

# Unternehmensbewertung und Digitalisierung

## ***Digitalisierung als Megatrend berührt auch die Unternehmensbewertung***

Digitalisierung ist als Megatrend in aller Munde und allen Medien, aber was ist eigentlich damit gemeint? Im Sinne des zunehmenden Einsatzes von digitalen, statt analogen Geräten kennen wir die Digitalisierung schon länger, etwa seit der Einführung des PCs. Bisher waren digitale Bereiche immer Insel-Anwendungen mit erkennbaren Grenzen und unverbinden. Dies ändert sich seit einiger Zeit fundamental. Die Etablierung des Internets hat die Voraussetzung für die grundlegenden Änderungen geschaffen, die heute als digitale Revolution oder digitale Transformation bezeichnet werden. Diese Begriffe umschreiben eine zunehmende Durchdringung und Vernetzung sämtlicher Lebensbereiche des öffentlichen und des privaten Raumes über eine digitale Infrastruktur. Die technische Entwicklung der Mobilfunknetze machen dabei zunehmend auch kabellose, ortsungebundene Verbindungen möglich. Jeder Mensch und jedes Gerät ist damit früher oder später potentiell mit Jedem verbunden (Internet of Things). Zusätzlich ermöglichen immer leistungsfähigere Hardware und immer größere zur Verfügung stehende Datenmengen neue Anwendungen und Analyse-möglichkeiten. Die Auswirkungen dieses Phänomens werden mit Begriffen wie "dramatisch", "epochal" sowie "gigantisch" beschrieben und mit der industriellen Revolution von vor ca. 200 Jahren verglichen. Sie werden jeden Bereich des Lebens beeinflussen. Für diese Entwicklung speziell in der produzierenden Wirtschaft steht das Schlagwort "Industrie 4.0".

Im Folgenden wird ein Überblick gegeben, welche Auswirkungen der digitalen Revolution aktuell in Bezug auf die Unternehmensbewertung diskutiert werden. Der Begriff Unternehmensbewertung bezeichnet sowohl den Vorgang als auch dessen

Ergebnis, bei dem durch einen Bewerter mit Hilfe bestimmter Methoden einem Unternehmen ein Wert oder eine Wertbandbreite beige-messen wird. Auf diese drei Kernelemente fokussieren sich die folgenden Ausführungen.

## ***Das Unternehmen als Bewertungsobjekt: zunehmende Unsicherheit durch neue Geschäftsmodelle***

Es wird erwartet, dass durch die digitale Transformation alle Unternehmen und Branchen betroffen sind, allerdings in unterschiedlichem Ausmaß und mit zeitlichen Unterschieden. Ein typisches Beispiel hierfür ist die Verlags- und Medienbranche, in der die Substitution von Print- durch Onlineprodukte ein seit Jahren anhaltender Trend ist. Neben der Transformation bestehender Geschäftsmodelle durch die neuen technischen Möglichkeiten kommt es auch zur Entstehung ganz neuer Geschäftsmodelle und neuer Unternehmen. Insbesondere die sogenannte "Plattform-Ökonomie", d.h. webtechnologiebasierte Geschäftsmodelle wie z.B. Online-händler, Vermittlungs- oder Produktvergleichsdienstleister, ist daraus entstanden. Als neudeutsches Schlagwort in diesem Zusammenhang ist der Begriff "Disruption" mittlerweile weit verbreitet. Nach Wikipedia (der Duden kennt dieses Substantiv noch nicht) steht dieser Begriff für "Unterbrechung", "Störung", "Bruch", "Unordnung" und "Zerstörung". Gerade in den Bedeutungen "Bruch" oder "Störung" kommt hier deutlich ein Problem für die Unternehmensbewertung zum Ausdruck: durch die Diskontinuität der Entwicklung sind Vergangenheitsdaten immer weniger ein Anhaltspunkt für die zu erwartende zukünftige Entwicklung. Auch wenn sich der Wert einer Unternehmung - nach herrschender Lehrmeinung und in der Praxis anerkannt - aus ihrem zukünftigen Nutzenpotential ergibt ("Für die Vergangenheit zahlt der Kaufmann

nichts!"), hat der fehlende Vergangenheitsbezug dennoch ganz praktische Auswirkungen auf den Bewertungsprozess. Bei neu entstandenen Geschäftsmodellen oder Unternehmen ist die Problematik geradezu evident.

