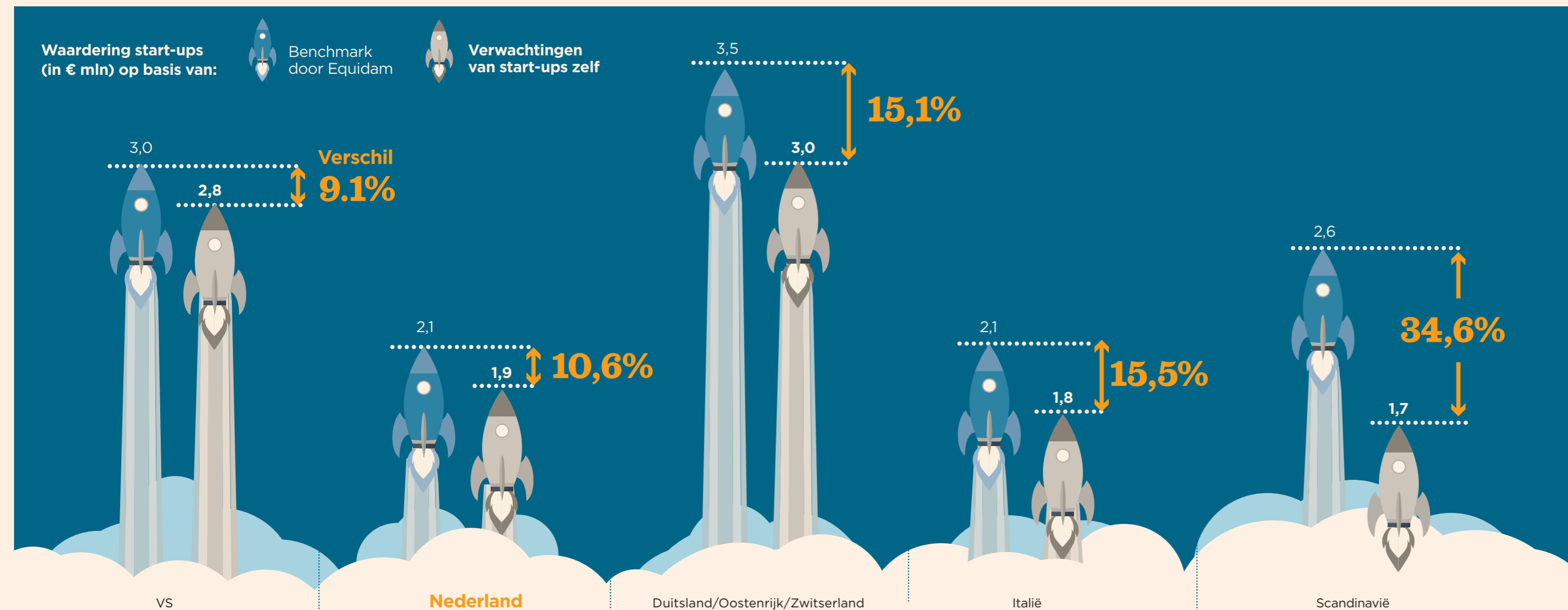


# Nederlandse investeerders betalen te veel voor start-ups



## Ondernemers hebben een goed beeld van de reële waarde van hun start-up, maar veel investeerders laten zich leiden door hypes

Rutger Betlem en Pim Kakebeke  
Amsterdam

De Nederlandse investeringsmarkt voor start-ups is oververhit. Start-ups hebben zelf een goed beeld van wat zij waard zijn, maar investeerders zijn bereid om veel meer geld op tafel te leggen. Dat blijkt uit een rondgang langs acht toonaangevende investeerders en uit onderzoek van Het Financieel Dagblad en waarderingbureau Equidam.

De werkelijke waarde van een start-up ligt 11% hoger dan de gemiddelde waarde die start-ups zich toekennen, stelt Equidam. Er zit echter zo veel geld in de markt

**Werkelijke waarde van start-up ligt 11% boven inschatting van ondernemers zelf, blijkt uit onderzoek**

dat investeerders geregeld grif meer betalen dan economische overwegingen rechtvaardigen. Vooral in zogenoemde 'early stage'-investeringen, een domein waarop veel vermogende particulieren actief zijn, wordt fors boven de marktwaarde geboden, zeggen de investeerders.

