

Digitalisierung in der Unternehmensbewertung – Braucht es den Unternehmensbewerter in zehn Jahren noch?



Dr. Fabian Schmid ist promovierter Ökonom und Certified Valuation Analyst (CVA). Er ist Dozent für Corporate Finance an der Hochschule für Wirtschaft der Fachhochschule Nordwestschweiz (FHNW). Seine Themenschwerpunkte umfassen die Bewertung von KMUs und die Kapitalkostenbestimmung, zu denen er regelmässig referiert und publiziert. Zudem ist er Gründungspartner und Geschäftsführer der wevalue AG, einer Anbieterin webbasierter Unternehmensbewertungen.



Prof. Dr. Tobias Hüttche ist Wirtschaftsprüfer und Steuerberater (D) sowie Certified Valuation Analyst (CVA). Er ist Professor für Revisions- und Treuhandwesen und leitet das Institut für Finanzmanagement an der Hochschule für Wirtschaft in Basel (FHNW). Nach Studium und Doktorat war Tobias Hüttche für internationale Prüfungsgesellschaften in München und Frankfurt a.M. tätig. Er ist Partner einer Treuhandgesellschaft mit Standorten in Deutschland und der Schweiz und berät Unternehmen und Unternehmer bei finanziellen Entscheiden. Er ist weiter Gründungspartner und Verwaltungsrat der wevalue AG, einer Anbieterin webbasierter Unternehmensbewertungen.

Inhaltsverzeichnis

| | | |
|-----------|--|-----|
| 1. | Einleitung | 85 |
| 2. | Auswirkungen der Digitalisierung | 85 |
| 2.1 | Neue Geschäftsmodelle bzw. Bewertungsobjekte..... | 86 |
| 2.2 | Veränderung des Bewertungsprozesses..... | 88 |
| 2.3 | Nutzung neuer Bewertungshilfen..... | 89 |
| 3. | Digitalisierungsbedingte Herausforderungen bei der Bewertung .. | 90 |
| 4. | Disrupted oder Discounted Cashflow? | 91 |
| 4.1 | Tools statt Intuition..... | 91 |
| 4.2 | Echtzeit statt Stichtag..... | 92 |
| 4.3 | Predictive Planning statt Vergangenheitsanalyse..... | 93 |
| 4.4 | Szenarien statt einwertiger Planungen..... | 94 |
| 4.5 | Konvergenz statt Restwert..... | 95 |
| 5. | Kapitalkosten auf Knopfdruck | 96 |
| 6. | Restriktionen | 98 |
| 7. | Fazit | 100 |
| | Literaturverzeichnis | 101 |

1. Einleitung

Digitalisierung ist in aller Munde. Sie betrifft praktisch alle Branchen und Tätigkeitsgebiete, nicht zuletzt auch die Unternehmensbewertung. Digitalisierung schafft neue Bewertungsobjekte, verändert die Geschäftsmodelle bestehender Unternehmen, beeinflusst den bisherigen Prozess von Vorbereitung, Durchführung und Präsentation einer Bewertung und hat Auswirkungen auf das erforderliche Know-how eines Bewertenden.

Der vorliegende Beitrag hat zum Ziel, die zu erwartenden Auswirkungen der Digitalisierung auf die Unternehmensbewertung aufzuzeigen und einen Ausblick zu geben, in welche Richtung die Reise gehen könnte. Dass auch inskünftig Unternehmensbewertungen benötigt werden, womöglich sogar in grösserer Anzahl und steigender Frequenz, ist unstrittig. Offen bleibt vielmehr, wie sich die Digitalisierung auf die Bewertungslehre und den Bewertungsprozess auswirkt resp. ob es den Unternehmensbewerter in zehn Jahren noch gibt oder er bereits vollständig durch eine «Maschine» abgelöst wurde.

2. Auswirkungen der Digitalisierung

Digitalisierung ist kein neues Phänomen. Man verbindet damit die Aufbereitung von in analoger Form vorliegenden Informationen in ein digitales System. Die mit dieser digitalen Transformation einhergehenden Auswirkungen sind ein exponentielles Wachstum, die Ortsungebundenheit, die schier unbegrenzten Einsatzmöglichkeiten, das Skalieren digitaler Technologien und der nachhaltige Veränderungsprozess.¹ Neu sind hingegen die Geschwindigkeit und die disruptiven Kräfte, die auf jahrelang erfolgreiche Geschäftsmodelle wirken.

Die Digitalisierung weist mehrere Verbindungen zur Unternehmensbewertung auf:²

1. neue und sich verändernde Bewertungsobjekte (insbesondere aus der Plattformökonomie)
2. den Bewertungsprozess (insbesondere die Cashflow-Prognose und die Risikoanalyse)

¹ Vgl. Ballwieser/Hachmeister (2019), S. 13.

² Vgl. Ballwieser/Hachmeister (2019), S. 18.

3. die Gewinnung wichtiger Bewertungsparameter (insbesondere die Kapitalkosten)

2.1 Neue Geschäftsmodelle bzw. Bewertungsobjekte

Durch Digitalisierung konnten Unternehmen neue Geschäftsmodelle generieren, und es sind zahlreiche neue, auf dem Netzwerkeffekt basierende Unternehmen entstanden. Prominente Beispiele stellen Amazon, Google, Facebook, Airbnb, Uber, Alibaba oder WeWork dar. Diese Unternehmen vermitteln Dienstleistungen an Kunden ohne eigene physische Produktion. Die Bilanzen solcher Firmen weisen nur in geringem Umfang Sachanlagevermögen auf. Stattdessen sind diese Unternehmen durch immaterielle Vermögenswerte geprägt, welche sich je nach Rechnungslegung nicht oder nur bedingt in der Bilanz manifestieren.

