Frank Stummer, Bernd Nolte

# Venture Capital – ein wichtiges Instrument im Finanzierungskasten

**Venture Capital hat in den letzten Jahren in Deutschland eine Blüte erlebt. Unter dem Regime von „Basel II" könnte es weiter an Bedeutung gewinnen.**

Eines der in den letzten Monaten in Deutschland meistdiskutierten wirtschaftspolitischen Themen war und ist zweifellos „Basel II" als Synonym für eine mögliche Kreditverknappung des deutschen Mittelstands. Denn in weiten Teilen des deutschen Mittelstands dominiert noch immer der kurz- und mittelfristige Unternehmenskredit.[1] Firmenkunden wünschen allerdings zunehmend adäquatere Finanzierungsformen als das reine Kreditgeschäft, und auch Banken bieten immer häufiger neuere Finanzinstrumente an, da sie erkannt haben, dass das klassische Firmenkundengeschäft und das Investment Banking nicht im Gegensatz zueinander stehen, sondern sich gegenseitig ergänzen.

Dies ist eine gute Basis, um die weitere Diskussion über Basel II zu versachlichen. Denn selbst für den Fall, dass die Kreditfinanzierung künftig wesentlich komplexer werden sollte, bedeutet dies noch lange nicht, dass die Aufnahme von Fremd- bzw. Eigenkapital für Unternehmen insgesamt aufwändiger wird. Lediglich der Finanzierungsmix wird vielfältiger. Dabei stellt vor allem die Erhöhung der Eigenkapitalquote eine Möglichkeit dar, die Bonität zu verbessern. Dadurch würde sich die Kreditaufnahme nicht nur erleichtern, sondern mit Blick auf Basel II auch vergünstigen. Venture Capital (VC) ist in diesem Zusammenhang eine Möglichkeit von vielen.[2]

Der in Deutschland oftmals monierte Mangel an Beteiligungskapital schien spätestens seit dem kometenhaften Aufstieg des Neuen Markts der Vergangenheit anzugehören. Renditeorientierte Anleger versuchten, mit Hilfe von Venture Capital sich möglichst frühzeitig an jungen, innovativen Unternehmen der High-Tech-Branche zu beteiligen, um bei einem möglichen Exit eine überdurchschnittliche Verzinsung auf das eingesetzte Kapital zu erhalten. Der Risikoreduzierung dienten zumeist Anlagen in Venture-Capital-Fonds, die in mehrere Unternehmen investierten. Auf diese Weise wird das Risiko einer Einmalanlage vermieden.

Die alte Weisheit, dass Investition und Finanzierung zwei Seiten ein und derselben Medaille sind, wurde kaum noch beachtet. Der Begriff Venture Capital wurde zumeist im Zusammenhang von Investitionsmöglichkeiten für Anleger und weniger als Form der Außenfinanzierung für aufstrebende junge, technologieorientierte Unternehmen gesehen. Die Dot.com-Euphorie des vergangenen Jahres hat deshalb auch eindeutig die Schwäche eines Teils der Venture-Capitalisten aufgezeigt. Das Ende des „Free Lunch Exits" Neuer Markt erfordert auch von den Beteiligungskapitalgesellschaften eine genaue Prüfung und permanente Überwachung ihrer Investments.[3] Eine genauere Betrachtung eventueller Chancen und Risiken bedeutet jedoch noch lange nicht das Ende für Venture Capital. Im Gegenteil, der Markt für Venture Capital besteht nicht erst seit der Etablierung des Neuen Markts, er hat sich nur gehäutet.

**Entwicklung des Venture-Capital-Markts in Deutschland von 1983 bis 2000**

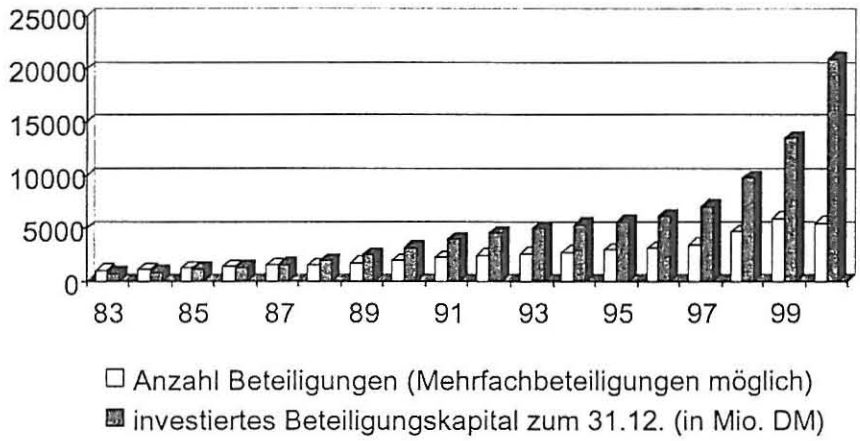


Abb. 1 Quelle: Darstellung auf Basis der Zahlen aus verschiedenen Jahrbüchern des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Venture Capital Association BVK e. V. B.Bl. 8/2001

