



OFFEN GESPROCHEN

Unternehmensbewertung in Venture Capital-Transaktionen – Theoretisch fundierte Herleitung oder Verhandlungsergebnis?

Sowohl auf nationaler als auch auf globaler Ebene standen in 2019 die großen Venture Capital-finanzierten Wachstumsunternehmen im besonderen Fokus medialer Aufmerksamkeit. In Deutschland stiegen mit N26, Flix Mobility, Wefox, Deposit Solutions¹ und GetYourGuide gleich fünf Wachstumsunternehmen in die Liga der „Unicorns“ (Unternehmen mit einem Unternehmenswert > USD 1,0 Mrd.) auf – mehr als je zuvor in einem Jahr. In den USA, wo es inzwischen mit rd. 200 (vs. 12 in Deutschland) weltweit die meisten dieser Unicorns gibt, wurde hingegen eine Reihe von Börsengängen der besonders großen Wachstumsunternehmen mit Spannung erwartet. Doch während The We Company den IPO inzwischen vollständig absagen musste, sorgten die übrigen Unternehmen nach dem Gang aufs Parkett vermehrt mit schwachen Kursentwicklungen für Schlagzeilen. Es scheint, als gäbe es teilweise signifikante Diskrepanzen zwischen den Bewertungsvorstellungen der Venture-Capital-Investoren und dem Kapitalmarkt. Doch wie können bzw. wie werden Wachstumsunternehmen mit in der Regel kurzer Unternehmenshistorie, hohen Wachstumsraten und negativen Erträgen in der Praxis bewertet? Und welche Rolle spielen die in Finanzierungsrunden häufig gewährten Liquidation Preferences?

Das amerikanische IPO-Jahr 2019 sollte das Jahr der Unicorns werden, wurden doch die Börsengänge der Schwergewichte The We Company, Uber, Lyft, Pinterest und Slack erwartet – allesamt mit Bewertungen im zweistelligen Milliardenbereich. Fundamental betrachtet haben diese fünf Unternehmen weitere Gemeinsamkeiten: Hohe Wachstumsraten bei negativen Erträgen. The We Company musste den Börsengang inzwischen vollständig absagen. Nach Veröffentlichung des IPO-Prospekts und den vermehrt ans Licht kommenden operativen Problemen mehrten sich die Zweifel, ob das Geschäftsmodell jemals nachhaltige Erträge generieren wird. Der Großinvestor Softbank, welcher zwischenzeitlich die Bewertung immer weiter in die Höhe trieb, sah sich im Zuge einer Rettungsaktion genötigt, sämtliche Anteile zu übernehmen – die Bewertung fiel innerhalb kürzester Zeit von

USD 47 Mrd. auf USD 8 Mrd. herab. Zwar haben Uber, Lyft, Pinterest und Slack den Weg an den Kapitalmarkt gefunden, doch verloren ihre Aktien bis zum Jahresende erheblich an Wert – trotz der Höhenflüge amerikanischer Tech-Aktien im vergangenen Jahr.

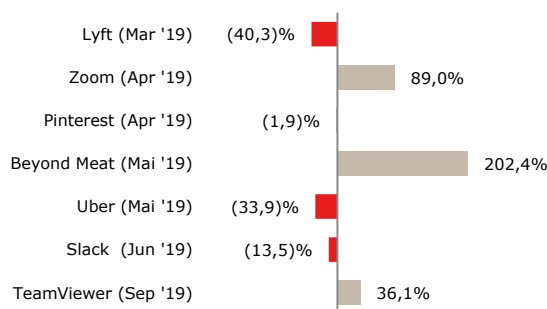


Abbildung 1: Kursperformance zum Ausgabekurs per 31.12.2019

Das Jahr 2019 kann jedoch auch eine Reihe erfolgreicher Kapitalmarkttransaktionen von Wachstumsunternehmen vorweisen. Neben dem stark gehypten IPO von Beyond Meat hat es auch Zoom geschafft, einen erfolgreichen Börsengang mit deutlich positiver Kursperformance hinzulegen. Auch das deutsche Wachstumsunternehmen TeamViewer kann nach dem IPO im September bereits attraktive Kursgewinne vorweisen. Im Gegensatz zu den zuvor genannten Unternehmen gibt es jedoch einen fundamentalen Unterschied: Analysten erwarten für diese drei Unternehmen in 2019 ein positives Ergebnis (EBITDA als auch EBIT).

