



Digitalisierung und Unternehmensbewertung

Neue Objekte, Prozesse, Parametergewinnung

Wolfgang Ballwieser und Dirk Hachmeister (Hg.) | Schäffer-Poeschel © 2019

Die Beiträge dieses Sammelbands behandeln detailliert viele Aspekte der Unternehmensbewertung. Das liegt in der Natur der Sache, denn darum geht es ja in der Praxis der Unternehmensbewertung: um eine Rundumsicht auf eine Vielzahl an Parametern. Dass diese heute vermehrt in digitaler Form auftreten, ist die grundlegende Tatsache, die im Zentrum dieses Buches steht. Die Fachautoren stellen hilfreiche neue Instrumente vor, benennen aber auch deren Grenzen. Unternehmensbewerter werden nach der Lektüre nicht mehr glauben, dass die Digitalisierung an ihrer Branche spurlos vorübergehen wird.

Take-aways

- Die Digitalisierung stellt die Unternehmensbewertung vor neue Herausforderungen.
- Bei der Bewertung digitaler Geschäftsmodelle betreten Investoren Neuland.
- Für die Bewertung von Apps ist das Discounted-Cashflow-Verfahren am besten geeignet.
- Die Bewertung von Start-ups unterliegt stark der Marktlogik im Venture-Capital-Markt sowie dem Exit-Gedanken der Investoren.
- Stochastische Simulationen liefern Anhaltspunkte für künftige Wertentwicklungen.
- Künftig werden Data Scientists in der Unternehmensbewertung eine wichtige Rolle spielen.
- Automatisierte Textauswertung kann ein Hilfsmittel bei der Unternehmensbewertung sein.
- Das Geschäftsmodell des Journalismus wird sich entweder digital weiterentwickeln – oder untergehen.

Zusammenfassung

Die Digitalisierung stellt die Unternehmensbewertung vor neue Herausforderungen.

Lange galt es als unwahrscheinlich, dass sich die Abläufe der Unternehmensbewertung ändern, nur weil digitale Daten anstelle analoger Daten zum Einsatz kommen. Diese Sichtweise ist überholt. Digitale Geschäftsmodelle verändern die Wertrechnung für neue ebenso wie für traditionelle Branchen. Ein weiterer Trend sind neue digitale Bewertungsinstrumente.

„Nicht alles quantitativ Erhobene ist qualitativ wertvoll.“

Das Wissen von Unternehmensbewertern behält auch in der Digitalisierung seine Bedeutung. Zukunftserwartungen bleiben subjektiv. Eine vollständige Automatisierung der Unternehmensbewertung ist daher unwahrscheinlich. Bewertern steht zwar eine Fülle digitaler Daten zur Verfügung, um genauere Schätzungen und Urteile zu treffen. Aber nicht die Menge der Daten ist entscheidend: Ohne Qualitätskontrolle entscheiden Algorithmen ebenso voreingenommen wie Menschen. Auch wenn Unternehmensbewerter die Rolle der Digitalisierung anerkennen, ändern sie ihre Kalküle nicht. Dennoch sind noch viele Fragen ungeklärt, etwa die nach Vergleichsgruppen oder Peers im Zeitalter der Unicorns. Peers werden im Capital-Asset-Pricing-Modell benötigt, einem Standardwerkzeug der Unternehmensbewertung. Sie fehlen aber gerade für Unternehmen, die mit ihren digitalen Geschäftsmodellen eher Vorreiter und Unikate als Vergleichsobjekte sind. Risikoanalysen sind entsprechend zweifelhaft.

Bei der Bewertung digitaler Geschäftsmodelle betreten Investoren Neuland.

Mit der Plattformökonomie sind Bewertungsobjekte aufgetaucht, wie es sie vorher nicht gab. Unternehmen wie Uber, Airbnb oder Facebook besitzen kaum materielle Vermögenswerte, also Sachanlagevermögen. Ihr Kapital steckt in immateriellen Werten oder Intangible Assets. Während sie diese Werte anhäufen, erzielen sie nach herkömmlichen Bewertungsmethoden wie dem Discounted-Cashflow-Verfahren (DCF) lange Zeit nichts als Verluste. Ihre hohe Bewertung an der Börse entspringt Zukunftserwartungen. Der Beziehungsaufbau des Plattformunternehmens zu den Nutzern, genauer der Cashflow je Nutzer, ist die Basis für künftige Ausschüttungen. Optimal ist eine hohe Nutzerprofitabilität bei geringen Akquisitionskosten. Kommen die Anfangsverluste von der Akquise, spricht das eher für einen Wachstumspfad, als wenn sie aus hohen Kosten der Dienstleistung kommen. Bei Abodiensten lassen sich zuverlässigere Einnahmeprognosen erstellen als bei werbebasierten Modellen.