Vergangenheitsanalyse als Basis für zukunftsorientierte Verfahren problematisch

Der fehlende Vergangenheitsbezug hat mehrere Aspekte. Zum einen berührt dies den „Zähler“ der Unternehmensbewertung, die Planung der zukünftigen Überschüsse. Bei Vorliegen von disruptiven Ereignissen kann wegen der damit verbundenen, strukturellen Veränderungen die Zukunftsplanung nicht mehr anknüpfend an die Vergangenheit fortentwickelt bzw. anhand dieser plausibilisiert werden. Zum anderen wirkt sich dies auf den „Nenner“, den Kapitalisierungszinssatz, aus. Sowohl die Marktrisikoprämie als auch der Beta-Faktor, als Komponenten des zur Ableitung der Kapitalkosten verwendeten theoretischen Kapitalmarktmodells ("CAPM"), sind in ihrer Erhebung vergangenheitsbezogene Daten, für die im Allgemeinen eine längerfristige Konstanz und damit eine Eignung für die zukunftsbezogene Betrachtung der Unternehmensbewertung unterstellt wird. Diese Eignung wird schon ohne das Vorliegen von disruptiven Störungen teilweise in Frage gestellt. Mit deren Eintreten ist das Problem allerdings kaum noch von der Hand zu weisen.

Fehlende Peer Group Unternehmen

Verstärkt wird die Problematik darüber hinaus durch einen anderen Aspekt. Insbesondere bei vielen der technologieorientierten und plattformbasierten Geschäftsmodellen ist das Phänomen zu beobachten, dass diese an den Börsen sehr hoch bewertet werden, ohne dass sie bisher Gewinne erwirtschaftet oder Dividenden ausgeschüttet hätten. Diese Unternehmen sind extrem wachstumsorientiert. Oftmals steht hier im Vordergrund, in möglichst kurzer Zeit einen möglichst hohen Marktanteil zu erobern. Es wird sogar eine Tendenz zur Monopolisierung konstatiert. Gewinne werden teilweise erst erwartet, sobald der Wettbewerb ausgeschaltet bzw. eine marktbeherrschende Stellung erreicht ist.

Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes wird oftmals auf Daten von börsennotierten Vergleichsunternehmen („Peers“) zurückgegriffen. Im (Quasi-) Monopol sind Peers aber kaum noch oder überhaupt nicht mehr vorhanden.

### **Prozesse und Methoden bei der Bewertung: kein Paradigmenwechsel, aber neue Ansätze und Techniken durch die Digitalisierung**

Grundsätzlich ist derzeit keine Disruption der Bewertungsmethoden abzusehen. Es steht also kein Paradigmenwechsel bevor. Der Wert einer Unternehmung wird weiterhin über das zukünftige Nutzenstiftungspotential definiert und das Barwertkalkül wird das zentrale Werkzeug zu dessen Quantifizierung und Wertbeimessung bleiben. Dies bedeutet jedoch nicht, dass alles so bliebe wie bisher. Im Gegenteil: die komplexer werdende Wirklichkeit verlangt nach adäquaten, teilweise ebenfalls komplexeren Problemlösungen. Es ist zu erwarten, dass neue, ergänzende und/oder flankierende Tools und Techniken eingeführt werden, um mit der gestiegenen Komplexität im Rahmen der Unternehmensbewertung umzugehen. Dabei machen immer leistungsfähigere Hard- und Software neue Lösungsansätze möglich, die bisher nicht umsetzbar oder wenig praktikabel waren. Die Nutzung des stetig wachsenden „Datenuniversums“ ermöglicht darüber hinaus vollkommen neue Ansätze.