Es scheint besonders bei defizitären Wachstumsunternehmen eine Herausforderung zu sein, eine fundamentale Bewertung abzuleiten, welche einen nachhaltigen Konsens unter Investoren finden kann. In Finanzierungsrunden ist dies nicht zu beobachten – vielmehr vervielfachen sich die Bewertungen außerhalb der Kapitalmärkte zunächst von Finanzierungsrunde zu Finanzierungsrunde. Um zu verstehen, wie die Bewertungsniveaus in Finanzierungsrunden zustande kommen, sollte der Blick zunächst auf die Bewertungsmethoden geworfen werden.

¹ „Unicorn-Status“ nicht abschließend geklärt

Methoden zur Bewertung von Wachstumsunternehmen in Venture-Capital-Transaktionen

Die Unternehmensbewertung ist eines der elementarsten Grundlagen des Investmentbankings. Um im Transaktionsprozess eine Bewertungseinschätzung abgeben zu können, haben sich über die Jahre sowohl in der Literatur als auch in der Praxis eine Reihe von Bewertungsmethoden durchgesetzt, die entweder auf mit Kapitalkosten abgezinsten Ertragsgrößen (z.B. Free-Cash-Flow, Jahresüberschüsse oder Dividenden) oder auf Marktmultiplikatoren von Vergleichsunternehmen (z.B. Enterprise Value/EBITDA oder Kurs/Gewinn) basieren. Im Regelfall konzentrieren sich die Diskussionen im weiteren Prozess mit Verkäufern und Käufern entsprechend auf die Ableitung korrekter Kapitalkosten, Wachstumsraten, Margenentwicklungen sowie die Auswahl heranzuziehender Vergleichsunternehmen. Im Unterschied hierzu findet man im Venture-Capital-Umfeld meist Unternehmen mit kurzer Unternehmenshistorie, negativen Erträgen, erhöhtem Ausfallrisiko sowie kaum vorhandenen Vergleichsunternehmen. Die klassischen Bewertungsmethoden stoßen unter diesen Voraussetzungen an ihre Grenzen.

(1) Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF)

Das Discounted-Cash-Flow-Verfahren ist die wohl theoretisch akkurateste und etablierteste Methode der Unternehmensbewertung. Grundidee ist, dass der Wert eines Unternehmens ausschließlich von den in der Zukunft erwarteten Free-Cash-Flows sowie deren zugrundeliegenden Risiken abhängt. Bei gereiften Unternehmen ist es üblich, auf Basis der Historie und dem laufenden Geschäftsjahr zukünftige Free-Cash-Flows abzuleiten, bis zum Terminal Value fortzuschreiben und anschließend mit statistisch hergeleiteten Kapitalkosten zu diskontieren. Die Anwendung bei Wachstumsunternehmen ist insbesondere aufgrund der kurzen Historie jedoch erheblich komplexer:

- **Free-Cash-Flows:** Free-Cash-Flows können meist anhand eines vom Zielunternehmen erstellten – in der Regel extrem ambitionierten – Businessplans direkt abgeleitet werden. Um eine eigene Einschätzung abgeben zu können, eignet es sich hingegen mit einer Analyse des Marktpotentials und Wettbewerbsumfelds zu starten. Erkenntnisse zu Marktanteilen sowie zur Entwicklung der Gesamtmarktgröße werden genutzt, um das Umsatzpotential der Planjahre zu ermitteln (siehe Abb. 2). Unternehmen aus vergleichbaren Industrien und/oder Entwicklungsstadien helfen schließlich, die Free-Cash-Flows anhand von Margen- und Quotenverhältnissen (Profitabilität, Investitionen, Working Capital, etc.) abzuschätzen bzw. zu plausibilisieren. Die Planung wird bei Wachstumsunternehmen meist statt den üblichen 3 bis 5 Jahren über 10 oder sogar mehr aufgesetzt, um im Terminal Value einen Zustand nach Abschluss der Wachstumsphase darstellen zu können.
- **Szenarioanalyse:** Die Herleitung der für das Verfahren benötigten Finanzkennzahlen hängt stark von zugrundeliegenden Annahmen ab, welche sich u.a. aufgrund der kurzen Historie nur schwer plausibilisieren lassen. Es ist daher üblich, unterschiedliche Entwicklungsszenarien zu

