu gehören auch immaterielle Werte.
Ertragswertmethoden Gewinnkapitalisierung Discounted Cash Flow (DCF)	Kapitalisierung des Jahresgewinnes. Für Start-ups durch Diskontierung und Addition der zukünftigen Gewinne. Die in der Zukunft anfallenden freien Cash Flows werden ermittelt, auf den Bewertungstag diskontiert und zusammengezählt. Für Cash Flows, die nach der Planungsperiode anfallen, wird ein Endwert als ewige Rente berechnet und ebenfalls abdiskontiert.
Marktwertmethoden Vergleichbare Unternehmen und Transaktionen	Ähnliche Unternehmen resp. Transaktionen werden analysiert und auf das zu bewertende Unternehmen übertragen.
Weitere Methoden Mittelwert-Methode (Praktikermethode) Venture Capital-Methode Multiples	Substanzwert + Ertragswert / 2 resp. Substanzwert + 2 x Ertragswert / 3 Kombination von Marktwert und Ertragswert Faktor mal Umsatz oder EBIT (Earnings before Interest and Taxes)

Geeignete Methoden für Jungunternehmen

In Bezug auf die Bewertung von Jungunternehmen ist die Substanzwertmethode nicht angebracht, da in vielen Fällen noch gar keine Substanz im eigentlichen Sinne vorhanden ist. Vor diesem Hintergrund wird auch die Mittelwert-Methode hinfällig.

Die Methode der Gewinnkapitalisierung ist für neu gegründete Unternehmen ebenfalls kaum geeignet, das Wertsteigerungspotenzial aufzeigen zu können, da noch keine Jahresgewinne vorhanden sind, auf die man zurückgreifen kann.

Folgende Methoden sind für Jungunternehmen eher geeignet und werden deshalb detaillierter erläutert:

a) Discounted Cash Flow-Methode

Bei dieser Methode geht man davon aus, dass der Wert der Unternehmung dem entsprechen sollte, was sie in Zukunft an Erträgen erwirtschaften kann. Damit hängt der Wert eines Unternehmens einzig von den zukünftigen und nicht von den aktuellen Zahlungen ab. Um dem Zeitwert des Geldes und des Risikos Rechnung zu tragen, werden die zukünftigen Zahlungen auf den heutigen Wert abdiskontiert. Der Wert der Unternehmung besteht demnach aus dem Barwert der zukünftigen Zahlungen.

Als Zahlungsströme wählt man bei Start-ups vorzugsweise die freien Cash Flows, weil diese jenem Betrag entsprechen, der allen Kapitalgebern zur freien Verfügung steht, ihre Ansprüche zu befriedigen. Da Venture Capital-Projekte nur durch Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Instrumente finanziert werden, werden bei den freien Cash Flows der Wert des Fremdkapitals vom gesamten Unternehmenswert subtrahiert. Typischerweise werden die zukünftigen Zahlungsüberschüsse in zwei Phasen unterteilt: die erste Phase umfasst ca. 3-10 Jahre und ist in der Regel im Businessplan budgetiert. Die zweite Phase betrifft die Zeit danach. Hier wird der Residualwert im Zeitpunkt (n) als Barwert einer ewigen Rente angenommen und auf den Bewertungsstichtag umgerechnet. Alternativ kann über eine Wachstumsrate (g) ein stetiger Anstieg des freien Cash Flows einkalkuliert werden. Beim Entity Approach (Wert des Unternehmens auf der Stufe Gesamtkapital) erfolgt die Diskontierung mit dem Weighted Average Cost of Capital (WACC), d.h. dem gewichteten durchschnittlichen Kostensatz des Gesamtkapitals. Beim Equity Approach (Wert des Unternehmens auf Stufe Eigenkapital) beruht die Kapitalisierung auf der geforderten Verzinsung des Eigenkapitals. Der Diskontierungssatz, mit welchem die zukünftigen freien Cash Flows auf einen Stichtag abdiskontiert werden, entspricht den Opportunitätskosten des Eigenkapitals. In der Praxis wird dieser häufig auf Basis des Kapitalmarktmodells (CAPM; Capital Asset Pricing Model) ermittelt. Bei Jungunternehmen ist der Diskontierungssatz aufgrund des hohen Risikos sehr hoch. Im Vergleich zu börsenkotierten Unternehmungen wird ein Risikozuschlag von 30% bis 60% vorgenommen. Mit fortschreitender Entwicklung des Unternehmens nimmt dieser Zuschlag ab, weil dann das Risiko sinkt.

