

Unternehmensbewertung in der Frühphase

Für jedes Start-up der passende VC

Zwischen Venture Capitalist und Gründer ist die Bewertung des Start-ups ein heiß diskutiertes Thema. Während der Unternehmer einen möglichst hohen Ansatz schätzt, ist dem Kapitalgeber naturgemäß ein niedrigerer Preis für die zu übernehmenden Anteile lieber. Verschiedene Methoden und Kennziffern können bei der Unternehmensbewertung durchaus zu unterschiedlichen Ergebnissen führen.

„Etwas Musik kommt in den Markt“

Vor allem die großen Internet-Deals strategischer Investoren (etwa StudiVZ als deutsches Leuchtturm-Projekt) haben bei IT-Gründern eine neue Goldgräberstimmung ausgelöst. Auch wenn die Bewertungen seit ihrem Tiefpunkt vor rund zwei Jahren wieder ansteigen, seien sie deutlich von den utopischen Zahlen um die Jahrtausendwende entfernt – so die einhellige Branchenmeinung. „Für unser Geschäft ist dieser Trend gut. Wir Frühphaseninvestoren profitieren davon, wenn etwas Musik in den Markt kommt“, meint etwa Dr. Peter Terhart von S-Refit. Auch Wolfgang Lubert von enjoyventure begrüßt solche Transaktionen: „Sie senden das Signal, dass man Start-ups sehr erfolgreich entwickeln kann. Das motiviert Gründer, ihre Konzepte auch durchzuziehen.“ Auf



Dr. Peter Terhart, S-Refit

die Euphoriebremse tritt dagegen Stefan Lemper von Aurelia Private Equity: „Gründer, die sich zu hohe Bewertungen erwarten, machen Deals unattraktiv.“ Ähnlich äußert sich Frank Seehaus von Burda Digital Ventures, der aber eine Hintertür offen lässt: „Hohe Bewertungen können durch die Transaktionsstruktur, beispielsweise Regelungen zur Bewertungsanpassung, relativiert werden.“

„Auf die Euphoriebremse tritt dagegen Stefan Lemper von Aurelia Private Equity: „Gründer, die sich zu hohe Bewertungen erwarten, machen Deals unattraktiv.“ Ähnlich äußert sich Frank Seehaus von Burda Digital Ventures, der aber eine Hintertür offen lässt: „Hohe Bewertungen können durch die Transaktionsstruktur, beispielsweise Regelungen zur Bewertungsanpassung, relativiert werden.“



Frank Seehaus, Burda Digital Ventures

Methoden und Kennziffern

Unternehmensbewertung in der Seedphase gehört zu den anspruchsvolleren Aufgaben, denen sich Venture Ca-

pitalisten zu stellen haben. Da belastbare Zahlen wie Bilanzen oder Umsätze noch nicht existieren, sind andere Ansätze gefragt. Als einfachster Weg gilt, eine Peergroup zu bilden. „Idealerweise sind das börsennotierte Unternehmen mit öffentlich zugänglichen Zahlen“, so Matthias Grychta von Neuhaus Partners. „Wir vergleichen die Werte mit den Annahmen des Start-ups und nehmen als Basis unserer Unternehmensbewertung den Punkt, wo das Unternehmen in drei bis fünf Jahren stehen will.“ Bei eVentureCat werden verschiedene Ansätze als „Venture Capital-



Matthias Grychta, Neuhaus Partners

Methode“ zusammengefasst, um den Unternehmenswert zum Zeitpunkt des möglichen Exits zu bestimmen. Wesentliche Multiples basieren auf Umsatz, Gewinn und der Zahl der Mitglieder bei Social Networks. „Von dem Ergebnis dieser Berechnung leiten wir die Höhe der Anteile ab, die Investoren brauchen, um eine gewisse Grundrendite zu erzielen“, erläutert Geschäftsführer Thomas Schröter diesen Ansatz. Bei der regional ausgerichteten S-Refit AG legt der „discounted cashflow“, sprich der abgezinste Zahlungsstrom, den Grundstein. Dazu Terhart: „Wir rechnen vier bis fünf Szenarien vom Konkurs bis zum großen Erfolg durch und diskontieren ab. Aus einer Vergleichsgruppe oder der wahrscheinlichen Zahlungsbereitschaft eines späteren Investors bilden wir dann den endgültigen Wert.“