bilden und diese anschließend nach Eintrittswahrscheinlichkeit zu gewichten (siehe Abb. 3).

DCF-Methode	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	... Jahr 10	TV
Marktgröße	200,0	220,0	247,5	278,4	313,2	500,0	
Marktanteil	1,0%	2,5%	5,0%	7,5%	10,0%	20,0%	
Umsatz	2,0	5,5	12,4	20,9	31,3	100,0	
Umsatzwachstum	33%	175%	125%	69%	50%	3%	
NOPAT	(1,0)	(1,5)	(2,2)	1,0	8,0	35,0	
- Wachstumsinv.	(0,7)	(1,0)	(1,2)	(1,0)	(1,0)	(2,0)	
- Working Capital	(0,3)	(0,5)	(0,6)	(1,0)	(2,0)	(5,0)	
FCFF	(2,0)	(3,0)	(4,0)	(1,0)	5,0	28,0	28,7
PV @ 30% WACC	(1,5)	(1,8)	(1,8)	(0,4)	1,3	2,0	7,6
Enterprise Value @ 30% WACC	15,0						

Abbildung 2: Illustrative Discounted-Cash-Flow-Bewertung eines fiktiven Wachstumsunternehmens

- **Ausfall- bzw. Insolvenzzisiko:** Insbesondere bei Startups ist die Wahrscheinlichkeit im Vergleich zu gereiften Unternehmen um ein Vielfaches höher, dass die Planung nicht eintritt und/oder das Unternehmen sogar insolvent geht. Die sog. „Going Concern“-Annahme, eine der Grundvoraussetzungen der Discounted-Cash-Flow-Bewertung, wird nicht eingehalten. Dieses Risiko kann auf unterschiedliche Weise berücksichtigt werden:
 - (1) Abzinsungsfaktoren: Berücksichtigung bei der Herleitung von Abzinsungsfaktoren.
 - (2) Szenarioanalyse: Entwicklung und entsprechende Gewichtung eines Insolvenzszenarios (Abbildung 3).
 - (3) Adjustierung der Free-Cash-Flows: Die Free-Cash-Flows werden unter Berücksichtigung einer kumulierten Insolvenzwahrscheinlichkeit und erwarteten Liquidationswerten in den einzelnen Planjahren angepasst (Abbildung 4).

FCFF	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	... Jahr 10
Base Case (45%)	(2,0)	(3,0)	(4,0)	(1,0)	5,0	28,0
Best Case (15%)	(1,5)	(2,3)	(3,0)	(0,8)	6,3	35,0
Worst Case (15%)	(2,5)	(3,8)	(5,0)	(1,3)	3,8	14,0
Insolvenzszenario (25%)	(2,5)	(3,8)	(5,0)	(1,3)	2,5	Liquidation

Abbildung 3: Szenarioanalyse mit Insolvenzszenario

FCFF	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 5	... Jahr 10
FCFF	(2,0)	(3,0)	(4,0)	(1,0)	5,0	28,0
Liquidationswert	0,5	0,8	1,0	1,5	2,5	10,0
Ausfallwahrsch.	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Kum. Ausfallwahrscheinlichkeit	5,0%	9,8%	14,3%	18,5%	22,6%	40,1%
Total Adj. FCFF	(1,9)	(2,6)	(3,3)	(0,5)	4,4	20,8

