UNTERNEHMENSBEWERTUNG

Unternehmensbewertung im Rahmen der finanziellen Unternehmensführung

WISSEN - VERSTEHEN - ANWENDEN



Autoren: Thomas Schmitt Marcel Hirsiger

Teil I Einführung in die Unternehmensbewertung

1. Grundsatzfrage der Unternehmensbewertung

Bei der Investitionsrechnung stellt sich die Frage: «Wie gross ist der Wert der Investition?», bei der Unternehmensbewertung stellt sich die Frage: «Wie gross ist der Wert einer Unternehmung?».

1.1. Der richtige Unternehmenswert

Die Diskussion um den richtigen Unternehmenswert dreht sich primär um die Stellung des Erwerbers einer Unternehmung. Je nach dessen Motiv ändert sich der «richtige Unternehmenswert». Folgend eine Übersicht über die Abstufung der Wertegrössen bei unterschiedlichen Käufergruppen.

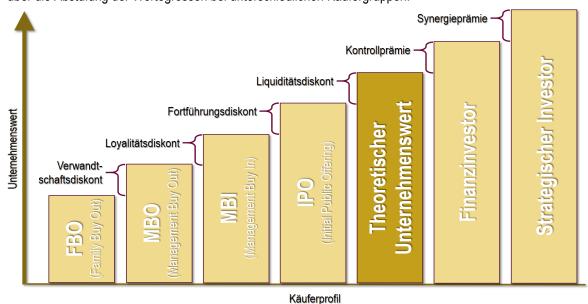


Abbildung 1: Unternehmenswerte in Bezug auf Käuferprofile

2. Gründe für Unternehmensbewertungen

Die Gründe für die Durchführung einer Unternehmensbewertung können vielschichtig sein. Der weitaus grösste Teil an Unternehmensbewertungen im KMU-Bereich wird im Rahmen von Nachfolgeplanungen oder bei Sacheinlagegründungen (primär Wandelung von GmbH in AG) vorgenommen. Folgende Aufstellung zeigt eine Zusammenstellung von möglichen Gründen für die Bewertung von Unternehmungen:

- Kauf und Verkauf einer Unternehmung (Mergers & Acquisitions)
- Erbteilungen (Auseinandersetzungen zwischen den Erben einer Unternehmung)
- Fusionen und Umwandlungen
- Gründung einer Gesellschaft mit Sacheinlagen
- Austritt von Gesellschaftern/Teilhabern aus einer Unternehmung
- Aufnahme von neuen Gesellschaftern in ein Unternehmen
- Teilungen nach Erbrecht oder ehelichem Güterrecht (Scheidungen)
- Festsetzung des Aktienpreises bei Kapitalerhöhungen, bei «Going Public» bzw. bei Kapitalherabsetzungen
- Erhöhung, Verlängerung oder Aufnahme von Krediten (Basel II)
- Sanierungen (f
 ür Nachweis der Bonit
 ät und Zukunftschancen des Unternehmens)
- «Management Buy Out»
- Expropriation (Zwangsenteignung einer Unternehmung durch den Staat)
- Abspaltungen von Unternehmensteilen (Spin-Offs)
- Feststellungen der Überschuldung und Sanierung
- Verpachtung einer ganzen Unternehmung
- Steuerliche Anlässe (Bemessungsgrundlage)
- Titelauswahl im Zuge einer Portfoliobewirtschaftung (Identifikation von über- und unterbewerteten Aktien)
- «Value Based Management»

1.3. Wertsteigerungs-Netzwerk nach Rappaport

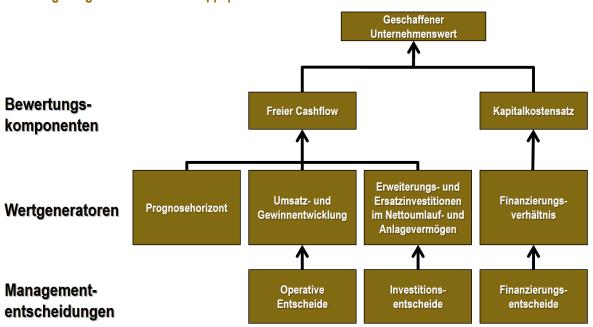
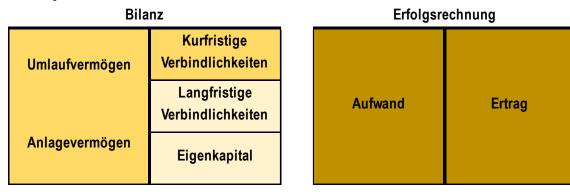


Abbildung 13: Wertsteigerungs-Netzwerk nach Rappaport

Die Verknüpfung zwischen der strategischen Beurteilung und der finanziellen Evaluation erfolgt über die Wertschöpfungskette. Strategien verursachen Veränderungen von Marktleistungen (Umsatz), Kosten und Investitionen, die den einzelnen Gliedern der Wertschöpfungskette und den Funktionsbereichen zugeordnet werden können.