Abbildung 1 stellt die Entwicklung der immateriellen Werte von Schweizer Unternehmen über die letzten zehn Jahre dar. Es wird deutlich, dass der prozentuale Anteil der immateriellen Werte am Anlagevermögen im Zeitablauf konstant zugenommen hat. Während die immateriellen Werte beim durchschnittlichen Schweizer Unternehmen allerdings nach wie vor weniger als 20% ausmachen, besteht das Anlagevermögen bei börsenkotierten Unternehmen bereits zu mehr als der Hälfte aus immateriellen Werten. Dies liegt einerseits daran, dass börsenkotierte Unternehmen typischerweise mehr Akquisitionen tätigen als KMU, und andererseits an der abweichenden Rechnungslegung (z. B. Swiss GAAP FER oder IFRS) und der damit einhergehenden unterschiedlichen Behandlung des Goodwills im Vergleich zum OR. Nichtsdestotrotz kann von einer zunehmenden Bedeutung der immateriellen Werte gesprochen werden.



Abbildung 1: Anteil der immateriellen Werte am Anlagevermögen (Quelle: Orbis)

Der abnehmende Anteil der Sachanlagen hat bei Bewertungen nun zur Folge, dass der Substanzwert wohl immer seltener den Wert einer Unternehmung sachgerecht widerspiegeln kann. Der Fokus liegt vielmehr auf den zukünftig erzielbaren Überschüssen (Gewinne oder Cashflows), welche sich nur bedingt auf Investitionen in Sachanlagen zurückführen lassen. Insbesondere bei personalintensiven Unternehmen wie beispielsweise IT- oder Treuhandunternehmen, welche typischerweise wenig bis

gar keine physische Substanz aufweisen, dürften der Substanzwert und folglich auch der Praktikerwert kaum vernünftige Richtwerte darstellen. Weisen Unternehmen zudem hohe Wachstumsraten auf und befinden sich womöglich sogar noch in der Verlustzone, dürfte wohl kein Weg an der DCF-Methode vorbeiführen.

2.2 Veränderung des Bewertungsprozesses

Eine zweite Auswirkung der Digitalisierung auf die Unternehmensbewertung betrifft den Prozess der Bewertung. Digitalisierung und Vernetzung schaffen eine sehr bewegte Welt, die sich im Wesentlichen durch vier Merkmale charakterisieren lässt: Volatilität, Unsicherheit, Komplexität und Ambiguität.³

Volatilität bedeutet, dass morgen nichts mehr so sein wird wie heute, die Welt sich also ständig ändert, und dies mit sehr hoher Geschwindigkeit. Unsicherheit führt dazu, dass es zunehmend schwierig wird, Entwicklungen zuverlässig zu prognostizieren. Komplexität steht für die Vielzahl von Objekten und Interaktionen und die Tatsache, dass Elemente jederzeit spontan hinzukommen und wegfallen können. Ambiguität zuletzt bedeutet, dass sich Ursache und Wirkung nicht mehr eindeutig unterscheiden lassen, weil die digitale und die physische Welt zunehmend miteinander verschmelzen und die Vernetzung exponentiell zunimmt.⁴

Es stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, wie die Digitalisierung die Einschätzung der Marktposition des Bewertungsobjekts, die Cashflow-Prognose und die Risikoanalyse methodisch und inhaltlich unterstützen kann. Wünschenswert wäre, wenn das Management im Rahmen der Planung und Cashflow-Prognose eine bessere Datenbasis erhält, um Entwicklungen mithilfe von Predictive Analytics vorherzusehen. Durch Business Analytics liessen sich Ursachen und Wechselwirkungen besser analysieren bzw. mit Machine Learning auch automatisiert herleiten. Durch eine tiefgründige Analyse von Kunden- und Lieferantengruppen könnte das Zahlungsverhalten gebündelt analysiert, Trends vorzeitig und auf breiter Basis erkannt und der zukünftige Geldfluss zuverlässiger geschätzt werden.⁵ Das systematische Auswerten der Daten von (öffentli-

3 Vgl. Bennet/Lemoine (2014), S. 1 f.

4 Vgl. Röglinger/Urbach (2016), S. 5.

5 Vgl. Ballwieser/Hachmeister (2019), S. 22 f.

chen bzw. kotierten) Vergleichsunternehmen dürfte darüber hinaus ebenfalls wertvolle Planungshinweise liefern.

2.3 Nutzung neuer Bewertungshilfen

Eine dritte Auswirkung besteht in der Entstehung von Bewertungsapplikationen, mithilfe derer eine Bewertung effizient und standardisiert abgewickelt und der Bewertungsprozess zu weiten Teilen automatisiert werden kann. Es gibt bereits ein paar wenige solche Anbieter wie z. B. PwC eValuation, smartZebra, Valutico oder wevalue. Diese unterscheiden sich primär darin, ob lediglich Kapitalmarktparameter (z. B. Beta oder Multiples) zur Verfügung gestellt werden oder eine vollständig integrierte Unternehmensbewertung – in unterschiedlicher Tiefe und auf Basis einer oder mehrerer Methoden – angeboten wird. Wevalue geht sogar noch einen Schritt weiter, indem die Besonderheiten von Schweizer KMUs gezielt adressiert und die Handhabung von stillen Reserven und nicht-betrieblichen Werten im Tool als eigenständige Bewertungsschritte abgebildet werden. Ferner enthält es auch das im heimischen Markt nach wie vor weitverbreitete Praktikerverfahren, welches in Form eines Methodenmixes als Ergänzung zum DCF- bzw. Multiples-Verfahren dienen kann.

