

Notiz von Dr. Michael Brandkamp, High-Tech Gründerfonds

Author :

Alle, die schon länger im Venture Capital-Geschäft aktiv sind, spüren den Aufschwung der Branche deutlich. Einige Kollegen, etwa in Berlin, klagen schon, dass zu viel Geld im Markt sei und wir bereits tief im Hype stecken würden. Innerhalb von fünf Jahren konnten die Venture Capital-Gesellschaften laut BVK ihr Fundraising nahezu verdreifachen. Im Jahr 2017 sammelten die deutschen Venture Capitalists knapp 1,5 Mrd. EUR ein und investierten 820 Mio. EUR. Die Kassen sind gut gefüllt. Zusätzlich fließen Gelder in erheblichem Ausmaß von Privatinvestoren, Corporates und Investmentgesellschaften aus dem Ausland in den Markt.

Es ist daher nicht verwunderlich, dass die Preise steigen. Die Konditionen, zu denen Beteiligungen abgeschlossen werden, verändern sich sehr deutlich. Die HTGF-Portfoliounternehmen haben 1.380 Anschlussfinanzierungen „closen“ können, in denen sich die Veränderungen sehr deutlich zeigen: Zunächst sind die Unternehmensbewertungen angestiegen. Die sogenannte Pre-money-Bewertung stieg innerhalb der letzten sechs Jahre von 4,2 Mio. EUR in der A- und 5,2 Mio. EUR in der B-Runde auf 6,5 Mio. EUR in der A- bzw. über 20 Mio. EUR in der B-Runde an. Insbesondere haben sich auch die Finanzierungsvolumina erheblich erhöht. Die mittlere Finanzierungsrunde fiel im Jahr 2018 mit 7,1 Mio. EUR viermal höher aus als im Jahr 2012. Das ist eine sehr gute Nachricht für die Start-ups, die sich in der Vergangenheit oft von einer Finanzierungsrunde zur nächsten gehandelt haben. Sie waren oft mehr mit dem Fundraising als dem Kerngeschäft beschäftigt.

Die Investoren zahlen höhere Bewertungen. In der Vergangenheit haben sie sich mithilfe sogenannter Antidilution-Klauseln gegen zu hohe Bewertungen abgesichert. Wenn das Unternehmen sich nicht den Erwartungen entsprechend entwickelt und eine weitere Anschlussfinanzierung zu einer niedrigeren Bewertung erfolgt, erhielten die Investoren der Vorrunde zusätzliche Anteile, um für den Bewertungsrückgang entschädigt zu werden. Im Jahr 2012 war in vier Fünfteln aller Transaktionen solch ein Schutz verankert. Im Jahr 2017 lag trotz der erhöhten Bewertungen der Anteil nur noch bei 43%. Ferner wird der Ausgleich nicht mehr nur von den Gründungsgesellschaftern getragen (Full Ratchet), sondern zunehmend auf alle Gesellschafter inklusive der Investoren verteilt (Weighted Average). Eine Full Ratchet Downround Protection war 2012 in der Mehrheit der Transaktionen verankert. Heute kommt sie nur noch in 6% der Transaktionen vor.

Die Investoren verlieren darüber hinaus weitere Instrumente, um ihr Risiko abzumildern bzw. ihre Rendite zu sichern. Ein Erlösvorzug, bei dem der Investor zuerst sein investiertes Geld – mitunter mit einem Aufschlag versehen – zurückbekommt, ist zwar Standard. Diese Liquidation-Präferenzen (LPs) verändern sich aber auch. 2012 bekam der Investor unabhängig von der Höhe der Rückflüsse zuerst sein Investment zurück, und erst danach wurden alle Gesellschafter entsprechend ihren Unternehmensanteilen (pro rata) bedient. Im Jahr 2017 waren 40% der Transaktionen mit einer anrechenbaren LP ausgestattet. Das bedeutet, dass der Venture Capitalist nur so lange einen Vorzug genießt, bis er sein Geld zurückbekommen hat. Wenn der Rückfluss aus den Anteilen des Investors seinen Einsatz übersteigt, entfällt die LP vollständig, und der Investor erhält lediglich den Rückfluss aus dem Verkauf der Unternehmensanteile. Im Erfolgsfall geht dem Investor damit ein Multiple auf sein Investment verloren.

Ferner haben sich nennenswerte Verschiebungen bei den Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (ESOP) ergeben. Während 2012 das ESOP in vier Fünfteln aller Transaktionen aus den Gründeranteilen bestritten wurde, war das im Jahr 2017 nur noch bei der Hälfte der Fall. Vesting-Klauseln kommen zwar noch in 80% aller Transaktionen vor, sind allerdings auch auf dem Rückzug. Diese Klauseln finden Anwendung, wenn Schlüsselpersonen das Unternehmen verlassen. Diese Personen geben dann ihre Anteile bzw. einen Teil davon zurück bzw. an andere neue Manager weiter.

Die Frage ist, ob die Verwässerung von Investorenrechten ein Ausdruck von einem partnerschaftlichen Miteinander von Gründern und Investoren ist oder ob sie dazu führt, dass das Geschäftsmodell der Venture Capitalists erodiert. Die Antwort auf diese Frage ist offen und hängt von der Performance der Start-ups und dem Umfeld für den Verkauf von Unternehmensanteilen ab. Dem Anstieg der Unternehmensbewertungen steht aber noch keine entsprechende Entwicklung der Verkaufspreise für die Investorenanteile gegenüber.

Dr. Michael Brandkamp ist Geschäftsführer der [High-Tech Gründerfonds Management GmbH](#) mit Sitz in Bonn.