Auch der Wert traditioneller Unternehmen wird durch digitale Trends verändert – sei es durch neuartige Wertschöpfungsketten, dadurch, dass Kundendaten immer wichtiger werden oder durch Wachstumschancen per Start-up-Akquise.

Für die Bewertung von Apps ist das Discounted-Cashflow-Verfahren am besten geeignet.

Apps, die viele Nutzer haben, sind wertvoll. Spotify und WhatsApp sind als milliardenschwer bewertet worden. Die relevanten Kennzahlen von Apps erfassen Sie anhand einiger Leistungskennzahlen. Dazu gehören DAU und MAU, also Daily und Monthly Active Users sowie der Durchschnittserlös pro Nutzer, genannt ARPU, also Average Revenue per User. Apps sind ähnlich schwer zu bewerten wie Start-ups: Unerprobte Technologien, kapitalintensive Entwicklung, komplizierte Eignerstrukturen und fehlende Vergangenheitswerte bedeuten hohe Risiken. Ihnen steht ein möglicher Lifetime Value, kurz LTV, gegenüber, also der Wert der Nutzerbasis. Dieser wird aber in einem sehr vereinfachten Verfahren berechnet und kommt darum als Bewertungsmethode nicht infrage.

In der frühen Gründungsphase eines Unternehmens bevorzugen Wagniskapitalgeber die Venture-Capital-Methode, kurz VC-Methode, und in der Wachstumsphase das kapitalwertbasierte DCF-Verfahren. Die VC-Methode verbindet Teile der DCF-Methode mit Multiplikatoren wie der Nutzerzahl. Das ist relativ einfach, aber nicht wissenschaftlich fundiert. Auch weil die DCF-Methode anpassungsfähiger ist als häufig behauptet, ist sie das Mittel der Wahl. Kombiniert mit Szenarioanalysen kann sie die Unsicherheiten des App-Markts besser berücksichtigen als andere Methoden.

„Bei der Auswahl der angemessenen Bewertungsmethode ist festzuhalten, dass kapitalwertorientierte Verfahren wie die DCF-Methode ein methodisch fundiertes Konzept für die Bewertung von Apps bieten.“

Im dynamischen App-Umfeld können Bewerter zwar nicht im Voraus feststellen, ob ihre Planungsrechnung richtig ist. Aber sie können herausfinden, ob ihre Annahmen plausibel sind. Nutzen Sie dafür internes und externes Benchmarking. Bei der internen Variante blicken Sie nach vorn, weil Vergangenheitswerte rasch irrelevant werden. Achten Sie darauf, ob Ihre aktuellen Planungswerte über- oder unterschritten werden. Fürs externe Benchmarking fehlen oft Vergleichsdaten und -gruppen. Stützen Sie sich lieber auf Gespräche mit dem Management, um Aussagen über den relevanten Wettbewerb zu erhalten.

Die Bewertung von Start-ups unterliegt stark der Marktlogik im Venture-Capital-Markt sowie dem Exit-Gedanken der Investoren.

Welcher Wert Start-ups zugeschrieben wird, hängt zum einen von der Erfahrung ab, die die Bewerter mitbringen. Zum anderen hängt er aber auch von der Marktlogik im Venture-Capital-Sektor ab. Dazu gehört etwa das Angebot an Wagniskapital und Bedingungen wie Mindestquoten, die Investoren für sich erwarten. Diese Umstände beschränken die übliche Bewertung junger Unternehmen in Deutschland bei der ersten Finanzierungsrunde auf etwa 1,7 bis 10 Millionen