Der Vorteil dieser webbasierten Bewertungslösungen liegt darin, dass der Bewertende mittels vordefinierter Eingabemasken Schritt für Schritt durch den Bewertungsprozess geführt wird und dadurch nichts vergessen gehen kann. Der Benutzer gibt beispielsweise die Ist-Zahlen der letzten drei bis fünf Jahre ein, nimmt notwendige Bereinigungen vor (z. B. stille Reserven, marktüblicher Geschäftsführerlohn, nicht-betriebliche Werte) und erhält dann per Knopfdruck eine erste Planungsrechnung und Bewertung. Diese kann nach Belieben angepasst werden, indem beispielsweise das Umsatzwachstum, die Margen oder die Investitionen verändert werden. Das Modell ist stets integriert, d. h. abgestimmt (Bilanz, Erfolgsrechnung, Geldflussrechnung), und damit kugelsicher. Die Kapitalkosten lassen sich durch Rückgriff auf aktuelle Kapitalmarktdaten und eine Vielzahl nationaler und internationaler Vergleichsunternehmen automatisiert und innert Sekunden herleiten. Die gebotenen Leistungen eines webbasierten Bewertungstools gehen damit deutlich über bisherige, händisch programmierte Excel-Modelle hinaus.⁶

6 Vgl. Dörschell/Koelen (2017).

Was hat das nun für Auswirkungen auf den Unternehmensbewerter? Wird er schon bald obsolet? Während sich die Finanzmodellierung und die Kapitalkostenbestimmung wohl weitestgehend digitalisieren bzw. automatisieren lassen, kommt dem Verständnis des Bewertungsobjekts, der Einschätzung der zentralen Werttreiber und der Plausibilisierung der Planung eine zunehmend zentrale Bedeutung zu. Hier liefern Bewertungsapplikationen bzw. Big-Data-Systeme allenfalls erste Hinweise, welche es durch den Bewertenden dann durch eigene Analysen, Erfahrungswerte und in Gesprächen mit dem Management zu plausibilisieren gilt. Die Suche nach relevanten Werttreibern, ein Verständnis für den Markt und das Geschäftsmodell und die materielle Plausibilität der Planung werden so zum vorrangigen Aspekt der Bewertungstätigkeit.⁷

3. Digitalisierungsbedingte Herausforderungen bei der Bewertung

Die Digitalisierung wird die Methoden der Unternehmensbewertung kaum grundlegend verändern, die DCF-Methode also weiterhin «Best Practice» darstellen. Dennoch gilt es, die Treiber der Digitalisierung bzw. digitaler Geschäftsmodelle adäquat in den Kalkülen der Unternehmensbewertung zu berücksichtigen. Diese Treiber lassen sich im Wesentlichen wie folgt zusammenfassen:⁸

- Die Vergangenheitsanalyse verliert aufgrund des hohen Innovationsgrads der Geschäftsmodelle und der raschen Veränderungsgeschwindigkeit an Bedeutung. Eine mehr oder minder schematische Fortschreibung der Vergangenheit scheint problematisch.
- Finanzielle Prognosen sind mit hohen Unsicherheiten behaftet. Szenario- und Sensitivitätsanalysen werden unabdingbar, um den Einfluss unterschiedlicher Ausprägungen der zentralen Werttreiber auf den Unternehmenswert greif- und quantifizierbar zu machen.
- Bewertungsobjekte bzw. neue Geschäftsmodelle werden spezifischer und stellen oftmals Unikate dar. Das Finden von vergleichbaren Unternehmen gestaltet sich dadurch zunehmend schwierig und bedingt den Rückgriff auf einen grossen «Pool» an internationalen Kapitalmarktdaten.

⁷ Vgl. Castedello (2018), S. 6.

⁸ Vgl. Büchelhofer (2019), S. 65; Castedello (2018), S. 11.

- Die finanzielle Ertragskraft materialisiert sich meist erst nach Jahren der Inkaufnahme von Verlusten. Dem Umsatzwachstum und der Margenentwicklung kommt daher entscheidende Bedeutung zu, wenn es darum geht, den Break-even-Zeitpunkt und dadurch die Gewinn- und Cashflow-Entwicklung abzuschätzen.

4. Disrupted oder Discounted Cashflow?

Digitalisierung wird eine Unternehmensbewertung nicht überflüssig machen. Im Gegenteil, je schnelllebiger und unsicherer die Welt und damit die Unternehmen, desto mehr bedarf es einer professionellen Einschätzung durch einen Bewertenden. Dabei gilt es allerdings ein paar traditionelle Bewertungsansätze zu überdenken, welche in nachstehender Abbildung 2 zusammengefasst sind:⁹

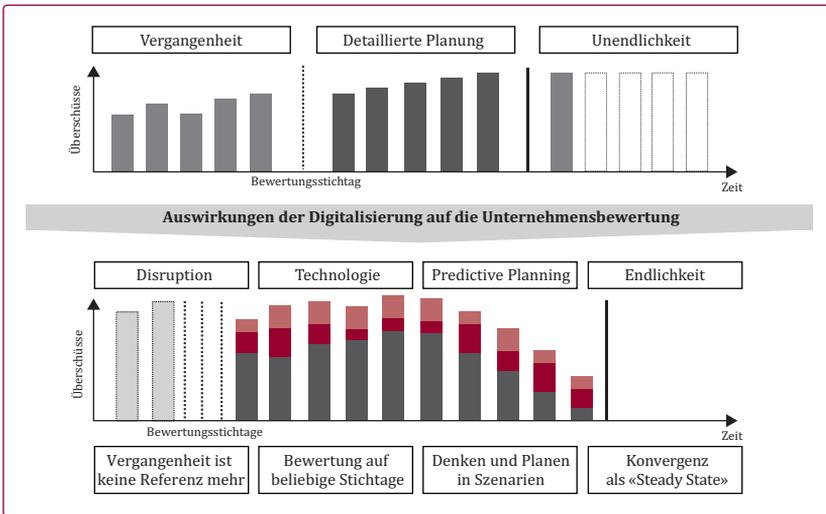


Abbildung 2: Auswirkungen der Digitalisierung auf die Unternehmensbewertung

4.1 Tools statt Intuition

Wie bereits Kapitel 2 aufgezeigt hat, wird mit der Digitalisierung das fassbare Vermögen von Unternehmen immer weniger bewertungsrelevant. Substanzorientierte Verfahren – wie das Praktikerverfahren – werden zunehmend durch zukunftsorientierte Verfahren wie Discounted Cashflow

9 Vgl. Hüttche/Schmid (2019a), S. 23; Hüttche/Schmid (2019b), S. 522.

(DCF) abgelöst. Im Grunde genommen bedarf es dabei einer Zahl (Cash-flow), einer Zeit (Planungszeit) und eines Zinses (Kapitalkosten). Daran wird auch die Digitalisierung nichts ändern. Bewertungskalküle werden sich kaum fundamental verändern, der Weg zur Zahl resp. zum Unternehmenswert hingegen schon.