Die von Rappaport definierten Management-Entscheidungen berühren alle Bereiche von Bilanz und Erfolgsrechnung:





Operative Entscheide Investitionsentscheide

Finanzierungsentscheide

Für die Wertsteigerungsanalyse («Shareholder Value Analysis»⁸), die das Instrument für die finanzielle Unternehmensbewertung darstellt, werden die Verfahren der dynamischen Investitionsrechnung verwendet («Discounted Cashflow»). In diesen Ansatz stehen die Beurteilung und Optimierung des Aktionärsnutzens im Vordergrund. Das DCF-Verfahren ist theoretisch die einzig richtige Methode, ist aber in Bezug auf die Verständlichkeit und in der Anwendung nicht gerade einfach.

Die Wertsteigerungsanalyse besitzt die folgenden Eigenschaften:

- Verwendung von allen relevanten Geldflüssen (Einnahmen und Ausgaben)
- Verfahren ist zukunftsorientiert und berücksichtigt einerseits den Zeitwert des Geldes (Diskontierungseffekt) und andererseits das Risiko.
- Verfahren ist prozess- und ergebnisorientiert.

Alfred Rappaport (*1932) ist ein US-amerikanischer Wirtschaftswissenschaftler. Er lehrte zuletzt an der Northwestern University, J.L. Kellogg School of Management und stand der Alcar Group Inc. vor. Er hat gemeinsam mit Joel Stern den «Shareholder-Value-Ansatz» entwickelt und diverse Bücher zu diesem Thema verfasst. Inzwischen ist er emeritiert und lebt in La Jolla, Kalifornien.

- Möglichkeit der Analyse von Szenarios, indem die Auswirkung von alternativen Plänen, Massnahmen oder Szenarios auf den Unternehmenswert gemessen werden.
- Ermittlung der operationellen Faktoren, die den Unternehmenswert wesentlich beeinflussen.

1.4. Struktur der DCF-Methode

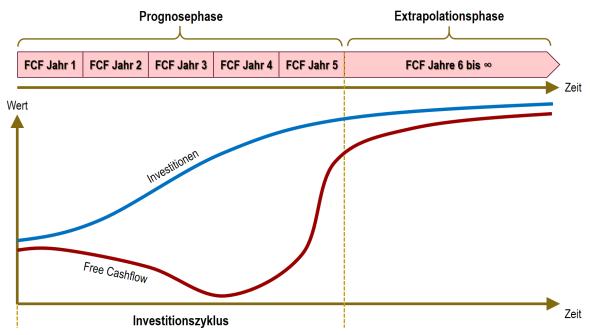


Abbildung 14: Struktur der DCF-Methode

1.5. DCF-Methode nach «Weighted Average Capital Cost» (WACC)

1.5.1. Unternehmenswert nach DCF

Der finanzielle Wert einer Unternehmung entspricht der Summe der auf den Bewertungszeitpunkt abgezinsten künftigen Einnahmen und Ausgaben oder Geldflüsse (= Zukunftserfolgswert).

Zukunftserfolgswert = Barwert der künftigen frei verfügbaren Cashflows

$$Unternehmenswert = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Free\ Cashflow_t}{(1+i)^t}$$

i Diskontierungszinssatz, bspw. WACC oder WACCs

Sowohl die erwarteten Geldflüsse in der Zeit und der Diskontierungszinssatz als auch die erwartete Mindestverzinsung des Investors («Shareholder») bilden die beiden Wertkomponenten. Für die Berechnung des Unternehmenswertes werden einerseits die erwarteten «Free Cashflows» innerhalb des zeitlich begrenzten Planungshorizontes und andererseits jene erwarteten Geldflüsse, die ausserhalb des Prognosezeitraumes anfallen, berücksichtigt. Die letzten der beiden Geldflüsse nennt man auch Endwert oder Residualwert.

Zukunftserfolgswert = Barwert der künftigen frei verfügbaren Cashflows innerhalb des Prognosehorizontes zuzüglich Barwert des Endwertes.

$$Unternehmenswert = \sum_{t=1}^{n} \frac{Free\ Cashflow_t}{(1+i)^n} + \frac{Residualwert_n}{(1+i)^n}$$

Der Unternehmenswert nach DCF entspricht grundsätzlich den kapitalisierten, unendlichen «Free Cashflows».

