

Venture Valuation - Bewertung von Wachstumsunternehmen

Klassische und neue Bewertungsverfahren mit Beispielen und Übungsaufgaben

Bearbeitet von
Ann-Kristin Achleitner, Eva Nathusius

1. Auflage 2004. Taschenbuch. XVI, 230 S. Paperback
ISBN 978 3 7910 2311 3
Format (B x L): 17 x 24 cm
Gewicht: 450 g

[Wirtschaft > Unternehmensfinanzen > Controlling, Wirtschaftsprüfung, Revision](#)

Zu [Inhaltsverzeichnis](#)

schnell und portofrei erhältlich bei


DIE FACHBUCHHANDLUNG

Die Online-Fachbuchhandlung [beck-shop.de](#) ist spezialisiert auf Fachbücher, insbesondere Recht, Steuern und Wirtschaft. Im Sortiment finden Sie alle Medien (Bücher, Zeitschriften, CDs, eBooks, etc.) aller Verlage. Ergänzt wird das Programm durch Services wie Neuerscheinungsdienst oder Zusammenstellungen von Büchern zu Sonderpreisen. Der Shop führt mehr als 8 Millionen Produkte.

Vorwort

Die Idee zum vorliegenden Lehrbuch entstand aus den Erfahrungen, die wir während der Lehrtätigkeit im Fach Venture Valuation sammeln konnten. Die Venture Valuation wird von uns am KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance (Technische Universität München) seit dem Sommersemester 2002 angeboten. Die Veranstaltung ist Teil des Wahlpflichtfaches Entrepreneurial Finance, das im Hauptstudium von zwei Zielgruppen belegt werden kann: zum einen Studierende des Diplom-Studiengangs der Betriebswirtschaftslehre, zum anderen Studierende des Aufbau-Studiengangs zum Diplom-Wirtschaftsingenieur MbA. Inhalt der Vorlesung sind die Möglichkeiten und Grenzen einer Bewertung von jungen Wachstumsunternehmen. Die Ausrichtung auf diese besondere Gruppe von Unternehmen verlangt, dass neben klassischen auch neuere, situationspezifische Bewertungsverfahren behandelt werden.

Aus Studenten-, aber auch Dozenten-Sicht ergab sich der Mangel, dass es nicht möglich war, ein einzelnes Basiswerk für die Vorlesung zu empfehlen. Es besteht zwar ein sehr umfassendes deutsches Schrifttum zur Unternehmensbewertung, jedoch werden dabei auf in der Regel anspruchsvollem Niveau lediglich die klassischen Verfahren herangezogen und es fehlt der zusätzliche Fokus auf junge Wachstumsunternehmen. Die US-amerikanische Literatur behandelt zwar auch die neueren, praxisorientierten Methoden, jedoch sind die Ausführungen nicht ohne weiteres auf den deutschen Raum zu übertragen. Die wenigen deutschsprachigen Auseinandersetzungen mit dieser Thematik waren wissenschaftlicher Natur und zum Zweck des Unterrichts nur selektiv, nicht aber als umfassende Grundlage zu verwenden.

Daraus ergab sich die Notwendigkeit, ein Lehrbuch zu verfassen, das die möglichen Bewertungsverfahren junger Wachstumsunternehmen praxisnah und leicht verständlich darstellt. Damit soll Studierenden sowie Praktikern ermöglicht werden, in das Gebiet der Venture Valuation einzusteigen und unterstützt durch Beispiel- und Übungsaufgaben die notwendigen Kenntnisse und Fähigkeiten für die Bewertung von jungen Wachstumsunternehmen aufzubauen. Die in den Aufgaben beschriebenen Unternehmen sind frei erfunden und dienen der Illustration der Lehrbuchinhalte.

Des Weiteren soll dieses Lehrbuch auch Lehrstühlen anderer Universitäten als Grundlagenwerk für eine entsprechende Vorlesung dienen. Dazu stellen wir auf unserer Lehrstuhl-Website unter <http://www.wi.tum.de/ef/> diverse Lehrmaterialien zur Verfügung. Unter anderem ist der komplette Foliensatz der Veranstaltung, der ca. 200 Power-Point-Folien umfasst und genau auf dieses Lehrbuch abgestimmt ist, herunterladbar. Auf der Website finden sich auch die Lösungen zu den Übungsaufgaben.

