

Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

mit dieser 44. Ausgabe unserer Valuation News erwarten Sie wieder aktuelle Themen rund um die Bewertung von Unternehmen und Vermögenswerten.

Zunächst stellen wir den Entwurf der Neufassung des IDW S 1 vor. Der Artikel beschäftigt sich mit der grundsätzlichen Orientierung des IDW S 1 im Spannungsfeld zwischen den Anforderungen der Bewertungspraxis einerseits und dem anzuwendenden Instrumentarium der Bewertungstheorie andererseits und erläutert die konzeptionelle Verbindung zwischen den im Standard geregelten Wertkonzepten und den sich hieraus ergebenden Praxisvorgaben.

Der zweite Beitrag befasst sich mit der Bewertung von frühphasigen Investments. Start-ups werden regelmäßig mit überdurchschnittlich hohen Risiken und Chancen verbunden. Doch wie hoch sind die Renditen frühphasiger Investments tatsächlich? Die Antwort ist für sowohl für Gründer und Investoren als auch für die Unternehmensbewertung gleichermaßen relevant.

Abschließend zeigen wir auf, dass das Multiplikatorverfahren aufgrund seiner vermeintlichen Einfachheit zwar bis dato das am häufigsten verwendete Bewertungsverfahren in der Private-Equity(PE)-Branche ist, aber dass das Discounted-Cashflow (DCF)-Verfahren unter anderem aufgrund der gestiegenen Unsicherheiten sowie der höheren Transparenz in der PE-Praxis zunehmend Anwendung findet.

Inhalt

1**IDW ES 1 – Evolution oder Revolution?**
*Seite 2***2****Frühphasige Investments –**
Bewertung und Renditeforderungen
*Seite 6***3****Bewertungsverfahren in der PE-
Branche –** Warum das Multiplikator-
Verfahren dominiert, aber das DCF-
Verfahren an Relevanz gewinnt
Seite 9

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre und freuen uns über Ihr Feedback. Auch Anregungen, Themenvorschläge und weiterführende Diskussionen sind jederzeit willkommen.

Gerne stehen wir darüber hinaus für Ihre individuellen Fragen zur Verfügung. Sie erreichen uns unter de-valuation-news@kpmg.com.

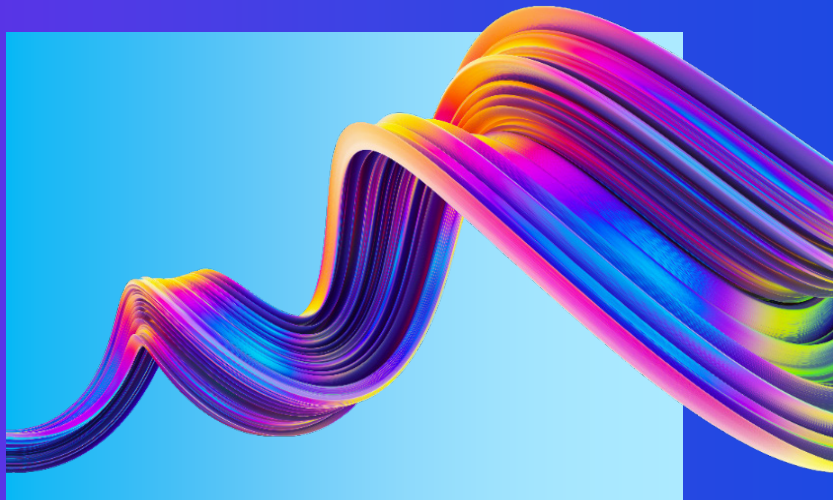
Mit freundlichen Grüßen

Stefan Schöniger
Partner

Dr. Andreas Tschöpel
Partner

IDW ES 1–

Evolution oder Revolution?



Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW hat den Entwurf zu einer Neufassung des IDW-Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW ES 1 n.F.) verabschiedet. Die Überarbeitung des maßgebenden deutschen Bewertungsstandards für Wirtschaftsprüferinnen und -prüfer erfolgte aus zwei Gründen: Zum einen haben sich die Anforderungen des nationalen und internationalen Bewertungsumfeldes verändert. Zum anderen wurde eine konzeptionelle Schärfung der weiteren Übertragbarkeit bewertungstheoretischer Kalküle auf praktische Bewertungssachverhalte vorgenommen. Vor diesem Hintergrund wurden die Wertkonzepte des Standards präzisiert und die Vorgaben und Handlungsempfehlungen für konkrete praxisrelevante Einzelsachverhalte fortentwickelt.

Vorbemerkung

Der folgende Beitrag dient einer grundsätzlichen Orientierung des IDW S 1 im Spannungsfeld zwischen den Anforderungen der Bewertungspraxis einerseits und dem anzuwendenden Instrumentarium der Bewertungstheorie andererseits. Die konzeptionelle Verbindung zwischen den im Standard geregelten präzisierten Wertkonzepten und den sich hieraus ergebenden Praxisvorgaben stehen somit im Vordergrund. Wesentliche hieraus abgeleitete konkrete Anpassungen von Einzelsachverhalten werden im Folgenden genannt und in Folgebeiträgen ausführlich behandelt.

Bewertungsanlässe und Notwendigkeit von Typisierungen und Objektivierungen

Die Bewertungspraxis kennt eine Vielzahl an Bewertungsanlässen und Bewertungszwecken verbunden mit unterschiedlichen regulierten und nicht regulierten Anforderungen an die jeweiligen Bewertungsergebnisse. So stehen aus einer Wert- oder Preisperspektive regelmäßig eher unregulierte Sachverhalte wie die Transaktionen von Bewertungsobjekten (Vermögenswerten) auf freien Transaktionsmärkten den durch beispielsweise gesetzliche, vertragliche oder sonstige regelbasierte Vorgaben eher regulierten Sachverhalten gegenüber.

Grundsätzlich lassen sich in der Bewertungspraxis alle relevanten Bewertungsanlässe zwischen diesen beiden „Welten“ einsortieren.

Grundlage der frühen deutschen Bewertungslehre bildeten transaktionsorientierte unternehmerische Entscheidungssituationen, in denen der subjektive Grenzpreis eines Bewertungsobjektes im Vordergrund stand. Theoretische Basis hierfür war und ist die Investitions- und Entscheidungstheorie. Der subjektive Grenzpreis dient zur – regelmäßig nicht aufgedeckten – Orientierung in realen Verhandlungen und wird sich in den meisten Fällen von einem tatsächlich realisierten Transaktionspreis als finales Verhandlungsergebnis unterscheiden. Der subjektive Grenzpreis und seine konzeptionellen Anforderungen an subjektive Ertragserwartungen und subjektive Renditeforderungen stellen somit ein (wichtiges) Entscheidungskriterium auf dem Weg zum finalen Transaktionspreis dar.

In den eher regelbasierten realen Bewertungszwecken stehen im Vergleich zu transaktionsorientierten Anlässen allerdings andere Anforderungen an Konzeption und Bewertungsergebnis im Vordergrund. Oft wird kein Wert für Entscheidungszwecke, sondern vielmehr ein sich (hypothetisch) einstellendes Ergebnis unter bestimmten regelbasiert beschriebenen Annahmen gesucht.

