

# Unternehmensbewertung

## Zusammenfassung geeigneter Bewertungsmethoden

Diese Zusammenfassung soll einen Überblick über die Bewertungsmethoden vermitteln, die für Unternehmen in unterschiedlichen Entwicklungsphasen und Industrien geeignet sind, um in der Vorbereitung einer Crowdfunding Kampagne ihren Unternehmenswert zu ermitteln. Diese Methoden basieren auf den veröffentlichten Bewertungsrichtlinien der EVCA European Private Equity and Venture Capital Association, die weltweit Anwendung finden. FunderNation prüft die sachgerechte Anwendung der Bewertungsmethode durch die auf der Plattform präsentierten Unternehmen. Die Entscheidung, ob die resultierende Bewertung für das Unternehmen angemessen ist, obliegt jedem Investor.

Bei FunderNation können kapitalsuchende Unternehmen ihre Bewertung mit einer der folgenden Methoden ermitteln:

	<b>Bewertungsmethode</b>	<b>Ansatz</b>
<b>1.</b>	Bewertung der letzten Finanzierungsrunde	Bestimmt den gegenwärtigen Marktwert eines Unternehmens
<b>2.</b>	Multiplikatoren	Bestimmt den gegenwärtigen Marktwert eines Unternehmens
<b>3.</b>	Branchen-Vergleichswerte	Bestimmt den gegenwärtigen Marktwert eines Unternehmens

Quelle: EVCA / IPEV Valuation Guidelines (December 2012), Seiten 14-34: Section 3. Valuation Methods, <http://www.privateequityvaluation.com>

## 1. Bewertung der letzten Finanzierungsrunde (price of recent investment)

Bei diesem Bewertungsansatz ist der Unternehmenswert relevant, zu dem der letzte signifikante Betrag in das Unternehmen investiert wurde. Diese Bezugsgröße wird üblicherweise bis maximal 18 Monate nach der letzten Investition verwendet. Ist ein längerer Zeitraum seit der letzten Investition verstrichen, haben wesentliche positive oder negative Veränderungen im Unternehmen einen Einfluss auf die Bewertung.

Die Bewertungsmethode „Bewertung der letzten Finanzierungsrunde“ wird bei jungen Unternehmen (Startups) angewendet, die aktuell und in naher Zukunft keine Erträge erwirtschaften. Für diese Firmen ist es typischerweise schwer, die finanziellen Auswirkungen ihrer Entwicklungsaktivitäten genau einzuschätzen und zuverlässige Cashflow Prognosen abzugeben. In diesen Fällen wird die „Bewertung der letzten Finanzierungsrunde“ als eine der angemessensten Methoden betrachtet, um den Marktwert eines Unternehmens (fair market value) zu ermitteln.

### 1.1. Beispiel

Die letzte Investition liegt drei Monate zurück. Zu diesem Zeitpunkt hat der letzte Investor auf Basis einer Bewertung von €0,8 Millionen (pre-money Bewertung, d.h. die Bewertung des Unternehmens, bevor das zusätzliche Kapital zur Verfügung gestellt wird) einen Betrag in Höhe von €0,2 Millionen investiert. Die post-money Bewertung (d.h. die Bewertung im Anschluss an die Investition, also pre-money Bewertung plus investiertes Kapital) beträgt folglich €1,0 Millionen. Der Investor hält für seine Investition in Höhe von €0,2 Millionen 20% am Unternehmen.

Der aktuelle Investor investiert €0,5 Millionen. Die „Bewertung der letzten Finanzierungsrunde“ in Höhe von €1 Million wird nun als pre-money Bewertung für die aktuelle Finanzierung zugrunde gelegt. Das Unternehmen hat nach der Investition einen Wert von € 1,5 Millionen (post-money) und der neue Investor hält mit seiner Investition in Höhe von €0,5 Millionen 33% am Unternehmen.

### 1.2. Variante: Meilenstein-Ansatz

Liegt der Zeitpunkt der letzten Investition zu lange zurück bzw. sind die Unternehmensveränderungen seit diesem Zeitpunkt zu stark gewesen, eignet sich die „Bewertung der letzten Finanzierungsrunde“ nicht mehr als Bewertungsansatz. Insbesondere wenn es deutliche Anzeichen dafür gibt, dass der Unternehmenswert von der „Bewertung der letzten Finanzierungsrunde“ abweicht, muss der Wert dieser Abweichung nach oben (Wertzuwachs) oder unten (Wertverlust) ermittelt werden.

Sofern in diesem Fall kein Unternehmenswert aus dem „Multiplikatoren“-Ansatz (siehe 2.) oder aus „Branchen-Vergleichswerten“ (siehe 3.) entwickelt werden kann, können branchenspezifische Bezugspunkte (Benchmarks) oder Meilensteine dafür genutzt werden, den Marktwert des Unternehmens zu ermitteln.