Unser besonderer Dank gilt all jenen, die uns bei der Erstellung des Lehrbuchs unterstützt haben. Dazu zählt zuvorderst Dipl.-Kfm. Kay Müller, der uns das siebte Kapitel

zum gegenwärtigen Einsatz verschiedener Bewertungsverfahren bei Venture-Capital-Finanzierungen zur Verfügung stellte und die Entstehung des Werkes mit zahlreichen wertvollen Diskussionsbeiträgen laufend begleitete. Unser herzlicher Dank gilt auch Dipl.-Kffr. Annabell Geidner, die stets zum Korrekturlesen bereit stand und eine Vielzahl an formalen und inhaltlichen Korrekturhinweisen gab. Außerdem danken wir Dr. Simon Wahl für die Übernahme der Endkorrektur und seine permanente und geduldige EDV-Betreuung.

Aus der Vergangenheit gilt insbesondere auch den ehemaligen wissenschaftlichen Mitarbeitern des Stiftungslehrstuhls für Bank- und Finanzmanagement an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL International University Schloß Reichartshausen, vor allem Dr. Aglaia Wieland und Dr. Florian Kelber, unser Dank. Sie haben während ihrer Lehrstuhl­tätigkeit im Rahmen eines Vorlaufprojekts und erster Versuche einer Lehre und eines Lehrbuchs zur Venture Valuation einige wertvolle Anregungen, die sich in diesem Lehrbuch wiederfinden, geliefert.

Schließlich möchten wir uns beim Schäffer-Poeschel Verlag, insbesondere bei Assessorin jur. Marita Mollenhauer und M.A. Claudia Knapp-Domonkos, für die – wieder einmal – professionelle, speditive und angenehme Zusammenarbeit bedanken. Es macht einfach Spaß, mit ihnen an einem solchen Werk zu arbeiten. Wir danken hierbei auch für die inhaltlichen Anregungen, so dass dieses Werk optimal auf seine Zielgruppe abgestimmt sein kann.

Ein letzter Dank gebührt der KfW Bankengruppe und hier insbesondere Dr. Norbert Irsch und Dr. Margarita Tchouvakhina. Ohne ihre Bereitstellung der notwendigen Mittel zum Betrieb unseres auf Entrepreneurial Finance ausgerichteten Stiftungslehrstuhls und ihre laufende Unterstützung wäre es nicht möglich, dass wir uns in dieser Form der Forschung und auch der Lehre im Gebiet Entrepreneurial Finance widmen können. Wir wären sehr erfreut, wenn dieses Werk über den Aktionsradius der Technischen Universität München auch an anderen Orten einen positiven Beitrag liefern würde.

Es würde uns sehr freuen, wenn wir Anregungen und Feedback zu diesem Lehrbuch sowie den unterstützenden Lehrmaterialien erhalten würden. Dazu kann die E-Mail-Adresse ef.publikation@wi.tum.de genutzt werden.

München im August 2004

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner
Dipl.-Kffr. Eva Nathusius

1 Bewertung junger Wachstumsunternehmen als Herausforderung

1.1 Besondere Ausgangslage der Bewertung junger Wachstumsunternehmen

1.1.1 Bewertungsrelevante Besonderheiten junger Wachstumsunternehmen

Die Bewertung junger Wachstumsunternehmen, die Venture Valuation, stellt eine besondere Herausforderung dar. Diese ergibt sich aus den spezifischen Charakteristika dieser Gruppe von Unternehmensgründungen, die sich in speziellen Anforderungen an die Bewertung niederschlagen. Bevor diese jedoch identifiziert werden können, ist eine Abgrenzung der wachstumsorientierten Unternehmensgründungen, beziehungsweise der jungen Wachstumsunternehmen,¹ von anderen Gründungsformen vorzunehmen. Hierzu ist es erforderlich, den allgemeinen Begriff der Unternehmensgründung zu differenzieren. So unterscheiden sich Unternehmensgründungen verschiedener Kategorien, die vor allem anhand folgender Merkmale eingeteilt werden:

- Grad der Selbstständigkeit der Unternehmensgründer,
- Strukturexistenz,
- Wachstumspotenzial und
- Innovationsgrad des Gründungsunternehmens.

In Abhängigkeit vom **Selbstständigkeitsgrad** des Gründers, beziehungsweise der Gründer, können selbstständige und unselbstständige Gründungen unterschieden werden. Der Selbstständigkeitsgrad repräsentiert dabei den angestrebten und nicht den während der Gründung bestehenden Selbstständigkeitsstatus des Gründers. Das Management **unselbstständiger Gründungen** erfolgt durch Personen, die für bereits existierende Unternehmen arbeiten und dabei für die Gründung des neuen Unternehmens verantwortlich sind.² Wenn beispielsweise ein Konzern eine neue Tochtergesellschaft gründet und diese durch einen ihrer Geschäftsführer managen lässt, liegt eine unselbstständige Gründung vor. Solche Gründungen sind keine allein stehenden Versuche, sondern vielmehr durch die Möglichkeiten und Grenzen einer anderen Einheit, hier des Konzerns, und seiner Mittel getrieben. Im Folgenden sind sie nicht weiter zu verfolgen. Bei **selbstständigen Gründungen** ist der Gründer oder das Gründerteam an keine übergeordnete Organisation gebunden.