So ist vielen regelbasierten Anlässen gemein, dass sie unter der Rückdrängung rein subjektiver Erwartungen an Zuflüsse und Renditen oft ein für alle Bewertungssubjekte gleichermaßen verbindliches Ergebnis suchen.

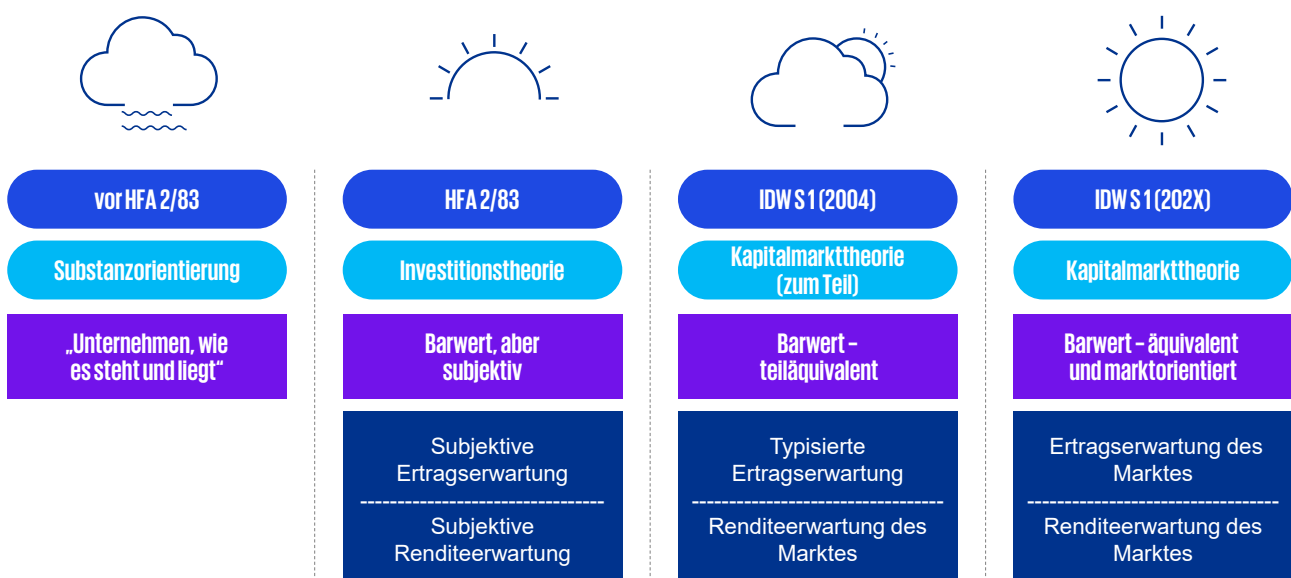
In der Bewertungspraxis werden theoretische Modelle genutzt, um Unternehmen zu bewerten. Theoretische Modelle überführen reale Bewertungsfragestellungen in praktikable Lösungsmöglichkeiten, was unter der Inkaufnahme gebotener und vertretbarer Komplexitätsreduktion erfolgt. In der frühen deutschen Bewertungspraxis wurde das Konzept des subjektiven Grenzpreises auf ergebnisorientierte, statt auf prozessorientierte Bewertungsanlässe angewendet. Obwohl dem Ergebnis normalerweise ein Prozess der Ergebnisbildung vorausgeht, war dieser Ablauf grundsätzlich nachvollziehbar. Diese Anwendung war jedoch zwingend mit der „Entsubjektivierung“ des subjektiven Grenzpreiskalküls verbunden. Standardgeprägte Vorgaben und Empfehlungen zur Typisierung bzw. Objektivierung praxisrelevanter konkreter Sachverhalte dienten der Erreichung dieses Ziels. Eine vollständige Erfassung sämtlicher realen Sachverhalte hierzu war vor dem Hintergrund der Komplexität der Realität gleichwohl kaum möglich. Unschärfen hinsichtlich der praxisrelevanten Frage „Sind alle zu typisierenden Sachverhältnisse vollständig erfasst und wenn ja, sind sie bis zum richtigen Grad typisiert“ verblieben jedoch.

Schärfung der Wertkonzepte als Konsequenz

Die angelsächsische Bewertungspraxis orientierte sich schon frühzeitig stärker an den marktorientierten Verfahren. Theoretische Basis bilden kapitalmarkttheoretische Gleichgewichtsmodelle wie das Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Zwar ist das CAPM kein Modell zur Bewertung von Unternehmen, sondern vielmehr ein Modell zur Erklärung des Preisbildungsprozesses und dessen Ergebnisses (Börsenkurs) an Kapitalmärkten. Gleichwohl hat es sich in der internationalen Bewertungspraxis seit Jahrzehnten fest etabliert, was nicht zuletzt nur auf seine (vermeintlich) einfache Anwendbarkeit zurückzuführen ist, sondern insbesondere auch auf die diesem Modell zugrunde liegende Bewertungsperspektive sowie seinem finalen Ergebnis. So definiert das Modell konzeptionell nicht nur die notwendigen Bedingungen für die weitgehende Rückdrängung rein subjektiver Einflüsse auf das Modellergebnis, sondern beschreibt auch präzise das Ergebnis des Preisbildungsprozesses – beides regelmäßige Anforderungen an regelbasierte Bewertungsanlässe. Damit ergeben sich konzeptionelle Anforderungen an die Bewertungsrahmen: Sie sollen als Orientierung dienen, um sachgerechte Bewertungsergebnisse bei regelbasierten Bewertungsanlässen zu erzielen – insbesondere in Bezug auf zu berücksichtigende Typisierungen und Objektivierungen. Diese Orientierung wird mit der aktuellen Überarbeitung des IDW S 1 nunmehr konsequent fortgesetzt. Basierten seine Vorgängerstandards wie der HFA 2/83 einerseits bereits auf einem investitionstheoretischen Barwertkalkül, andererseits jedoch auf einer subjektiven Perspektive bezüglich der Ertrags- und Renditeerwartungen, hielten mit der Überarbeitung des IDW S 1 im Jahre 2004 bereits kapitalmarkttheoretische Elemente für eine typisierende Ableitung der bewertungsrelevanten Kapitalkosten Einzug bei der Ableitung objektivierter Unternehmenswerte.

Abbildung 1: Entwicklung der Perspektiven des objektivierten Wertes



Quelle: KPMG in Deutschland, 2025

Die Ableitung der Ertragserwartungen war hingegen noch stark geprägt durch typisierende und objektivierende Vorgaben von ausgewählten Einzelsachverhalten.

Eine vollständige Äquivalenz auch hinsichtlich der Bewertungsperspektive wird jetzt mit der aktuellen Überarbeitung des IDW S 1 erreicht. Zur Ableitung des für regelbasierte Bewertungsanlässe zugrunde zu legenden objektivierten Wertes werden den bereits angewendeten Renditeerwartungen aus einer Marktperspektive folgerichtig die hierzu korrespondierenden Ertragserwartungen aus einer Marktperspektive gegenübergestellt. Hiermit wird nunmehr konsequent die Bewertungsperspektive und das mit ihr verbundene Wertkonzept geschärft, in dem Überlegungen zu gebotenen Typisierungen beziehungsweise Objektivierungen ein konzeptioneller Rahmen gegeben wird. Beurteilungen wesentlicher geregelter Einzelsachverhalte werden stringent an der Perspektive von Eigenkapitalgebern ausgerichtet, die umfassend informiert rein finanzielle Interessen verfolgen und keinen Einfluss auf die Geschäftspolitik haben. Im idealisierten Rahmen des theoretischen Marktmodells ist der atomistische Anteilseigner notwendig für die Beschreibung gleichgewichtiger Marktmodelle. Er allein hat keinen wesentlichen Einfluss auf die Preisbildung und das Verhandlungsergebnis. Seine Erwartungen spiegeln die durchschnittlichen Markterwartungen aller Marktteilnehmer wider.