Unternehmensbewertung wird in Zukunft also weder Kunst noch Wissenschaft sein, sondern Handwerk. Dazu braucht man keine Intuition, sondern Erfahrung und gutes Werkzeug. Digitale Bewertungstools jenseits von Excel werden an Bedeutung gewinnen. Diese nehmen Bewertenden fehleranfällige und aufwendige Modellierungsarbeiten ab, sodass mehr Zeit für die eigentlich wertvollen Tätigkeiten im Wortsinne bleibt: die Analyse des Geschäftsmodells, die Identifikation und Beurteilung der Werttreiber, das Denken in Szenarien und die Beratung des Kunden.¹⁰

4.2 Echtzeit statt Stichtag

Aktuell werden Unternehmensbewertungen stets anlassbezogen und auf einen bestimmten Stichtag durchgeführt. Dies wird sich mit der Digitalisierung und dem Einzug webbasierter Bewertungslösungen ändern. Im Netz sind Bewertungsmodelle stets gepflegt, Marktdaten aktuell, Berechnungen verknüpft und Reports schnell generierbar. Bewertende müssen sich nicht mehr um die Verknüpfung von Excel-Tabellenblättern und die rechnerische Richtigkeit ihrer Bewertung kümmern, sondern können sich auf die Planungsprämissen bzw. deren Plausibilisierung konzentrieren.

Webbasierte Bewertungsmodelle erlauben es, den Wert einer Unternehmung ohne grossen Zusatzaufwand laufend und in Echtzeit zu ermitteln. Unternehmen müssen nicht mehr zwingend auf den letzten Bilanzstichtag bewertet werden, sondern lassen sich auch unterjährig auf einen beliebigen Stichtag bewerten.¹¹ Der Diskontierungsfaktor passt sich dabei automatisch an den Bewertungsstichtag an. Kapitalkosten und Marktdaten (Multiples) werden auf Knopfdruck aktualisiert. Sofern Schnittstellen zur Buchhaltungssoftware eingerichtet sind, liessen sich Unternehmensbewertungen im Rahmen der wertorientierten Führung beispielsweise auf Monatsbasis generieren. Damit verbunden wäre auch eine rollende

¹⁰ Vgl. Hüttche/Schmid (2019a), S. 22.

¹¹ Vgl. Hüttche/Schmid (2019b), S. 522 f.

Planung und nicht bloss ein Planungslauf pro Jahr. Unternehmensbewertungen entwickeln sich dadurch zum Standardrepertoire eines Beraters und Treuhänders und liegen jederzeit griffbereit im Werkzeugkasten.

4.3 Predictive Planning statt Vergangenheitsanalyse

Die Analyse der Vergangenheit ist nach wie vor ein erster und wichtiger Schritt bei einer Unternehmensbewertung. Um stille Reserven und nicht betriebliche Einflüsse bereinigte Zahlen stellen den Ausgangspunkt der Planung dar. Auch wenn die Vergangenheit in den meisten Fällen nicht einfach fortgeschrieben werden kann, dient das Erreichte doch zur Plausibilisierung des Erhofften bzw. Geplanten.¹²

Digitale Technologien ermöglichen es, die modelltechnische Abbildung von Geschäftsmodellen zunehmend zu automatisieren.¹³ Durch die Verfügbarkeit von Massendaten und den Einsatz von Big Data Analytics bieten sich neue Analyse- und Prognosemöglichkeiten im Rahmen der Erstellung bzw. Plausibilisierung von Planungsrechnungen. Predictive Analytics haben das Potenzial, einen wertvollen Beitrag zur Unternehmenssteuerung und -bewertung zu leisten, indem aus Vergangenheitsdaten und statistischen Modellen mögliche zukünftige Entwicklungsverläufe abgeleitet werden. Unternehmensrelevante Informationen, Markt- und Branchenentwicklungen können in Echtzeit erfasst und daraus Prognosen abgeleitet werden. Die zentralen Werttreiber sowie die Bewertungsergebnisse können durch den Einsatz von Softwarelösungen dynamisch visualisiert und somit benutzerfreundlich dargestellt werden.¹⁴

Die Gefahr des Predictive-Analytics-Ansatzes besteht darin, dass man sich blind auf die Prognosewerte verlässt. Da diese letztlich über statistische Modelle hergeleitet werden, die auf einer Analyse von historischen oder aktuellen Daten beruhen, ist es denkbar, dass Muster fortgeschrieben werden, die in Zukunft keine Gültigkeit mehr haben und nicht zum «Bauchgefühl» des Bewertenden passen. Statistik kann die Erfahrung des Bewertenden nicht ersetzen, sondern bestenfalls ergänzen. Der Sicherung der Datenqualität, dem Hinterfragen von Kausalitäten und der

12 Vgl. Hüttche/Schmid (2019a), S. 23.

13 Vgl. Mackenstedt/Menze/Werner (2018), S. 829 ff.

14 Vgl. Büchelhofer (2019), S. 65.

kritischen Würdigung der Ergebnisse kommt daher entscheidende Bedeutung zu, damit Bewertungen nicht zu einer Art «Black Box» verkommen.¹⁵