¹ Im Rahmen dieses Lehrbuchs werden die Begriffe junges Wachstumsunternehmen und wachstumsorientierte Unternehmensgründung synonym verwendet.

² Vgl. hierzu sowie im Folgenden Nathusius, Klaus (2003), S. 159ff. m. w. N.

Nach dem Merkmal der **Strukturexistenz** kann zwischen derivativen und originären Unternehmensgründungen differenziert werden. Bei einer **derivativen Gründung** besteht bereits vor dem Gründungsprozess eine Unternehmenssubstanz, auf die aufgebaut werden kann. Ein Beispiel hierfür ist die Übernahme eines schon bestehenden Unternehmens im Zuge eines Nachfolgeprozesses durch einen so genannten Management Buy-out (MBO). Im Gegensatz dazu handelt es sich bei einer **originären Gründung** um den vollständig neuen Aufbau eines Unternehmens, bei dem auf keine bereits existierende Unternehmensstruktur zurückgegriffen werden kann. Solche originären Gründungen stehen im Fokus unseres Lehrbuches.

Das dritte Unterscheidungskriterium, das **Wachstumspotenzial** einer Gründung, wird häufig schon durch die Ziele der Gründer festgelegt. BYGRAVE sowie TIMMONS unterscheiden in Abhängigkeit vom Wachstumspotenzial von Gründungen drei verschiedene Kategorien von Unternehmen:

- die Lifestyle-Ventures,
- die Middle-Market-Ventures sowie
- die High-Potential-Ventures.³

Lifestyle-Ventures weisen ein geringes Wachstumspotenzial auf. Die Umsatzprognose für einen Zeitraum von fünf Jahren liegt, laut BYGRAVE, unter 10 Millionen USD. 90% aller Unternehmensgründungen fallen in diese Kategorie. Kennzeichnend für sie sind Lifestyle-Motive, die mit der Gründung verfolgt werden. Für den Gründer steht im Vordergrund, dass er die von ihm präferierte Art zu leben umsetzen kann. Ziel ist daher der Aufbau einer Existenz und eine langfristige Einkommensbasis, jedoch nicht die Erwirtschaftung von hohen Gewinnen und Wachstumsraten.

Im Gegensatz dazu haben **High-Potential-Ventures** ein sehr hohes Wachstumspotenzial. Bei dieser Kategorie von Unternehmen beläuft sich die Fünf-Jahres-Umsatzprognose, laut BYGRAVE, auf über 50 Millionen USD. Lediglich bei 1% der Unternehmensgründungen handelt es sich um High-Potential-Ventures. Mit diesen Unternehmen werden eindeutig Wachstums- und Expansionsziele verfolgt. Im Vordergrund stehen außerdem finanzielle Ziele, wie Gewinn- oder Rentabilitätsstreben. Zur Finanzierung des Wachstumsprozesses werden in der Regel mehrere Finanzierungsrunden durchlaufen, in denen externe Investoren dem Unternehmen Kapital zur Verfügung stellen.⁴

Die dritte Kategorie, welche **Middle-Market-Ventures** umfasst, bildet den Bereich zwischen den Lifestyle- und High-Potential-Ventures ab. Gründungen dieser Kategorie weisen ein mittleres Wachstumspotenzial auf und die Umsatzprognose für einen Zeitraum von fünf Jahren liegt, laut BYGRAVE, zwischen 10 und 50 Millionen USD. Etwa

³ Vgl. Bygrave, William D. (1997), S. 185f. und Timmons, Jeffrey A. (1999), S. 420f. TIMMONS bezeichnet die Gruppe der Middle-Market-Ventures als Foundation-Firms.

⁴ Vgl. Kapitel 1.1.3.