Ein Standard verbindet Theorie und Praxis

Neben den oben genannten Gründen zur Überarbeitung des IDW S 1 trat die Intention, die historisch bedingt in Teilen sehr technisch und theoretisch orientierten Passagen und somit den teilweisen „Lehrbuchcharakter“ zu reduzieren. Zum tieferen Studium der konzeptionellen Basis der Unternehmensbewertung ist die Fachliteratur zu empfehlen. Gleichwohl sollte ein Standard seine konzeptionelle Basis klar benennen, was im Entwurf nunmehr entsprechend zum Ausdruck kommt. Wünschenswert aus der Perspektive der Bewertungspraxis wären natürlich konkrete und vollständige Hinweise und Vorgaben zu praxisrelevanten Sachverhalten. Die Vielfalt der Bewertungspraxis lässt sich jedoch nicht vollständig in einem Standard festhalten, was im Übrigen auch gar nicht notwendig ist. Solange es gelingt, einen Bewertungsanlass aus der Praxis klar mit einem durch den Standard definierten Wertkonzept (den objektivierten Wert, den neu geschaffenen plausibilisierten Entscheidungswert oder den Schiedswert) zu verbinden, geben die mit diesen Wertkonzepten konkretisierten Hinweise basierend auf den konzeptionellen Anforderungen einen klaren Handlungsrahmen vor, wie die unten abgebildete Darstellung zeigt.

Abbildung 2: Verbindung von Theorie und Praxis

Bewertungspraxis und ihre Anforderungen	Sachgerechte Wert-/Preisableitungen gemäß Bewertungszweck und -anlass		
(praktisches) Ergebnis	Individuelle Transaktionspreise	IFRS (Value in Use) HGB (RS HFA 10)	Verkehrswert, gemeiner Wert, Fair Value, IDW RS HFA 10 bei Veräußerungsabsicht
Standardisierung	unreguliert	reguliert durch IDW S 1	
Wertkategorie gemäß Standard	Subjektiver Entscheidungswert	Plausibilisierter Entscheidungswert	Objektivierter Wert
(theoretisches) Ergebnis	Subjektiver Grenzpreis (Entscheidungs- und Investitionstheorie)	Gleichgewichtiger Marktpreis (Kapitalmarkttheorie)	
Perspektive	Subjektive Erwartungen (individuelle Perspektive und Annahmen)	Markterwartungen (atomistischer Investor – Marktannahmen im Gleichgewichtsmodell)	
Bewertungstheorie	Ökonomisches Wertkonzept		

Quelle: KPMG in Deutschland, 2025

Die Aufgabe des Standards kann somit weder darin bestehen, Vorgaben für lediglich einige wenige abgegrenzte Bewertungsanlässe zu geben, noch theoretische Einzelfragen zu diskutieren. Seine Aufgabe besteht vielmehr darin, die Vielfalt der Fragestellungen der Bewertungspraxis, die sich jedoch immer zwischen transaktionsorientierten und regulierten Bewertungszwecken wiederfindet, zweckadäquat mittels standardisierter Wertkonzepte in praktikable Lösungen zu überführen. Gleichzeitig soll er den weiteren Anforderungen der Bewertungspraxis im jeweiligen Einzelfall, wie etwa Transparenz und Nachvollziehbarkeit, gerecht werden. Dies hat auf der Basis eines gesicherten theoretischen Konzeptes zu erfolgen. Somit stellt der Standard die gebotene Verbindung zwischen Bewertungspraxis und Bewertungstheorie dar. Die zugrunde liegenden theoretischen Konzepte stehen zudem nicht beziehungslos nebeneinander, sie lassen sich vielmehr unmittelbar ineinander überführen und können damit der Vielfalt der Bewertungspraxis eine lückenlose Basis geben.

Resultierende Anpassung von geregelten Einzelsachverhalten

Aus der konzeptionellen Schärfung der Wertkonzepte und Perspektiven des Entwurfes des überarbeiteten Standards resultieren notwendige Anpassungen bei bisher geregelten Einzelsachverhalten, deren ausführliche Behandlung in folgenden Beiträgen erfolgt. Relevante Anpassungen bzw. Schärfungen insbesondere für die Bestimmung objektiver Unternehmenswerte erfolgen unter anderem bei der Berücksichtigung von Synergieeffekten, der Unterscheidung zwischen der Managementplanung und der Zukunftserfolgsplanung, die der Bewertung zugrunde zu legen ist, und bei der Aufgabe formaler Anforderungen zugunsten einer Perspektive der Erwartung der Marktteilnehmer. Öffnungen beziehungsweise Konkretisierungen gibt es bei der

Berücksichtigung persönlicher Steuern sowie bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses (ewige Rente). Zudem wird eine klare Verbindung zwischen zwischenzeitlich veröffentlichten Praxis- und Bewertungshinweisen und dem Standard geschaffen und mit dem plausibilisierten Entscheidungswert das durch den Standard abgedeckte subjektive Wertkonzept konkretisiert. Des Weiteren wurden die Funktionen, in denen eine Wirtschaftsprüferin oder ein Wirtschaftsprüfer im Zusammenhang mit Bewertungsleistungen tätig sein wird, überarbeitet und die damit verbundene Berichterstattung konkretisiert.

Fazit

Die konzeptionellen Schärfungen des überarbeiteten Standards lassen sich daher wie folgt zusammenfassen: Unternehmensbewertungen sind immer anlassbezogen, wobei der Bewertungsanlass in der Praxis den Bewertungszweck und das hierfür geforderte Bewertungsergebnis definiert. Gleichzeitig bestimmt der Bewertungszweck das anzuwendende Wertkonzept und definiert die Bewertungsperspektive, die maßgeblich für die Beurteilung bewertungsrelevanter Einzelsachverhalte ist. Zur Lösung praktischer Bewertungsfragen stehen theoretische Modelle grundsätzlich zur Verfügung. Diese Modelle weisen einerseits mit ihrem Fokus und Annahmengerüst eine hohe Parallelität zu den praktischen Bewertungsfragen auf und stehen andererseits auch nicht ohne Verbindung nebeneinander. Vielmehr lassen sie sich auch konzeptionell ineinander überführen. Durch die Neufassung des IDW S 1 werden bestehende Zusammenhänge – sowohl zwischen praktischen Bewertungsfragen und theoretischen Bewertungskonzepten als auch innerhalb von Theorie und Praxis selbst – geschärft und bestehende Vorgaben und Handlungsempfehlungen auf Einzelsachverhaltsebene hierzu korrespondierend überarbeitet.

