

Prof. Dr. Ingo Kett ist Gründer und Geschäftsführer der Viaticum GmbH (www.viaticum.de). Er war zuvor Executive Partner von Accenture und hat deren Börsengang erfolgreich begleitet. Er hat einen Lehrauftrag an der Universität Münster. 2010 wurde er mit der "Goldenen Nase" als Business Angels des Jahres ausgezeichnet. Kontakt: ingo.kett@viaticum.de

Bewertungen von Venture-Investments

Die Bewertung junger Unternehmen gleicht für Venture Capital-Investoren einem Seiltanz zwischen Extremen. Immer stärker setzt sich jedoch bei Unternehmern und Investoren die Erkenntnis durch, dass sowohl die Schnäppchenjägermentalität einiger Kapitalgeber als auch die Mondpreisbewertungen einiger Gründer nicht zu einer Synchronisierung der Interessenlagen führen kann. Das gemeinsame Bestreben von Gründern und Investoren, den Unternehmenswert zu steigern, führt im Allgemeinen zu einem wesentlich größeren finanziellen Erfolg, als das kurzfristige Schielen auf die Maximierung des persönlichen Anteils.

Die faire Bewertung junger Unternehmen stellt allerdings eine große Herausforderung für Gründer und Investoren dar. Anders als bei etablierten Unternehmen, gibt es nämlich weder eine Vergangenheit noch eine auch nur annähernd verlässliche Zukunft. Klassische Methoden der Unternehmensbewertung wie Substanzbewertung, Ertragsbewertung oder Marktbewertung greifen daher nicht. Wie lässt sich dennoch eine faire Bewertung junger Unternehmen, die die Interessen aller Beteiligten ausgleicht, durchführen?

Klassische Bewertungsverfahren und was man daraus lernen kann

Der Klassiker der Unternehmensbewertung, die Discounted Cash Flow (DCF)-Methode, sieht auf den ersten Blick wie eine geeignete Lösung aus. Durch die Annahme, dass bis zum Exit erzielte Überschüsse zum Kalkulationszinsfuß angelegt werden können, schießt diese Methode bei jungen Unternehmen, bei denen der Zins oft deutlich über 30% p. a. liegt, so massiv am Ziel vorbei, dass die Überbewertung bei dem 10 oder gar 20-fachen eines realistischen und durchsetzbaren Wertes liegen können.

Selbst Realoptionen können den Makel der DCF-Methode nicht beseitigen. Das Verfahren der Realoptionen hinterlegt unterschiedliche, sich gegenseitig ausschließende Szenarien mit Eintrittswahrscheinlichkeiten und bildet einen Erwartungswert aus den Ergebnissen der Szenarien. Typisch werden bei diesem Vorgehen DCF-Werte für sogenannte „best case“- und „worst case“-Szenarien ermittelt, die mit den jeweiligen Wahrscheinlichkeiten multipliziert und addiert werden.

Da die Szenarien in der Regel aber einmalig sind und sich nicht häufig wiederholen, lässt sich die Wahrscheinlichkeitsrechnung allein aus methodischen Gründen nicht anwenden. Die Wahrscheinlichkeitsrechnung verlangt nämlich nach dem „Gesetz der großen Zahlen“ und das ist aus der Tatsache,

dass es sich ja um ein junges Unternehmen mit einer möglichst einzigartigen Geschäftsidee handelt, nicht gegeben. Im Übrigen ist in der Gründerszene ein situationsgegebener Optimismus sehr verbreitet, so dass die Bewertung auf Basis des „worst case“-Szenarios mit einer gewissen statistische Signifikanz im Allgemeinen zutreffender ist.

Der routinierte Venture Capitalist greift daher gern zu Multiples, Faktoren, mit denen er zu einem gedachten Exit-Zeitpunkt den Gewinn (EBIT oder EBITDA) des zu veräußernden Unternehmens multipliziert, um den Unternehmenswert festzustellen. Die Faktoren können zumindest für die Vergangenheit aus veröffentlichten Tabellen nach Unternehmensgröße und Branche abgelesen werden. Bei aller Schwierigkeit, Unternehmen zu vergleichen, bringt die Methode die Wahrheit des Marktes ins Spiel. Um den sich ergebenden Exit Value jedoch in die Gegenwart zu „übersetzen“, muss der Wert zu einem Zinsfuß abgezinst werden, der dieselbe Problematik der Wiederanlageprämisse aufweist, wie die DCF-Methode.