9% der Unternehmensgründungen gehören dieser Kategorie an. Hinsichtlich der vorrangigen Ziele kann für diese Unternehmenskategorie keine eindeutige Aussage getroffen werden. Vielmehr hängt es vom individuellen Fall ab, inwieweit beispielsweise Wachstumsziele im Vordergrund stehen.⁵

High-Potential-Ventures sind häufig dadurch gekennzeichnet, dass sie in zukunftsweisenden und schnell wachsenden Branchen agieren. Hierzu zählen aktuell Branchen wie Telekommunikation, Informationstechnologie, Medien und Entertainment (die so genannten TIME-Industrien), aber auch Bereiche wie Softwareentwicklung, Biotechnologie, Nanotechnologie oder das Internet. Diese größtenteils noch relativ jungen Märkte sind durch ein hohes Wachstum des Marktvolumens und eine höhere Dynamik als etablierte Branchen gekennzeichnet. Damit können Unternehmen, die hierin tätig sind, bei konstantem Marktanteil dennoch ein Umsatz- oder Gewinnwachstum generieren.

Für die Identifikation von High-Potential-Ventures reicht jedoch die reine Zugehörigkeit zu einer Wachstumsbranche nicht aus. Vielmehr ist entscheidend, wie stark das Unternehmen im Vergleich zu anderen Unternehmen derselben Branche wächst.⁶ Dieses Wachstum kann entweder an den verwendeten Ressourcen (zum Beispiel Mitarbeiterzahl) oder dem damit erzeugten Output (zum Beispiel Umsatz- oder Gewinnhöhe) gemessen werden.⁷

Um ein hohes Wachstum realisieren zu können, ist der **Innovationsgrad** des Unternehmens von entscheidender Bedeutung. In diesem Zusammenhang ist die vierte Unterscheidung verschiedener Gründungformen anhand des Innovationsgrads in **innovative** und **imitierende Gründungen** von Relevanz. Handelt es sich beim Geschäftsmodell, das der Gründung zugrunde liegt, oder bei den hergestellten Produkten oder Dienstleistungen um Innovationen, bezeichnet man eine Gründung als innovative Gründung. Im Gegensatz dazu lehnen sich imitierende Gründungen, beispielsweise Zahnarztpraxen und Rechtsanwaltsbüros, eng an bereits existierende Unternehmen an.⁸ Zwischen dem Merkmal des Wachstumspotenzials und jenem des Innovationsgrads besteht insoweit ein Zusammenhang, dass innovative Gründungen häufig durch ein hohes Wachstumspotenzial gekennzeichnet sind.

⁵ Vgl. Bygrave, William D. (1997), S. 185f. TIMMONS weicht bei der Kennzeichnung der unterschiedlichen Gruppen von BYGRAVE ab. Laut TIMMONS sind 83 bis 87% der Unternehmensgründungen Lifestyle-Ventures mit einer Fünf-Jahres-Umsatzprognose in Höhe von unter 5 Millionen USD. 8 bis 12% der Gründungen gehören zu den Middle-Market-Ventures, die nach TIMMONS innerhalb von fünf Jahren einen Umsatz von 5 bis 15 Millionen USD generieren können. TIMMONS statuiert, dass 5% aller Gründungen der Gruppe High-Potential-Ventures angehören und eine Umsatzentwicklung auf 20 bis 25 Millionen USD nach fünf Jahren erreichen können. Vgl. hierzu Timmons, Jeffrey A. (1999), S. 420f.

⁶ Vgl. Engel, Ronald (2003), S. 63ff.

⁷ Vgl. Fingerle, Christian (2004), S. 725.

⁸ Vgl. Nathusius, Klaus (2003), S. 159.

Laut HAUSCHILDT sind Innovationen qualitativ neuartige Produkte, Prozesse, Dienstleistungen, Geschäftsmodelle o. Ä., die sich im Vergleich zum bereits existenten Zustand deutlich unterscheiden.⁹ Unter dem Innovationsgrad versteht man das Ausmaß der Fähigkeit eines Unternehmens, Innovationen hervorzubringen. Ein hoher Innovationsgrad kann positive Auswirkungen auf das Wachstumspotenzial haben. Beispielsweise kann durch eine echte Produktinnovation ein Unternehmen vorübergehend eine Monopolstellung einnehmen und daher Pionierrenten (*First-Mover-Advantage*) abschöpfen. Zu beachten ist jedoch, dass das Unternehmen mit besonderen Risiken (zum Beispiel das Time-to-Market-Risiko und das Marktakzeptanzrisiko) sowie Kosten (zum Beispiel Produktentwicklungskosten und Markteinführungskosten) konfrontiert ist und sich damit durchaus auch ein innovationsbedingter Nachteil (*First-Mover-Disadvantage*) ergeben kann.