Geeignete Meilensteine sind zum Beispiel:

- Finanzkennzahlen: Umsatz- und Ertragswachstum, Barmittelverbrauch oder Einhaltung der finanziellen Verträge
- Technische Kennzahlen: Entwicklungsphasen, Testzyklen, Patenterteilungen oder behördliche Genehmigungen
- Marketing- und Vertriebskennzahlen: Kundenbefragungen, Testphasen, Markteinführungen oder der Marktanteil.

Beim Meilenstein-Ansatz wird geprüft, wie sich der Marktwert des Unternehmens (fair market value) in Abhängigkeit von der Erfüllung der Meilensteine verändert. Die folgenden Indikatoren können eine Rolle spielen:

- Die Ergebnisse des Unternehmens weichen stark vom Plan-Budget oder den geplanten Meilensteinen ab
- Die Erwartungen, dass technische Meilensteine erreicht werden können, haben sich erheblich verändert
- Der Absatzmarkt für die Produkte des Unternehmens hat sich deutlich verändert
- Es hat signifikante Veränderungen in den globalen Märkten gegeben, in denen das Unternehmen aktiv ist
- Es hat starke Veränderungen bei der beobachtbaren Leistung oder Bewertung von vergleichbaren Unternehmen gegeben
- Jegliche unternehmensinternen Angelegenheiten wie Betrug, Streitfallregelungen, Rechtsstreitigkeiten, Veränderungen im Management oder in der Strategie

Zur Feststellung der neuen Unternehmenswertung wird in einem weiteren Schritt die ermittelte Veränderung der „Bewertung der letzten Finanzierungsrunde“ zugeschlagen, falls es sich um einen Wertzuwachs handelt. Ein Wertverlust wird von der „Bewertung der letzten Finanzierungsrunde“ abgezogen. Das Ergebnis stellt die aktuelle Unternehmenswertung dar.

Sofern ein Unternehmen noch keine signifikanten Umsätze, Erträge oder positiven Cashflows erwirtschaftet, sind andere Bewertungsmethoden wie Ergebnismultiplikatoren generell unangemessen. Die Discounted-Cashflow Methode (DCF) kann prinzipiell als Gegenprobe eingesetzt werden. Allerdings ist auch die DCF Methode in diesen Fällen durch die subjektive Einschätzung zukünftiger Cashflows eher ungeeignet.

## 2. Multiplikatoren

Diese Bewertungsmethode verwendet Multiplikatoren in Bezug auf den Ertrag (EBIT oder EBITDA) oder den Umsatz des Unternehmens. Der Umsatzmultiplikator kann bei Unternehmen mit negativen Erträgen angewendet werden, solange die Annahme berechtigt ist, dass es sich um vorübergehende Verluste handelt und es Anzeichen dafür gibt, dass „normalisierte“ positive Erträge ab einem bestimmten Zeitpunkt erwartet werden können.

### 2.1. Umsatzmultiplikatoren

Umsatzmultiplikatoren eignen sich z.B., wenn ein Unternehmen stark in Wachstum investiert und eine geeignete Finanzierung zur Verfügung steht bzw. eingeplant ist, um das durch die Investition entstehende negative Ergebnis und daraus resultierende negative Cashflows zu decken.

Umsatzmultiplikatoren werden in der Regel auf den Umsatz des letzten abgeschlossenen Geschäftsjahres angewandt. Bei der Ermittlung angemessener Multiplikatoren (2.4) ist dies entsprechend zu berücksichtigen.

### 2.2. Ertragsmultiplikatoren

Bei der Anwendung dieser Bewertungsmethode sollten folgende Aspekte berücksichtigt werden:

- Der Ertragsmultiplikator sollte als angemessener und sinnvoller Indikator für den Unternehmenswert auf Basis nachhaltiger Unternehmenserträge unter Berücksichtigung der Größe, des Risikos und des Wachstums des Unternehmens verwendet werden. Diese Bewertungsmethode ist daher nur für etablierte Unternehmen geeignet.
- Der resultierende Unternehmenswert (Enterprise Value) wird um nicht-betriebsnotwendiges Kapital und um nicht durch Eigenkapital gedeckte Fehlbeträge angepasst, um einen angepassten Unternehmenswert (Adjusted Enterprise Value) zu berechnen.

### 2.3. Kürzlich erfolgte Transaktionen (recent transactions)

Um einen vernünftigen Rahmen für Bewertungsmultiplikatoren zu finden, werden typischerweise vergleichbare kürzlich erfolgte Transaktionen als Referenz verwendet. Dabei ist folgendes zu berücksichtigen:

- Zunächst sind die relevanten Vergleichsunternehmen zu bestimmen. Zielsetzung ist es, Vergleichs-Unternehmen zu identifizieren, die möglichst gleichartige Risikoattribute und Ertragswachstums-perspektiven haben wie das zu bewertende Unternehmen. Diese Ähnlichkeit ist am größten, wenn die Vergleichsunternehmen

möglichst gleichartig sind in der Geschäftstätigkeit, im Zielmarkt und der Unternehmensgröße.

