

Unternehmensbewertung von Start-ups

Rechtliche Instrumente zur Streitvermeidung

Wie viel ist ein Start-up wert? Über diese Frage lässt sich trefflich streiten. Medienwirksam taten dies im Jahr 2016 z.B. Rocket Internet und sein Großaktionär Kinnevik: Während Rocket Internet Medienberichten zufolge seine Portfoliounternehmen auf Basis der letzten Postmoney-Finanzierungsrunden bewertete, zog Kinnevik offensichtlich eine stärker umsatzbasierte Bewertungsmethode heran. Die unterschiedlichen Ansätze führten zu weit auseinanderliegenden Unternehmenswerten und zu erheblichen Auswirkungen auf den Börsenwert der Rocket Internet-Aktie.

Nicht immer geht es beim Streit um Bewertungen um Millionen- oder Milliardensummen. Auch bei kleineren Finanzierungsrunden gibt es immer wieder Konflikte über die angemessene Bewertungsmethode. Orientiert man sich im Frühphasenbereich an Marktstandards, wie z.B. den Investmentkonditionen des High-Tech Gründerfonds, arbeitet man zahlenbasiert mit Discounted Cashflow-Modellen? Oder reguliert nicht vielmehr der Markt die Bewertung, d.h. sind Verhandlungs- und Wettbewerbsumfeld der ausschlaggebende Faktor?

Streitvermeidung im Frühphasenbereich

Gerade im Frühphasenbereich ist es für Marktteilnehmer schwer, zahlenbasierte Bewertungsmethoden heranzuziehen. Denn Zahlen aus der Vergangenheit liegen oft nicht vor bzw. sind hinsichtlich des Unternehmenspotenzials nicht aussagekräftig. Deshalb kann es in dieser frühen Phase für alle Seiten vorteilhaft sein, die Frage der Bewertung zunächst offenzulassen und auf die anstehende Finanzierungsrunde zu verschieben. Das Instrument hierfür ist in der Regel das Wandeldarlehen. Wandeldarlehen werden so ausgestaltet, dass der Investor einen Darlehensbetrag gibt und diesen zu einem späteren Zeitpunkt – gegebenenfalls mit einem bestimmten Bewertungsabschluss auf die kommende Finanzierungsrunde – in Anteile wandelt.

Beispiel: Investor A gibt ein Wandeldarlehen über 100.000 EUR zu einem festen Zinssatz. Er ist berechtigt (und gegebenenfalls verpflichtet), dieses Wandeldarlehen (plus Zinsen) mit einem Discount von X% auf die Bewertung des neu investierenden Investors B im Rahmen der anstehenden Finanzierungsrunde in Anteile zu wandeln.

Das Wandeldarlehen hat aus Sicht der Gründer den Vorteil, dass eine Bewertung noch nicht fixiert wird. Insbesondere für die Ansprache von Venture Capital-Investoren für die angestrebte Finanzierungsrunde werden somit keine „Fakten“ geschaffen. Aus Investorensicht können Wandeldarlehen den Vorteil haben, durch die vereinbarte Verzinsung eine Mindestkapitalisierung des eingesetzten Kapitals zu erlangen. Auch ein vereinbarter Discount wirkt sich äußerst positiv für den Investor aus. Für beide Seiten bieten Wandeldarlehen die Möglichkeit, die gegebenenfalls schwierige Frage nach der richtigen Bewertung auf einen späteren Zeitpunkt zu verschieben, wobei beim Abschluss des Wandeldarlehens stets auch gewisse Schutzmechanismen berücksichtigt werden sollten. Während aus Gründersicht hier z.B. eine Mindestbewertung (Valuation Floor) vorgesehen werden kann, um eine zu starke Verwässerung zu vermeiden, bietet es sich für den Investor an, eine Maximalbewertung (Valuation Cap) zu vereinbaren.

Flexibilisierung von Unternehmensbewertungen in späteren Unternehmensphasen

In späteren Unternehmensphasen (spätestens ab der A-Runde) liegen Unternehmensbewertungen vor, auf deren Grundlage der Einstieg von Investoren und die Übernahme von Geschäftsanteilen erfolgen. Dennoch kann es auch in dieser Phase unterschiedliche Auffassungen zur „richtigen“ Bewertung geben. Es existieren vertragliche Instrumente zur Anpassung von Bewertungen:



a) Verwässerungsschutz

Eine für Investoren klassische Absicherung der eigenen Bewertung ist der sogenannte Verwässerungsschutz (Down-Round-Protection). Diese sieht vor, dass der Investor zusätzliche Anteile erhält, wenn Investoren nachfolgender Finanzierungsrunden auf Basis einer niedrigeren Bewertung investieren. Je nach Verhandlungsposition darf der Investor entweder so viele Anteile zeichnen, als wäre er von Anfang an zu der niedrigen Bewertung eingestiegen (Full Ratchet), oder man legt die durchschnittliche Bewertung der Finanzierungsrunden zugrunde (Weighted Average, Broadbased Weighted Average).