Anhand der vier hier vorgestellten Merkmale junger Unternehmen kann, wie erwähnt, eine Vielzahl unterschiedlicher Gründungsformen identifiziert werden. Im Rahmen dieses Lehrbuches steht die Bewertung selbstständiger, originärer und dabei innovativer Gründungen mit einem hohen Wachstumspotenzial im Vordergrund. Im Folgenden werden für diese Gründungsform synonym die Begriffe des jungen Wachstumsunternehmens oder der wachstumsorientierten Unternehmensgründung verwandt. Für diese Gründungsform sind, wie noch zu zeigen sein wird, nicht nur häufig Anlässe zur Unternehmensbewertung gegeben, sondern genau sie stellen aufgrund der speziellen Charakteristika dieser Gründungen eine besondere Herausforderung für die Unternehmensbewertung dar.

Über die genannten allgemeinen Merkmale junger Unternehmen hinaus können explizit für junge Wachstumsunternehmen folgende Charakteristika identifiziert werden:¹⁰

- **Kurze repräsentative Unternehmenshistorie**

Junge Wachstumsunternehmen weisen lediglich eine kurze Unternehmenshistorie auf, da sie sich in den ersten Phasen ihres Lebenszyklus befinden. Sie stehen am Anfang des Wachstumsprozesses und verfügen daher noch nicht über einen Track Record. Die Vergangenheitsdaten, sofern sie vorliegen, sind daher nur sehr begrenzt repräsentativ für die zukünftige Unternehmensentwicklung.¹¹

- **Ressourcenknappheit**

Zur Generierung des rasanten Wachstums müssen die Unternehmen umfangreiche Investitionen tätigen, beispielsweise in den Bereichen Forschung und Entwicklung,

⁹ Vgl. Hauschildt, Jürgen (1997), S. 6.

¹⁰ Die hier dargestellten Merkmale erfüllen nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und treffen auch nur in den seltensten Fällen in der hier dargestellten idealtypischen Form gemeinschaftlich auf eine wachstumsorientierte Unternehmensgründung zu.

¹¹ Vgl. Gompers, Paul/Lerner, Josh (2001), S. 23.

Produktentwicklung und Marketing. Zur Finanzierung dieser hohen Investitionsaktivität reicht die Innenfinanzierungskraft häufig nicht aus, da in der Wachstumsphase positive Unternehmensergebnisse weitgehend ausbleiben. Zur Finanzierung der Investitionsprojekte sind die Unternehmen daher vor allem auf Maßnahmen der Außenfinanzierung zur Deckung des Kapitalbedarfs angewiesen. Neben dieser finanziellen Ressourcenknappheit weisen sie häufig auch weiteren Ressourcenbedarf auf. Wachstumsorientierte Unternehmensgründungen benötigen beispielsweise nicht selten auch fachliche Unterstützung in juristischen Angelegenheiten, im Marketing oder dem Rechnungswesen. Des Weiteren verfügen sie zumeist noch nicht über ein umfangreiches Netzwerk zu potenziellen Zulieferern oder Kunden.¹²

▪ **Große Bedeutung immaterieller Vermögensgegenstände:**

Für Unternehmen mit einem hohen Innovationsgrad ist charakteristisch, dass sie eine hohe Wissensintensität aufweisen. Ein wesentlicher Erfolgsfaktor verbirgt sich hierbei in den Kenntnissen und der Qualifikation der Unternehmensführung und der Mitarbeiter (Human Capital). Indem das Unternehmen die Erkenntnisse durch Patente schützt, gewinnt es einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den Konkurrenten, da diese das Wissen lediglich durch den Erwerb von Lizenzen verwenden können und zudem erst nach einem Time-lag das neue Know-how einsetzen können. Der Anteil der immateriellen Vermögensgegenstände am bilanzierten Gesamtvermögen ist gerade bei technologieorientierten Unternehmensgründungen häufig sehr hoch. Insbesondere in Technologiebranchen gelten daher die immateriellen Vermögensgegenstände, wie zum Beispiel Patente, Rechte, Prozess- und System-Know-how, als die wesentlichen Erfolgsdeterminanten.¹³

▪ **Hohe Flexibilitätsanforderungen:**

Insbesondere Wachstumsbranchen unterliegen einer hohen Dynamik. Um eine erfolgreiche Positionierung am Markt zu erreichen, sind Unternehmen, die in diesen Branchen agieren, darauf angewiesen, flexibel reagieren zu können. Sie müssen sich laufend an die sich verändernden Rahmenbedingungen (zum Beispiel aufgrund von technologischen Entwicklungen oder gesetzlichen Änderungen) anpassen und sich antizipativ gegenüber dem Wettbewerb verhalten.