Abbildung 4: Adjustierung der Free-Cash-Flows

- **Kapitalkosten:** Bei gereiften Unternehmen ist es üblich, Kapitalkosten statistisch über Aktienrenditen (Cost of Equity) sowie über Marktpreise ausstehender Anleihen (Cost of Debt) von Vergleichsunternehmen abzuleiten. Nach der Portfoliotheorie ist das einzige Risiko, welches in den Eigenkapitalkosten „vergütet“ wird, das systemati-

sche Risiko – das unternehmensspezifische Risiko kann hingegen durch Diversifikation im Portfolio eliminiert werden. Grundsätzlich ist zu beobachten, dass diese theoretischen Modelle im Venture-Capital-Umfeld keine Anwendung finden, da einerseits die unternehmensspezifischen Risiken sehr hoch und andererseits die Diversifizierbarkeit von Venture-Capital-Fonds stark eingeschränkt ist. Vielmehr dienen die subjektiven Renditeanforderungen der VC-Fonds als Diskontierungssätze. Hierbei muss jedoch beachtet werden, dass keine doppelte Risiko-Berücksichtigung stattfindet (z.B. Abzinsung adjustierte Cash-Flows mit erhöhten Kapitalkosten).

In der Gesamtbetrachtung zeigen sich erhebliche Limitierungen in der Anwendung der DCF-Methode bei Wachstumsunternehmen. Häufig ist es der Fall, dass ein Großteil des abgeleiteten Unternehmenswerts aus dem Terminal Value stammt. Das Bewertungsergebnis ist somit auch hierdurch besonders stark abhängig von zugrundeliegenden Annahmen (Markt, Margen, Wachstum), die weit in der Zukunft liegen und bereits bei kleinsten Veränderungen zu erheblichen Unterschieden im Bewertungsergebnis führen. Auch wenn das DCF-Verfahren die theoretisch akkurateste Unternehmensbewertung darstellt, rückt sie auch aus diesen Gründen im VC-Umfeld oft in den Hintergrund.

(2) Bewertungsmultiplikatoren

Während die Multiplikatorenmethode im M&A-Kontext zumeist der Plausibilisierung einer DCF-Bewertung dient, steht sie im VC-Umfeld regelmäßig im Mittelpunkt der Bewertungsdiskussion. Bei dieser Methode werden Relationen von Unternehmenswert (Enterprise oder Equity Value) zu entsprechenden Finanzkennzahlen (Umsatz, EBITDA, EBIT, oder Jahresüberschuss) vergleichbarer Unternehmen (z.B. börsennotierte Vergleichsunternehmen, Zielunternehmen in M&A- oder Venture-Capital-Transaktionen) zur Ableitung einer Bewertung herangezogen. Ein Vorteil gegenüber dem DCF-Verfahren ist einerseits die Berücksichtigung beobachteter Marktbewertungen sowie andererseits die sehr leichte Anwendung. Eine der größten Herausforderungen bleibt hingegen die eingeschränkte Anwendbarkeit etablierter Multiplikatoren sowie die eingeschränkte Vergleichbarkeit der Geschäftsmodelle von Wachstumsunternehmen:

- **Anwendbare Multiplikatoren:** Da ein Großteil der Wachstumsunternehmen noch keine positiven Erträge erwirtschaftet, wird in der Bewertung meist statt etwa auf den Enterprise-Value/EBITDA-Multiplikator oder das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf den Enterprise Value/Umsatz-Multiplikator abgestellt. Dieser findet im M&A-Umfeld zurecht nur untergeordnete Anwendung, da Ertragsstärke und Free-Cash-Flow-Potential vollkommen unberücksichtigt bleiben. Die Auswahl „richtiger“ Vergleichsunternehmen ist unter diesen Voraussetzungen besonders kritisch. Bereits minimale Differenzierungen im Geschäftsmodell führen aufgrund der Abweichungen im Margen- und Wachstumsprofil zu beachtlichen Unterschieden im Multiplikator und damit in der Bewertung.