1.6. Elemente der DCF-Methode

Der Unternehmenswert nach der Discounted Cashflow-Methode wird aus vier Komponenten abgeleitet, welche in der folgenden Reihenfolge entwickelt werden:

- 1. Prognosezeitraum
- 2. «Free Cashflows»
- 3. Kapitalisierungszinssatz
- 4 Residualwert

1.6.1. Prognosezeitraum

Die freien Cashflows werden für eine erste Phase von 5 bis maximal 10 Jahren explizit prognostiziert (In der Praxis hat sich eine Prognosephase von 5 Jahren etabliert, da sich üblicherweise Investitionszyklen verschiedener Bereiche in einer Unternehmung überlagern) und danach anhand eines Zielwertes extrapoliert (Extrapolationsphase). Der Prognosezeitraum sollte einen Investitionszyklus umfassen.

1.6.2. «Free Cashflow»

Unter dem «Free Cashflow» wird derjenige Cashflow verstanden, welcher der Unternehmung maximal entzogen werden könnte, ohne deren Substanz zu beeinträchtigen. Der «Free Cashflow» wird für die Unternehmensbewertung beigezogen, weil er das Fundament der künftigen Dividendenzahlungen und Wertsteigerungen des Unternehmens darstellt.

Basis der mit dem «Shareholder Value» formulierten strategischen Denkansatzes bildet die Planung und Bestimmung des zukünftigen Cashflows. Zur Ermittlung der zukünftigen Einnahmen- und Ausgabenströme und der Ableitung der freien Cashflows müssen finanzanalytische Planungsinstrumente implementiert werden.

Bei der Schätzung der frei verfügbaren Cashflows gilt es, die operativen Cashflows (ungenau: Gewinn vor Abschreibungen) und die investitions- und finanzierungsseitigen Cashflows auseinander zu halten. Dabei bilden die Investitionsausgaben die Grundlage für die zukünftigen Cashflow-Potentiale. Demgegenüber entscheiden die Cashflows aus der Finanzierung über die Realisierbarkeit der Investitionsvorhaben. Daraus resultiert ein Cashflow-Kreislauf, der für die Unternehmung gewissermassen die «Blutversorgung» darstellt. Der «Value Added» bzw. die Wertschaffung ergibt sich aus dem Saldo aus dem operativen Cashflow-Aufkommen und den Investitionen in das Vermögen der Unternehmung.

Ausprägungen des «Free Cashflows»

Der Free Cashflow kann in vier unterschiedlichen Ausprägungen ermittelt werden:

	Berücksichtigung der	Berücksichtigung der
	effektiven Steuern	adjustierten Steuern
Entity-Ansatz (Bruttomethode)	Merkmale: Berücksichtigung der effektiven Steuern sowie der Veränderungen der Steuerrückstellungen Diskontierung mit WACC (FFG * kFK + EFG * kEK)	Merkmale: Berücksichtigung der adjustierten Steuern (EBIT * Ertragssteuersatz) und keine Berücksichtigung der Veränderungen der Steuerrückstellungen Diskontierung mit WACCs (FFG * kFK * (1 – s) + EFG * kEK)
Equity-Ansatz (Netto-Methode)	Merkmale: Berücksichtigung der effektiven Steuern sowie der Veränderungen der Steuerrückstellungen unter Berücksichtigung der Veränderungen des Fremdkapitals Diskontierung mit kEK nach CAPM	Merkmale: Berücksichtigung der adjustierten Steuern (EBIT * Ertragssteuersatz) und keine Berücksichtigung der Veränderungen der Steuerrückstellungen aber Berücksichtigung der Veränderungen des Fremdkapitals Diskontierung mit kEK nach CAPM

Abbildung 15: Ausprägungen des «Free Cashflows»

Berücksichtigung der Veränderung des Nettoumlaufvermögens NUV

Bei der Ermittlung der Veränderung des Nettoumlaufvermögens werden neben den Veränderungen von Forderungen aus Lieferungen und Leistungen, Vorräten und Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen auch die Veränderungen der **betriebsnotwendigen** liquiden Mittel (Zunahme der betriebsnotwendigen liquiden Mittel senkt den freien Cashflow, Abnahme der betriebsnotwendigen erhöht den freien Cashflow.) berücksichtigt.

Wird von einer Fortführung der Unternehmung ausgegangen, ist für die gesamte Prognosephase die Liquidität auf das betrieblich notwendige Volumen einzupendeln, bspw. anhand eines branchenüblichen «Cash-Ratio».