4.4 Szenarien statt einwertiger Planungen

Durch die ansteigende Schnelllebigkeit und Unsicherheit wird es zunehmend schwierig, einwertige Planungen bzw. Budgets zu erstellen. Vor diesem Hintergrund scheint ein für die Ertragswert- bzw. Praktikermethode angenommener, nachhaltiger, ewig gleichbleibender Gewinn stark realitätsfremd. Im Rahmen einer DCF-Bewertung lassen sich die vorhandenen Unsicherheiten und möglichen Veränderungen von wertbeeinflussenden Unternehmens- oder Marktfaktoren unter anderem anhand einer Szenarioanalyse berücksichtigen. Dabei werden in den einzelnen Szenarien die zentralen Planungsprämissen (z. B. Umsatzwachstum, Margen, Investitionen) variiert und die Auswirkungen auf den Unternehmenswert transparent dargestellt. Durch die Betrachtung verschiedener Planszenarien kann eine mehrwertige Bandbreite für den Unternehmenswert generiert werden, die anschliessend zum Erwartungswert aggregiert wird.

Obwohl solche Szenariotechniken (z. B. Monte-Carlo-Simulation) schon seit Längerem bekannt sind und in der Literatur aktiv propagiert werden, haben sie sich bisher in der Praxis nur bedingt durchgesetzt. Dies mag mitunter daran liegen, dass Bewertende den Nutzen solcher Simulationen (noch) nicht sehen oder das Verhältnis von Nutzen zu Kosten aufgrund des deutlich grösseren Zeitaufwands im Vergleich zu «klassischen» Unternehmensbewertungen auf Basis eines oder weniger Szenarien geringer bewerten.¹⁶ Dies dürfte sich in Zukunft massgeblich ändern, wenn Bewertungsapplikationen auf Knopfdruck – und ohne dass der Bewertende vertiefte Statistik- und Programmierkenntnisse benötigt – mehrdimensionale Bewertungsergebnisse in aufbereiteter grafischer Form liefern.

¹⁵ Vgl. Diel/Hachmeister (2019), S. 170.

¹⁶ Vgl. Ungemach/Hachmeister (2019), S. 195.

4.5 Konvergenz statt Restwert

Derzeit geht die Bewertungslehre fast unisono von der Prämisse aus, dass Unternehmen ewig existieren.¹⁷ Dies ist eine steile Annahme, die insbesondere bei der Bewertung von KMUs und vor dem Hintergrund der beobachtbaren Disruption kritisch zu hinterfragen ist. Im Rahmen der Ertragswertermittlung und des Praktikerverfahrens wird ein nachhaltiger Gewinn ewig fortgeschrieben. Ob dieser oftmals aus der Vergangenheit abgeleitete Zukunftsgewinn bereits auf einem nachhaltigen, branchenüblichen Niveau ist, wird selten kritisch hinterfragt. Die DCF-Bewertung geht differenzierter vor, indem typischerweise die ersten drei bis fünf Jahre explizit modelliert werden (Detailplanungsphase) und erst danach in die ewige Phase, den sog. Restwert, eingebogen wird.

Der Restwert unterstellt, dass eine Unternehmung ihren eingeschwungenen Zustand, den sog. «Steady State», erreicht hat und dieser bis in alle Ewigkeit Bestand hat.¹⁸ In dieser Phase sollte ein Unternehmen definitivonsgemäss ein nachhaltiges Rendite- bzw. Margenniveau erreicht haben und nicht mehr übermässig wachsen. Die digitale Transformation und Disruption führt hingegen gerade dazu, dass sich die Lebensdauer tragfähiger Geschäftsmodelle verkürzt und die unendliche Existenz einer Unternehmung zunehmend infrage gestellt werden muss. Hätte man die Zukunftsaussichten von beispielsweise Taxiunternehmen oder der Hotelindustrie vor einem Jahrzehnt wohl noch als einigermaßen stabil und planbar bezeichnet, dürfte sich dies mit dem Eintritt von Unternehmen der Plattformökonomie wie Uber und Airbnb fundamental verändert haben. Wollen Unternehmen ewig leben, müssen sie sich auch ewig wandeln.

Für die Unternehmensbewertung bedeutet dies, dass das am Bewertungsstichtag gültige Geschäftsmodell lediglich eine beschränkte Lebensdauer hat. Die Herausforderung besteht darin, diese Zeitperiode sachgerecht abzuschätzen. Vermutlich wird diese länger als der gewöhnliche Detailplanungszeitraum von drei bis fünf Jahren sein, aber auch nicht ewig andauern.¹⁹ Die Digitalisierung wird also die übliche Zweiteilung in Detailplanungsphase und Restwertphase aufweichen. Unterneh-

17 Vgl. EXPERTsuisse (2018), S. 15.

18 Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), S. 95.

19 Vgl. Hüttche/Schmid (2019a), S. 24.

mensbewertung wird zukünftig wohl bedeuten, den Detailplanungszeitraum entsprechend zu verlängern oder das Zwei-Phasen-Modell um eine Zwischenphase, die sog. Grobplanungsphase bzw. «Fading Period», zu erweitern.²⁰ Dadurch kann sichergestellt werden, dass der finanzielle Überschuss der Detailplanungsphase schrittweise um allfällige Überrenditen abgeschmolzen und auf ein nachhaltiges Niveau gebracht wird.²¹ Man unterstellt dabei, dass Unternehmen in der langen Frist keine Überrenditen mehr erzielen können, sondern lediglich noch die Kapitalkosten verdienen. Dies dürfte in der Ewigkeit und insbesondere bei KMUs durchaus eine vernünftige Annahme darstellen. Je nach Geschäftsmodell und Bewertungsobjekt ist gegebenenfalls auch ein Liquidationsszenario zu unterstellen.