Thomas Schröter, eVentureCat

GÄNGIGE METHODEN ZUR BEWERTUNG JUNGER UNTERNEHMEN

- DISCOUNTED CASHFLOW – ABGEZINSTER ZAHLUNGSSTROM (ZUKÜNFTIGE ZAHLUNGSÜBERSCHÜSSE, KAPITALKOSTEN, ANFALLENDE STEUERN)
- EXITSZENARIO – ZAHLUNGSBEREITSCHAFT MÖGLICHER KÄUFER
- MULTIPLE-VERFAHREN – Z. B. AUF BASIS VON UMSATZ UND EBIT
- PEER GROUP – VERGLEICH MIT BÖRSENNOTIERTEN WETTBEWERBERN
- VENTURE CAPITAL-METHODE – ZUSAMMENFASSUNG VERSCHIEDENER METHODEN

Natürliche Obergrenzen

Bei der konkreten Einschätzung eines Start-ups setzt auch die Finanzierungsphase natürliche Obergrenzen, wie Schröter eingesteht: „Die Gründungsgesellschafter sollen nach der ersten VC-Runde noch die Mehrheit halten. Bei wachstumsorientierten Technologieunternehmen in der Seedphase sehen wir daher Bewertungen zwischen 0,6 und vielleicht 1,6 Mio. Euro.“ Von höheren Werten geht Neuhaus Partners aus – bei Investments im Bereich ITK nennt Grychta einen Korridor zwischen 1,5 und 5 Mio. Euro als Pre-Money-Bewertung. Eine grobe Daumenregel wendet Burda Digital Ventures an. Seehaus:



Wolfgang Lubert, enjoyventure

„Letztlich zählt der erwartete Erlös beim Exit. So werden aktuell am Kapitalmarkt Internetaktien mit 12 bis 14 Mal EBITDA bewertet. Das ist dann abzuzinsen auf den Finanzierungszeitpunkt. Die Höhe der Abzinsung hängt von individuellen Faktoren des Start-ups ab.“ Vor zu optimistischen Ansätzen warnt Wolfgang Lubert: „Je höher am Anfang die Messlatte gelegt wird, desto schwieriger wird die Realisierung. Viele Gründer erweisen sich einen Bärendienst, wenn sie zu sportlich rangehen und hinterher Korrekturen fällig werden.“ Es sei sinnvoller, mit einer niedrigeren Bewertung zu starten und bei einer guten Performance dem Gründerteam Anteile zurückzugeben.

Einfluss des Standorts

Während Biotech- oder Pharma-Start-ups in den bundesweit verstreuten Industrieparks verlässliche Rahmenbedingungen vorfinden, können IT-Gründer in der Garage

oder der WG-Küche loslegen. Welche Rolle spielt dann die Frage des Standorts? Eine Große, meint Grychta: „Die Infrastrukturvorteile von Berlin als quirliche Hauptstadt der Kreativen oder Hamburg und München mit ihren Clustern IT und Mobile bzw. Software können sich in der Bewertung niederschlagen.“ Aus der Sicht Stefan Lempers zählt ein anderer Aspekt mehr: „Erfahrung und Vernetzung der Gründer können Standortnachteile ausgleichen.“ Von einer anderen Seite nähert sich Thomas Schröter der Problematik: „Der Sitz des Kapitals übt den stärkeren Einfluss aus. Wo es ein höheres Kapitalangebot gibt, gibt es auch eine Tendenz zu einer höheren Bewertung.“ Dies gelte gerade für die Seedphase, in der sich viele Business Angels tummeln, die bis heute vorrangig regional fokussiert sind.



Stefan Lemper, Aurelia Private Equity

Fazit:

So vielfältig und bunt die Investorenlandschaft in Deutschland ist, so vielfältig sind auch die verschiedenen Ansätze und Ansichten, Unternehmen in der Frühphase zu bewerten. Diese Bandbreite gereicht Start-ups durchaus zum Vorteil: Wenn ein Investor einen eher niedrigen Wert ansetzt oder gar eine Absage erteilt, kann die nächste Anfrage deutlich bessere Ergebnisse zeitigen. Ein weiterer Aspekt sollte vor allem auf Gründer abseits der Boomstädte beruhigend wirken – Investoren bewerten vorrangig die Substanz des Unternehmens, nicht dessen Sitz. ■

torsten.passmann@vc-magazin.de

Anzeige

Erfolgreich selbstständig!



START

Die Messe für Existenzgründung, Franchising und junge Unternehmen

Holen auch Sie sich auf den START-Messen alle Informationen für eine erfolgreiche Gründung – ob als Franchise-Nehmer oder mit einer eigenen Geschäftsidee.

www.start-messe.de



www.agentur-marks.de

Bremen 11. - 12. April 2008 · Nürnberg 4. - 5. Juli 2008 · Essen 17. - 18. Oktober 2008