
Disrupted oder Discounted Cashflow?

Digitalisierung und Unternehmensbewertung

Die Digitalisierung kennt Gewinner und Verlierer. Traditionsreiche Unternehmen geraten unter die Hufe junger und hoch bewerteter «Einhörner». Risiken und Chancen wachsen und mit dem Unerwarteten muss gerechnet werden. Dies hat auch Auswirkungen auf die Unternehmensbewertung.



Tobias Hüttche

Dass die Digitalisierung vieles verändern wird, ist derzeit das gemeinsame Narrativ eines jeden Seminars, Fachbeitrags oder jeder Neujahrsrede. Über das «was» und «wann» gehen die Meinungen jedoch auseinander. Um «digital» zu werden und zu bleiben, sind Investitionen nötig, deren Kapitalrendite (ROI) häufig vage bleibt. Diese Unsicherheit ist eigentlich Gift für eine Unternehmensbewertung, die auf planbare Cashflows, feste Kapitalstrukturen und den «steady state» setzt. Doch kommt es – wie bei jedem Gift – auch hier auf die Dosis an. Digitalisierung macht eine Unternehmensbewertung nicht überflüssig, dennoch sind traditionelle Ansätze zu überdenken.



Fabian Schmid

werden marginalisiert. Da verschiedene Zukunftserfolgsverfahren bei gleichen Annahmen zu denselben Ergebnissen führen müssen, ist die Frage nach der passenden Bewertungsmethode am Ende nur eine Frage nach der jeweils präferierten Darstellung.

Aussenstehende erinnern Diskussionen um diese Annahmen mitunter an «Voodoo». Tatsächlich besteht jedoch ein weitgehender Konsens darüber, was üblich ist. Schliesslich haben die Berufsstände in Deutschland, Österreich und jüngst auch in der Schweiz Standards geschaffen, die einen stabilen Rahmen für Unternehmensbewertungen bilden.

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 daher an Bedeutung gewinnen. Diese nehmen Bewertenden fehleranfällige und aufwändige Modellierungsarbeiten ab, so dass mehr Zeit für die eigentlich wertvollen Tätigkeiten im Wortsinne bleibt: Die Analyse des Geschäftsmodells, die Identifikation der Werttreiber und das Denken in Szenarien.

Tools statt Intuition

Ob digital oder analog: Unternehmen werden von der Lehre auch inskünftig als Einkommensquelle interpretiert und ihr Wert an den dem Investor zufließenden, finanziellen Überschüssen festgemacht. Und im Grunde ist Unternehmensbewertung recht einfach, es braucht eine Zahl (Cashflow), eine Zeit (Planungszeit) und einen Zins (Kapitalkosten). Auch wenn dies in unterschiedlichen Gewändern daherkommt (bspw. DCF- oder Ertragswertmodelle bzw. Multiples), steckt doch jeweils dasselbe Kalkül darunter.

Mit der Digitalisierung wird das fassbare Vermögen von Unternehmen immer weniger bewertungsrelevant. Substanzorientierte Verfahren – wie das Praktikerverfahren –

Echtzeit statt Stichtag

Derzeit werden Unternehmensbewertungen stets anlassbezogen und auf einen bestimmten Stichtag durchgeführt. Unternehmen werden auf Nachfrage bewertet.

Dies wird sich mit der Digitalisierung und dem Einzug webbasierter Bewertungswerkzeuge ändern. «Im Web» sind Bewertungsmodelle stets gepflegt, Marktdaten aktuell, Berechnungen verknüpft und Reports schnell generierbar. Bewertende müssen sich nicht um die rechnerische Richtigkeit ihrer Bewertung kümmern, sondern können sich auf die wirtschaftliche Sinnhaftigkeit des Vorhabens konzentrieren.