Berechnung des «Free Cashflows»

Steuereffektiv **Steueradjustiert EBITDA EBITDA** - Steueraufwand - Adjustierte Steuern + Zunahme Steuerrückstellungen EBIT • s oder EBIT • s/(1+s) Abnahme Steuerrückstellungen + Zunahme übrige Rückstellungen + Zunahme übrige Rückstellungen - Abnahme übrige Rückstellungen - Abnahme übrige Rückstellungen = operativer Cashflow NUV vor = operativer Cashflow NUV vor Zinsen nach effektive Steuern Zinsen nach adjustierte Steuern - Zunahme NUV - Zunahme NUV + Abnahme NUV + Abnahme NUV - Zunahme AV - Zunahme AV **Erweiterung Erweiterung** + Abnahme AV + Abnahme AV - Abschreibungen - Abschreibungen **Frsatz Frsatz** = Free Cashflow Entity = Free Cashflow Entity nach effektive Steuern nach adjustierten Steuern

- Zinsaufwand
- + Zunahme finanzielles Fremdkapital
- Abnahme finanzielles Fremdkapital
- = Free Cashflow Equity nach effektive Steuern

Tabelle 19: Berechnung des freien Cashflows

nach adjustierten Steuern

«Entity-Approach» (Brutto-Ansatz)

Die «Free Cashflows» werden auf Gesamtkapitalebene berechnet, wobei diese mit dem gewichteten durchschnittlichen Kapitalkostensatz (WACC bzw. WACCs) abdiskontiert werden (vgl. auch Exkurs risikogerechte Kapitalkosten, Seite 121). Der «Free Cashflow Entity» nach adjustierten Steuern wird mit dem WACCs (mit Berücksichtigung der Steuerkorrektur) kapitalisiert. Es ist unbedingt darauf zu achten, dass der Cashflow vor Abzug der Fremdkapitalzinsen berechnet wird, da der daraus zu ermittelnde «Free Cashflow» auf Gesamtkapitalebene sowohl den Fremd- als auch den Eigenkapitalgebern zur Verfügung steht.

- Zinsaufwand

+ Steuereffekt auf Zinsen («Tax Shield»)

+ Zunahme finanzielles Fremdkapital

- Abnahme finanzielles Fremdkapital

= Free Cashflow Equity

Aussagekräftig ist primär ein Unternehmenswert «Equity» (Netto). Kommt nun der «Entity-Approach» (Brutto-Ansatz) zur Anwendung, muss zur direkten Ermittlung des «Equity»-Wertes das Fremdkapital in Abzug gebracht werden. In der Praxis können drei unterschiedliche Fremdkapitalwerte als Abzugsgrössen identifiziert werden:

a) Gesamtes Fremdkapital:

Dieser Ansatz ist sehr verbreitet. Er leitet sich aus der Überlegung ab, dass ein «Free Cashflow» brutto alle zukünftigen Zahlungen an Eigen- und Fremdkapitalgeber beinhaltet und somit für die Amortisation aller Fremdkapitalpositionen verwendet werden muss. Diese Argumentation entspricht dem Grundkonzept der DCF-Methode.

b) Betriebliches, zu verzinsendes Fremdkapital

Dieser Ansatz ist weniger verbreitet und auch nicht mit dem Konzept der DCF-Methode begründbar. Der «Free Cashflow», als wesentliche Komponente der DCF-Methode repräsentiert den maximalen möglichen Entzug von Liquidität zur Abdeckung der Zahlungen an Eigen und Fremdkapitalgeber - und dies unabhängig, ob die Finanzierung zinsfrei (bspw. Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen) oder verzinst (bspw. Darlehen oder Hypotheken) erfolgte.

c) Wertiges Fremdkapital

In seltenen Fällen wird auf das «wertige Fremdkapital» abgestellt. Dabei wird supponiert, dass in Betrachtung einer unendlichen Lebensdauer einer Unternehmung, welche ja im DCF-Konzept als solche abgebildet ist, das Fremdkapital nicht zurückbezahlt, sondern lediglich unendlich lange verzinst werden muss. Aus dieser Überlegung kann abgeleitet werden, dass das Fremdkapital in Form einer unendlichen Rente der Zinszahlungen repräsentiert ist. Das «werthaltige Fremdkapital» entspricht somit der mit dem WACC bzw. WACCs kapitalisierten unendlichen Reihe von Zinszahlungen. Dieser Ansatz steigert den Unternehmenswert deutlich, da das vom DCF-Wert «Entity» in Abzug zu bringende Fremdkapital reduziert wird. Diese Reduktion des Fremdkapitalabzugs wächst mit zunehmender Zinsspanne zwischen Fremdkapitalkostensatz und WACC (bzw. WACCs).