- Je größer die Vergleichsgruppe (peer group), desto belastbarer ist der resultierende Durchschnittswert für den ermittelnden Multiplikator.
- In einem zweiten Schritt sind die folgenden Daten für die Vergleichsgruppe zu ermitteln: Unternehmensbewertung zum Zeitpunkt der Transaktion, Umsatz im letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr vor der Transaktion (für die Bewertung nach Umsatzmultiplikator) bzw. Ertrag im letzten abgeschlossenen Geschäftsjahr vor der Transaktion (für die Bewertung nach Ertragsmultiplikator).
- Nicht-börsennotierte Unternehmen haben generell eine geringere Transparenz in Bezug auf die von ihnen berichteten Finanzkennzahlen. Unterschiedliche Datenbanken bzw. Veröffentlichungen können zur Datenbeschaffung konsultiert werden.

## 2.4. Angemessene Multiplikatoren

In einem abschließenden Schritt sind nun die Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen zu ermitteln: Unternehmenswert zum Zeitpunkt der Transaktion im Verhältnis zu Umsatz oder Ertrag des letzten abgeschlossenen Geschäftsjahres. Es ist wichtig, dass die Zeitperiode des gewählten Multiplikators mit der Periode übereinstimmt, die für das zu bewertende Unternehmen verwendet wird. Umsatz oder Ertrag des letzten abgeschlossenen Geschäftsjahres bieten sich aus dem Grund besonders an, da dies in der Regel die am zuverlässigsten veröffentlichten Daten der Vergleichsunternehmen sind.

Aus den Multiplikatoren der Vergleichsgruppe wird ein Mittelwert gebildet. Mit diesem Mittelwert wird nun der eigene Umsatz bzw. Ertrag multipliziert, um den Unternehmenswert zu errechnen.

Abweichungen zwischen dem zu bewertenden Unternehmen und den Vergleichsunternehmen können zu einer Bewertungsanpassung führen. Bei höheren Risiken weicht die Bewertung nach unten ab, bei höherem Ertragswachstum nach oben. Börsennotierte Unternehmen werden üblicherweise aufgrund ihrer höheren Liquidität und Markttransparenz mit einem höheren Multiplikator bewertet als nicht-notierte Unternehmen.

## 2.5. Beispiel für die Anwendung von Multiplikatoren

Die EBIT- und Umsatzmultiplikatoren für kürzlich erfolgte Transaktionen in verschiedenen Branchen in Deutschland werden unter anderem vom „Finance Magazin“ veröffentlicht (<http://www.finance-magazin.de/research/multiples/>). Die Nutzung dieser veröffentlichten Multiplikatoren vereinfacht die Anwendung dieser Bewertungsmethode deutlich, da die Erstellung einer Vergleichsgruppe entfällt. Im August 2014 betrug der EBIT-Multiplikator für nicht-börsennotierte Unternehmen mit einem Umsatz von bis zu € 50 Mio. (small-cap) in der Softwarebranche: 6,5 bis 8,5.

Berechnungsbeispiel: Das zu bewertende Unternehmen hat einen EBIT €1,0 Millionen x 6,5 bis 8,5 = €6,5 bis €8,5 Millionen Unternehmenswert.

### 3. Branchen Vergleichswerte

In einigen Branchen werden branchenspezifische Bewertungskennzahlen angewendet. Beispielsweise nutzen Pflegeheimbetreiber die Kennzahl „Preis pro Bett“, Online-Unternehmen die Kennzahl „Preis pro registriertem Nutzer“ oder Kabelfernsehunternehmen die Kennzahl „Preis pro Abonnent“. In anderen Branchen, inklusive einiger Finanzdienstleister, Informationstechnologie-Märkte oder Service-Sektoren werden langfristige Kundenverträge herangezogen, um eine Bewertung zu ermitteln.

In diesen Branchen werden die Bewertungskennzahlen oft unter der Annahme genutzt, dass Investoren einen Preis für den Umsatz oder Marktanteil des Unternehmens zahlen und dass die branchentypische Profitabilität des Unternehmens nicht stark schwankt.

Die Anwendung von branchentypischen Vergleichswerten ist als Bewertungsmethode nur in begrenzten Situationen sinnvoll. Üblicherweise ist diese Bewertungsmethode eher als Plausibilitätsprüfung nützlich, um Bewertungen zu überprüfen, die durch andere Methoden ermittelt wurden.

### 4. Grundsätzliches

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode sollten vom ermittelten Unternehmenswert alle Finanzinstrumente abgezogen werden, die in einem Liquidationsfall vorrangig vor dem aktuellen Investitionsbetrag ausgezahlt werden oder die diesen Investitionsbetrag verwässern, um den zurechenbaren Unternehmenswert zu ermitteln.

Der zurechenbare Unternehmenswert bildet letztendlich die Bewertungsgrundlage für die neue Finanzierung.