



## Besonderheiten und Herausforderungen bei der Bewertung von Start-ups

In kaum einer Lebensphase eines Unternehmens gibt es so viele Bewertungsanlässe wie in der Start-up-Phase. Um nur einige zu nennen: Finanzierungsrunden, Übertragung von Anteilen zwischen den Investoren oder aus Bilanzierungs- oder Portfoliomanagementzwecken auf Ebene der Investoren. Gleichzeitig erscheinen die klassischen Bewertungsverfahren wie bspw. der Discounted-Cashflow-Ansatz

(DCF) gerade für Start-ups teilweise ungeeignet. In der Praxis haben sich daher zahlreiche Bewertungsverfahren herausgebildet, um die besonderen Herausforderungen der Start-up-Bewertung zu adressieren. Wir geben einen Überblick über die Bewertungsverfahren und ordnen ein, unter welchen Bedingungen diese für eine Bewertung geeignet sind. ➔

### Klassische Bewertungsverfahren für Start-ups ungeeignet?

In einer klassischen Unternehmensbewertung werden in aller Regel etablierte Unternehmen mit bekannten Geschäftsmodellen in existierenden Märkten bewertet. Der Businessplan wird dabei unter Bezugnahme auf historische Ergebnisse, Analystenschätzungen für Vergleichsunternehmen und im Kontext verfügbarer Marktstudien analysiert und ggf. angepasst. Für die eigentliche Bewertung werden dann Kapitalkosten oder Multiplikatoren aus Kapitalmarktdaten börsennotierter Vergleichsunternehmen abgeleitet. Für Start-ups liegen aber gerade diese Informationen regelmäßig nicht vor. Die klassischen Methoden erscheinen damit nicht unmittelbar übertragbar auf Start-up-Bewertungen.

### Charakteristika von Start-ups

Start-ups weisen eine Vielzahl an Charakteristika auf, die den Bewerter vor Herausforderungen stellen:

- Kaum historische und wenn dann fragmentierte Daten
- Häufig noch negative Cashflows und fehlende Profitabilität
- Hohe Dynamik in Geschäftsmodell, Produkt und Personal
- Keine oder kaum vergleichbare Unternehmen
- Häufig Intellectual-Property-lastig
- Neue und häufig ungetestete Geschäftsmodelle

- Bisher nicht existierende Zielmärkte mit unbekanntem Marktpotenzial
- Hohe Personenabhängigkeit und starke Abhängigkeit von Finanzierungspartnern

Geeignete Bewertungsverfahren sollten diesen Charakteristika Rechnung tragen und sie mit in die Wertfindung einbeziehen.



### **Bewertungsverfahren (Operative) Multiplikatoren**

Der einfachste und schnellste Ansatz zur Bewertung von Start-ups ist die Multiplikatoren-Methode. Deren größter Vorteil ist, dass sie bereits in sehr frühen Lebensphasen ohne Umsätze oder Profitabilitätskennzahlen eine Bewertung ermöglicht. Hierzu werden basierend auf bekannten Bewertungen für als vergleichbar eingeschätzte Start-ups und verfügbaren operativen Kennzahlen (bspw. Anzahl der Nutzer des Produkts/Services) sogenannte Transaction Multiples ermittelt und auf die entsprechenden Kennzahlen des Start-ups angewendet. Finanzielle Kennzahlen wie EBIT(DA)s eignen sich in aller Regel nicht, da diese bei Start-ups typischerweise negativ sind. Die Einfachheit der Multiplikatoren ist gleichzeitig die größte Schwäche der Methode. Die komplexe Realität wird in einer (operativen) Kennzahl verdichtet und mit einem Multiplikator in einen Wert überführt.

### **Kostenbasierte Bewertung (Reproduktionswert)**

Ein weiterer einfacher Bewertungsansatz ist der kostenbasierte Reproduktionswert. Hierbei erfolgt eine Wertschätzung auf Grundlage der Kosten für die Reproduktion der wichtigsten Vermögenswerte. Ein Anhaltspunkt hierfür könnten die historisch aufgelaufenen Kosten sein. Insgesamt erscheinen kostenbasierte Ansätze aber nicht geeignet, da die Bewertung auf Grundlage von historischen Kosten zukünftiges Wachstum und Entwicklungspotenzial in den Bewertungen nicht berücksichtigt. Viele der o.g. Charakteristika von Start-ups fließen so gar nicht in die Bewertung ein.

### **Scorecard Valuation/Risk Factor Summation Method**

Bei der Scorecard Valuation handelt es sich de facto um die Kombination eines multiplikatorähnlichen Ansatzes und einer qualitativen Gewichtung einzelner Attribute des Start-ups, der häufig von Business Angels (Investoren) für Start-ups in der Early-Stage-Phase verwendet wird. Dazu wird das Zielunternehmen anhand von vordefinierten Kriterien wie bspw. Manage-

mentqualität, erwartete Marktgröße oder Wettbewerbssituation beurteilt. Als Vergleichsgröße werden Bewertungen für ähnliche von Business Angels finanzierte junge Unternehmen und/oder Finanzierungsrunden herangezogen. Aus den vergleichbaren Transaktionen wird dann unter Berücksichtigung des Scorecard-Ergebnisses ein Wert für das Start-up ermittelt. Vorteil des Verfahrens ist, dass keine Umsätze oder Profitabilitätskennzahlen benötigt werden und das Verfahren damit auch für sehr junge Start-ups geeignet ist. Nachteilig wirkt sich dagegen die hohe Subjektivität bei der Gewichtung der Kriterien und der Vergabe der Scores aus.