Frühphasige Investments –

Bewertung und Renditeforderungen



Frühphasige Investments (zum Beispiel in Start-ups) werden regelmäßig mit überdurchschnittlich hohen Risiken und Chancen verbunden. Die Risiken liegen im Totalverlust, die Chancen in der Aussicht auf hohe Renditen und das Potenzial, bei einem erfolgreichen Exit hohe Gewinne zu erzielen. Doch wie hoch sind die Renditen frühphasiger Investments tatsächlich? Die Antwort auf diese Frage ist für Gründerinnen und Gründer sowie Investorinnen und Investoren und im Rahmen der Unternehmensbewertung gleichermaßen relevant. Die mit Start-ups erzielten Renditen spielen eine wichtige Rolle bei der Bewertung, da sie einen Rückschluss auf die Renditeerwartung der Investoren ermöglichen sowie die Kompensation für die Übernahme von Risiken widerspiegeln. Sie bilden somit die Basis für die Kapitalkosten, die im Rahmen der Bewertung von jungen Unternehmen zugrunde gelegt werden und als Diskontierungssatz für zukünftige Cashflows Verwendung finden.

Definition und Abgrenzung von Start-ups

Der Begriff „Start-up“ steht stellvertretend für ein Unternehmen, das sich noch nicht in einem „etablierten“ Zustand befindet. Die Abgrenzung kann anhand vielfältiger Kriterien erfolgen. Zur Einschätzung der Entwicklungsstufe können sowohl quantitative (zum Beispiel Alter, Umsatzniveau, Umsatzwachstum, Margenniveau) als auch qualitative (zum Beispiel Existenz eines Prototyps, Vorhandensein formalisierter Organisationsprozesse) Kriterien verwendet werden. Aufgrund der Neuartigkeit der Geschäftsmodelle sind Start-ups in der frühen Phase häufig nicht an der Börse gelistet, sondern größtenteils über Venture Capital (VC) oder Private Equity (PE) finanziert.

Im Vergleich zu etablierten Unternehmen unterscheiden sich Start-ups nicht nur aufgrund der Neuartigkeit des Geschäftsmodells, sondern auch beim Innovationsgrad der Produkte und Dienstleistungen. Daraus resultiert eine im Vergleich zu etablierten Geschäftsmodellen höhere Cashflow-Volatilität sowie erhöhte Ausfallrisiken, welche Investoren in ihrer Renditeforderung reflektieren. Das unternehmensspezifische Risikoprofil und die demzufolge geforderte Rendite hängt somit stark vom jeweiligen Entwicklungszustand des Unternehmens ab.

Infolge der erweiterten Risikostruktur von Start-ups fordern Investoren eine höhere Eigenkapitalrendite im Vergleich zu etablierten Unternehmen. Empirisch beobachtbar ist, dass die geforderten Renditen mit fortschreitendem Entwicklungszustand und Unternehmensalter abnehmen, da sich die bewertungsrelevanten Risiken sukzessive auf das Niveau etablierter Geschäftsmodelle, wie beispielsweise bei börsennotierten Unternehmen beobachtbar, reduzieren.

Eigenkapitalkosten für Start-ups

In der Bewertungspraxis werden geforderte Eigenkapitalrenditen häufig auf Basis von Renditen börsennotierter Unternehmen abgeleitet. Im Vergleich zu (etablierten) gelisteten Unternehmen unterliegen Start-ups jedoch einer erweiterten Risikostruktur, die aus einer frühphasenbedingten erhöhten Cashflow-Volatilität und zunächst höheren Ausfallrisiken resultiert. Aus konzeptioneller Sicht ist die Ableitung von Eigenkapitalrenditen für Frühphaseninvestments allein auf der Basis der Renditen etablierter börsennotierter Unternehmen kritisch zu betrachten, da dies dem Prinzip der Risikoäquivalenz zuwiderläuft. In Literatur und Praxis herrscht bislang kein Konsens über eine Methodik für die Ableitung der Eigenkapitalkosten von Start-ups.

KPMG hat einen Ansatz entwickelt, der die Besonderheiten frühphasiger Investments konzeptionell berücksichtigt und mit empirisch beobachtbaren Daten konsistent verbindet. Im Ergebnis resultiert eine für frühphasige Investments relevante altersabhängige Renditestrukturkurve als Basis für die Ableitung relevanter Eigenkapitalkosten für Start-ups.

Vorgehensweise bei der Ableitung

Basierend auf einem umfangreichen Datensatz aus öffentlich verfügbaren Informationen zu Unternehmenstransaktionen im Venture-Capital-Umfeld (branchenübergreifende Stichprobe mit mehreren Tausend Transaktionen) können öffentliche Informationen zu Unternehmenspreisen (sog. „Pre-/Post-Money Values“) im jeweiligen Zeitablauf ausgewertet werden. Der Begriff „Pre-money Value“ bezieht sich auf den Wert eines Unternehmens vor einer neuen Finanzierungsrunde. Er umfasst den gesamten Wert des Unternehmens basierend auf den vorhandenen Vermögenswerten, Geschäftsergebnissen, Wachstumspotenzialen und anderen wertrelevanten Faktoren. Der Pre-money Value wird in der Regel verwendet, um den Preis der Unternehmensanteile vor einer Finanzierungsrunde oder einem Börsengang festzulegen. Der „Post-money Value“ hingegen bezieht sich auf den Wert eines Unternehmens nach Abschluss einer Finanzierungsrunde. Er umfasst den Pre-money Value sowie den Betrag, den die neuen Investoren in das Unternehmen investiert haben. Der Post-money Value gibt an, wie viel das Unternehmen nach der Investitionsrunde wert ist und bestimmt den Anteil, den die neuen Investoren am Unternehmen besitzen. Auf Basis von zwei zeitlich aufeinanderfolgenden Finanzierungsrunden, bei denen jeweils Pre- und Post-Money Values bekannt sind, können annualisierte Eigenkapitalrenditen abgeleitet werden. Die unten aufgeführte Grafik (Abbildung 1) zeigt im Ergebnis den Zusammenhang zwischen dem jeweiligen Unternehmensalter und den durchschnittlich erzielten Eigenkapitalrenditen.