Investeerders spreken van een 'oververhitte investeringsmarkt'. De transactieprijs is veel minder dan voorheen gekoppeld aan de reële waarde van een onderneming. 'Er wordt maar wat geroepen', zegt Herman Hintzen van investeringsfonds Henq. 'Bedrijven waar we een jaar geleden voor zes ton in konden stappen, durven nu € 3 mln te vragen.'

Een van de factoren achter de overwaardering van start-ups is het feit dat er meer aandacht is voor jong ondernemerschap, aldus de onderzoekers. En het feit dat start-ups vaak actief zijn op terreinen die gelden als een hype, zegt Aldebert Wiersinga, partner bij Value Creation Capital. 'Er is sprake van een hype rond onderwerpen als cloud-

diensten, cybercriminaliteit en financiële innovatie. Investeerders zijn daar gevoelig voor. Ze willen niet in een saai thema investeren, maar in een populair thema. Dat zie je terug in de waarderingen.'

Tegenover de hoge bedragen die worden neergeteld, staat dat investeerders extra voorwaarden stellen. Zo maken Nederlandse investeerders volop gebruik van zakelijke beschermingsmaatregelen, zoals de 'liquidation preference'. Dat is een preferente uitkering die een investeerder met voorrang ontvangt bij de verkoop van het bedrijf, een soort rendementsverbeteraar.

In Nederland wordt de 'liq pref' meestal op één à anderhalf keer de inleg gezet. In de Verenigde Staten gaat het in uitzonderlijke gevallen al om drie keer de inleg. Pas nadat de investeerder zijn geld terug heeft gekregen, wordt de rest van de opbrengst naar rato verdeeld onder de aandeelhouders. De hoge waarde die aan bedrijven als Uber (\$ 68 mrd) wordt toegekend, valt volgens de investeerders die het FD heeft gesproken, deels te verklaren door de inzet van 'liq prefs'.

Een ander veelgebruikt model is de naverrekening, een herverdeling van de participaties na het halen of missen van bepaalde doelen. En dan zijn er nog de anti-verwateringsclausules. Daarmee worden zittende aandeelhouders bij een volgen-

## Start-ups Waarde

In Nederland is er een verschil tussen wat start-ups volgens berekeningen werkelijk waard zijn en de waardering op basis van verwachtingen bij start-ups. Dat verschil bedraagt 11%, zo blijkt uit onderzoek van waarderingadviesbureau Equidam onder 340 Nederlandse start-ups.

Equidam maakt waarderingen voor start-ups volgens de vijf meest gangbare waarderingmethoden aan de hand van onder meer omzet- en winstverwachtingen, de marktomvang en ruim vijftig kwalitatieve indicatoren. Gegevens worden verzameld met vragen over onder meer het managementteam, het bedrijfsmodel, de markt en de mate waarin het product met patenten is beschermd. Voor de waarderingen van markttransacties, de benchmark, heeft het nog jonge bedrijf toegang tot veelge-

bruikte financiële databases. In het buitenland zijn de waarderingverschillen veelal groter. In Scandinavië zijn ze het grootst. Daar liggen de waarderingen van transacties circa 35% hoger dan de waarderingen door start-ups zelf. Ook in Italië (16%) en in Duitsland, Oostenrijk en Zwitserland (15%) is het verschil groter dan in Nederland. Alleen in de Verenigde Staten liggen beide waarderingen met 9% dichter bij elkaar. Equidam geeft start-ups inzicht in de waardering van hun onderneming. Hun database telt enkele duizenden ondernemers. Het bedrijf heeft daarmee een unieke dataset in handen. Normaal gesproken zijn ondernemers gesloten over zaken als omzet, waardering en investeringskapitaal. Met Equidam kreeg het FD voor het eerst zicht op deze gegevens.

de investeringsronde tegen een lagere waarde van hun investering beschermd met extra aandelen. Dat gaat automatisch ten koste van het aandelenkapitaal van de oprichter.

'Grote bedragen in de media zeggen weinig over het werkelijk geëmitteerde bedrag en de voorwaarden die gesteld zijn om het volledige bedrag gestort te krijgen', zegt Thijs Gitmans van Mainport Innovation Fund.

Het gevaar van die te hoge waarderingen tekent zich nu al af in de Verenigde Staten, waar helden van de start-upscene — de zogenoemde eenhoorns — minder veelbelovend blijken te zijn dan investeerders aanvankelijk dachten. Bij nieuwe investeringsrondes halen deze bedrijven minder geld op tegen veel lagere waarderingen. Het risico ligt door bovengenoemde beschermingsconstructies meestal bij de oprichter, die zijn belang meer ziet verwerten dan gewenst.