Beispiel:

Bestand an Fremdkapital gemäss Bewertungsbilanz	CHF	1'000'000
Fremdkapitalkostensatz		5%
Fremdkapitalzinsen pro Jahr	CHF	50'000
WACC (bzw. WACCs)		8%
Wertigkeit des Fremdkapitals		625'000

«Equity-Approach» (Netto-Ansatz)

Die «Free Cashflows» nach Abzug der Fremdkapitalzinsen und Kompensation der Veränderungen des finanziellen Fremdkapitals werden mit dem Eigenkapitalkostensatz nach CAPM kapitalisiert. Beim Equity Approach ist der Cashflow nach Abzug der Fremdkapitalzinsen in die Berechnung des Free Cashflow einzubeziehen, da die frei verfügbaren Geldmittel lediglich den Eigenkapitalgebern zur Verfügung stehen.

Übersicht «Entity»- und «Equity»-Ansatz

Ansatz:	«Entitv»-Apporoach (Bruttoansatz)	«Equity»-Approach (Nettoansatz)
Kapitalebene:	Gesamtkapital	Eigenkapital
Ermittlung des «Free Cashflows»:	Der «Free Cashflow» wird vor Zinsen ermittelt	Der «Free Cashflow» wird nach Zinsen und nach Veränderung des langfristigen Fremdkapitals ermittelt
Werte-Herleitung:	Die Herleitung des Unternehmenswertes erfolgt auf Basis des Gesamtkapitals mit separater Ausscheidung des	Die Herleitung des Unternehmenswertes erfolgt auf Basis des Eigenkapitals
Barwertbildung:	Barwertbildung mit dem WACC bzw. mit dem WACCs	Barwertbildung mit dem Eigenkapitalkostensatz

Tabelle 20: Übersicht Entity- und Equity-Ansatz

1.6.3. Beurteilung der beiden «Free Cashflow»-Ansätze

Es sollte, wenn immer möglich, der «Entity-Approach» (Brutto-Ansatz) bevorzugt werden, da die Herleitung des Gesamtunternehmenswertes bedeutend übersichtlicher und informativer ist. Ein weiterer Vorteil des «Entity»-Ansatzes liegt darin, dass das Fremdkapital separat bewertet wird. Der «Equity»-Ansatz kommt bei der DCF-Methode nach «Flow-to-Equity» (FTE, vgl. Seite 71) bzw. «Adjusted Present Value» (APV, vgl. Seite 71) zur Anwendung.

Steueraspekt

Die DCF-Methode versucht einen Wert abzubilden, welcher frei ist von manipulativen Einflüssen der Eigentümer. Durch die Wahl der Finanzierung (Finanzierungsverhältnis und dem daraus resultierenden Leverage-Effekt) werden auch die Steueraufwände beeinflusst (Fremdkapitalzinsen wirken steuerreduzierend, Eigenkapitalzinsen [bspw. Dividenden] nicht). Deshalb wird oft mit einem steueradjustierten Betriebserfolg gerechnet (NOPLAT, «Net Operating Profit Less Adjusted Taxes»). Dieser steueradjustierte Betriebserfolg berechnet sich wie folgt:

Steueradjustierter Betriebserfolg = Betriebserfolg vor Zinsen und Steuern ● (1 - Ertragssteuerrate)

Der steuerliche Einfluss auf den Unternehmenswert wirkt sich in der Abzugsfähigkeit der Zinsen vom Gewinn aus. Bei einem stark fremdfinanzierten Unternehmen kann durch diesen Effekt die Steuerbelastung reduziert werden. Dieser Mechanismus wird mit «Tax Shield» bezeichnet.

Um nun zu korrigieren, dass bei der Berechnung des «Free Cashflows» der Steueraufwand üblicherweise auf der Basis des EBIT anstelle auf der Basis des EBT berechnet wird, muss der Diskontierungszinssatz durch den Steuereffekt angepasst werden, indem die Fremdkapitalkosten reduziert werden.

Bei der «Equity-Methode» (Netto) kann der Steuereffekt in die Berechnung des Beta-Wertes einfliessen (vgl. auch «Levered Beta», Exkurs risikogerechte Kapitalkosten, Seite 121):

$$\beta_{\text{EK}} = \frac{\beta_{\text{GK}}}{1 + \text{FV} \bullet (1 - s)}$$

ß_{EK} = Unlevered Beta

Games Samuel Beta

FV = Finanzierungsverhältnis (FK / EK)

S = Steuersatz

Die «Entity»-Methode (Brutto) kennt drei Verfahren, um den Steuereffekt abzubilden:

a) Steuereffektiver «Free Cashflow»: Der steuereffektive «Free Cashflow» fällt höher aus, als wenn die adjustierten Steuern auf Basis des EBIT berechnet würden. Dies wird kompensiert durch die Verwendung des WACC ohne Steuerkorrektur.

$$WACC = k_{EK} \bullet EFG + k_{FK} \bullet FFG$$

b) Steueradjustierter «Free Cashflow»: Die steueradjustierte Herleitung des «Free Cashflows» führt zu einem tieferen «Free Cashflow», da sich der Steuerabzug auf den EBIT bezieht. Dies wird kompensiert, indem der WACC_S zur Anwendung kommt.