Bewertungstools ermöglichen es, die Detailplanungsphase nach Bedarf zu erweitern bzw. eine entsprechende Grobplanungsphase einzubauen. Auch der Restwert lässt sich durch Beizug geeigneter Software ohne Weiteres mittels verschiedener Methoden (z. B. ewige Fortschreibung, Wertfaktorenmodell, Exit-Multiple, Liquidation) modellieren, ohne das Bewertungsmodell aufwendig umbauen zu müssen. Solche Modifikationen bzw. alternative Bewertungsüberlegungen sind matchentscheidend und machen eine gute Bewertung letztlich aus. Dies insbesondere vor dem Hintergrund, dass der Restwert typischerweise deutlich mehr als 50% zum Unternehmenswert beiträgt.

5. Kapitalkosten auf Knopfdruck

Kapitalkosten spielen nebst den erwarteten finanziellen Überschüssen eine zentrale Rolle bei Unternehmensbewertungen. Sie wirken sich über die Abzinsung massgeblich auf das Bewertungsergebnis aus. Umso erstaunlicher ist es, dass gemäss einer kürzlich erschienenen Studie immer noch ein Grossteil der Bewertenden – insbesondere im KMU-Umfeld – auf pauschale Annahmen bzw. den einfachen Risikokomponentenansatz zurückgreift.²² Obwohl die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber letztlich keine Schwarz-Weiss-Betrachtung ist und prinzipiell auf irgendeine Art und Weise hergeleitet werden kann, bedarf es im Rahmen einer Be-

20 Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), S. 95; Knoll (2016), S. 545 f.

21 Vgl. Hayn/Bassemir (2019), S. 53.

22 Vgl. Hörler/Hauser/Gehrig (2019), S. 43 f.

wertung – spätestens im Gutachten – doch oftmals einer empirischen Abstützung und plausibler Begründung. Dies stellt sich bei einfachen Risikokomponentenansätzen als schwierig heraus, werden die Kapitalkosten ausgehend vom risikolosen Zinssatz doch primär um subjektive und empirisch wenig abgestützte, pauschale Risikozuschläge erweitert.

Obwohl theoretisch fundierte Modelle wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM) vorliegen, scheinen sich diese in der KMU-Welt nur zögerlich durchzusetzen. Dies mag mitunter daran liegen, dass es bis dato schwierig erscheint, an die benötigten Kapitalkostenparameter wie die Marktrisikoprämie oder das Beta zu kommen. Ohne Zugriff auf Finanzdatenbanken gestalten sich beispielsweise die Suche nach vergleichbaren Unternehmen und die Ableitung von Betafaktoren als anspruchsvoll und aufwendig. Zusätzliche Komplexität entsteht, wenn die am Markt beobachtbaren Betafaktoren um die Kapitalstruktur bereinigt (Unlevering) und an die Verschuldung des Bewertungsobjekts angepasst werden müssen (Relevering).²³

Die Digitalisierung wird insbesondere bei der Kapitalkostenermittlung grosse Vorteile mit sich bringen. Während es bis anhin gewissermassen eine Herkulesaufgabe darstellte, «auf der grünen Wiese» eine für das Bewertungsobjekt passende Vergleichsgruppe zusammenzustellen, wird sich dieser Schritt mit einem Bewertungstool deutlich vereinfachen. Auf Basis der Industriezugehörigkeit und des geografischen Raums werden einem aus einem grossen Pool von börsenkotierten Unternehmen automatisch Vorschläge für passende Referenzunternehmen mit ergänzenden Informationen und Betafaktoren unterbreitet. Diese können nach Belieben an- oder abgewählt und die Parameter zur Betaschätzung wie beispielsweise das Renditeintervall, der Beobachtungszeitraum oder das Marktportfolio nach eigenem Gusto variiert werden. Dabei hat der Bewertende stets Gewähr, dass die Marktdaten aktuell sind und statistisch sauber aufbereitet wurden. Durch den Rückgriff auf automatisch aufbereitete Betafaktoren zahlreicher Industrien bzw. Vergleichsunternehmen lassen sich innert Kürze auch für KMUs ein passender Betafaktor und weitere Kapitalkostenparameter oder Multiples marktorientiert herleiten. Abbildung 3 stellt eine solche toolgestützte Kapitalkosten- bzw. Beta-schätzung beispielhaft dar.

23 Vgl. Hüttche/Meier-Mazzucato (2018), S. 119 ff.

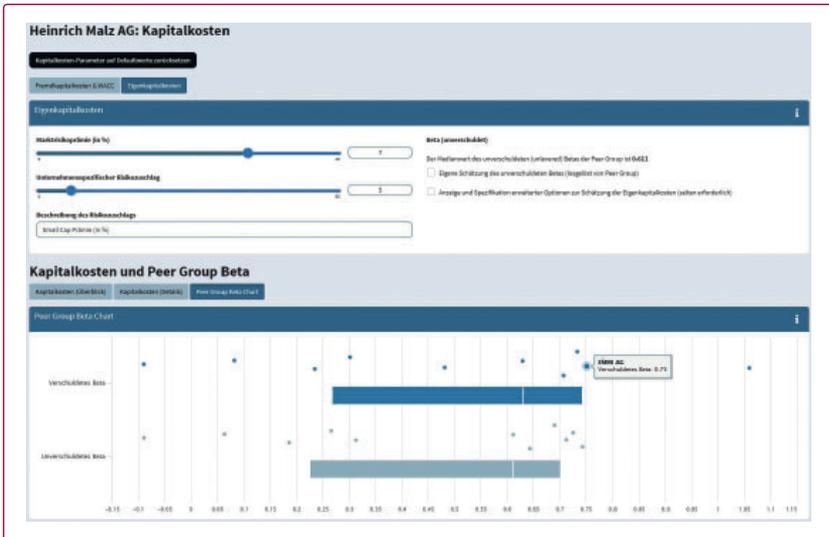


Abbildung 3: Toolgestützte Kapitalkosten- bzw. Betaschätzung (Quelle: <https://app.wevalue.ch/>)