Risikobegriffe in Abhängigkeit vom Entwicklungszustand

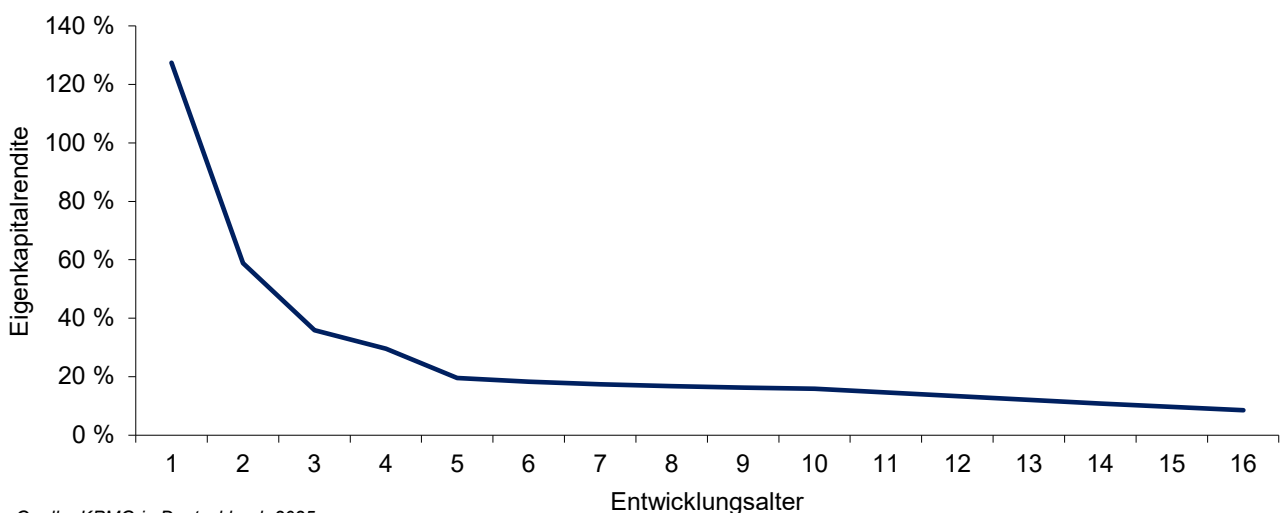
Gleichwohl aus einer rein konzeptionellen Betrachtung im Rahmen von Unternehmensbewertungen lediglich die Volatilitäten der zu bewertenden Zahlungsströme sowie ihre Korrelation zum Gesamtmarkt für die Ableitung risikoäquivalenter Kapitalkosten relevant sind und etwaige Ausfallwahrscheinlichkeiten für die Ableitung der Erwartungswerte der bewertungsrelevanten Zahlungsströme zu berücksichtigen sind, kann es aus praktischen Transparenznotwendigkeiten geboten sein, diese konzeptionell definierten Risiken im Rahmen der Bewertungspraxis weiter zu zerlegen. Hierdurch wird auch der Tatsache gegebenenfalls limitierter Datenverfügbarkeit dergestalt Rechnung getragen, dass die konzeptionellen Gesamteffekte in besser messbare Teileffekte zerlegt werden können.

In der frühen Phase eines Unternehmens kann das operative Gesamtrisiko eines Geschäftsmodells mittels der folgenden drei wesentlichen Komponenten beschrieben werden:

- einem „frühphasenspezifischen Risiko“,
- dem Ausfallrisiko und
- dem geschäftsmodellspezifischen Risiko.

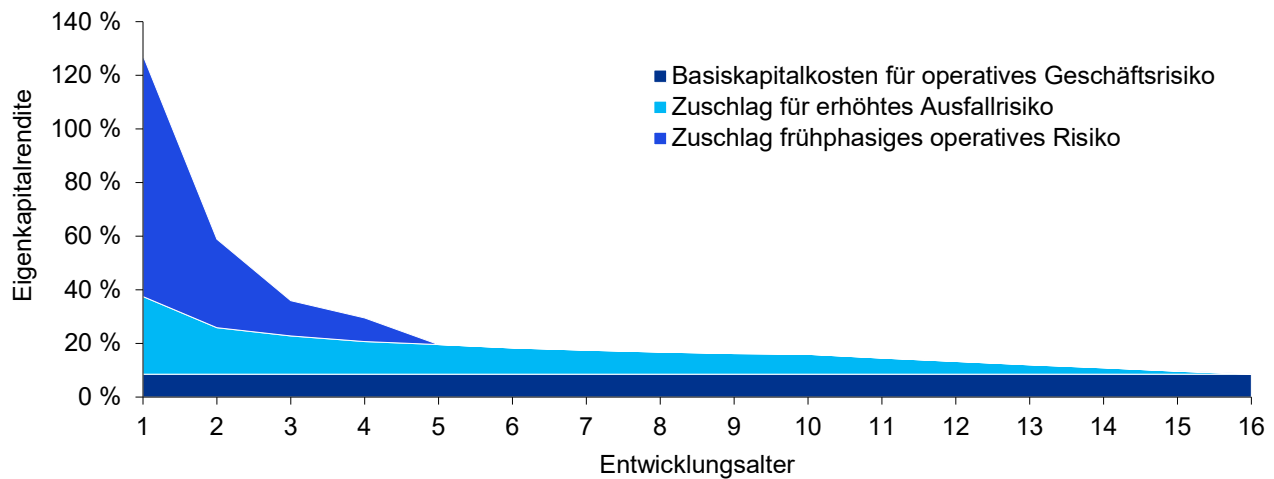
Hierbei beschreibt das frühphasenspezifische Risiko im Wesentlichen die aufgrund der Frühphasigkeit erhöhten Volatilitäten der Unternehmensergebnisse, die in der Regel weniger geschäftsmodellspezifisch sind. Ausfallrisiken bedeuten kompletten Abbruch zukünftiger Ergebnisse und sind in der Regel mit zunehmendem Lebensalter rückläufig. Das geschäftsspezifische Risiko hingegen reflektiert die mit dem Geschäftsmodell verbundenen Risiken, wie sie beispielsweise etablierte Unternehmen tragen und die im bekannten Betafaktor unternehmensspezifisch beobachtbar sind.

Abbildung 1: Periodenspezifische Eigenkapitalkosten



Quelle: KPMG in Deutschland, 2025

Abbildung 2: Operative Risiken (frühphasig und geschäftsmodellabhängig) sowie Ausfallrisiken im Zeitablauf



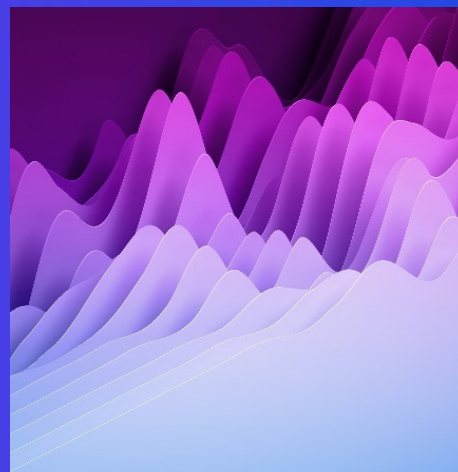
Quelle: KPMG in Deutschland, 2025

Fazit

Die Ermittlung der tatsächlichen Renditen von frühphasigen Investments, wie zum Beispiel Start-ups, ist für Investoren und Gründer sowie im Rahmen der Unternehmensbewertung von zentraler Bedeutung, da sie Rückschlüsse auf den erwarteten Renditeanspruch und das zugrunde liegende Risiko ermöglichen. Aufgrund der erhöhten Cashflow-Volatilität und der hohen Ausfallrisiken von Start-ups fordern Investoren in der Regel höhere Eigenkapitalrenditen im Vergleich zu etablierten Unternehmen. Diese Renditen hängen stark vom Entwicklungsstand des Unternehmens ab und sinken tendenziell mit zunehmendem Reifegrad und abnehmendem Risiko.