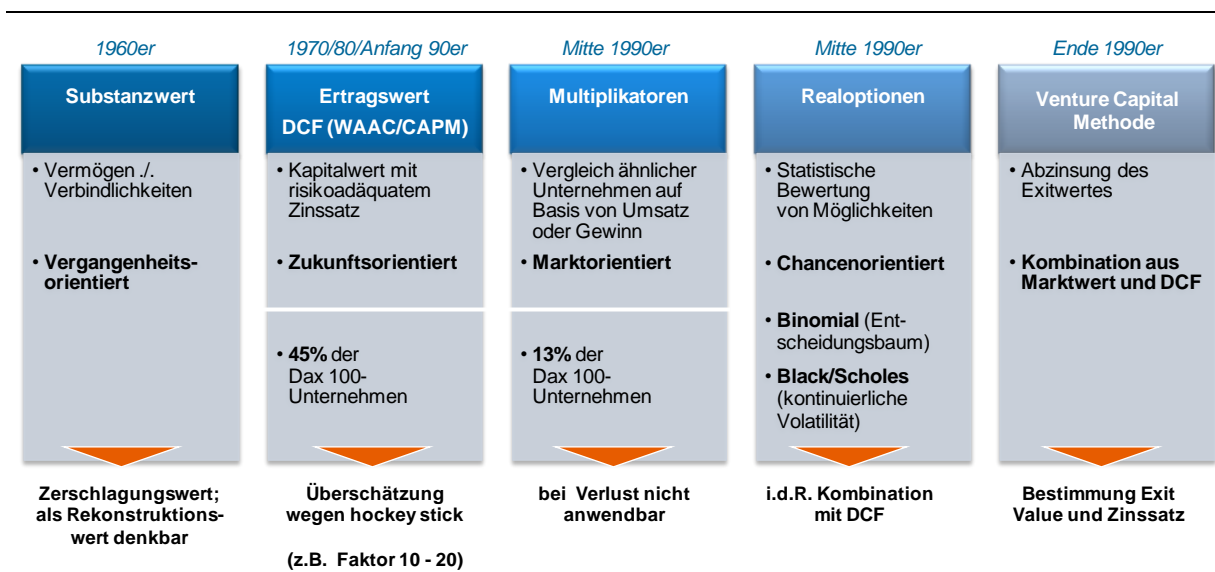


Abbildung 1: Klassische Methoden der Unternehmensbewertung

Die von den meisten Praktikern verschmähte Substanzwertmethode, führt bei jungen Unternehmen viel weiter, als auf den ersten Blick anzunehmen wäre. Die klassische Substanzwertmethode unterstellt die Zerschlagung eines Unternehmens. Ein junges Unternehmen kann mit dieser Annahme kaum etwas auf die Waagschale bringen. Wird die Rekonstruktion der Substanz aber als die Bewertung von Treibern für den künftigen Wertgenerierung eines jungen Unternehmens gesehen, erhält das Substanzwertverfahren einen neuen, zukunftsorientierten Aspekt. Die 3ic-Methode revitalisiert dieses Bewertungsverfahren auf einer zeitgemäßen Basis.

Das 3ic-Modell

Stellt man die drei „Wertgeneratoren“ eines jungen Unternehmens Konzept (invent concept), Kapital äquivalent nebeneinander, ergibt die wertmäßige Summe der Komponenten den Unternehmenswert bei oder kurz nach der Gründung. Das investierte Kapital zu bewerten, ist eine leichte Aufgabe, hier zählt ein Euro mit seinem Nennwert. Schon bei den eingebrachten Kenntnissen des Management Teams wird der Investor gemeinhin nervös. Verzichtet nämlich das Management Team auf sein marktadäquates Gehalt der ersten ein bis drei Jahre, so wird der Gegenwart mit „Als-Ob-Kapital“ angesetzt. Dies entspricht dem Opportunitätskostenprinzip. Die Bewertung des Unternehmenskonzepts fällt allerdings weitaus schwieriger, da kein wirklicher Markt für Gründungsideen existiert. Die