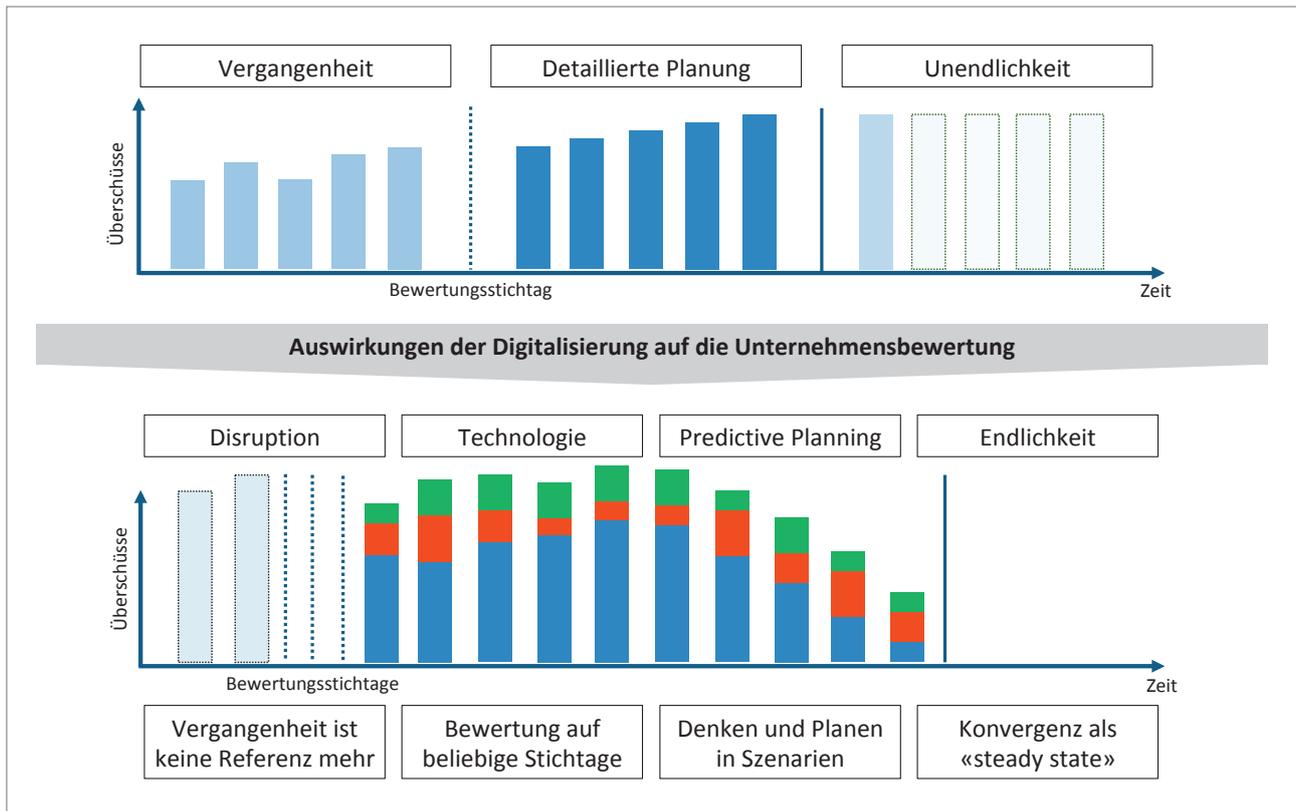


Abbildung 1: Auswirkungen der Digitalisierung auf die Unternehmensbewertung.

Unternehmensbewertungen können damit nicht nur schneller und effizienter durchgeführt, sondern auch häufiger angeboten werden. Statt den Wert auf einen zurückliegenden Stichtag zu berechnen, kann aktuell und in Echtzeit bewertet werden. Unternehmensbewertungen gehören dadurch zum Standardrepertoire eines Beraters und liegen griffbereit im Werkzeugkasten einer wertorientierten Unternehmensführung.