Euro. Außerdem spielt der mögliche spätere Verkauf der Investorenanteile, also der Exit-Gedanke, eine wichtige Rolle für die Bewertung. Neben den Anteilen des Investors zählen Cashflow-Sonderrechte wie Liquidationspräferenzen zu seinen Erlösquellen. Das bedeutet beispielsweise, dass der zuletzt hinzugekommene Investor Vorrechte gegenüber den anderen erhält. Deren Bewertung hängt jedoch stark davon ab, welche Entwicklung der Firma sie erwarten. Die lässt sich nur über Szenarien abbilden, was sehr komplex ist. Für die Kalkulation der Kapitalrückflüsse kommt neben der VC-Methode eine modifizierte Variante zum Einsatz, die First-Chicago-Methode, die Szenarien wie den Best oder Worst Case miteinbezieht. Bei diesen Berechnungen kann spezielle Software helfen.

Ein weiterer Faktor ist zu beachten: Nach der Finanzkrise sind die Dokumentationspflichten auch für Wagniskapitalfonds verschärft worden. Es reicht nicht, in Bewertungsgutachten auf die Erfahrungswerte befragter Akteure zu verweisen oder Überschlagsrechnungen anzustellen. Annahmen und Schätzungen sind zu notieren und zu begründen, um den Ansprüchen der Jahresabschlussprüfer zu genügen. Alternativ ist ein Rückgriff auf klassische Bewertungsmethoden möglich, auch wenn fraglich ist, wie aussagekräftig diese für Start-ups sind.

Stochastische Simulationen liefern Anhaltspunkte für künftige Wertentwicklungen.

Eine mögliche Antwort auf Probleme beim Bewerten digitaler Geschäftsprozesse sind Simulationen. Stochastische Simulationen – auch Monte-Carlo-Simulationen genannt – untersuchen besonders viele Parameter auf Zusammenhänge. In der Unternehmensbewertung kommen sie selten zum Einsatz. Dabei mangelt es nicht an Rechenleistung, sondern es fehlt ein Standardverfahren. Richtig eingesetzt, erhöhen Simulationen die Plausibilität der Unternehmensplanung. Sie analysieren unternehmensspezifische Risiken und ermitteln Bandbreiten von Werten, die sonst intransparent bleiben.

„Eine Monte-Carlo-Simulation liefert wertvolle Einblicke in die wertmäßige Ausprägung und insbesondere auch in die Risikobehaftung der Werttreiber des Geschäftsmodells.“

Die Grundlage der Simulation ist ein Unternehmensmodell, das Variablen und Konstanten enthält. Konstanten werden etwa durch Kapazitätsgrenzen oder Strategieentscheidungen des Managements gesetzt. Als Variablen kommen mögliche Werttreiber infrage, etwa eine höhere Nutzerzahl oder Akquiseanstrengungen. Die Berechnungen ergeben dann prognostizierte Barwerte von Zahlungsüberschüssen. Deren Verteilung ergibt zwar keinen eindeutigen Marktwert, liefert aber hilfreiche Anhaltspunkte für die Unternehmensbewertung. Simulationen ermöglichen nicht nur einen Blick auf die Ertragsseite. Mit ihnen lassen sich auch Aussagen zur Wahrscheinlichkeit von Risiken treffen. Eine strategische Wertbeitragsanalyse zeigt, welche digitalen Treiber ein Geschäftsmodell beeinflussen.

Künftig werden Data Scientists in der Unternehmensbewertung eine wichtige Rolle spielen.

Die Daten, die in digitale Bewertungsmodelle einfließen und ausgegeben werden, sind äußerst vielfältig. Ohne Komplexitätsreduktion ist es unmöglich, sich auf das Wesentliche zu konzentrieren. Dabei eine Auswahl zu treffen, ist eine Kunst, die am ehesten sogenannte Data Scientists in die Branche einführen werden. Sie verstehen, wie Daten gewonnen und verarbeitet werden. Der Bedarf danach, Daten zu komprimieren, also die Komplexität von Unternehmensparametern für eine Bewertung zu reduzieren, besteht heute stärker als zuvor. Wer aus diesem Fundus zu schöpfen weiß, etwa durch Big-Data-Analysen oder Predictive Analytics, wird von automatisierten Prognosen profitieren.