### **Überlebenswahrscheinlichkeitsge- wichteter DCF-Ansatz**

Der klassische DCF-Ansatz verlangt, dass der Cashflow einen Erwartungswert darstellt, der dann mit einem auf Basis einer Peer Group ermittelten Markt-WACC diskontiert wird. In der Praxis stellen die Businesspläne von Start-ups regelmäßig keinen Erwartungswert dar, sondern einen „Best Case“ mit hohem Wachstum und starker Verbesserung der Profitabilität. Szenarien, in denen das Start-up scheitert bzw. sich schlechter entwickelt, werden regelmäßig nicht berücksichtigt. Um den DCF-Ansatz verwenden zu können, ist es daher nötig den „Best Case“ in einen Erwartungswert zu überführen. Sollten keine Annahmen zu anderen Szenarien verfügbar sein, kann hilfsweise auf Basis empirischer Daten eine Überlebenswahrscheinlichkeit abgeleitet werden. Für die USA liegen entsprechende Zeitreihen zu historischen Überlebenswahrscheinlichkeiten von jungen Unternehmen vor. Über diese können implizite Ausfallwahrscheinlichkeiten ermittelt werden, mit denen sich Erwartungswerte für Cashflows ableiten lassen, die das mögliche Scheitern des Start-ups reflektieren. Der adjustierte Businessplan kann dann mit einem Peer Group WACC diskontiert werden.

### **Venture-Capital-Methode**

Die Venture-Capital-Methode stellt einen Hybridansatz aus DCF-Verfahren und Multiple-Bewertung dar. Wie beim klassi-

schen DCF-Ansatz werden zunächst für einen Detailplanungszeitraum (typischerweise drei bis fünf Jahre) Cashflows abgeleitet. Abweichend werden die Cashflows dann aber nicht mit einem WACC, sondern mit einer Zielrendite aus der Venture-Capital-Industrie diskontiert. In frühen Lebensphasen werden dabei Renditeerwartungen von bis zu 60% angesetzt, mit steigendem Reifegrad des Start-ups sinken die Zielrenditen. Für den Terminal Value wird kein Cashflow ermittelt, sondern ein für die Venture-Capital-Industrie typischer Exit unterstellt. Hierzu werden Transaction Multiples auf die wichtigsten KPIs des letzten Prognosejahrs (vorzugsweise EBIT(DA)) angewendet. Der Exit-Multiplikator sollte dabei den erwarteten Status des Unternehmens am Ende der Detailplanungsphase reflektieren (also in drei bis fünf Jahren) und die erzielbaren Multiplikatoren in diesem Zeitpunkt bestmöglich abschätzen.

### **Implizite Kapitalkosten/interner Zinsfuß (basiert auf DCF-Ansatz)**

Zur Plausibilisierung eines ermittelten Unternehmenswerts oder einer am Markt beobachteten Bewertung eines Start-ups eignet sich die Methode der impliziten Kapitalkosten/des internen Zinsfußes. Zur Ermittlung der impliziten Kapitalkosten ist es zunächst erforderlich die Cashflows des Start-ups zu schätzen. Basierend hierauf wird dann der interne Zinsfuß der Cashflow-Reihe bestimmt, d.h. der Zinssatz, bei dem der Barwert der Cashflows der bekannten Bewertung entspricht. Der interne Zinsfuß stellt damit die erwartete Verzinsung des eingesetzten Kapitals dar. Diese avisierte Verzinsung kann dann mit Venture-Capital-Zielrenditen in der jeweiligen Lebensphase des Start-ups verglichen werden. Aus dem Benchmarking lassen sich Rückschlüsse auf den Ambitionsgrad der Planung und den Status des Start-ups ziehen. Zusätzlich erlaubt der Vergleich der impliziten Kapitalkosten zwischen den einzelnen Finanzierungsrunden zu erkennen, ob das Zielunternehmen in den letzten Jahren eine niedrige/durchschnittliche/überdurchschnittliche Leistung erbracht hat.



### Ergebnis

Wie vorstehend erläutert stößt die klassische DCF-Bewertung mit aus Marktdaten abgeleiteten Kapitalkosten bei Start-ups an ihre Grenzen, da dieser Ansatz eher für reifere Unternehmen geeignet ist und den besonderen Charakteristika von Start-ups nur bedingt Rechnung trägt. Daher hat sich in der Praxis ein bunter Blumenstrauß an Bewertungsmethoden entwickelt. Keine der diskutierten Methoden ist perfekt und alle haben verschiedene Stärken und Schwächen. Daher empfiehlt sich in der Praxis verschiedene Methoden parallel anzuwenden und sich so dem Unternehmenswert anzunähern. Durch die Methodenpluralität ergibt sich damit

häufig kein Punktschätzer für den Wert, sondern eine Bandbreite vertretbarer Unternehmenswerte.