- **Vergleichbarkeit:** Besonders bei Wachstumsunternehmen mit einem disruptiven Geschäftsmodell ist eine Vergleichbarkeit mit anderen Unternehmen nur selten gegeben. Hergeleitete Multiplikatoren von Zielunternehmen aus M&A- oder VC-Transaktionen sind häufig von der Transaktionsrationale beeinflusst und beinhalten mitunter häufig nicht auf den ersten Blick identifizierbare Prämien (z.B. Kontrollprämien oder Prämien für eingepreiste Synergien) oder Discounts (z.B. bei „Secondaries“). Werden börsennotierte Vergleichsunternehmen herangezogen, steht man hingegen vor der Herausforderung, dass diese Unternehmen in der Regel die Wachstumsphase bereits hinter sich gelassen haben und damit deutlich größer und profitabler bei geringeren Wachstumsaussichten sind.

Multiplikatorenbewertung (EV/Umsatz)	LTM	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3
Börsennotierte Vergleichsunternehmen		1,8x	1,6x	1,4x
Zielunternehmen M&A/VC	2,0x			
Umsatz	1,5	2,0	5,5	12,4
Enterprise Value	3,0	3,6	8,8	17,3

Abbildung 5: Multiplikatorenmethode (illustrativ)

(3) Venture-Capital-Methode

Die Venture-Capital- (VC-) Methode wird insbesondere von Venture Capital-Fonds für die Bewertung von Wachstumsunternehmen herangezogen. Sie ist eine Weiterentwicklung der Multiplikatorenmethode und versucht, deren Schwächen zu vermeiden. Grundidee ist, dass eine Bewertung auf Multiplikatorenbasis zum Zeitpunkt des vorgesehenen Exits in der Zukunft abgeleitet und das Ergebnis abgezinst wird – meist mit der Renditeanforderung des Investors. Die Methode veranschaulicht, wie exitorientierte VC-Fonds Bewertungsniweaus von Wachstumsunternehmen herleiten. Ein Vorteil kann u.a. darin liegen, dass bei entsprechend geplanter Entwicklung auch ertragsbasierte Multiplikatoren (z.B. EV/EBITDA, EV/EBIT) Anwendung finden könnten.

Da jedoch die meisten Wachstumsunternehmen auch zum Zeitpunkt des Exits der VC-Investoren (siehe Uber, Lyft, Slack, Pinterest) noch keine positiven Erträge erwirtschaften, wird in der Praxis überwiegend ebenfalls auf EV/Umsatz-Multiplikatoren abgestellt. Die Methode unterliegt damit den selben Herausforderungen wie die klassische Multiplikatorenbewertung und ist losgelöst von Profitabilität und Free-Cash-Flow-Potential des Zielunternehmens. Für Unternehmen, die voraussichtlich auch zum Exit-Zeitpunkt auf Multiplikatorenbasis bewertet werden, bildet sie die wohl sinnvollste Bewertungsmethode.

Venture Capital-Methode	EV/Umsatz	EV/EBIT
Börsennotierte Vergleichsunternehmen (NTM / Jahr 1)	1,8x	10,0x
Finanzkennzahl Zielunternehmen (in Jahr 5)	31,3	11,4
Enterprise Value (Ende Jahr 4)	56,4	114,3
Enterprise Value (aktuell) @ 30% WACC	19,7	40,0

Abbildung 6: Venture-Capital-Methode (illustrativ)

