

FNT-Forum »Unternehmensbewertung von Start-ups« am 29.11.2000

Wertschätzung zwischen Ertrag und Visionen

Lassen sich Start-ups ohne langjährige Historie überhaupt objektiv bewerten? Auf dem FNT-Forum zu diesem Thema beantworteten Experten von KPMG und Oppenhoff & Rädler diese Frage und stellten traditionelle sowie auch neue Bewertungsverfahren für Unternehmen in Zukunftsbranchen vor.

Die Kurseinbrüche am Neuen Markt und der Nasdaq beeinflussen auch die Bewertung von Start-ups in Verhandlungen mit Venture Capital-Gesellschaften und Business Angels. Wurden noch vor einem Jahr insbesondere für Internet-Unternehmen teils astronomische Bewertungen abgegeben, verhalten sich Kapitalgeber inzwischen gegenüber der Dot-Com-Branche eher zurückhaltend. Doch die Bewertungsfrage betrifft auch jene Firmen in Wachstumsbranchen, die ihren Start-up bereits erfolgreich gemeistert haben: bei Akquisitionen, bei einem bevorstehenden Börsengang, und insbesondere nach dem Going Public, wenn Analysten und Anleger fast täglich den Unternehmenswert neu taxieren.

Überblick: Traditionelle und moderne Bewertungsverfahren

»Für das Gewesene gibt der Kaufmann nichts, und deshalb können Vergangenheitsanalysen auch nur eine Krücke zur Plausibilisierung einer Planung sein, nicht jedoch den Wert eines Unternehmens ermitteln«, machte Dr. Christian Aders, Partner bei der KPMG Corporate Finance - eine der weltweit führenden Beratungsfirmen -, gleich zu Beginn seines Vortrags deutlich. Entscheidend seien vielmehr jene Kriterien, die auch bei einer professionellen Unternehmensbewertung unter die Lupe genommen werden:

1. Strategische Analyse (Markt und Wettbewerb, Analyse des Unternehmens und der Ressourcen, Stärken/Schwächen, Chancen/Risiken, maßgebliche zukünftige Werttreiber)
2. Strategieentwicklung (Unternehmensentwicklung, Geschäftsbereiche, Finanzen, Investitionen, Personal, Planungshorizont)
3. Integriertes Finanzmodell (vollständige Abbildung der Strategie, Plan Gewinn-/Verlustrechnung, Plan-Bilanz, Finanz- und Steuerplanung, Konzernplanung, Cash Flow Planung)

Welcher Wert auch immer bei der Unternehmensbewertung ermittelt wird, zwischen diesem Wert und dem bezahlten Preis gibt es einen großen Unterschied. Was heute bezahlt wird, muss morgen auch verdient werden, damit sich die Investition lohnt. Oder, wie Aders es formulierte: »Price is what you pay, Value is what you get«. Um diesen Wert möglichst realistisch einschätzen zu können, gibt es eine Vielzahl von Bewertungsmethoden. Wie sich diese prozentual verteilen, hat eine von KPMG erstellte DAX 100-Studie bei Großunternehmen und Beratern

ermittelt: Spitzenreiter 1999 sind die Discounted Cash Flow-Methoden (45%), gefolgt von der Ertragswert-Methode (42%) und dem Multiplikator-Modell (13%).

Ertragswert und Discounted Cash Flow (DCF): Diese Methoden gehören zu den fundamentalen Bewertungsansätzen. Das Ertragswertverfahren wurde vor allem in den 70er und 80er Jahren häufig verwendet, während die DCF-Methode seit Anfang der 90er Jahre – meist in Verbindung mit dem WACC-(Gesamtkapitalkostensatz) und dem Equity (Eigenkapitalwert)-Ansatz - zum Einsatz kommt. Beide Modelle basieren auf dem Kapitalwertkalkül und verwenden das Prinzip, daß der Barwert eines Zahlungsstromes gleich dessen Marktwert ist. Dabei werden die künftigen freien Zahlungsströme mit den Kapitalkosten abgezinst und deren Wert am Bewertungsstichtag zum Maßstab genommen. »Der Vorteil dieser Verfahren ist, dass sie sowohl die Zukunftsperspektive als auch das unternehmerische Risiko berücksichtigen und eine breite Akzeptanz haben. Nachteilig wirkt sich aus, dass diese Methoden eher statisch sind und realwirtschaftliche Optionsrechte (falls vorhanden) nicht berücksichtigen«, so Aders.