Formel (Annahme: reine Eigenkapitalfinanzierung):

$$\begin{aligned}
 UW_0 &= \sum_{t=1}^n \frac{\text{zukünftiger Free-Cash-Flow}_t}{(1 + \text{Kapitalkosten})^t} \\
 &+ \frac{\text{zukünftiger ewiger Free-Cash-Flow}_{n+1}}{\text{Kapitalkosten} \times (1 + \text{Kapitalkosten})^n} \\
 &= \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{r \times (1+r)^n}
 \end{aligned}$$

Rechnungsbeispiel für die Discounted Cash Flow Methode:

Abbildung 4
Beispiel zum Discounted-Cash-Flow-Ansatz

(Entity Approach; gerundete Zahlen)

	Jahr 0	Detailplanung			Grobplanung			Ewige Rente
		Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	Jahr 6	Jahr 7 ff.
Betriebsgewinne Ebit		48	36	44	52	64	68	60
- Steuern (25%)		12	9	11	13	16	17	15
+ Abschreibungen		38	46	34	45	50	55	50
Operative Cash-Flows		74	73	67	84	98	106	95
- Investitionen im UV		9	7	16	10	12	14	10
- Investitionen im AV		38	32	75	50	45	40	40
Free-Cash-Flows		27	34	-24	25	41	52	45
Wert ewige Rente (Ende Jahr 6)								450
Diskontierte Free-Cash-Flows ¹		25	28	-18	16	25	29	254
Barwert der zukünftigen Free-Cash-Flows	360	←						
Unternehmenswert brutto	360	Kapitalkostensatz = 10%						
- Fremdkapital	150							
Unternehmenswert netto	210							

¹ Der Kapitalkostensatz entspricht dem gewichteten Durchschnitt aus der geforderten Eigen- und Fremdkapitalverzinsung unter Berücksichtigung der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdkapitalzinsen.

Quelle: www.treuhaender.ch

Legende:

UV = Umlaufvermögen

AV = Anlagevermögen

t = Zeit in Jahren

r = Kapitalkosten in %

g = Wachstumsrate in %

Obige Formel entspricht einer Bewertung mit schwankenden Zahlungsströmen und einem begrenzten Prognosehorizont.

Wird von einem konstanten Wachstum ausgegangen, muss die Wachstumsrate (g) in die Berechnung der ewigen Rente miteinbezogen werden. Im Nenner steht dann statt dem Ausdruck $r \times (1+r)^n$ der Ausdruck $(r-g) \times (1+r)^n$. Für Start-ups ist die Annahme eines konstanten Wachstums allerdings nicht sinnvoll, da Jungunternehmen in der ersten Phase meist exponentiell wachsen und erst im Laufe der Zeit zu einem konstanten Mass übergehen.

b) Marktwertmethoden

Bei dieser Methode werden erzielte Marktwerte zur Bewertung herangezogen. Dabei wird zwischen zwei Vorgehensweisen unterschieden. Bei der einen wird untersucht, ob das zu bewertende oder ein vergleichbares Objekt (Target) in der Vergangenheit in eine Transaktion involviert war. Damit erhält man einen Anhaltspunkt über die Zahlungsbereitschaft des Marktes. Bei der zweiten Vorgehensweise greift man auf aktuelle Börsenwerte von verschiedenen Vergleichsunternehmen (Comparables) zurück.