WACC_s =
$$k_{EK} \cdot EFG + k_{FK} \cdot FFG \cdot (1-s)$$

Für die Ermittlung des adjustierten Steuerbetrages wird von dem Steuersatz ausgegangen, den das Unternehmen bei vollständiger Eigenfinanzierung zu tragen hätte. Ebenso dürfen keine Steuerlasten berücksichtigt werden, die nicht betrieblich verursacht sind.

c) Kombinierte Methode: Bei der kombinierten Methode werden die steuerlichen Effekte als separate Cashflows ausgewiesen. Durch Multiplikation von Fremdkapital mit Fremdkapitalkostensatz (WACC) und mit dem Steuersatz wird der Wert des «Tax Shields» als endlose Rente ermittelt und anschliessend vom Free Cashflow abgezogen, bzw. als NPV vom Unternehmenswert subtrahiert.

Aufgabe UB-Teil V.1: «Free Cashflow»

Bilanzen	2010	2011		2010	2011
Liquide Mittel	45	51	Kreditoren	198	209
Forderungen	287	291	Steuerrückstellungen	20	25
Vorräte	341	337	langfristiges FK	450	450
materielles AV	211	218	Aktienkapital	250	250
immaterielles AV	59	65	Reserven	37	41
finanzielles AV	22	20	Gewinnvortrag	10	7
	965	982]	965	982

Erfolgsrechnung	2011		2011
Warenaufwand	656	Nettoerlöse	1'640
Personalaufwand	501		
Betriebsaufwand	233		
Verwaltungsaufwand	82		
Zinsen	27		
Abschreibungen	58		
Steuern	23		
Reingewinn	60		
	1'640		1'640
Steuersatz	30%		

Ermitteln Sie aus vorstehendem Jahresabschluss den «Free Cashflow» (steuereffektiv und steueradjustiert) für das Jahr 2011.

UNTERNEHMENSBEWERTUNG Teil VIII: Weitere Verfahren

Teil VIII Weitere Verfahren

1. «Venture-Capital»-Methode

1.1. Einführung¹³

Das Thema «Venture Capital» taucht immer wieder in der öffentlichen Diskussion auf. Es handelt sich um ein faszinierendes Gebiet, welches neue Perspektiven eröffnet. Vor allem in Zeiten von geringem wirtschaftlichem Wachstum ist «Venture Capital» oft ein wichtiger Hoffnungsträger. Gleichzeitig wird die öffentliche Diskussion häufig von Einwänden geprägt, es sei zu wenig Risikokapital verfügbar. Die Investoren dagegen verweisen auf das Fehlen von geeigneten Projekten. Wie soll nun aber festgelegt werden, ob ein Projekt für einen bestimmten Investor akzeptabel ist? Zu diesem Zweck ist eine Bewertung im Rahmen einer eingehenden Prüfung unumgänglich. Die Bewertung von «Venture Capital»-Projekten ist jedoch kein leichtes Unterfangen, und die Theorie mag in diesem Bereich mit der Praxis kaum Schritt halten. So erstaunt es denn auch nicht, dass sich insbesondere in der deutschsprachigen Fachliteratur wenig zu diesem Fachgebiet findet. Aber auch in den USA und England gibt es nebst einigen «Working Papers» von zum Teil namhaften Professoren wenige Abhandlungen zu diesem Thema.

1.2. Gründe für die Bewertung

Es gibt zahlreiche Gründe für die Bewertung eines «Venture Capital»-Projektes. Die häufigste Ursache ist eine anstehende Finanzierungsrunde, bei welcher die Ermittlung eines Unternehmenswertes als Verhandlungsbasis herangezogen wird. Da der Investor als Gegenleistung für seine Investition einen Eigenkapitalanteil erhält, ist es von Bedeutung, den aktuellen Wert der Unternehmung zu kennen. «Venture Capital»-Projekte zeichnen sich zudem durch mehrere Finanzierungsrunden aus, was regelmässige Neubewertungen erfordert. Um den Anteil jedes Investors zum Desinvestitionszeitpunkt festzulegen, muss auch bei diesem Anlass ein Verkaufs- oder Börsenwert geschätzt werden. Zudem dient die Bewertung als Anhaltspunkt für Beteiligungen, die als Anreize an das Management ausgegeben werden.