„Die Aufnahmefähigkeit der Adressaten von Präsentationen oder Berichten dürfte mit den Möglichkeiten der Datenaufbereitung nicht Schritt halten.“

Digitale Werkzeuge wie der SAP Digital Boardroom sind hilfreich für die firmeninterne Unternehmensplanung und -bewertung. Solche Werkzeuge setzen hohe Investitionen in die Dateninfrastruktur voraus. Die standardisierte Datenverarbeitung entlastet die Bewerter von Routineprozessen, wie dem Sammeln oder Harmonisieren von Daten. Die Bewerter befassen sich stattdessen mehr damit, die Daten zu interpretieren. Sie werden ihre Planungen weniger als bisher auf Vergangenheitsdaten stützen, sondern Werttreiber analysieren und vorausblicken. Das Berufsbild wird sich darum wandeln. Mitarbeiter des klassischen Finanz- und Rechnungswesens werden künftig die Zeit haben, gemeinsam mit Data Scientists und Psychologen auch nach unwahrscheinlichen Szenarien Ausschau zu halten.

Automatisierte Textauswertung kann ein Hilfsmittel bei der Unternehmensbewertung sein.

Ein großer Teil der digitalen Daten von und über Unternehmen liegt in Form von Texten vor. Diese Texte enthalten Informationen, die für eine Unternehmensbewertung interessant sein können. Sie sind jedoch oft unstrukturiert. Geschäftsberichte etwa enthalten viele Textelemente, die ihre Adressaten überfordern. Automatisierte Datenanalyseverfahren sind darum auch für Bewerter interessante neue Hilfsmittel. Nutzen können Sie Filterkriterien für die Textanalyse, die Suche nach Textähnlichkeiten sowie Wortlisten oder maschinelles Lernen. Mit diesen Instrumenten können Sie alle online zugänglichen Texte analysieren, seien es Quartalsberichte, Analystenkommentare, Reden von Managern oder Social-Media-Auftritte.

„Kann, darf oder sollte ein Bewerter einer Absatzprognose vertrauen, die ein selbstlernendes System auf der Grundlage einer nicht linearen Funktion tausender Variablen errechnet hat und die für einen menschlichen Entscheider weder im strengen Sinne nachvollziehbar noch ökonomisch interpretierbar ist?“

Eine Grundsatzentscheidung bleibt Ihnen nicht erspart: Vertrauen Sie der Prognose eines Algorithmus mehr als der Einschätzung eines branchenerfahrenen Experten? Es mag effizienter sein, anhand von ausgewerteten Daten eine Unternehmensbewertung vollautomatisiert in Echtzeit vorzunehmen. Leider wird dadurch aber der Bewertungsprozess intransparenter und die Ergebnisse werden weniger nachvollziehbar. Darum werden Menschen benötigt, die die Verantwortung übernehmen. Angesichts der Fehlerrate und methodischer Schwächen sind Mindeststandards für die verwendeten digitalen Prozesse wünschenswert.

Das Geschäftsmodell des Journalismus wird sich entweder digital weiterentwickeln – oder untergehen.

Auch die Bewertung von Medienunternehmen hat sich durch die Digitalisierung drastisch verändert. Printmedien werden nicht vollständig vom Markt verschwinden. Klar ist aber, dass dem digitalen Journalismus die Zukunft gehört. Je eher Verlage das Bedürfnis der Nutzer nach digitalen Angeboten und Diensten befriedigen, desto eher haben sie Erfolg. Bei ihren Investitionen orientieren sich Verlage jedoch mehr an dem, was technisch möglich ist. Ihre Bewertungsmodelle vergleichen innovative Ideen noch immer mit herkömmlichen Geschäften. Besser ist es, Neues jenseits alter Strukturen zu testen.

Über die Autoren

Herausgeber **Wolfgang Ballwieser** ist emeritierter Professor für Betriebswirtschaftslehre an der Ludwig-Maximilians-Universität in München und Autor des Fachbuchs *Unternehmensbewertung*. Mitherausgeber **Dirk Hachmeister** lehrt Rechnungswesen und Finanzierung an der Universität Hohenheim.



Hat Ihnen die Zusammenfassung gefallen?

[Buch oder Hörbuch kaufen](#)

<http://getab.li/35643>