Entscheidend für ein zuverlässiges Ergebnis ist, dass sich bestimmte Eigenschaften des Targets und der Comparables wie Risiko, Wachstumsrate, Kapitalstruktur, sowie Grösse und zeitliches Auftreten der Cash Flows möglichst entsprechen. Hat man ein geeignetes Vergleichsobjekt gefunden, kann man mit Hilfe der Kennzahlen Vergleiche herstellen. Als Kennzahlen eignen sich die Kurs-Gewinn-Verhältnisse (P/E) (EBIT) oder das Preis-Umsatz-Verhältnis (P/S).

Bei Seed- und Start-up Unternehmungen sollte die Price-Earning-Methode nicht unbedingt angewandt werden, da der Zeithorizont bis zu einem IPO (Initial Public Offering, Börsengang) zu gross sind, so dass die Annahmen zu hypothetisch werden. In der Wachstumsphase macht es am meisten Sinn, die Marktvergleichsmethode anzuwenden, da solche Firmen zeitlich am nächsten bei einem börsenkotierten Unternehmen liegen.

c) Venture Capital-Methode

Diese Methode setzt beim Exit-Preis der Unternehmung (Verkaufspreis nach n Jahren) und der erwarteten Verzinsung des Investors an.

$$\text{Unternehmenswert (post-money)} = \text{Exit-Preis in } n \text{ Jahren} / (1 + \text{Kapitalkosten})^n$$

Abgeleitete, vereinfachte Alternative:

$$\text{Unternehmenswert} = \text{Exit-Preis in } n \text{ Jahren} / \text{Multiple}$$

Der Multiple basiert normalerweise auf den erwarteten Renditevorstellungen der Investoren. Ein Projekt sollte das Potential aufweisen, andere Projekte kompensieren zu können.

Wurde nun der Unternehmenswert bestimmt, entspricht dieser dem Post-money-Wert, das heisst die Investitionssumme ist bereits enthalten.

Pre-money-Unternehmenswert = Post-money-Unternehmenswert – Investitionssumme
--

Die Venture Capital Methode ist zwar nicht besonders präzise, ist aber besonders bei mehreren Finanzierungsrunden sinnvoll.

Vor- und Nachteile der verschiedenen Methoden

Methode	Vorteile	Nachteile
Discounted Cash Flow-Methode	Gute theoretische Grundlage Berücksichtigt grössere Veränderungen, sowie deren zeitlichen Verlauf und damit verbundene Unsicherheiten	Schwierige Bestimmung der Diskontierungsrate Grosse Sensitivität gegenüber Fortführungswert und Wachstumsrate (g) Kann kompliziert werden Eindruck falscher Genauigkeit
Marktwertmethode	Auf Marktpreisen basierend Einfach zu verstehen und häufig verwendet	Gute Vergleichsobjekte schwierig zu finden Bei ungenügender Übereinstimmung Anpassungen notwendig Branchenüberbewertung möglich
Venture Capital-Methode	Einfach zu verstehen und häufig verwendet Gut bei mehreren Finanzierungsrunden	Basiert auf anderen Methoden für Exit-Preis Starke Vereinfachung

Wahl der Methode

Auf die Frage nach der richtigen Methode gibt es keine allgemeine Antwort. Die Auswahl der Methode hängt von diversen Faktoren ab, wie z. Bsp. Alter und Stadium der Unternehmung im Lebenszyklus (Seed, Start-up, First Stage, Expansion Stage, IPO):

- Jungunternehmen in der Seed- und Start-up Phase lassen sich am besten mit der DCF-Methode und der Venture Capital-Methode bewerten.
- Eine schon bestehende Unternehmung kann am besten mit der Mittelwertmethode resp. mit der Marktwertmethode (vergleichbare Unternehmen/Transaktionen) bewertet werden.

Eine Hauptmethode in beiden Phasen (Jungunternehmen und etablierte Unternehmen) gibt es nicht. Es empfiehlt sich, mehrere Methoden anzuwenden und grössere Abweichungen in den Ergebnissen zu analysieren.