6. Restriktionen

Unternehmensbewertung ist unserer Ansicht nach weder Kunst noch Wissenschaft, sondern Handwerk. Dazu braucht man Erfahrung und gutes Werkzeug. Während Excel für die Modellierung von Einzelfällen (Sanierungen, Debt-Equity-Swaps, LBOs u. Ä.) weiterhin die erste Wahl sein wird, werden bei Standardfällen mehr und mehr webbasierte Bewertungstools zum Einsatz kommen. Sinnvollerweise sind diese nicht als «Robo-DCF»²⁴ gebaut, sondern nehmen Bewertenden vor allem fehleranfällige und aufwendige Modellierungsarbeiten ab. Wie bei allen digitalisierten Prozessen erfordert Vertrauen in solche Lösungen eine ausgeprägte Erklärungskomponente: Der Anwender muss wissen, was, warum und wie das Werkzeug rechnet. Kann er sich darauf verlassen, bleibt ihm mehr Zeit für die eigentlich wertvollen Tätigkeiten im Wortsinne: die Analyse des Geschäftsmodells, die Identifikation der Werttreiber und das Denken in Szenarien. Wie viele Jahre geplant werden, wie hoch die Kapitalkosten sind, wie der Restwert berechnet wird, kann bzw. sollte nicht durch ein Werkzeug bestimmt werden. Es kann jedoch sachgerechte Vorschläge machen, die dem Bewertenden eine fundierte Entscheidung ermöglichen.

24 Vgl. Damodaran (2015).

Wie weit die Digitalisierung der Unternehmensbewertung gehen kann, hängt auch von den damit verbundenen Erwartungen ab. Dierkes/Sümpelmann meinen dazu, dass die «Digitalisierung [...] bei gleichem Ressourceneinsatz zu einer Verbesserung der Qualität der Unternehmensbewertung führen» muss.²⁵ Da es keine universell gültigen und allgemein verbindlichen Standards für Unternehmensbewertungen gibt und grundsätzlich jeder, der sich dazu berufen fühlt, auch Unternehmen bewerten darf, ist Qualität jedoch stets relativ und hängt vom Nutzer, seiner Erfahrung, seinen Fähigkeiten und konkreten Bedürfnissen ab.

An einem Ende dieses Spektrums wird bereits ein fehlerfreies und vollständig integriertes Finanzmodell ein Fortschritt sein, während am anderen Ende nur Lösungen für die «Debt Beta»-Berechnung verschiedener Kategorien von Fremdkapital gesucht werden. Auch hier werden die Wahrheit und die Lösung in der Mitte liegen. Soweit Mängel in der theoretischen Fundierung beispielsweise bei der Ableitung von Kapitalkosten geltend gemacht werden,²⁶ sollte nicht vergessen werden, dass auch die Modellwelt nur Leitplanken setzt. Je theoretisch richtiger Bewertungsmodelle sein wollen, desto unhandlicher werden sie.

Wie in anderen Berufsfeldern gibt es auch bei der Unternehmensbewertung Restriktionen, also spezielle mit der Aufgabe verbundene Eigenschaften, die mehr oder weniger digitalisierbar sind. In der bekannten Untersuchung von Frey/Osborne wurden drei Merkmale einer Tätigkeit besonders hervorgehoben, die deren Digitalisierbarkeit beschränken: (1) Fingerfertigkeit, (2) Kreativität und (3) soziale Intelligenz.²⁷ Damit sind gemäss Frey/Osborne besonders Mathematiker und einfache Buchhaltungsfachkräfte von der Digitalisierung bedroht. Entsprechend entspannt können Chirurgen, Notfallhelfer und Psychologen in die Zukunft blicken. Übertragen auf die oben beschriebenen Tätigkeiten, weist dies auch den Weg für die Digitalisierung in der Unternehmensbewertung: Ein wesentlicher Beitrag zur Effizienz sind über Schnittstellen eingelebte Vergangenheitsdaten, integrierte Planungsmodelle und Szenarien. Weiter sind ohne Medienbrüche generierte Bewertungsreports und -gutachten hilfreich. Die Möglichkeit, ohne Mehraufwand aus den vorhande-

25 Vgl. Dierkes/Sümpelmann (2019), S. 190.

26 So von Dierkes/Sümpelmann (2019), S. 190.

27 Vgl. Frey/Osborne (2017), S. 254 ff.

nen Daten verschiedene Bewertungsmethoden anzuwenden, ist ein weiterer Entwicklungsbereich.

Kritisch wird es bei der bereits erwähnten Ableitung von Kapitalkosten. Neben der Theorie müsste die Maschine auch alle denkbaren realen Konstellationen abbilden, also jede beliebige Finanzierungspolitik und Kapitalstruktur bei jeweils unterschiedlichen Rechtsformen und unterschiedlichen Steuerregimen. Hierzu bedarf es der erwähnten Fingerfertigkeit, des «*Handling of Irregular Objects*». Natürlich kann auch dies alles programmiert und codiert werden. Die Frage ist eben, zu welchen Kosten. Am Ende sind auch webbasierte Unternehmensbewertungen ein Geschäftsmodell, das seine Leistungen zu attraktiven Preisen anbieten muss.

7. Fazit

Digitalisierung wird die Welt weiter verändern, auch diejenige der Unternehmensbewertung. Händische Tätigkeiten ohne grossen Mehrwert für den Kunden wie beispielsweise das Verknüpfen von Excel-Tabellenblättern oder das manuelle Zusammenstellen von Kapitalmarktdaten werden wohl durch Bewertungstools abgelöst. An Bedeutung gewinnen dürften hingegen die Markt- und Unternehmensanalyse, die Plausibilisierung der Planungsannahmen und Bewertungsergebnisse und das Gespräch mit dem Kunden.

