

Mein erstes Start-up

Venture Capital und Private Equity liegen derzeit bei vielen semi-institutionellen Anlegern im Trend. Für manche geht es dabei um ihr Erstlingswerk. Wie es gehen kann, zeigt das Fallbeispiel des Start-ups Dreamlines

Millionenschwere Verkäufe junger IT-Unternehmen und international durchstartende Gründerteams gehören mittlerweile zur deutschen Wirtschaft wie der Mittelstand und Dax-Konzerne. Berlin ist bekannt als Hochburg für Gründer, und TV-Formate wie „Die Höhle der Löwen“ machen Unternehmensanteile und Bewertungen auch in der Öffentlichkeit zum Gesprächsthema. Dass man mit Investitionen in Start-ups Geld verdienen kann, ist bekannt. Wie das funktioniert, ist für viele Anleger noch eine Blackbox. In junge Unternehmen investieren in erster Linie institutionelle Anleger, Industrieunternehmen und der Staat. Private Kapitalgeber sind vergleichsweise selten. Doch motiviert durch Renditeversprechen und ein niedriges Zinsumfeld wollen zunehmend auch Privatkunden wissen, wie ein Venture-Capital-Investor arbeitet und welche Möglichkeiten es gibt, in die Anlageklasse einzusteigen.

Die Fallstudie

Angefangen bei den Vorbereitungen über die Verwaltung bis zum Verkauf – Venture Investments erfordern eine strukturierte Vorgehensweise und Know-how. Darum wollen wir anhand eines realen Falls einige praktische Aspekte beleuchten. Dazu betrachten wir unser Investment in das Hamburger Unternehmen Dreamlines. Die Gründer planten, einen führenden Online-Anbieter für Kreuzfahrten aufzubauen. Um ihr Wachstumsziel zu realisieren, begannen sie kurz nach der Gründung im Jahr 2012, Wagniskapital einzuwerben.

Attraktive Beteiligungsmöglichkeiten zu finden ist für einen Risikokapitalgeber entscheidend. Darum ist es wichtig, frühzeitig mit Gründern ins Gespräch zu kommen. Im Gegensatz zu börsennotierten Unternehmen gibt es bei Start-ups bestimmte Zeitfenster, in denen investiert werden kann. Es gilt also, Optionen zu schaffen. Wer noch nicht über ein Netzwerk in der Branche verfügt, wird am besten selbst aktiv. Neben den großen Start-up-Events, auf denen sich regelmäßig Gründer und Investoren treffen, bieten zum Beispiel auch Universitäten und Industrieverbände Möglichkeiten, neue Technologien kennenzulernen und Kontakte zu knüpfen. Empfehlenswert ist, den Austausch zu suchen, zu vergleichen und Erfahrung zu sammeln. Geduld zahlt sich aus. Denn Venture Capital birgt hohe Risiken, bindet liquide Mittel und kostet Zeit.

Sofern also kein Idealismus im Spiel ist, muss das Investment eine sehr gute Wertentwicklung in Aussicht stellen.

Frage des Timings

Wagniskapital fließt immer in frühen Entwicklungsphasen in ein Unternehmen, im Rahmen der Seed- und der Start-up-Finanzierung. Im Verlauf des Wachstums ändert sich nicht nur das Risikoprofil, auch die investierten Summen steigen. Bei der Seed-Finanzierung befindet sich das Unternehmen noch in der Vorgründungsphase. Das Kapital wird etwa in Produktentwicklung, Prototypen und Markttests investiert. Wenn das Produkt marktfähig ist oder sich als machbar erwiesen hat, folgt die Start-up-Phase mit weiteren Finanzierungsrunden. Das eingebrachte Kapital fließt in den Unternehmensaufbau, zum Beispiel in die Teamentwicklung, ▶

Exkurs: Risiken steuern mit Meilensteinen

Um finanzielle Risiken zu kontrollieren, vereinbaren Gründer und Wagniskapitalgeber häufig sogenannte Meilensteine. Aus den Unternehmenszielen werden dazu messbare operative Teilziele abgeleitet, die den Entwicklungsprozess strukturieren. Ein übergeordnetes Ziel könnte etwa der wirtschaftliche Break-Even sein, ein zielführender Meilenstein zum Beispiel: „Am 31. Dezember haben wir 1.000 Kunden.“ Investoren erhalten damit ein Instrument zur Planung, zur Fortschrittskontrolle und um Anreize zu setzen. So lassen sich Finanzierungszusagen in einzelne Tranchen aufteilen, die jeweils beim Erreichen eines bestimmten Etappenziels freigegeben werden. Vereinbarte Meilensteine sind darum für das Gründerteam, die Investoren und die weitere Entwicklung des Unternehmens durchaus bedeutend und sollten entsprechend wohldefiniert sein.