Schlussfolgerung

Alle drei vorgestellten Bewertungsmethoden sind stark abhängig von subjektiven Faktoren und unterliegen Limitationen. Auch die Anwendung weiterer Methoden (z.B. assetbasierte Bewertung, Replikationsbewertung, Scorecard) führt nicht zwingend zu „stabileren“ Ergebnissen. Doch wenn es keine Möglichkeit gibt, (defizitäre) Wachstumsunternehmen objektiv und konsensfähig bzw. „fair“ zu bewerten, wie wird damit in der Praxis umgegangen? Hier ist zu beobachten, dass Investoren teilweise gar keine fundamentale Bewertung durchführen. Ein Anker bzw. Mindestniveau ist meist durch das Bewertungsniveau aus der vorherigen Runde gesetzt worden und wird entsprechend zwischenzeitlicher Entwicklungen meist erhöht. Kann in der Zwischenzeit der Businessplan erfüllt werden, steigt das Bewertungsniveau der neuen Runde mitunter signifikant an. Das Bewertungsniveau einer neuen Finanzierungsrunde wird in der Praxis vom Zielunternehmen vorgegeben, während Angebot und Nachfrage über dessen Durchsetzbarkeit entscheiden. Aus diesen Gründen hat es sich unter Investoren etabliert, statt einer Bewertungsdiskussion, eine über die Gewährung von Sonderrechten zu führen.

Die Rolle der Liquidationspräferenzen

Die für die Bewertung relevantesten Sonderrechte, welche im Rahmen von Venture-Capital-Transaktionen häufig gewährt werden, sind die sog. Liquidationspräferenzen („LPs“). Diese regeln die Erlösverteilung aus dem Gesamtverkauf eines Unternehmens unter den Gesellschaftern. In der einfachsten Ausgestaltung einer Liquidationspräferenz erhält ein Investor sein eingesetztes Kapital vollständig zurück, bevor alle übrigen Investoren am Verkaufserlös partizipieren. Bestehen parallel mehrere Sonderrechte entsteht ein Liquidations-Wasserfall, wonach den Seed-Investoren (z.B. Gründer, Family & Friends) ein Erlös nur dann zusteht, nachdem alle übrigen Investoren ihr investiertes Kapital zurückerhalten haben. Mit dieser Dynamik werden die Gründer dahingehend incentiviert, keine Bewertungsniveaus vorzugeben, welche im Exit-Fall nicht eingehalten werden können. Auf der anderen Seite verwässern sie jedoch erheblich die zugrundeliegende Bewertung bzw. hebeln diese aus.

Ausgestaltungsmöglichkeiten von Liquidationspräferenzen

Wie bereits dargestellt, geht man in der einfachsten Ausgestaltung einer Liquidationspräferenz davon aus, dass ein Investor im Verkaufsfall sein eingesetztes Kapital zurückerhält. Zusätzlich können jedoch auch die Renditeanforderungen des Investors berücksichtigt werden. Ein Investor erhält damit bspw. das 1,5-fache seines investierten Kapitals zurück, bevor die übrigen Investoren am Verkaufserlös partizipieren. Eine weitere Komplikation bildet die Anrechenbarkeit. Es ist mitunter möglich, dass einem Investor der „Gewinn“ aus der Liquidationspräferenz zusätzlich zur Pro-Rata-Verteilung zusteht (sog. „Fully-Participating“-Liquidation Preference).

Beispiel:

Um die Ausgestaltung der Liquidationspräferenzen zu veranschaulichen wird ein Beispiel mit folgenden Parametern vorgestellt:

- Zwei Investoren (Gründer und VC-Investor mit LP)
- Investitionsvolumen: EUR 40 Mio.
- Bewertungsniveau (Post-Money): EUR 80 Mio. (= EUR 40 Mio. Pre-Money)
- Pro-Rata-Anteile: 50%
- 1,5-fache Liquidationspräferenz

(1) Non-Participating (Abb. 7):

Die Non-Participating LPs stellen die einfachste Form der LP dar. Der VC-Investor erhält in unserem Beispiel bis zu einem Unternehmenswert (Equity Value) von EUR 60 Mio. (= 1,5 x EUR 40 Mio.) sämtliche Erlöse aus dem Unternehmensverkauf. Bis zu einem Bewertungsniveau von EUR 120 Mio. bleibt es bei dem Erlös von EUR 60 Mio., was dann dem Pro-Rata-Erlös (= 50% x EUR 120 Mio.) entspricht. Übersteigt der Unternehmenswert EUR 120 Mio., erhält der Investor jeweils den Pro-Rata-Anteil von 50% am Gesamterlös.