Bewertungspraxis hat gezeigt, dass ein Anteil von 15% - 30% des gesamten Unternehmenswertes intersubjektiv als richtig empfunden wird. Der Anteil hängt von der Stärke des Alleinstellungsmerkmals der Idee (Unique Selling Proposition) ab. Liegt etwa ein schützbarer Marktvorteil vor, ist das höher zu gewichten, als ein bekanntes Konzept nur anders zu verfolgen.

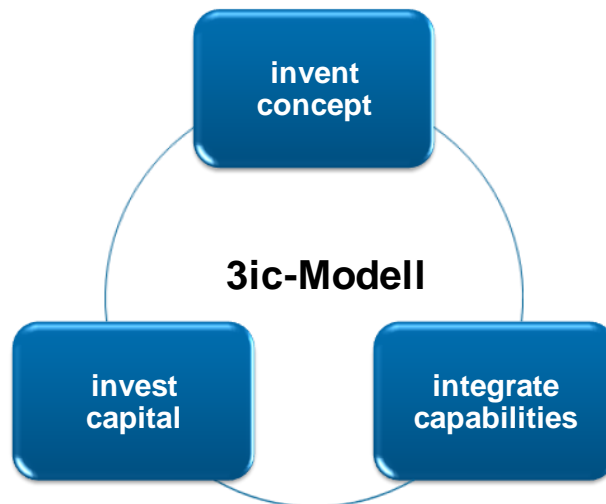


Abbildung 2: Das 3ic-Modell

Kontrollrechnung mit Elementen klassischer Methoden

Im Idealfall lässt sich der Unternehmenswert zum oder kurz nach dem Gründungszeitpunkt (initial value) ausschließlich wie zuvor beschrieben ermitteln. Um jedoch einen Kontrollgröße für die Größenordnung für den initial value zu erhalten, kann man sich einer Kombination der klassischen Verfahren der Unternehmensbewertung bedienen. Bewährt hat sich das folgende Vorgehen:

- **Aufstellen eines Business Plans über 6 Jahre**

Dabei werden die ersten drei Jahre auf der Basis eines konkreten Mengengerüsts detailliert geplant. Die folgenden drei Jahre werden mit der Aufwandsstruktur des dritten Jahres auf Basis des wachsenden Umsatzes geschätzt.

- **Ermittlung des Exit Value auf Basis des EBIT des 6. Jahres**

Der theoretische Exit erfolgt am Ende des sechsten Jahres. Der Unternehmenswert zum Exit-Zeitpunkt entspricht nach der Multiple-Methode dem EBIT dieses Jahres multipliziert mit dem EBIT-Multiple eines Vergleichsunternehmens. Aktuelle Experten-Multiples für Mid-Caps werden monatlich z. B. unter www.finance-research.de/multiples/ veröffentlicht. Zwar können auch Multiples die Zukunft nicht vorhersagen, sieht man aber von krassen Diskontinuitäten wie z. B. der Finanzkrise einmal ab, verändern sich Multiples über die Jahre nur graduell.

- **Abzinsung des Exit Value auf einen Initial Value**

Der Exit Value kann mittels eines geeigneten Zinssatzes auf den Investitionszeitpunkt diskontiert werden. Als geeigneter Zinssatz kann ein Risikozinssatz, der sich aus einem Basiszins zuzüglich einer Risikoprämie zusammensetzt, oder dem internen Zinsfuß des Free Cash Flow-Zahlungsstroms der Investition angesetzt werden.

Damit verlässt man zwar den Pfad der Tugend und wendet quasi die Grundidee des zuvor kritisierten DCF-Verfahrens an. Angesichts der Problemstellung, hiermit „nur“ einen Vergleichswert

zur Bewertung nach der 3ic-Methode bestimmen zu wollen, sei der Prozessschritt hier erlaubt. Darüber hinaus verliert der methodische Fehler an Bedeutung, da sich die Diskontierung lediglich auf das per marktorientiertem Bewertungsverfahren ermittelten Exit Value bezieht.