▪ **Hohes Risiko bei gleichzeitig hoher Chance:**

Aus der Gesamtheit der dargelegten Merkmale von jungen Wachstumsunternehmen resultiert ein hohes Risiko. Zum Zeitpunkt der Gründung ist unklar, inwieweit der angestrebte Wachstumsprozess realisierbar ist. So existiert einerseits die Aussicht auf eine positive Unternehmensentwicklung (Upside Potential), andererseits besteht

¹² Vgl. zum Ressourcenbedarf wachstumsorientierter Unternehmensgründungen Engel, Ronald (2003), S. 92ff.

¹³ Vgl. hierzu sowie zu den folgenden Ausführungen Achleitner, Ann-Kristin/Bassen, Alexander/Pietzsch, Luisa (2001), S. 31.

die Gefahr, dass diese Entwicklung nicht durchsetzbar ist und das Unternehmen scheitert (Downside Risk).¹⁴

1.1.2 Anforderungen an die Bewertung junger Wachstumsunternehmen

Aus den speziellen Charakteristika wachstumsorientierter Unternehmensgründungen ergeben sich nun besondere Anforderungen an dessen Bewertung. Folgende Kriterien dienen dazu, im weiteren Verlauf des Lehrbuchs die Güte verschiedener Verfahren¹⁵ für eine derartige Bewertung beurteilen zu können:

▪ **Zukunftsorientierung**

Junge Wachstumsunternehmen stehen am Anfang eines erhofften rasanten Wachstumsprozesses, im Rahmen dessen sie sich stark verändern werden. Sie haben eine kurze repräsentative Unternehmenshistorie und Vergangenheitsdaten sind nur sehr begrenzt kennzeichnend für die Zukunft des Unternehmens. Es ist daher essentiell, dass sich ein Bewertungsverfahren an der Zukunft des Unternehmens orientiert. Eine Bewertungsmethode mit reiner Vergangenheitsorientierung ist für den hier betrachteten Bewertungsfall ungenügend.

▪ **Abbildungsadäquanz**

Ein Bewertungsverfahren sollte das Unternehmen vollständig bzw. adäquat abbilden, das heißt sämtliche Stärken und Schwächen des Unternehmens sollten Beachtung finden. Hierzu gehört zum einen die vorübergehende Ressourcenknappheit und die Tatsache, dass in der nahen Zukunft zunächst mit einem negativen Unternehmensergebnis zu rechnen ist. Zum anderen müssen auch die immateriellen Vermögensgegenstände des Unternehmens berücksichtigt werden. Des Weiteren sollte die Möglichkeit der Unternehmensführung, flexibel auf das sich ändernde Umfeld reagieren zu können, mit der Bewertungsmethode abzubilden sein. Die mit dem Wachstumspotenzial einhergehende hohe Verlustwahrscheinlichkeit sowie das damit gleichzeitig verbundene Erfolgspotenzial sollten durch eine negative, aber auch positive Sichtweise des Risikos in das Bewertungsergebnis integriert werden. Außerdem sollten weitere subjektive Faktoren (zum Beispiel Renditeforderungen und Risikopräferenzen der (Eigen-)Kapitalgeber) im Kalkül Berücksichtigung finden.

¹⁴ Im Rahmen dieses Lehrbuchs wird daher dem spekulativen Risikobegriff gefolgt, der neben der Verlustgefahr auch die Chance beinhaltet. Demgegenüber umfasst das reine Risiko lediglich die Schadensgefahr. Vgl. dazu Lück, Wolfgang/Henke, Michael (2003), S. 289.

¹⁵ Im Rahmen dieser Arbeit werden die Begriffe Methode und Verfahren synonym verwendet. Zum Kriterienkatalog vgl. Nathusius, Eva (2001), S. 33ff.

▪ **Praktikabilität**

Eine Bewertungsmethode sollte mit angemessenem Aufwand anwendbar sein. Hierzu gehören die einfache Datenbeschaffung und eine angemessene Datenverlässlichkeit. Aus theoretischer Sicht kann ein Verfahren das Unternehmen zwar vollständig abbilden, wenn jedoch die einzupflegenden Daten nicht verfügbar sind oder nur mit großem Aufwand beschafft werden können, stellt sich die Anwendung dieser Methode als extrem schwierig oder mitunter unmöglich dar.¹⁶ Dies ist gerade im Kontext von wachstumsorientierten Unternehmen problematisch, da verlässliche Vergangenheitsdaten nicht existieren. Um Bewertungsfehler zu vermeiden, sollten die Daten sicher sein, das heißt sie müssen bestimmten qualitativen Gütekriterien entsprechen, um zu gewährleisten, dass das Bewertungsergebnis verlässlich ist.¹⁷