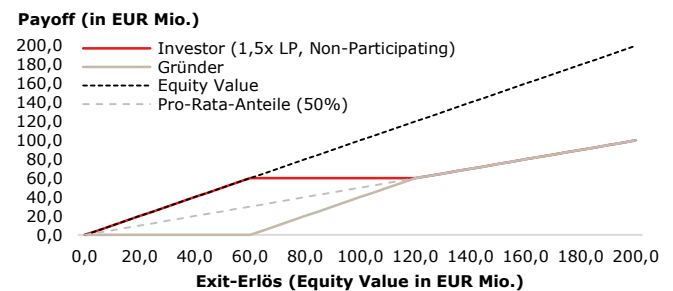


Abbildung 7: 1,5x Non-Participating Liquidation Preference

Diese Ausgestaltung ist insbesondere im europäischen Raum zu beobachten. Dem Investor wird damit von den Gründern ein gewisses Bewertungsniveau garantiert, schließlich erhalten diese erst ab einem Bewertungsniveau von EUR 120 Mio. ihren Pro-Rata-Anteil von 50%.

(2) Fully-Participating (Abb. 8 und 9):

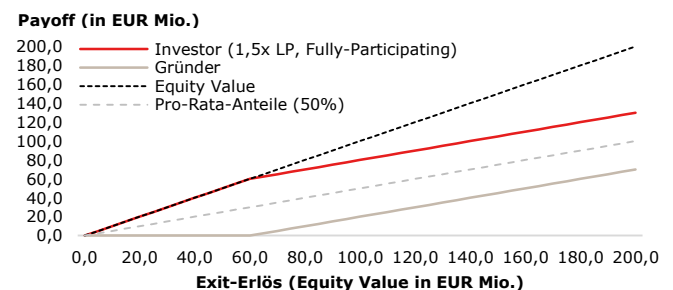


Abbildung 8: 1,5x Fully-Participating Liquidation Preference

Bei einer Fully-Participating LP wird der VC-Investor gleich doppelt bevorteilt. Bis zu einem Unternehmenswert von EUR 60 Mio. (= 1,5 x EUR 40 Mio.) erhält dieser sämtliche Erlöse aus dem Verkauf des Unternehmens. Anschließend partizipiert er Pro-Rata an der zusätzlichen Wertentwicklung. Bei

einem Unternehmenswert von EUR 120 Mio. erhält er EUR 90 Mio. (= 50% x (EUR 120 Mio. – EUR 60 Mio.) + EUR 60 Mio.).

Da diese Konstruktion die Gründer auch bei hohen Exit-Erlösen überproportional benachteiligt, kann ein sog. „Cap“ integriert werden. Hierbei wird der Erlösgewinn durch die Liquidationspräferenz bspw. auf das Zweifache des eingesetzten Kapitals begrenzt. In dem Beispiel partizipiert der Investor somit nur bis zu einem Erlös von EUR 80 Mio. (= 2,0 x EUR 40 Mio.) doppelt und wird anschließend so gestellt, als hätte er eine Non-Participating LP (siehe Abbildung 9).

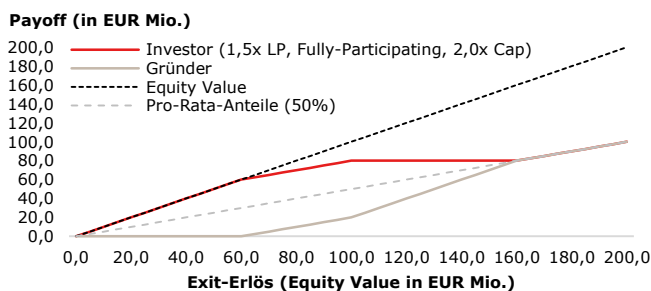


Abbildung 9: 1,5x Fully-Participating Liquidation Preference mit einem Cap von 2,0x