Predictive Planning statt Vergangenheitsanalyse

Die Analyse der Vergangenheit ist nach wie vor ein erster und wichtiger Schritt bei einer Unternehmensbewertung. Um stille Reserven und ausserordentliche Einflüsse bereinigte Zahlen stellen den Ausgangspunkt der Planungsrechnung dar. Auch wenn die Vergangenheit im Normalfall nicht einfach fortgeschrieben werden kann, dient das Erreichte doch zur Plausibilisierung des Erhofften.

Vergangenheitsdaten wird man auch in Zukunft benötigen, allerdings wird sich ihre Nutzung nicht auf einwertige Zeitreihen oder Kennzahlenanalysen beschränken. Mit Bildern von «schwarzen Schwänen» und der «Truthahn-Illusion» wurde uns deutlich gemacht, dass wir Prognosen auf zu wenige Datenpunkte der Vergangenheit aufbauen und die Macht des Zufalls unterschätzen.

Abhilfe schaffen kann hier Predictive Planning. Bei diesem Ansatz werden aus Vergangenheitsdaten und

statistischen Modellen mögliche zukünftige Entwicklungsverläufe abgeleitet. An diesen können die eigenen Planungen gemessen werden. Mit zunehmender Reife der vorhersagenden Technologie, lassen sich eigene Planungen möglicherweise sogar weitestgehend ablösen. Auch hier gilt jedoch, dass die Statistik die Erfahrung nicht ersetzen kann. Die Sicherung der Datenqualität, das Hinterfragen von Kausalitäten und die kritische Würdigung der Ergebnisse verbleiben (noch?) bei den Bewertenden.

Konvergenz statt Restwert

Derzeit geht die Unternehmensbewertung von einer unendlichen Lebensdauer der Unternehmen aus. Im Standard-DCF-Modell wird nach einigen Jahren der detaillierten Planung ein Restwert ermittelt, der üblicherweise den grössten Teil des Unternehmenswertes ausmacht.

Dieses Modell unterstellt den «steady state», einen eingeschwungenen Zustand, also eine ewige Phase der «kontemplativen Ruhe». Soweit die Theorie und die Hoffnung. Tatsächlich werden nur wenig Unternehmen diesen Zustand jemals erreichen.

Die digitale Transformation verkürzt die Lebensdauer tragfähiger Geschäftsmodelle. 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.

Die Digitalisierung wird also die übliche Zweiteilung in detaillierte Planung und Restwert aufweichen. Unternehmensbewertung wird zukünftig wohl bedeuten, einen Planungszeitraum von 8 bis 15 Jahren abzubilden. Der anschliessend zu berechnende Restwert wird dann entweder das Absinken der Unternehmensrendite auf das Branchenniveau unterstellen (Konvergenz auf die Kapitalkosten) oder ggf. die Liquidation.

Alles bleibt anders

Auch digitalisierte Unternehmen können und müssen bewertet werden. Die digitale Transformation rüttelt nicht an den Pfeilern der Bewertungslehre, allerdings wird die Umsetzung ändern: Webbasierte Bewertungstools schaffen die Möglichkeiten, schneller, effizienter und häufiger zu bewerten. «Big Data» wird dabei helfen, mehr und andere Daten zu berücksichtigen. Ob dies zu besseren unternehmerischen Entscheidungen führt, wird sich weisen.

*Prof. Dr. Tobias Hüttche leitet das Institut für Finanzmanagement der Hochschule für Wirtschaft FHNW in Basel. Er ist Wirtschaftsprüfer, Certified Valuation Analyst (CVA) und u.a. im Verwaltungsrat der wevalue AG, einer Entwicklerin und Anbieterin webbasierter Unternehmensbewertungen.
tobias.huettche@fhnw.ch*

*Dr. Fabian Schmid ist Certified Valuation Analyst (CVA) und u.a. Partner und Mitgründer der wevalue AG.
fabian.schmid@wevalue.ch*

Inserat hoch