Bewertungsverfahren in der PE-Branche –

Warum das Multiplikator-Verfahren dominiert, aber das DCF-Verfahren an Relevanz gewinnt



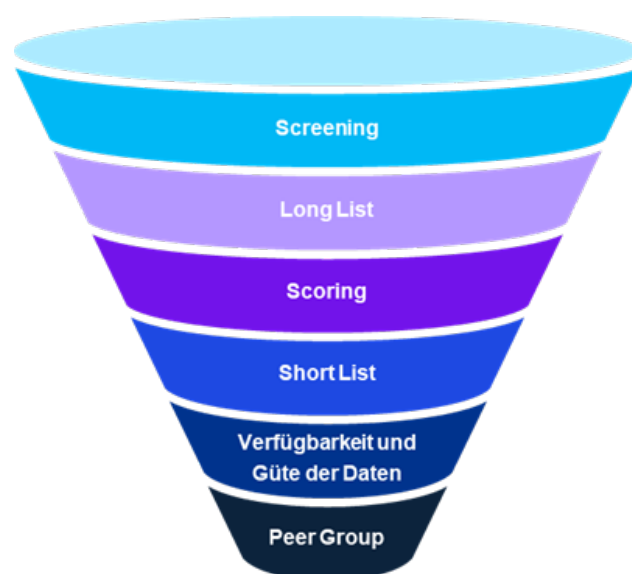
Das Multiplikator-Verfahren ist für verschiedene Bewertungsanlässe (unter anderem für Transaktionen, für die rechnungslegungsbezogene Berichterstattung sowie das Reporting an Investoren) aufgrund seiner vermeintlichen Einfachheit bis dato das am häufigsten verwendete Bewertungsverfahren in der Private-Equity(PE)-Branche. Bei richtiger Anwendung können diese Bewertungen jedoch ähnlich komplex und aufwendig wie ein Discounted-Cashflow(DCF)-Verfahren sein. Unter anderem wegen der in den letzten Jahren gestiegenen Unsicherheiten sowie der höheren Transparenz, die das DCF-Verfahren im Vergleich zum Multiplikator-Verfahren bietet, beobachten wir in der Praxis insbesondere im Bereich der rechnungslegungsbezogenen Berichterstattung bei börsennotierten PE-Häusern (mehrheitlich Large-Cap-PE-Häuser) einen Trend zu einer zunehmenden Anwendung des DCF-Verfahrens. Dies geschieht entweder als eigenständige Methode oder in Kombination mit dem Multiplikator-Verfahren. Im Gegensatz hierzu ist bei deutschen Small- und Mid-Cap-PE-Häusern das Multiplikator-Verfahren nach wie vor der bevorzugte Ansatz.

Bewerten leicht gemacht? Warum das Multiplikator-Verfahren genaues Hinsehen erfordert

Was ist das nachhaltige (bereinigte) EBITDA des Bewertungsobjekts? Und welcher Multiplikator ist zur Ableitung eines angemessenen Unternehmenswerts geeignet? Diese zentralen Fragen gehören zu den am häufigsten gestellten Fragen im Transaktionsprozess. Eine vermeintlich schnelle Antwort liefert das Multiplikator-Verfahren, insbesondere die Anwendung von EBITDA-Multiplikatoren. In der Praxis ist eine belastbare Anwendung jedoch weit aus komplexer als es zunächst erscheint. Entscheidend ist eine möglichst präzise Vergleichbarkeit zwischen dem Bewertungsobjekt und den zur Bestimmung des Multiplikators herangezogenen Vergleichsunternehmen (Peer Group), um ein robustes Bewertungsergebnis zu erzielen, das als fundierte Entscheidungsgrundlage dienen kann.

Das Multiplikator-Verfahren, eine marktpreisorientierte Bewertungsmethode, leitet den Unternehmensgesamtwert aus spezifischen Ergebnisgrößen des Bewertungsobjekts wie Umsatz, EBITDA oder EBIT und den entsprechenden Multiplikatoren ab.

Abbildung 1: Idealisierter Prozess zur Ableitung einer Peer Group



Quelle: KPMG in Deutschland, 2025

Diese Multiplikatoren werden aus Marktdaten (Trading Multiples) von börsennotierten Vergleichsunternehmen oder aus Transaktionsdaten (Transaction Multiples) von vergleichbaren Transaktionen abgeleitet.

In der PE-Branche wird in der Regel das bereinigte EBITDA als Ergebnisgröße verwendet, das als Näherungswert für ein nachhaltiges EBITDA dient. Die hierfür notwendigen Bereinigungen (Adjustments), beispielsweise Einmalaufwendungen (unter anderem M&A-Kosten, IT-Implementierungskosten, Abfindungen), werden üblicherweise im Rahmen einer Financial Due Diligence ermittelt. Anschließend wird ein Multiplikator auf das bereinigte EBITDA angewendet, um den Unternehmensgesamtwert (Enterprise Value) zu berechnen.

Insbesondere im Small- und MidCap-Bereich erfolgen häufig Anpassungen der Multiplikatoren, um Unterschiede zwischen dem Bewertungsobjekt und den Vergleichsunternehmen zu berücksichtigen. Faktoren wie Unternehmensgröße, Profitabilität, Wachstumsdynamik oder regionale Ausrichtung spielen dabei eine zentrale Rolle, wobei die Anpassungen in der Praxis häufig auf vereinfachter Basis erfolgen.

Beide Verfahren – das Multiplikator- und das DCF-Verfahren – beruhen grundsätzlich auf den gleichen Annahmen hinsichtlich Wachstum, Risiko und Profitabilität. Während das DCF-Verfahren zukünftige Zahlungsströme explizit diskontiert, spiegelt das Multiplikator-Verfahren diese Faktoren lediglich in verdichteter Form wider.

Es kann daher als vereinfachte Ein-Perioden-Version des DCF-Verfahrens interpretiert werden, wobei der Multiplikator als Kehrwert aus der Differenz zwischen Kapitalkosten und nachhaltiger Wachstumsrate aus dem DCF-Verfahren abgeleitet wird.

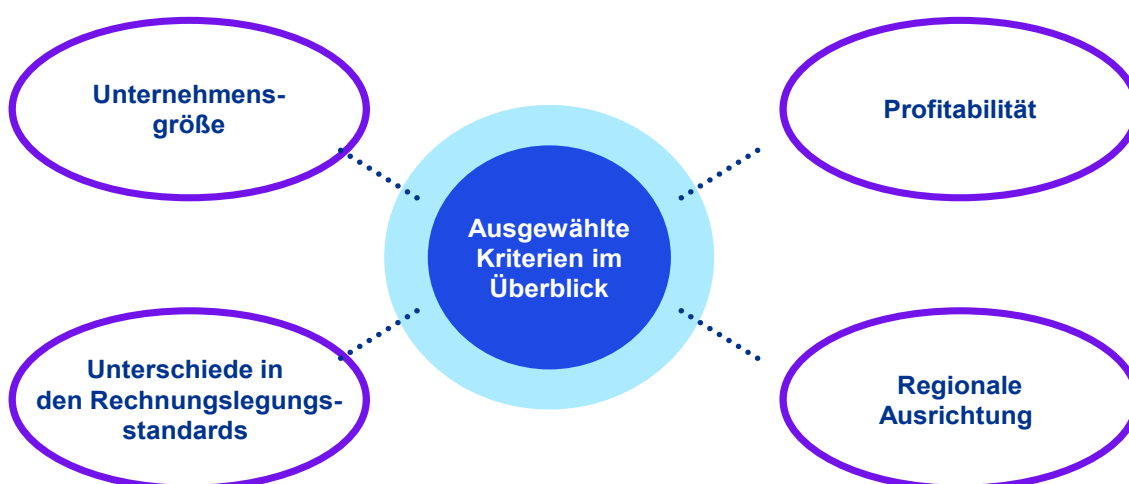
Multiplikatoren richtig anwenden: Ausgewählte Kriterien im Überblick

Eine fundierte Anwendung des Multiplikator-Verfahrens setzt voraus, dass das Geschäftsmodell und die Wertschöpfungselemente der Vergleichsunternehmen möglichst gut mit dem Bewertungsobjekt übereinstimmen. Zusätzlich gibt es jedoch weitere zentrale Aspekte, die bei der Analyse, Interpretation und Auswahl relevanter Multiplikatoren berücksichtigt werden sollten (siehe unten stehende Abbildung).