b) Bewertungsanpassungen

Zusätzlich oder alternativ zur Vereinbarung eines Verwässerungsschutzes besteht die Möglichkeit, eine Anpassung der Bewertung meilensteinabhängig vorzunehmen. Dies kommt insbesondere dann in Betracht, wenn der Bewertung klar definierte und zu erreichende Mindestziele zugrunde liegen. Ist also zwischen den Parteien klar vereinbart, welche Mindestziele die Bewertung steuern, so kann über Anpassungsmechanismen die Zielerreichung für die Bewertung verbindlich vereinbart werden.

Beispiel: Die Bewertung eines E-Commerce Start-ups beruht auf der Annahme, dass mit dem getätigten Investment in sechs, zwölf und 18 Monaten mindestens bestimmte Umsatzziele erreicht werden. Diese Annahmen leiten den der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Businessplan. Werden diese Mindestziele unterschritten, kommt es zu einer Bewertungsanpassung.

Für die Umsetzung der Bewertungsanpassung im Beteiligungsvertrag gibt es im Wesentlichen drei Varianten:

- **Meilensteinbasierte weitere Kapitalerhöhung:** Der Investor beteiligt sich zunächst auf Basis einer niedrigen Bewertung. Bei Erreichen von zuvor definierten Meilensteinen wird eine zweite Kapitalerhöhung (samt Zuzahlungen) auf Basis einer höheren Bewertung durchgeführt.
- **Meilensteinbasierte Zuzahlung in die Kapitalrücklage:** Die Kapitalerhöhung erfolgt auf der ermittelten meilensteinbasierten Bewertung, d.h., der Investor erhält sämtliche Geschäftsanteile in einem Zuge. Verknüpft mit der Kapitalerhöhung sind meilensteinbasierte Auszahlungen. Werden diese Meilensteine nicht erreicht, entfällt der Zuzahlungsanspruch.
- **Ausgabe von zusätzlichen Anteilen bei Zielverfehlung:** Werden bestimmte Meilensteine nicht erreicht, werden zusätzliche Kapitalanteile an den Investor zu nominal ausgegeben, sodass die übrigen Gesellschafter verwässern.

Nachbewertungsinstrumente dienen dazu, Unsicherheiten hinsichtlich der Unternehmensbewertung zu reduzieren, sodass diese einem Investment möglichst nicht im Wege stehen. Bei der Ausgestaltung von Nachbewertungsinstrumenten ist darauf zu achten, diese so genau wie möglich zu definieren und gegebenenfalls bei Streit einen unabhängigen Dritten verbindlich über die Zielerreichung entscheiden zu lassen. Aus Sicht der Gründer empfiehlt es sich, einen Korridor der Bewertungsanpassungen festzulegen, d.h. die Bewertungen nicht komplett „abstürzen“ zu lassen, wenn bestimmte Mindestziele nicht erreicht werden, sondern zu einer moderaten Bewertungsanpassung zu kommen.

Hinweis

Wird mit Bewertungsanpassungen gearbeitet, ist aus Gründersicht sehr sorgfältig zu bewerten, ob gesetzte Ziele tatsächlich erreichbar sind. In der Praxis zeigt sich, dass die in Businessplänen gesteckten Ziele in der Regel zu ambitioniert sind. Aus Investorensicht lässt sich gut damit argumentieren, dass Businesspläne von Gründern selbst entwickelt wurden und diese sich deshalb auch an kommunizierte Ziele halten sollten.

Fazit

Bewertungsfragen gehören zu den am meisten diskutierten Themen bei Start-up-Finanzierungen. Durch den Einsatz unterschiedlicher rechtlicher Instrumente kann Streit über Bewertungsfragen reduziert bzw. vermieden werden. In der Seed-Phase sind dies vor allem Wandeldarlehen, in späteren Phasen der Unternehmensentwicklung sind Verwässerungsschutzmechanismen und Bewertungsanpassungsklauseln die am häufigsten genutzten Instrumente.

Dr. Lorenz Jellinghaus (li.) ist Rechtsanwalt und Partner der Kanzlei Lutz Abel in Hamburg.

Dr. Marco Eickmann, LL.M., ist Rechtsanwalt und Partner am Münchner Standort der Kanzlei Lutz Abel. Beide verfügen über langjährige Erfahrung in den Bereichen Venture Capital und M&A. Ihr Beratungsschwerpunkt liegt in der rechtlichen Gestaltung von Finanzierungsrunden und Exit-Transaktionen.