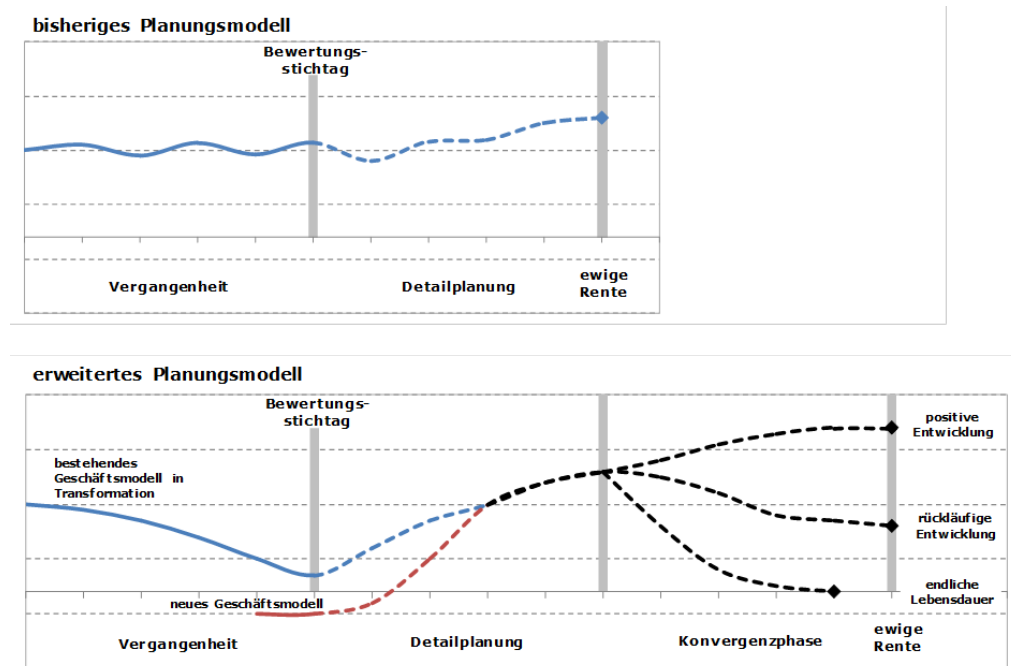
Weitgehende Einigkeit herrscht darüber, dass bei der Planung der Überschüsse („Zähler“) das oftmals verwendete Modellkonzept von Detailplanungsphase mit daran anschließender ewiger Rente (2-Phasen-Modell) für die Abbildung einer disruptiv beeinflussten Unternehmensentwicklung nicht (mehr) geeignet ist. Hier wird die Notwendigkeit einer Konvergenzphase gesehen. Diese dient dazu, den Planungshorizont nach der Detailplanung so weit zu verlängern, bis ein nachhaltiger, eingeschwungener Zu-stand in der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage erreicht ist. Neu ist diese

Konvergenzphase in der Planungsrechnung erforderlich

Forderung allerdings nicht. Der einschlägige Bewertungsstandard IDW S 1 sieht dies bereits vor. Das 2-Phasenmodell wird dort als die in den „meisten Fällen“ angewendete Methodik genannt.

Gleichzeitig wird aber explizit auf die Notwendigkeit eines eingeschwungenen Zustands am Ende des (Detail-) Planungshorizonts hingewiesen. In den bisherigen, eher stabilen Geschäftsmodellen war eine Verlängerung des Planungszeitraums bis zum Erreichen eines eingeschwungenen Zustands seltener

notwendig. Durch die zunehmend disruptiv beeinflussten Unternehmensentwicklung tritt dies nun verstärkt in den Vordergrund. In diesem Zuge ist auch zu hinterfragen, auf welchem Niveau diese Nachhaltigkeit anzusetzen ist. Auch wenn sich neue Geschäftsmodelle etabliert haben, können sie u.U. in der Zukunft durch zunehmenden Wettbewerb oder Substitution an Profitabilität verlieren, im Extremfall sogar wieder vom Markt verschwinden. In diesem Fall kann keine Nachhaltigkeit angenommen werden.