Multiplikatoren, DCF-Varianten und Realloptionen: Im Zuge der wachsenden Zahl von High-Tech Start-ups – insbesondere in den volatilen Branchen IT und Biotech – erwiesen sich die traditionellen Methoden als gar nicht oder nur wenig geeignet für junge Unternehmen, die sich in schwer kalkulierbaren Märkten bewegen und in den ersten Jahren auch meist keine Gewinne erzielen. So wurden ab Mitte der 90er Jahre neue Bewertungsansätze erarbeitet, die teilweise die bisherigen Verfahren erweitern (unterschiedliche Varianten der DCF-Methode) oder auf völlig neuen Ansätzen basieren (Multiplikator-Methoden, Realloptions-Modell, Brand Valuation). Doch auch diese sind oft nur bedingt praxistauglich. Wie zum Beispiel das Multiplikator-Modell, welches das betreffende Unternehmen mit Wettbewerbern, dem Markt bzw. der Branche oder anderen spezifischen Größen (Kurs/Gewinn, Kurs/EBIT, Kurs/Umsatz etc.) vergleicht. »Der Vorteil dieses Modells ist, dass es sich einfach handhaben lässt und auch eine annähernd objektive Marktbewertung ermöglicht«, erläuterte Aders, räumte jedoch ein, »dass selbst Unternehmen einer Branche nur begrenzt miteinander vergleichbar sind und bei jungen Märkten die Gefahr einer irrationalen Marktbewertung besteht, wie in der Internet-Branche inzwischen deutlich zu sehen«. Hinzu kommt: Multiplikatoren wie das Kurs-/Gewinn-Verhältnis lassen sich bei jungen Unternehmen mangels Gewinn nicht verwenden – und auch der Umsatz ist nur bedingt aussagefähig, da ohne vorhandenen Gewinn nicht die Gewinnspanne ermittelt werden kann, aus der sich ableitet, ob ein Unternehmen profitabel arbeitet.

Mit am häufigsten eingesetzt für die Bewertung von Unternehmen in Wachstumsbranchen wird eine Variante der DCF-Methode, die auf dem WACC-Ansatz (Gesamtkapitalkostensatz) aufbaut und zusätzlich das Realloptions-Modell mit einbezieht. Dieser Ansatz basiert auf folgenden Berechnungsgrundlagen:

1. Ermittlung der Free Cash Flows mit einer Detailplanung der ca. nächsten 5 Jahre, einer Grobplanung weiterer 3 bis 5 Jahre sowie einem Fortführungswert (Dreiphasenmodell)
2. Ermittlung des Gesamtkapitalkostensatzes, der sich wie folgt zusammensetzt: aus dem Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital mal dem Eigenkapitalkostensatz (langfristig erwarteter risikofreier

Kapitalmarktzins, Marktpreis des Risikos, Beta-Faktor) sowie aus dem Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital mal dem Fremdkostensatz nach Steuern.

3. Berücksichtigung der strategischen und operativen Optionen zusätzlich zum DCF-Unternehmenswert (erweiterter DCF-Wert)

Laut Einschätzung von Aders eignet sich die Kombination aus Discounted Cash Flow- und Realloptions-Modell gut für die Bewertung von High-Tech Start-ups, da sie fundamentale Werttreiber mit dem Wertbeitrag flexibler Wachstumsoptionen (falls Optionen tatsächlich bestehen) verbindet.

Realloptions-Modell: Ausweg aus dem Bewertungsdilemma?

Auch Dieter Heidemann, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Partner der Sozietät Oppenhoff & Rädler Linklaters & Alliance und Leiter des Bereiches Corporate Finance, ist ein Verfechter des Realloptions-Modells, »da

dieses dem Management die Option läßt, unternehmerische Maßnahmen entsprechend neuer Bedingungen und Situationen flexibel anzupassen«. So kann es laut Heidemann zum Beispiel sinnvoll sein, ein Forschungs- und Entwicklungsprogramm bei unerwartet negativen Zwischenergebnissen abzubrechen, um weitere Kosten zu vermeiden. Oder es ergibt sich die Chance, durch Investitionen neue Märkte zu erschließen und dadurch potenzielle wirtschaftliche Erträge zu generieren, auch wenn dafür zunächst weitere Folgeinvestitionen notwendig sind. Mit dem Realloptions-Modell lassen sich sowohl das gesamte Unternehmen als auch Unternehmensteile interpretieren. Die Bewertung erfolgt auf Basis der Optionspreismethode nach der Black/Scholes-Formel *die auch für die Bewertung von Finanzoptionen einschlägig ist.* .