Bewertungstools können gewisse Bewertungsschritte zwar erleichtern und dafür sorgen, dass nichts vergessen geht. Es braucht allerdings stets den Menschen, der sich digital analysierter Komponenten und Daten bedient, aber auch ihre Ergebnisse zu würdigen und zu korrigieren versteht.²⁸ Das wahre Potenzial in der Unternehmensbewertung wird man nur dann ausschöpfen können, wenn der Bewertende über eine hohe fachliche Expertise und Erfahrung verfügt. Ansonsten läuft man Gefahr, «Garbage-in-Garbage-out»-Resultate zu erzielen.

28 Vgl. Dierkes/Sümpelmann (2019), S. 190.

Literaturverzeichnis

Ballwieser, Wolfgang/Hachmeister, Dirk (2019): Der Zusammenhang von Digitalisierung und Unternehmensbewertung, in: Ballwieser, Wolfgang/Hachmeister, Dirk (Hrsg.): Digitalisierung und Unternehmensbewertung, S. 11–33, Stuttgart: Schäffer-Poeschel-Verlag.

Bennet, Nathan/Lemoine, G. James (2014): What VUCA Really Means for You, in: Harvard Business Review, Nr. 1, S. 1–2.

Büchelhofer, Christian (2019): Zur Bewertung digitaler Geschäftsmodelle, in: Ballwieser, Wolfgang/Hachmeister, Dirk (Hrsg.): Digitalisierung und Unternehmensbewertung, S. 59–84, Stuttgart: Schäffer-Poeschel-Verlag.

Castedello, Marc (2018): Auswirkungen der Digitalisierung auf die Bewertung von Unternehmen, Vortragspräsentation auf dem 16. Jahresforum Unternehmensbewertung in Frankfurt a.M. am 21.6.2018.

Damodaran, Aswath (2015, Februar 1): Discounted Cashflow Valuations (DCF): Academic Exercise, Sales Pitch or Investor Tool?, abgerufen am 23.12.2019 von <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2015/02/DCF-myth-1-if-you-have-a-discount-rate.html>.

Diel, Steffen/Hachmeister, Dirk (2019): Der Einfluss der Digitalisierung auf konzerninterne Finanzplanungsprozesse als Basis einer Unternehmensbewertung, in: Ballwieser, Wolfgang/Hachmeister, Dirk (Hrsg.): Digitalisierung und Unternehmensbewertung, S. 149–171, Stuttgart: Schäffer-Poeschel-Verlag.

Dierkes, Stefan/Sümpelmann, Johannes (2019): Digitalisierte Peer-Group-Bestimmung und Beta-Anpassung, in: Ballwieser, Wolfgang/Hachmeister, Dirk (Hrsg.): Digitalisierung und Unternehmensbewertung, S. 173–192, Stuttgart: Schäffer-Poeschel-Verlag.

Dörschell, Andreas/Koelen, Peter (2017): IDW Unternehmensbewertung. Excel-basierte Ermittlung des Unternehmenswertes, Düsseldorf: IDW Verlag.

EXPERTsuisse (2018): Fachmitteilung Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU), Zürich: EXPERTsuisse.

Frey, Carl Benedikt/Osborne, Michael (2017): The Future of Employment: How Susceptible are Jobs to Computerisation?, in: Technological Forecasting and Social Change, Nr. 114, S. 254–280.

Hayn, Marc/Bassemir, Moritz (2019): Neue Plattformen und Apps als Bewertungsproblem, in: Ballwieser, Wolfgang/Hachmeister, Dirk (Hrsg.): Digitalisierung und Unternehmensbewertung, S. 35–57, Stuttgart: Schäffer-Poeschel-Verlag.

Hörler, Valentin/Hauser, Marcus A./Gehrig, Marco (2019): Die Schweizer Praxis der Unternehmensbewertung, in: Controlling & Management Review, Nr. 3, S. 38–45.

Hüttche, Tobias/Meier-Mazzucato, Giorgio (2018): Unternehmensbewertung für Schweizer KMU. Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)» von EXPERTsuisse, in: EXPERTsuisse (Hrsg.), Schriftenreihe EXPERTsuisse, Band 190, Zürich: EXPERTsuisse.

Hüttche, Tobias/Schmid, Fabian (2019a): Disrupted oder Discounted Cashflow? Digitalisierung und Unternehmensbewertung, in: rechnungswesen & controlling, Nr. 1, S. 22–24.

Hüttche, Tobias/Schmid, Fabian (2019b): Update Unternehmensbewertung. Aktuelles aus Lehre, Praxis und Rechtsprechung zur Unternehmensbewertung, in: EXPERT FOCUS, Nr. 6–7, S. 517–525.

Knoll, Leonhard (2016): Unternehmensbewertung. Bis zur Ewigkeit dauerts länger, in: Der Betrieb, Nr. 69, S. 544–548.

Mackenstedt, Andreas/Menze, André/Werner, Frederic (2018): Auswirkungen der Digitalisierung auf die Unternehmensbewertung, in: Die Wirtschaftsprüfung, Nr. 13, S. 826–832.

Röglinger, Maximilian/Urbach, Nils (2016): Digitale Geschäftsmodelle im Internet der Dinge, in: 9. Forum für Verbraucherrechtswissenschaft, Bayreuth.

Ungemach, Fiona/Hachmeister, Dirk (2019): Einsatz stochastischer Simulationen im Rahmen der Unternehmensbewertung, in: Ballwieser, Wolfgang/Hachmeister, Dirk (Hrsg.): Digitalisierung und Unternehmensbewertung, S. 193–220, Stuttgart: Schäffer-Poeschel-Verlag.