### Besonderheit: Liquiditätspräferenzen

Im Start-up-Kontext ist es üblich, dass Investoren im Zuge einer Finanzierungsrunde sogenannte (anrechenbare oder nicht anrechenbare) Liquidationspräferenzen oder ähnliche Nebenabsprachen vereinbaren. Kurzgesagt geht es hierbei darum, dass bestimmte Investoren abweichend von ihrem Pro-rata-Anteil vorrangig oder mit einem Mindestbetrag vergütet werden, bevor andere Investoren oder die Gründer Rückflüsse erhalten. Dies führt in der Praxis dazu, dass die verschiedenen

Anteilsklassen mit unterschiedlichen Auszahlungsprofilen verbunden sein können. Dies muss sich naturgemäß in der Bewertung der Anteile niederschlagen und führt dazu, dass der Wert des Anteils regelmäßig nicht gleichzusetzen ist mit dem rechnerischen Anteil am Stammkapitel. Dementsprechend ist es auch nicht sachgerecht, unreflektiert aus dem Gesamtwert des Start-ups den Wert einzelner Anteile abzuleiten. Durch die mitunter hohe Komplexität und Variabilität der Auszahlungsprofile lässt sich der Wert der unterschiedlichen Anteile häufig nur mithilfe von Monte-Carlo-Simulationen oder Option-Pricing-Modellen bestimmen.



# Kontakt



## **Dr. Matthias Knabe**

Partner

Valuation, Modelling & Economics

Tel: +49 211 8772 3241

Mobil: +49 151 58001223

mknabe@deloitte.de



## **Rafael Schwieters**

Senior Manager

Valuation, Modelling & Economics

Tel: +49 211 8772 3197

Mobil: +49 151 58073311

rschwieters@deloitte.de

# Deloitte.

Deloitte bezieht sich auf Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), ihr weltweites Netzwerk von Mitgliedsunternehmen und ihre verbundenen Unternehmen (zusammen die „Deloitte-Organisation“). DTTL (auch „Deloitte Global“ genannt) und jedes ihrer Mitgliedsunternehmen sowie ihre verbundenen Unternehmen sind rechtlich selbstständige und unabhängige Unternehmen, die sich gegenüber Dritten nicht gegenseitig verpflichten oder binden können. DTTL, jedes DTTL-Mitgliedsunternehmen und verbundene Unternehmen haften nur für ihre eigenen Handlungen und Unterlassungen und nicht für die der anderen. DTTL erbringt selbst keine Leistungen gegenüber Kunden. Weitere Informationen finden Sie unter [www.deloitte.com/de/UeberUns](http://www.deloitte.com/de/UeberUns).

Deloitte bietet branchenführende Leistungen in den Bereichen Audit und Assurance, Steuerberatung, Consulting, Financial Advisory und Risk Advisory für nahezu 90% der Fortune Global 500®-Unternehmen und Tausende von privaten Unternehmen an. Rechtsberatung wird in Deutschland von Deloitte Legal erbracht. Unsere Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter liefern messbare und langfristig wirkende Ergebnisse, die dazu beitragen, das öffentliche Vertrauen in die Kapitalmärkte zu stärken, die unsere Kunden bei Wandel und Wachstum unterstützen und den Weg zu einer stärkeren Wirtschaft, einer gerechteren Gesellschaft und einer nachhaltigen Welt weisen. Deloitte baut auf eine über 175-jährige Geschichte auf und ist in mehr als 150 Ländern tätig. Erfahren Sie mehr darüber, wie die rund 457.000 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter von Deloitte das Leitbild „making an impact that matters“ täglich leben: [www.deloitte.com/de](http://www.deloitte.com/de).

Diese Veröffentlichung enthält ausschließlich allgemeine Informationen und weder die Deloitte GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch Deloitte Touche Tohmatsu Limited (DTTL), ihr weltweites Netzwerk von Mitgliedsunternehmen noch deren verbundene Unternehmen (zusammen die „Deloitte Organisation“) erbringen mit dieser Veröffentlichung eine professionelle Dienstleistung. Diese Veröffentlichung ist nicht geeignet, um geschäftliche oder finanzielle Entscheidungen zu treffen oder Handlungen vorzunehmen. Hierzu sollten Sie sich von einem qualifizierten Berater in Bezug auf den Einzelfall beraten lassen.

Es werden keine (ausdrücklichen oder stillschweigenden) Aussagen, Garantien oder Zusicherungen hinsichtlich der Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen in dieser Veröffentlichung gemacht, und weder DTTL noch ihre Mitgliedsunternehmen, verbundene Unternehmen, Mitarbeiter oder Bevollmächtigten haften oder sind verantwortlich für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die direkt oder indirekt im Zusammenhang mit Personen entstehen, die sich auf diese Veröffentlichung verlassen. DTTL und jede ihrer Mitgliedsunternehmen sowie ihre verbundenen Unternehmen sind rechtlich selbstständige und unabhängige Unternehmen.