Unternehmensgröße

Die Größe eines Unternehmens, relativ zur Größe des relevanten Marktes betrachtet, determiniert häufig die Chancen in Bezug auf zukünftiges Wachstum durch eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit. Sehr große Unternehmen, insbesondere solche mit marktbeherrschender Position, weisen in ihrem Kerngeschäft seltener ein über dem Marktwachstum liegendes Wachstum auf. Kleineren Unternehmen bieten sich hingegen häufiger Wachstumsmöglichkeiten, die auch über dem Marktwachstum liegen können. In der Konsequenz bedeutet dies, dass die Übertragbarkeit der Multiplikatoren von börsennotierten Unternehmen mit einem gewissen Reifegrad in der Unternehmensentwicklung auf kleinere oder Start-up-Unternehmen

Abbildung 2: Verbindung von Theorie und Praxis



Quelle: KPMG in Deutschland, 2025

möglicherweise nicht gegeben ist. Andererseits weisen größere, bereits am Markt etablierte Unternehmen oftmals ein geringeres Risiko auf als junge, kleine Unternehmen. Insofern sind die aus der kapitalwertbasierten Unternehmensbewertung bekannten Überlegungen zu größenbedingten Abschlägen auch für das Multiplikator-Verfahren von Relevanz, wenn sich Bewertungsobjekt und Vergleichsunternehmen in Bezug auf die Unternehmensgröße erheblich unterscheiden. In der PE-Branche können wir derartige Abschläge unter Berücksichtigung von Studien regelmäßig beobachten.

Profitabilität

Unterschiede in der Profitabilität zwischen Bewertungsobjekt und Vergleichsunternehmen oder innerhalb der Gruppe der Vergleichsunternehmen stellen ein weiteres wichtiges Kriterium dar, das bei der Analyse, Interpretation und Auswahl relevanter Multiplikatoren berücksichtigt werden sollte. Eine höhere Profitabilität korreliert dabei tendenziell mit einem höheren Multiplikator. In der PE-Branche erfolgt die Analyse häufig mittels Regressionsanalysen, um zumindest eine Bandbreite für relevante Multiplikatoren für das Bewertungsobjekt zu ermitteln. Oftmals erschwert ein hinsichtlich Profitabilität und Wachstumsperspektiven heterogenes Produktportfolio beim Bewertungsobjekt und den Vergleichsunternehmen die Ermittlung und Anwendung eines einzelnen Multiplikators.

Regionale Ausrichtung

Ein weiterer wichtiger Aspekt betrifft mögliche Unterschiede in der regionalen Ausrichtung der Geschäftsaktivitäten zwischen dem Bewertungsobjekt und den Vergleichsunternehmen, insbesondere in Bezug auf die geografische (zukünftige) Umsatz- und Ergebnisverteilung. Die in der DCF-Bewertung angewandten Überlegungen zu Länder Risiken sind auch für die Multiplikator-Bewertung von Bedeutung. Zudem sollten Unterschiede in den Wachstumspotenzialen der jeweiligen Märkte berücksichtigt werden, die sich aus den spezifischen volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen ergeben. Während reife Volkswirtschaften tendenziell geringere Wachstumschancen bieten, eröffnen weniger reife Volkswirtschaften (zum Beispiel von Schwellenländern) oftmals attraktive Wachstumsoptionen. Solche Unterschiede beeinflussen die Höhe der Multiplikatoren und erfordern eine differenzierte Analyse, um eine fundierte und sachgerechte Bewertung sicherzustellen.

Unterschiede in den Rechnungslegungsstandards

Ein nicht zu vernachlässigender Aspekt ist der Einfluss durch Unterschiede in der Rechnungslegung (lokaler Standard versus IFRS) zwischen dem Bewertungsobjekt und den Vergleichsunternehmen oder innerhalb der Gruppe der Vergleichsunternehmen, die bei Nichtberücksichtigung zu erheblichen

Verzerrungen führen können. Zusätzlich können sich Unterschiede in der Anwendung der Standards selbst auf zentrale Ergebnisgrößen wie Umsatz, EBITDA oder EBIT auswirken und somit die Aussagekraft der Multiplikatoren und Bewertung beeinträchtigen. Typische Beispiele hierfür umfassen unter anderem die Behandlung von Leasingverhältnissen, Pensionsverpflichtungen oder Abschreibungen aus vergangenen Transaktionen. Folglich sind eine sorgfältige Analyse der relevanten Rechnungslegungsstandards für das Bewertungsobjekt und die Vergleichsunternehmen sowie eine möglichst starke Harmonisierung der verwendeten Ergebnisgrößen essenziell. Ein weiterer relevanter Aspekt ist die zeitliche Dimension. Änderungen in Rechnungslegungsstandards oder in der Bilanzierungspolitik können die Vergleichbarkeit über Zeiträume hinweg erschweren. Solche regulatorischen Anpassungen (zum Beispiel IFRS 16) können die erwarteten Ergebnisgrößen signifikant beeinflussen und erfordern daher eine kontinuierliche Überprüfung.

Wertentwicklungen richtig berichten: Fragestellungen für das Investoren-Reporting

PE-Investoren berichten in der Regel quartalsweise über die Entwicklung ihrer Portfoliounternehmen an ihre Investoren. Die Herausforderung besteht dabei nicht nur in der erstmaligen Bewertung eines Unternehmens zum Zeitpunkt des Einstiegs (Entry), sondern vor allem in der wiederkehrenden Bewertung zum Fair Value für Zwecke der Berichterstattung. Auch in Deutschland orientieren sich die meisten PE-Investoren für das Investoren-Reporting an den international anerkannten International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines (IPEV), die speziell für die Bewertung von PE- und Venture-Capital-Investitionen entwickelt wurden. Innerhalb der ersten zwölf Monate nach einer Investition erfolgt die Bewertung häufig „at cost“, also zum ursprünglichen Anschaffungspreis. Dieser dient als Näherungswert für den Fair Value unter der Annahme, dass in diesem Zeitraum keine signifikante Wertsteigerung erzielt wurde. Für die Ermittlung des Fair Value im Zeitverlauf von Entry bis Exit stellen sich insbesondere folgende zentrale Fragen in Bezug auf die beim Einstieg vorgenommenen Multiplikator-Anpassungen:

- Welche spezifischen Faktoren rechtfertigen weiterhin Multiplikator-Anpassungen, etwa aufgrund von Größenabhängigkeiten, Kundenstrukturen oder Management?
- Wie entwickeln sich die Multiplikator-Anpassungen im Laufe der Halteperiode bis zum Exit und wie kann dies nachvollziehbar und transparent dokumentiert werden?