Jung, umsatzschwach, wachstumsstark

Seit ein paar Jahren erblüht in Deutschland eine Start-up-Szene. Eine Umfrage der Beratungsgesellschaft EY unter 181 deutschen Start-ups zeigt, wo diese derzeit stehen.

Durchschnittliches Unternehmensalter



**4 Jahre
7 Monate**

Durchschnittliche Mitarbeiterzahl



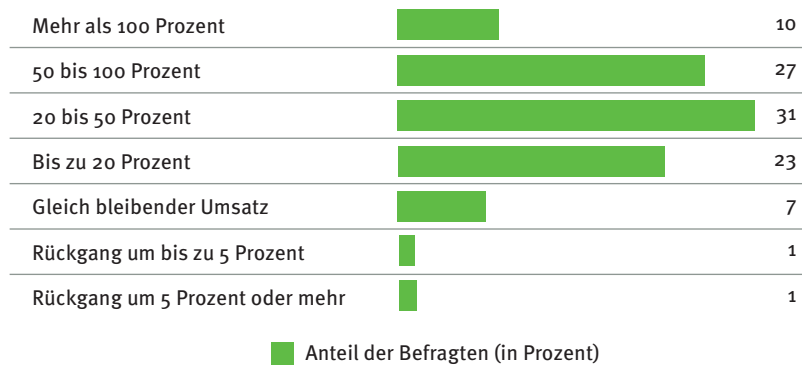
18

Durchschnittlicher Jahresumsatz

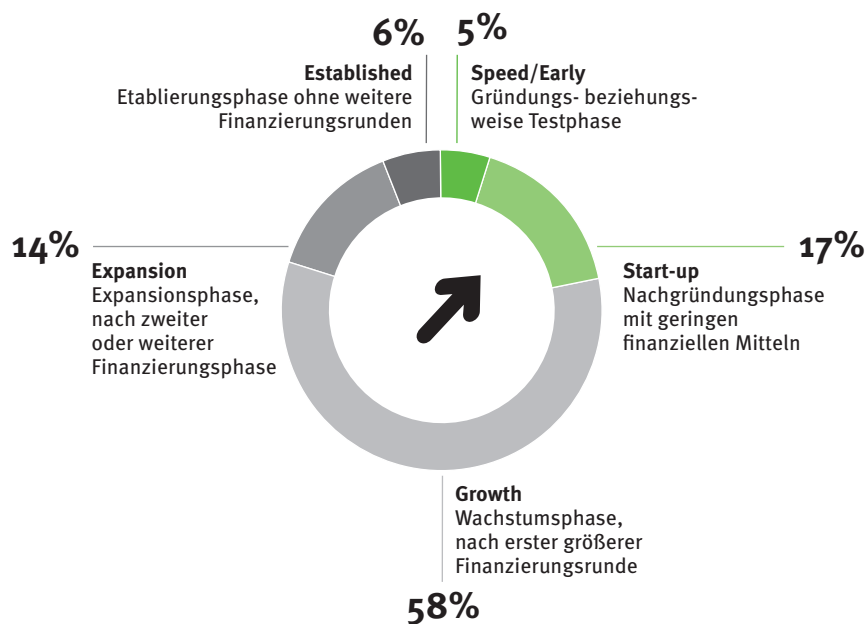


1,2 Mio. Euro

Mit welchem Umsatzwachstum rechnen Sie für 2016?



In welcher Reifephase befinden sich Ihr Start-up?



in Produkte, Vertrieb und Infrastruktur. In der Regel stehen den rasch steigenden Ausgaben zunächst nur geringe Umsätze gegenüber. So entstehen häufig operative Verluste. Ist das Unternehmen stabil aus der Aufbauphase hervorgegangen, wird mit Later-Stage-Finanzierungen, dem sogenannten Growth Capital, die weitere Expansion forciert. Für einen Privatinvestor ist meist ein früher Einstieg sinnvoll. Die investierten Summen sind überschaubar, und die potenzielle Wertentwicklung ist am größten. Bei einer Seed-Finanzierung kann man mitunter schon mit einem niedrigen fünfstelligen Betrag erste Anteile erwerben. Entwickelt sich das Unternehmen gut, werden die Finanzierungsrunden schnell größer, und professionelle Investoren kommen zum Zug.

Der Erstkontakt zu Dreamlines entstand aus unserem Netzwerk von Business Angels. Als wir beim Start-up einsteigen, war die Seed-Finanzierung bereits erfolgt. Nach zahlreichen Vorgesprächen mit den Gründern gingen wir dann im Frühjahr 2012 als Investor bei Dreamlines an Bord. Die Anteile erwarben wir auf einer Unternehmensbewertung im mittleren einstelligen Millionenbereich. Zu diesem Zeitpunkt umfasste das Team 20 Mitarbeiter, und es gab vielversprechende Partner aufseiten von Reiseanbietern und Kreuzfahrtgesellschaften.