Zudem sollte ein Bewertungsverfahren die Forderung nach einer niedrigen Komplexität und einer hohen Transparenz erfüllen. Um eine einfache Anwendung zu gewährleisten, darf die Methode keinen zu hohen Komplexitätsgrad aufweisen. Die Transparenz der Vorgehensweise sowie des Ergebnisses ist erforderlich, um Bewertungs- und Interpretationsfehler zu vermeiden.¹⁸ Gerade beim Einsatz der Unternehmensbewertung im Rahmen von Vertragsverhandlungen ist es essentiell, dass die angewandte Methode der Gegenpartei verständlich dargelegt werden kann.¹⁹

▪ **Akzeptanz**

Das Kriterium der Akzeptanz erfasst die praktische Relevanz eines Bewertungsverfahrens, die für die letztendliche Anwendbarkeit des Ergebnisses zum Beispiel im Rahmen von Vertragsverhandlungen von entscheidender Bedeutung ist. Eine Methode, welche die ersten vier Kriterien erfüllt, müsste, aus theoretischer Sicht, als gut geeignete Methode gelten und demnach eine breite Anwendung finden. Allerdings ist fraglich, ob dies in der Praxis tatsächlich zutrifft, da häufig Gepflogenheiten einer Industrie entscheidender bei der Wahl einer Bewertungsmethode sind als theoretisch begründbare Auswahlkriterien. Wie nachfolgend aufgezeigt wird, exis-

¹⁶ Vgl. Schopper, Christian (2001), S. 295.

¹⁷ Zu diesen Gütekriterien gehören die Reliabilität sowie die Validität. Die Reliabilität gibt an, inwieweit die Daten einer erneuten Erhebung unter gleichen Bedingungen und bei gleicher Erhebungsmethode mit den Daten der Ursprungserhebung übereinstimmen. Sie drückt damit die Zuverlässigkeit der Daten aus. Die Validität spiegelt dagegen wider, inwieweit die Daten genau denjenigen Tatbestand abbilden, der dargestellt werden soll. Vgl. Meffert, Heribert (2000), S. 146. Diese Gütekriterien sind für die hier zu betrachtende Datenerhebung im Rahmen einer Unternehmensbewertung allerdings nur begrenzt relevant, da keine statistische Erhebung durchgeführt wird, sondern die Daten bei den meisten Verfahren auf subjektiven Einschätzungen und Prognosen des Bewerbers beruhen.

¹⁸ Vgl. Pritsch, Gunnar (2000), S. 237f.

¹⁹ Vgl. hierzu die Ausführungen zu den verschiedenen Funktionen einer Unternehmensbewertung in Kapitel 1.2.1.

tieren beispielsweise in der Venture-Capital-Industrie Bewertungsverfahren, die ausschließlich dort angewandt und akzeptiert werden.

Bei näherer Betrachtung dieser Kriterien wird deutlich, dass diese zum Teil nicht unabhängig voneinander sind und demnach Trade-offs beachtet werden müssen. Grundsätzlich führt die Erfüllung des Kriteriums Zukunftsorientierung zu einem Defizit bei der Praktikabilität: Zukunftsdaten müssen prognostiziert werden, wobei nie eine vollständige Datensicherheit erreicht werden kann. Weiterhin scheint eine hohe Abbildungssadäquanz, das heißt das Unternehmen wird vollständig abgebildet, mit einer hohen Komplexität der Bewertungsmethode und einer aufwändigen Datenbeschaffung einherzugehen, was eine ungenügende Praktikabilität bewirken würde. Diese wiederum könnte zu einer geringen Akzeptanz führen. Inwieweit dennoch ein Verfahren sämtliche Kriterien zufriedenstellend erfüllt oder ob dies unter anderem durch die gegenseitigen Abhängigkeiten der Kriterien nicht möglich ist, bleibt zu untersuchen.

1.1.3 Exkurs: Venture Capital

Eine Besonderheit wachstumsorientierter Unternehmensgründungen besteht darin, dass diese häufig durch Venture Capital finanziert sind. Die Aufnahme von Venture Capital stellt daher auch einen zentralen (wenn auch nicht den einzigen) Anlass für eine Unternehmensbewertung junger Wachstumsunternehmen dar. Aus diesem Grund ist im Rahmen eines Exkurses näher hierauf einzugehen; im späteren Verlauf wird regelmäßig auf die zugrunde liegenden Zusammenhänge und Abläufe rekurriert.