Wertentwicklung von Gründung bis Exit

Klassische Methoden der Unternehmensbewertung unterstellen, dass die relative Wertschöpfung in einem jungen Unternehmen zunächst gering, in aller Regel sogar negativ ist. Verfolgt man die Cash Flow-Entwicklung, mag diese Hypothese auch gerechtfertigt sein. Der Aufbau eines neuen Unternehmens führt praktisch immer zu negativen Cash Flows. Egal, ob DCF oder Multiple Methode zu Einsatz kommt, in den ersten Jahren ergeben diese Verfahren Unternehmenswert methodenbedingt immer einen negativen Unternehmenswert.

Tatsächlich sind aber gerade zu Beginn eines Unternehmens Risiko und relative Wertschöpfung am größten. Es lässt sich sogar empirisch nachweisen, dass die Wertschöpfung in Venture Capital-Investitionen einer typischen S-förmigen Wachstumskurve folgt, die immer stärker steigend und dann abflachend verläuft.¹ Eine sogenannte Logit-Funktion $1 / (1+e^{-t})$ bildet den Verlauf den Unternehmenswert als Share Price“ hinreichend genau ab.

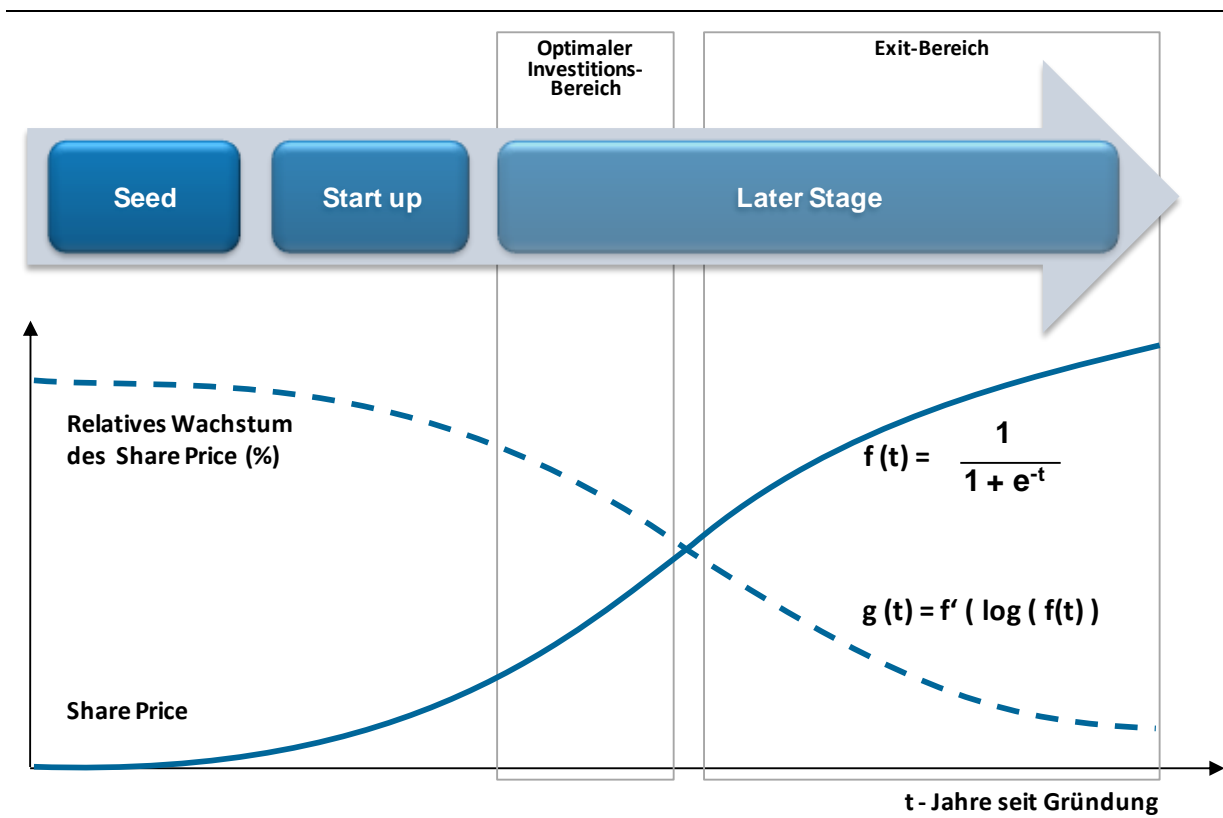


Abbildung 3: Wertentwicklung von Gründung bis Exit

¹ Vgl. Lichter Katharina, Strategischer Portfolioaufbau, VentureCapital Magazin 6/2008 sowie Christian Diller, Ivan Herger, Marco Wulff, The private equity J-Curve: cash flow considerations from primary and secondary points of view, Capital Dynamics, www.capdyn.com.