Schlussfolgerung

Diese vereinfachten Beispiele veranschaulichen den erheblichen Effekt der Liquidationspräferenzen auf die Rendite der Investoren. Betrachtet man die Payout-Profile, zeigt sich, dass diesen Sonderrechten ein – je nach Ausgestaltung – erheblicher monetärer Wert zugrunde liegt, da der „VC-Investor“ trotz identischem Anteil (50%) stets besser gestellt ist, als die „Gründer“. Die Bewertung von Liquidationspräferenzen ist durchaus komplex und kann lediglich mit Hilfe einer Optionsbewertung (bspw. Black-Scholes) erfolgen, welche wiederum abhängig von den zugrundeliegenden Annahmen (u.a. Volatilität, Laufzeit, Exit-Erlös) ist. Für die Herleitung möglicher Exit-Erlöse bedarf es dann wieder einer Unternehmensbewertung, wodurch man wieder beim Ausgangsproblem der „fairen“ Bewertung landet.

Es bleibt jedoch unstrittig, dass die Vorteile aus der Liquidationspräferenz vom Investor vergütet werden und zugleich das zugrundeliegende Bewertungsniveau aushebeln. Bei Unterschreitung gewisser Exit-Bewertungen wird der Investor

gestellt, als hätte er für die EUR 40 Mio. einen Anteil von 50 bis 100% erworben.

In der externen Kommunikation findet man selten Hinweise zur Ausgestaltung und Gewährung solcher Sonderrechte. Hier wird lediglich per Dreisatz aus investiertem Kapital und erhaltenem Anteil eine Bewertung errechnet – die erhebliche Verwässerung wird außer Acht gelassen.

Fazit

Die Bewertung von Wachstumsunternehmen stellt in Theorie und Praxis weiterhin eine große Herausforderung dar. Bewährte Bewertungsmethoden aus dem Investmentbanking können nicht ohne Komplikationen angewandt werden. Es ist bei der Bewertung grundsätzlich zu empfehlen, verschiedene Methoden heranzuziehen und trotz der Limitationen nicht auf eine fundamentale Bewertung (z.B. Discounted-Cash-Flow) zu verzichten. Die ausschließliche Anwendung des EV/Umsatz-Multiplikators kann zu erheblichen Überbewertungen führen. Verstärkt wird dieser Effekt durch in Finanzierungsrunden gewährten Sonderrechten (u.a. Liquidationspräferenzen), welche dazu führen, dass stark verwässerte Unternehmensbewertungen betrachtet werden.

Da sich kein wirklicher Bewertungsstandard in den vergangenen Jahren durchsetzen konnte, ist abzusehen, dass es auch in Zukunft zu großen Diskrepanzen hinsichtlich der Bewertungsvorstellungen unterschiedlicher Investoren und Investorengruppen kommen wird. Nach den jüngsten Entwicklungen am Kapitalmarkt werden Investoren jedoch mehr als zuvor auf den „Path-to-Profitability“ achten. Auch bei Wachstumsunternehmen sollte mithin der Grundsatz gelten, dass der Wert eines Unternehmens von der Fähigkeit abhängt, nachhaltige Renditen auf eingesetztes Kapital erzielen zu können. Diese Fähigkeit für die ferne Zukunft eines Unternehmens vorherzusehen bleibt jedoch die größte Schwierigkeit in der Unternehmensbewertung und wird einem Investor von keinem Bewertungsverfahren dieser Welt abgenommen werden können. Am Ende obliegt es jedem einzelnen Investor selbst, eigene Einschätzungen zu Marktpotential, Marktdurchdringung, Kapitalbedarf und zukünftiger Profitabilität zu treffen und daraus einen für ihn „fairen“ Wert abzuleiten.

Sven Hasenberg

Corporate Finance

Mehr zu uns und unserer Arbeit finden Sie hier:
corporatefinance.mmwarburg.de

Kontakt:

Dr. Jens Kruse

Leiter Corporate Finance · jkruse@mmwarburg.com
Ferdinandstraße 75 · 20095 Hamburg

Dieser Artikel dient ausschließlich der Information. Er stellt keinen Rat und keine Empfehlung dar.