Ein entscheidender Vorteil des Realloptions-Modells ist, dass dieses auch den Zeitfaktor berücksichtigt, der insbesondere in der Life Science-Branche eine kritische Größe darstellt. So vergehen von der Grundlagenforschung bis zur Zulassung eines Medikamentes oft bis zu zehn Jahre, in deren Verlauf sich die Unternehmens- und Marktbedingungen entscheidend verändern können. »Flexible Handlungsspielräume in Unternehmen sind vor allem dann notwendig, wenn aufgrund komplexer und dynamischer Marktverhältnisse sehr viele Unsicherheitsfaktoren existieren oder Entscheidungen sich nicht ohne Kosten rückgängig machen lassen«, so Heidemann. »Denn Handlungsspielräume bedeuten das Recht, nicht aber die Verpflichtung zu bestimmten Handlungen, können jedoch dem Unternehmen helfen, von günstigen Entwicklungen zu profitieren und bei negativen Entwicklungen Verluste zu minimieren«.

Fallbeispiel: Zu welchen unterschiedlichen Bewertungsergebnissen traditionelle Verfahren, wie zum Beispiel die DCF-Methode, und das Realloptionsverfahren bei einem jungen Biotech-Unternehmen kommen können, machte Heidemann an einem Fallbeispiel deutlich, bei dem es um die Frage einer möglichen Akquisition durch einen Pharmakonzern geht. Die Ist-Situation stellt sich wie folgt dar: Das Biotech-Unternehmen betreibt erfolgreiche Forschung, hat jedoch ein Finanzierungsproblem, da sich die Vermarktungskosten des Pharmaproduktes auf 100 Millionen Mark belaufen, während der Barwert der erwarteten Cash Flows aus der wirtschaftlichen Verwertung des jetzigen Prototyps nur 80 Millionen Mark beträgt. Nach Anwendung der DCF-Methode ergibt sich somit ein negativer Wert von 20 Millionen

Mark, was die Akquisition unattraktiv machen würde. Anders dagegen bei der Anwendung der Realoptions-Methode. Hier werden als gegebene Realoptionen neben dem Barwert der Kosten (100 Mio. Mark) und dem Barwert des Cash Flows (80 Mio. Mark) auch die Laufzeit der Vermarktung (4 Jahre), die Standardabweichung des Forschungsrisikos (ca. 50%) und ein risikoloser Zins (5%) berücksichtigt. Summa summarum ergibt dies bei Anwendung der Black/Scholes-Berechnungsformel einen Wert von ca. 30 Millionen Mark und somit eine positive Übernahme-Entscheidung.

So attraktiv das Realoptions-Modell für Wachstumsbranchen auf den ersten Blick aussieht, bei näherer Betrachtung zeigen sich auch hier die Schwachstellen. Laut Heidemann sind dies vor allem:

1. Mangelnde Erfassbarkeit
 - des Basisobjektes (wird erst durch die Optionsausübung geschaffen)
 - der Volatilität
2. Unvollständiger Kapitalmarkt
3. Mangelnde Exklusivität
4. Erhöhte Unsicherheit aufgrund hoher Komplexität
 - verwendete Inputwerte sind nicht an effizienten Märkten überprüfbar
 - variable Laufzeit (nicht exakt terminiert)
 - die Unsicherheit endet nicht mit der Optionsausübung (löst sich jedoch mit zunehmendem Fortschritt und Informationsverarbeitung auf)
 - Realoptionen sind oft eng miteinander verbunden

»Die objektiv richtige Bewertungsmethode für High-Tech Start-ups gibt es nicht«, zieht Heidemann Bilanz. »Doch gerade in Wachstumsbranchen kommt es darauf an, langfristige Perspektiven und offene Wachstumschancen zu berücksichtigen. Und hierfür bietet das Realoptions-Modell die größte Flexibilität«.