Die Wertentwicklung eines jungen Unternehmens folgt damit den folgenden drei Bewertungshypothesen:

1. Der Initial Value bestimmt sich substanzwertorientiert nach der 3ic-Methode aus investiertem Kapital, Sweat Equity aus unbezahlter Gründerleistung und der Unternehmensidee.
2. Der Exit Value ermittelt sich als EBIT-Multiple aus dem EBIT des 6. Jahres als theoretischen Exit-Zeitpunkt.
3. Die Überführung vom Initial Value zu Exit Value lässt sich mittels einer S-förmigen Wachstumskurve als Logit-Funktion abbilden. Das relative Wachstum ergibt sich aus der ersten Ableitung des Logarithmus dieser Funktion.

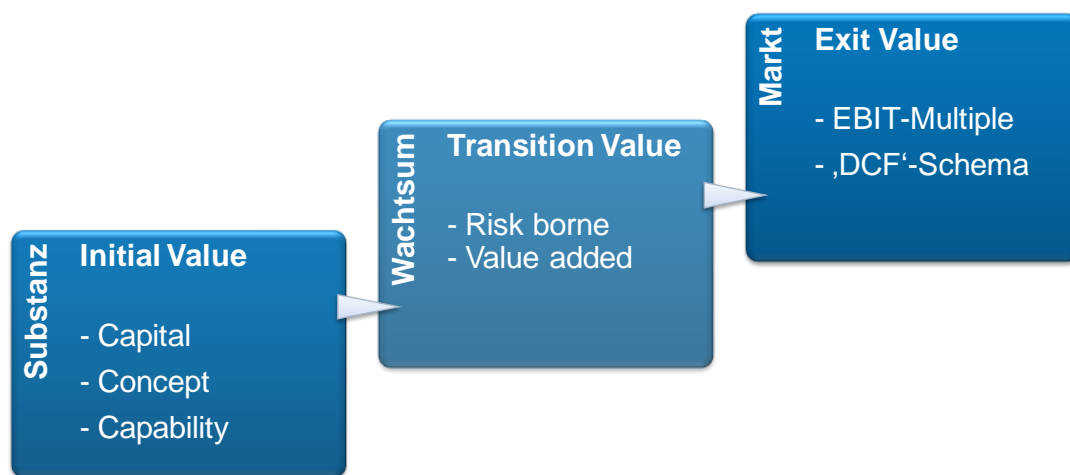


Abbildung 4: Schritte der Viaticum Venture Valuation

Resümee

Der praktische Einsatz der 3ic-Methode hat bisher gute Erfolge gezeigt. So konnten die extremen Bewertungsabweichungen des berechneten vom tatsächlich erzielbaren Unternehmenswert signifikant reduziert werden. Darüber hinaus wird die Bestimmung eines fairen anzusetzenden Unternehmenswertes aus der Alchimistenecke herausgeholt und auf die Grundlage konkreter Trade Offs gestellt. Möchte beispielweise der Gründer einen höheren Anteil am Unternehmen erhalten, muss er länger auf eine Gehaltszahlung verzichten. Investoren wetten nicht mehr auf unerreichbare „hockey stick“ Entwicklungen von Umsatz und Gewinn, sie setzen sich vielmehr mit der Substanz einer Idee und dem Commitment der Gründer auseinander.