Die Bewertung lässt sich ebenfalls zur Messung der Performance verwenden. Durch eine regelmässige Evaluation kann die Entwicklung der Unternehmung genauer verfolgt werden, was sowohl den Investoren, als auch dem Management der betreffenden Unternehmung als wichtiges Controlling-Instrument dient.

Bei der Bewertung darf jedoch nicht nur das Ergebnis im Vordergrund stehen. Ebenso wichtig ist der Prozess, der zu diesem Resultat führt. Dabei werden jene Komponenten ersichtlich, die den Wert der Unternehmung massgeblich beeinflussen. In diesem Zusammenhang wird oft von «Value Drivers» gesprochen. Die Kenntnisse über diese Wertgeneratoren helfen, die richtigen Fragen bezüglich der Entwicklung des Unternehmens zu stellen, so zum Beispiel: «Welchen Preis können wir für höheres Wachstum bezahlen?» oder «Wie wichtig ist es, kurzfristig höhere Erträge zu erzielen?» oder «Welchen Effekt hat die Marge auf den Wert?».

Eine Bewertung ist schliesslich auch jenen nützlich, die überzeugt sind, dass eine «mathematische Herleitung» des Wertes nicht sinnvoll ist. Sowohl die gewonnenen systematischen Informationen wie auch die angesprochenen «Value Drivers» stiften der Unternehmung einen wertvollen Nutzen und können wichtige Anhaltspunkte für die künftige Konzentration der Kräfte bieten.

1.3. Die Finanzierungsstufen des «Venture Capital»

Damit eine klare Gliederung von «Venture Capital»-Projekten möglich ist, wird eine Einteilung nach Stufen der Finanzierung vorgenommen. Da bei jeder Finanzierung eine Neubewertung durchgeführt werden muss, stehen Finanzierungsstufe und Bewertung in engem Zusammenhang.

Die Finanzierungsstufen basieren auf den unterschiedlichen Entwicklungsphasen einer Unternehmung, wobei von einem idealtypischen Wachstumsverlauf ausgegangen wird. Die so gewonnene Systematik soll einen Bezugsrahmen darstellen, um eine bessere Differenzierung (vor allem hinsichtlich Risiko/Rendite-Profilen) vornehmen zu können.

¹³ Quelle: Venture Valuation AG, Zürich

UNTERNEHMENSBEWERTUNG Teil VIII: Weitere Verfahren

Early Stage Expansion Stage Seed Start-up Financing Financing Financing Financing Seed Financing Financing Financing Financing Financing Financing

Typischer Verlauf eines Venture Capital-Projektes

Abbildung 18: Verlauf eines «Venture Capital»-Projektes

Gewinn Verlust

Grundsätzlich wird eine grobe Unterteilung in «Early Stage» und «Expansion Stage» vorgenommen. Die Desinvestitionsphase wird als «Devesting» bezeichnet. Eine wichtige, sich ändernde Eigenschaft der verschiedenen Finanzierungsstufen ist das Risiko. Im Allgemeinen nimmt dieses mit dem Erreichen der nächsten Stufe ab. Die obige Abbildung zeigt einen typischen Verlauf eines «Venture Capital»-Projektes durch die verschiedenen Finanzierungsstufen, wobei nicht zwangsläufig in jeder Stufe neue Mittel zufliessen müssen.

Hauptfinanzierungsquellen der verschiedenen Unternehmensphasen

Je nach Stufe sind die Quellen der Finanzierung unterschiedlich. Die untenstehende Abbildung zeigt mögliche Geldgeber unter Berücksichtigung der Unternehmensphase und Höhe des Investments.

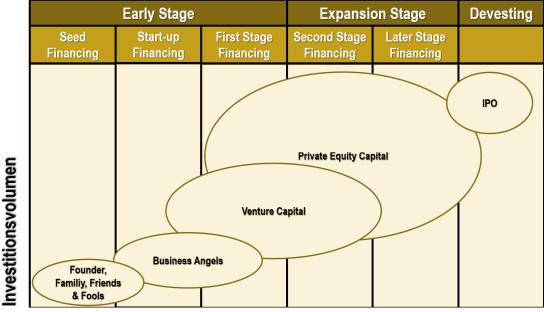


Abbildung 19: Hauptfinanzierungsquellen

1.4. Die «Venture Capital»-Methode

Die «Free Cashflows» von «Venture Capital»-Projekten sind zu Beginn meist negativ. Die Rendite resultiert aus einem unsicheren, dafür potentiell umso höheren Kapitalertrag beim Exit der Unternehmung (meist in Form eines Verkaufs oder IPO¹⁴). Die klassische Investitionsdauer von «Venture Capital» liegt im Bereich von fünf bis zehn Jahren. Die Auszahlung an den «Venture Investor» erfolgt also nicht durch eine Dividende aus dem «Free Cashflow», sondern in Form einer höheren Kapitalleistung beim Verkauf der Anteile. Der