'De rekening komt laat', zegt Gitmans. 'Een volgende ronde is er vaak pas weer na enkele jaren. Pas dan weet je of je te veel betaald hebt.' Investeerders moeten zichzelf in bedwang zien te houden. 'Als je niet gelooft in een waardering, dan moet je niet investeren. Ik heb geen medelijden met durfkapitalisten die te veel betalen,' zegt Robert Verwaayen van Keen Venture Partners.

Hoe bepaal je wat een start-up waard is? Drie investeerders over hun ervaringen.

## 'Trucjes uithalen onverstandig'

'De rekensom bij venture capital (extreem risicodragend kapitaal, red.) is eigenlijk heel simpel. We kijken naar wat beleggers bereid zijn te betalen voor aandelen op de publieke markt. Worden vergelijkbare softwaredienstverleners voor vijf keer de omzet verhandeld, dan is dat ons uitgangspunt. Daarna ga je kijken of er zaken zijn die een hogere of lagere waarde kunnen verantwoorden. Bijvoorbeeld veel snellere groei dan bij beursgenoteerde marktpartijen. Veel investeerders



Robert Verwaayen  
(Keen Venture Partners)

gebruiken trucjes om de waarde op indirecte wijze omlaag te gooien. Ik vind dat niet verstandig. Je houdt elkaar voor de gek en het maakt het extra lastig voor vervolginvesteringen. Ik hou meer van open en duidelijke onderhandelingen en een "clean deal". Start-ups spelen een spel, en het is aan een investeerder om te bepalen of je daaraan mee wilt doen. Je moet ook de discipline kunnen opbrengen om dat niet te doen. Of waarderingen van start-ups te hoog zijn, blijft een subjectief verhaal.'

## 'Waardering is prestigekwestie'

'Vroeger was een deal van vijf ton al heel mooi, nu gaat het al snel om een miljoen of meer. Het gaat er niet meer over of start-ups het geld nodig hebben, maar om het prestige dat een hoog bedrag met zich meebrengt. Er zijn genoeg partijen die meegaan in te hoge waarderingen. Het geld is er en de belegger in een fonds wil resultaten zien, ongeacht de prijs. En dan zijn er nog partijen die geen belang hebben bij een realistische waardering. Bedrijfsfondsen betalen bijvoorbeeld hoge waarde-



Thijs Gitmans  
(Mainport Innovation Fund)

ringen omdat ze daarmee een strategisch belang verwerven in een essentiële techniek. De waardering van een start-up blijft een slag in de lucht. Ook voor ons. Ik probeer de waardering altijd zo snel mogelijk op tafel te krijgen. Als wij niet irreëel laag zitten en de ondernemer niet irreëel hoog, dan kom je er veel sneller uit. Vraagt een start-up te veel, dan raad ik ze aan om een ronde langs andere investeerders te maken. Meestal komen ze terug, maar ze staan dan al wel met 1-0 achter.'

## 'Het gaat niet om korte termijn'

'Vooral in de onderste laag, de "early stage", zie ik een oververhitte markt. Er is te veel geld beschikbaar. Waar vroeger € 1 mln genoeg was, wordt nu € 3 mln tot € 5 mln gevraagd. In de fase waar het echt om gaat, als bedrijven hebben laten zien dat ze de juiste productmarktcombinatie te pakken hebben, is het juist ontzettend lastig om geld los te krijgen, zeker in Nederland. Bij deze zogenoemde Series-A, rondes van € 10 mln tot € 20 mln, zijn durfinvesteerders te veel aan het rekenen. De huidige omzet is leidend, omdat je die



Maarten Beucker  
Andreae (Million Monkeys)

hard kunt maken. Maar dan ga je voorbij aan de supersnelle groei van zo'n bedrijf. Bovendien willen investeerders die vinden dat ze in de vorige ronde te veel hebben betaald, dat compenseren in de vervolgronde. Maar investeren gaat niet over de korte termijn. De vraag waar een bedrijf over vijf jaar staat, moet centraal staan. Durfkapitalisten mogen wel wat ondernemender worden. Als de Nederlandse "venture capitalist" nog aan het rekenen is of hij niet een eurootje te veel betaalt, heeft de buitenlandse VC zijn slag al geslagen.'