Die Venture-Capital-Finanzierung ist eine besondere Form der Beteiligungsfinanzierung²⁰ eines nicht-börsennotierten Unternehmens, das durch ein hohes Unternehmensrisiko (Downside Risk) und gleichzeitig ein großes Entwicklungspotenzial (Upside Potential) gekennzeichnet ist.²¹ Sie weist im Allgemeinen folgende Charakteristika auf:

- Der Venture Capitalist strebt eine **zeitliche Befristung** seiner Beteiligung, in der Regel auf drei bis sechs Jahre, an.
- Während dieser Zeit verzichtet er im Regelfall auf eine laufende Verzinsung des bereit gestellten Kapitals, in Form von Dividendenzahlungen, und hat stattdessen das Ziel, am Ende des Anlagezeitraums mit einem Kapitalgewinn (**Capital Gain**) auszusteiern.²² Der so genannte Exit erfolgt idealerweise durch den Verkauf des Unter-

²⁰ In der Regel handelt es sich bei Venture Capital um Eigenkapital. Zum Teil wird stattdessen eine Mezzanine-Finanzierung realisiert, beispielsweise in Form von Wandelschuldverschreibungen. Vgl. u.a. Achleitner, Ann-Kristin (2001b), S. 514, Nathusius, Klaus (2001), S. 55 und Schefczyk, Michael (2000a), S. 18.

²¹ Vgl. Achleitner, Ann-Kristin/Nathusius, Eva (2004), S. 134.

²² Vgl. Gompers, Paul/Lerner, Josh (1999), S. 57ff.

nehmens an einen industriellen Investor (Trade Sale) oder einen Börsengang (Public Offering), da hierbei in der Regel hohe Kapitalgewinne realisiert werden können. Alternative Exitmöglichkeiten bestehen unter anderem im Rückkauf der Anteile durch den oder die Gründer (Buy-back) und im Verkauf der Anteile an einen anderen Finanzinvestor (Secondary Sale).

- Neben der Finanzierung stellt der Venture Capitalist dem Beteiligungsunternehmen **Unterstützungsleistungen** zur Verfügung. Dies kann beispielsweise die Bereitstellung von Know-how, Netzwerken oder Infrastruktur sein. Durch dieses so genannte Value Adding haben Venture Capitalists einen Einfluss auf die Unternehmensentwicklung. Das Ziel dabei ist, zur Steigerung des Unternehmenswerts und damit des Werts seiner Anteile beizutragen.
- Im Zuge der Finanzierung räumt das Beteiligungsunternehmen dem Venture Capitalist besondere **Kontroll- und Mitspracherechte** ein, die zur Absicherung, dass das Management des Beteiligungsunternehmens im Sinne des Venture Capitalist handelt, dienen sollen.²³
- Zum Schutz des Investments wird häufig eine so genannte **Liquidation Preference** vertraglich festgelegt. Diese bevorrechtigt den Venture Capitalist bei der Verteilung des Liquidationserlöses. In der Regel erhält der Venture Capitalist in Höhe des von ihm bereit gestellten Kapitals und zuzüglich einer angemessenen Verzinsung einen Vorzugs- und Mehrerlös bei Verkauf oder Liquidation des Unternehmens.²⁴
- Eine Venture-Capital-Finanzierung ist in der Regel eine **Minderheitsbeteiligung**. Im Zuge des Unternehmenswachstums nimmt das finanzierte Unternehmen meist in verschiedenen Finanzierungsrunden Kapital auf (Staging); dabei kommen häufig neben dem ersten Venture Capitalist weitere Venture-Capital-Investoren hinzu (Syn-dizierung).

Betrachtet man wachstumsorientierte Unternehmensgründungen, so finden Venture-Capital-Finanzierungen im Regelfall in der so genannten Early oder der frühen Expansion Stage des Unternehmenslebenszyklus statt. Steigen Venture Capitalists in dieser frühen Phase der Unternehmensentwicklung ein, können sie von dem im Idealfall zu realisierenden, überproportionalen Wachstum der Folgeperioden profitieren. Abbildung 1-1 zeigt die verschiedenen Entwicklungsphasen eines wachstumsorientierten Unternehmens auf und ordnet die typischen Finanzierungsquellen den verschiedenen Phasen zu:

²³ Vgl. Achleitner, Ann-Kristin (2001b), S. 514, Nathusius, Klaus (2001), S. 54ff., Schefczyk, Michael (2000b), S. 18f. und Nathusius, Klaus (1979), S. 194ff.

²⁴ Vgl. Hoffmann, Ralf/Hölzle, Achim W. (2003), S. 113ff.