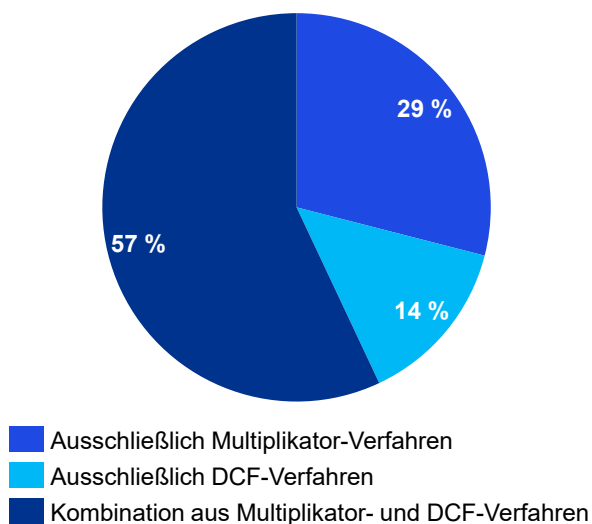
Eine Möglichkeit, diesen Fragestellungen zu begegnen, besteht darin, zunächst die Faktoren für die Multiplikator-Anpassungen in Kategorien (Cluster) einzuteilen, beispielsweise in bewertungsobjekt-spezifische Faktoren (Special Business Risk), Abschlag wegen Unternehmensgröße (Size Premium/Discount) oder Abschlag wegen schlechterer Markt-gängigkeit (Lack of Marketability) im Vergleich zu börsengelisteten Vergleichsunternehmen. Im nächsten Schritt kann ein Scoring-Modell eingesetzt werden, das auf vordefinierten Kriterien basiert und bereits zum Einstieg festgelegt wird. Ein konkretes Beispiel wäre die Verwendung eines detaillierten Meilensteinplans (Milestone Plan) für die geplante geografische Expansion, der als Orientierung für die schrittweise Anpassung und Weiterentwicklung der zum Einstieg vorgenommenen Multiplikator-Anpassung dient. Ein solches Modell schafft Transparenz und Konsistenz in der Folgebewertung und ermöglicht eine objektivere Herleitung der Multiplikator-Anpassungen.

Trend zu DCF-Verfahren?

Wie zuvor dargestellt, ist die Anwendung des Multiplikator-Verfahrens mit bekannten Schwächen behaftet und setzt eine Vielzahl impliziter Annahmen voraus. Eine ausschließliche Anwendung dieses Verfahrens zur Wertfindung, sei es im Rahmen von Transaktionsprozessen, für die rechnungslegungs-bezogene Berichterstattung oder für das Investoren-Reporting, birgt daher Risiken.

Im Vergleich dazu bietet das DCF-Verfahren zusätzliche Transparenz und ist nicht ohne Grund im deutschen Bewertungsstandard IDW S 1 als führendes Verfahren verankert. Insbesondere in Zeiten erhöhter Unsicherheit, wie sie derzeit vorherrschen, beobachten wir eine steigende Nachfrage der verschiedenen Stakeholder (unter anderem Investoren)

Abbildung 3: Angewandte Bewertungsverfahren internationaler, börsennotierter PE-Investoren im Rahmen der rechnungslegungsbezogenen Berichterstattung



Quelle: KPMG in Deutschland, 2025

nach größerer Transparenz. Dies wird unterstützt, wenn man die öffentlich verfügbare Berichterstattung von internationalen börsennotierten PE-Investoren analysiert. Bei über zwei Dritteln der von uns analysierten Abschlüsse für das Jahr 2023 werden das DCF-Verfahren oder eine Kombination aus Multiplikator- und DCF-Verfahren verwendet. Bei deutschen Small- und Mid-Cap-PE-Häusern ist auf Basis unserer Erfahrung dagegen eine kombinierte Anwendung aus DCF- und Multiplikator-Verfahren noch eher unüblich, wobei das Multiplikator-Verfahren der klar bevorzugte Ansatz zur Wertfindung ist. Allerdings könnte die häufigere Anwendung des DCF-Verfahrens in der rechnungslegungsbezogenen Berichterstattung bei internationalen börsennotierten PE-Investoren ein Vorbote für die zukünftige Entwicklung in Deutschland sein, sowohl hinsichtlich der rechnungslegungsbezogenen Berichterstattung als auch für das Investoren-Reporting, welches in der Regel im Einklang zueinander steht.

Fazit und Ausblick

Das Multiplikator-Verfahren ist nach wie vor das am häufigsten verwendete Bewertungsverfahren in der PE-Branche, insbesondere aufgrund seiner schnellen und vermeintlich unkomplizierten Anwendbarkeit, unter anderem bei Transaktionen, in der rechnungslegungsbezogenen Berichterstattung und im Investoren-Reporting. Seine Stärke liegt in der Marktorientierung und der breiten Akzeptanz.

Dennoch erfordert die korrekte Anwendung eine sorgfältige Analyse, um eine fundierte Vergleichbarkeit zwischen Bewertungsobjekt und den Vergleichsunternehmen zu gewährleisten. Unterschiede in Unternehmensgröße, Profitabilität, regionaler Ausrichtung und Rechnungslegungsstandards müssen dabei ebenso berücksichtigt werden wie die Herausforderungen in der Bewertung im Zeitverlauf vom Entry bis zum Exit. Steigende Unsicherheiten in den Märkten, verbunden mit zum Teil zunehmender Nachfrage verschiedener Stakeholder (insbesondere Investoren) nach Transparenz, rücken jedoch auch das DCF-Verfahren stärker in den Fokus. In der Praxis zeigt sich, dass eine kombinierte Anwendung von Multiplikator- und DCF-Verfahren vor allem bei internationalen, börsennotierten PE-Investoren (mehrheitlich Large-Cap-PE-Häuser) in der rechnungslegungsbezogenen Berichterstattung an Bedeutung gewinnt. Dies könnte auch ein Vorbote für die zukünftige Entwicklung in Deutschland sein, sowohl hinsichtlich der rechnungslegungsbezogenen Berichterstattung als auch für das Investoren-Reporting, welches in der Regel im Einklang steht. Eine Kombination der Ansätze ermöglicht es, die jeweiligen Stärken beider Ansätze zu nutzen und Schwächen zu minimieren. Das unterstützt PE-Investoren dabei, eine fundierte und transparente Bewertung vorzunehmen. Dies ist somit nicht nur essenziell für die Qualität der Entscheidungsfindung, sondern auch für das Vertrauen der Investorinnen und Investoren.

Impressum

Herausgeber

KPMG AG
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Heidestraße 58
10557 Berlin

Newsletter kostenlos
abonnieren

[www.kpmg.de/newsletter/
subscribe.aspx](http://www.kpmg.de/newsletter/subscribe.aspx)

Sprechen Sie uns an



Stefan Schöniger
Partner

Fuhrentwiete 5
20355 Hamburg
T +49 40 32015-5690
sschoeniger@kpmg.com



Dr. Andreas Tschöpel
Partner

Heidestraße 58
10557 Berlin
T +49 30 2068-1488
atschoepel@kpmg.com

kpmg.com/socialmedia



Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation.

© 2025 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht und ein Mitglied der globalen KPMG-Organisation unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Limited, einer Private English Company Limited by Guarantee, angeschlossen sind. Alle Rechte vorbehalten. Der Name KPMG und das Logo sind Marken, die die unabhängigen Mitgliedsfirmen der globalen KPMG-Organisation unter Lizenz verwenden.