Neue Methoden zur Prognoserechnung

In deutlich weiter greifenden Ansätzen soll mittelfristig der Einsatz von Predictive Analytics auf Grundlage von Big-Data-Ressourcen dabei helfen, das Prognoserisiko beim Erstellen und Plausibilisieren von Planungsrechnungen zu reduzieren. Dieses Prognoserisiko wird aufgrund der fehlenden Vergangenheit bei neuen Geschäftsmodellen oder der fehlenden

Vergleichbarkeit mit der Vergangenheit bei transformierten Geschäftsmodellen virulent. Szenario-Analysen und Monte-Carlo-Simulationen spielen dabei eine große Rolle. Es wird sogar als These vertreten, dass digitale Technologien es ermöglichen können, die modelltechnische Abbildung von Geschäftsplänen zunehmend zu automatisieren.

Zur Begegnung der oben dargestellten Probleme im „Nenner“, d.h. bei der Ableitung der Kapitalkosten mittels vergangenheitsbezogenen Kapitalmarktmodell (CAPM) werden als Alternativen zum Peer Group-Ansatz Modelle zur direkten Ableitung der Kapitalkosten vorgeschlagen. Dabei spielen nach der Ableitung der Cashflows in einem zweiten Schritt simulativ (z.B. „Monte Carlo“) abgeleitete zukünftig erwartete Volatilitäten der prognostizierten Cashflows ebenso eine Rolle wie das Verhältnis dieser zum Kapitalmarkt. Zentrale Forderung ist hier die Einhaltung des Risikoäquivalenzprinzips. Es wird jedoch konstatiert, dass diese Ansätze derzeit noch wenig harmonisiert sind und ihre praktische Anwendung häufig aus Gründen der Datenverfügbarkeit und der Frage nach dem richtigen Referenzmarkt im Moment noch scheitern.

***Die Herausforderung für den  
Bewerter: Tempora mutantur, nos  
et mutamur in illis. \*)***

Fügt man den bereits zuvor genannten technischen Neuerungen noch weitere potente Tools und Techniken wie z.B. Process Mining, lernende Algorithmen und Künstliche Intelligenz (KI) hinzu, wird klar, dass

sich die Funktionen und Qualifikationen der Bewerter auch verändern werden. Der Fokus verändert sich vom Datensammeln, -aufbereiten und -verdichten hin zur Interpretation von (Teil-)Ergebnissen. Aufgrund der zunehmenden analytischen und technischen Anforderungen wird es außerdem notwendig sein, weitere Spezialisten wie Mathematiker und Programmierer einzubinden.

Auch mit dem Aufkommen von künstlicher Intelligenz ist jedoch u.E. nicht damit zu rechnen, dass in der Zukunft alle Prozesse vollautomatisiert ablaufen werden. Eine Blackbox, die den Menschen als Bewerter vollständig ersetzt, dürfte es schon wegen der in vielen Bewertungsfällen geforderten intersubjektiven Nachprüfbarkeit nicht geben. Darüber hinaus ist bei vielen Bewertungsanlässen die Kommunikationsfunktion, d.h. die verständliche Erklärbarkeit der Bewertung, sehr wichtig. Ökonomischer Sachverstand lässt sich hier u.E. nicht vollständig durch Simulationstools, KI und Ähnliches ersetzen. Die Herausforderung für den Bewerter wird darin bestehen, sich auf die ändernden Rahmenbedingungen einzustellen und die weiterentwickelten Methoden und Tools als „Handwerkszeug“ zu beherrschen.

<sup>\*)</sup> *Die Zeiten ändern sich, und wir uns in ihnen.*