Grundlage aller Entscheidungen

Der Weg zur Beteiligung kann unterschiedlich sein. Doch um aus mehreren potenziellen Beteiligungen die richtigen auszuwählen und angemessen zu bewerten, haben sich strukturierte Ansätze bewährt. Anhand des Erstgesprächs und des sogenannten Pitch Decks, in dem Gründer ihre Geschäftsidee mit Informationen zu Produkt, Markt und Team umreißen, lässt sich bereits eine Vorauswahl treffen. Vielversprechende Investments vereinen herausragendes Potenzial und risikobegrenzende Faktoren. Wachstumspotenzial versprechen etwa ein hoher Innovationsgrad, echter Kundennutzen und die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells. Risikobegrenzend wirken zum Beispiel erste Markterfolge, ein stabiles Team und ein gut aufgestelltes Investorenkonsortium. Das Investment sollte Potenzial bieten, innerhalb von fünf Jahren das Zehnfache des investierten Kapitals zu erwirtschaften.

Wenn die gegenseitigen Erwartungen von Gründern und Investoren harmonie-

ren, beginnt die tiefer gehende Due Dilligence. Dabei werden etwa Szenarien und Ertragsprofile erstellt und Lieferanten, Patente und Urheberrechte geprüft. An einer Venture-Capital-Finanzierung beteiligen sich in der Regel mehrere Geldgeber. Die Organisation und Abstimmung übernimmt der sogenannte Lead-Investor, der meist auch den größten Anteil zeichnet. Verläuft alles positiv, mündet die Vorarbeit in eine Vorvereinbarung, das sogenannte Term Sheet, und schließlich in den Beteiligungsvertrag.

Investiere in ein Team

Da junge Unternehmen kaum Historie aufweisen und nur geringe Umsätze liefern, sind quantitative Methoden wie Discounted Cashflow oder Multiplikatoren als Bewertungsgrundlage unzureichend. Aufschlussreicher sind Kennzahlen, die auf die weitere Entwicklung schließen lassen. Bei einem Online-Anbieter wie Dreamlines könnte das etwa die Conversion Rate sein, die das Verhältnis von Website-Besuchern und tatsächlich getätigten Transaktionen

misst. Zusätzlich werden qualitative Faktoren und Erwartungswerte herangezogen, wie die Alleinstellungsmerkmale des Produkts, das Wachstumspotenzial des Unternehmens oder die Aussichten auf einen erfolgreichen Exit. Der wichtigste Faktor sind jedoch die Menschen. Um eine Idee zum Erfolg zu führen, müssen die Gründer ihren Weg gehen und dabei Rückschläge einstecken und zahlreiche Hürden überwinden. Darum ist es ratsam, nicht in eine Idee zu investieren, sondern in das Team. In unserem Beispiel Dreamlines hatten wir ein starkes Team. Zudem hatte einer der Mitgründer bereits ein marktführendes Unternehmen aufgebaut. Diese Erfahrung zeigte sich auch in der weiteren Entwicklung.

Dreamlines wuchs planmäßig. Das Team baute rasch die Kundenbasis aus und expandierte, unter anderem nach Italien, Frankreich und Russland. Ergänzend zum organischen Wachstum wurde zugekauft. Mit der Übernahme von Mitbewerbern, etwa dem Vergleichsportal „1.000 Kreuzfahrten“ im November 2013

oder den australischen Portalen „Cruise Centre“ und „Cruise Away“ in Australien im August 2014, konnte Dreamlines die Marktposition weiter festigen. Auch die Software, das technische Rückgrat des Online-Geschäfts, war ein wichtiger Erfolgsfaktor. Das Team entwickelte das hauseigene System beständig weiter und sicherte so einen wichtigen Wettbewerbsvorteil. In den folgenden Finanzierungsrunden bauten wir unsere Anteile entsprechend aus. Die Series-B-Finanzierung mit weiteren Kapitalgebern fand im November 2013 statt. Die Series-C-Runde im November 2014, bei der Investoren aus den USA dazustießen, belief sich auf insgesamt 20 Millionen Euro.

Venture Capital als Baustein

Liquidität ist in zweifacher Hinsicht relevant. Das investierte Kapital ist nicht nur langfristig gebunden. Um an der Entwicklung zu partizipieren, gibt man nach dem Einstieg auch in den folgenden Finanzierungsrunden Kapital. Anderenfalls leidet die Performance. Um den als Verwässe- ➤