Devesting

¹⁴ IPO = «Initial Public Offering», Börsengang

«Venture Capital»-Überlegungen haben primär bei «Venture Capital»-Projekten, die über mehrere Finanzierungsrunden laufen, eine nicht zu unterschätzende Bedeutung.

Im Zuge von Kapitalerhöhungen – vor allem im Falle von Finanzierungen über «Venture Capital» (VC) oder «Private Equity» (PE) – ist oft von einer «Premoney»- und einer «Postmoney»-Bewertung die Rede. Bei relativ geringen Unternehmenswerten und relativ grossen Kapitalerhöhungen, die durch Beteiligungsinvestoren aufgebracht werden, kommt dieser Unterscheidung grosse Bedeutung zu. Der «Venture Capitalist» benutzt eine «Hurdle»-Rate¹⁵ um Projekte entsprechend seinen Anforderungen zu bewerten. Ergibt sich ein tiefer, nicht realistischer Unternehmenswert, so hat das Projekt nicht das geforderte Potential, Misserfolge anderer Projekte zu kompensieren.

1.4.1. Begriffe

«Premoney»-Bewertung

«Premoney» bezeichnet den Unternehmenswert vor einer Finanzierungsrunde.

Die Ermittlung des «Premoney»-Wertes basiert auf einer klassischen Unternehmensbewertung, wobei der werttreibende Effekt der Finanzierungsrunde üblicherweise bereits mitberücksichtigt wird.

«Postmoney»-Bewertung

«Postmoney» bezeichnet den Unternehmenswert nach einer Finanzierungsrunde und dient zur Festlegung des «Equity»-Anteils (Eigenkapitalanteils) eines Investors.

1.4.2. Anwendungsbeispiel

Ein Investor («Venture-Capitalist», VC) plant, CHF 2.0 Mio. als Risikokapital zu investieren. Es steht eine Beteiligung an einer Unternehmung zur Diskussion. Die Unternehmung weist intakte Wachstumsperspektiven auf und die «Postmoney»-Bewertung der Unternehmung (bspw. anhand einer DCF-Bewertung) ergibt CHF 6.0 Mio.

Damit würde die Beteiligung des Investors (VC) basierend auf dem «Postmoney»-Wert 25% der Unterneh-Unternehmung mit intakten Wachstumsperspektiven: mung umfassen, d.h. ¼ der Aktien müssten

Pre-Money-Bewertung	6.000	
Investment VC	2.000	25% Anteil Investo
Post-Money-Bewertung	8.000	100%

dem Investor zukommen. Diese neuen Aktien müssten unter Ausschluss der Bezugsrechte der bestehenden Aktionäre emittiert werden.

Tabelle 26: «Premoney»-Bewertung und «Postmoney»-Bewertung

Beispiel einer Kapitalerhöhung unter Ausschluss der Bezugsrechte bei einem Investment eines «Venture-Capitalists»:

Aktienkapital	500'000	CHF
Nennwert je Aktie	100	CHF
Bewertung «Premoney»	4'000'000	CHF
Investment des «Venture-Capitalist»	1'000'000	CHF
Bewertung «Postmoney»	5'000'000	
Anteil «Venture-Capitalist»	20%	
Anzahl Aktien «Premoney»	5'000	80%
Aktienemission für «Venture-Capitalist»	1'250	20%
Anzahl Aktien «Postmoney»	6'250	100%

Tabelle 27: Beispiel einer Kapitalerhöhung bei einem Investment eines «Venture-Capitalists»

[«]Hurdle»-Rate = «Required Rate of Return» oder Kalkulationszinssatz, welcher bei der «Discounted Cashflow»-Analyse verwendet wird. Die «Hurdle»-Rate bezeichnet die subjektive Mindestverzinsungsforderung eines Anlegers an seine Investition und bestimmt, wie stark weiter in der Zukunft liegende Zahlungen auf ihren Barwert abgewertet werden. Die «Hurdle»-Rate wird ermittelt, indem die Kapitalkosten oder gewichteten Kapitalkosten um eine Risikoprämie erhöht (bei Investitionen) oder vermindert (bei Kreditvergaben) werden.