### *Stetige Entwicklung des Venture-Capital-Markts*

Nach den vom Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Venture Capital Association e.V. (BVK) veröffentlichten Daten, die für den Zeitraum von 1983 bis 2000 in Abbildung 1 veranschaulicht sind, ist im letzten Jahrzehnt das Volumen des investierten Beteiligungskapitals jährlich um rund 30 % gestiegen. Im gleichen Zeitraum erhöhte sich das reale Bruttoinlands-

**Frank Stummer**

ist Mitarbeiter des Fraunhofer Instituts für Systemtechnik und Innovationsforschung, Forschungsstelle Innovationsökonomik an der Technischen Universität Bergakademie Freiberg.

**Bernd Nolte**

ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Betriebswirtschaftslehre, BSL Bankseminar Lüneburg, der Universität Lüneburg.

1 Siehe auch Mang, Thomas, 2001: Investment Banking für den Mittelstand. Integration gefragt, in: bank und markt, 30. Jg., Nr. 6, S. 12-16.

2 Auch wenn es niemals Aufgabe der Banken war, Kredite extrem ausfallgefährdeten Unternehmen zu gewähren, fand eine Kreditvergabe an Risikounternehmen mitunter doch statt und vor allem wurde die Kreditvergabe indirekt durch gute Bonitäten subventioniert.

3 Siehe auch Nolte, Bernd; Stummer, Frank, 2001: Die Venture-Capital-Aktivitäten deutscher Sparkassen, in: Sparkasse, 118. Jg., Nr. 5, S. 211-213.

produkt lediglich um 1,4 % pro Jahr. Dieser Vergleich macht deutlich, wie dynamisch der Venture-Capital-Markt zuletzt wuchs. Auch wenn die Entwicklung von einer sehr niedrigen Basis startete, hat der Markt mittlerweile eine auch volkswirtschaftlich bedeutsame Größenordnung erreicht.

Trotz einer gewissen Marktberuhigung dürfte das Volumen von Venture-Capital-Finanzierungen absolut wie relativ auf absehbare Zeit weiter wachsen. Basel II könnte dem VC-Markt sogar weiteren Auftrieb verleihen. Vor dem Hintergrund, dass es sich bei VC-finanzierten Gesellschaften häufig um stark ausfallgefährdete Unternehmen handelt und Kredite an sie bei Banken und Sparkassen sehr viel Eigenkapital für ihre Bereitstellung binden würde, erscheint die Außenfinanzierung mit Venture Capital bzw. Beteiligungskapital an Attraktivität zu gewinnen. Hinzu kommt, dass auch im Firmenkundengeschäft das Provisionsgeschäft für Kreditinstitute immer bedeutsamer wird.

### *Ablauf einer Beteiligung in drei Phasen*

Der Ablauf einer Beteiligung kann grob in drei Phasen unterteilt werden, die durch die beiden Zeitpunkte des Abschlusses des Beteiligungsvertrags und seiner Auflösung nach einem gewissen Zeitraum bestimmt sind. Diese drei Phasen beziehen sich auf

- Suche, Auswahl und Verhandlungen,
- die eigentliche Beteiligungspartnerschaft,
- das Desinvestment.[4]

Nun stellt eine Beteiligungspartnerschaft für beide Seiten ein bedeutsames Ereignis dar, von der auch der wirtschaftliche Erfolg stark abhängt. Daher ist es wichtig, dass alle Beteiligten mit großer Sorgfalt die anstehenden Entscheidungen treffen. Eine professionelle Auswahlentscheidung dauert unter diesem Aspekt mindestens mehrere Wochen, in der Regel aber mehrere Monate, in denen beide Seiten umfangreiche Prüfungen vornehmen (s. Abb. 2).

### *Auswahl und Verhandlungen*

In einem ersten Schritt müssen potenzielle Beteiligungsgeber und -nehmer zueinander finden. Dies kann durch Netzwerkkontakte, mit Hilfe von Veröffentlichungen oder auf Investmentforen geschehen. Ziel eines Kreditinstituts oder einer Beteiligungsgesellschaft ist dabei in der Regel, für eine hohe Anzahl von Kontakten zu kapitalsuchenden Unternehmen („Deal Flow") zu sorgen. Damit vergrößert sich die Wahrscheinlichkeit, attraktive Unternehmen zu finden.

In einem mehrstufigen Auswahl- und Bewertungsprozess wird die letztendliche Entscheidung für oder gegen eine Beteiligung vorbereitet. Dieser Prozess findet parallel sowohl auf Seiten der Beteiligungsgeber als auch der Beteiligungsnehmer statt.[5]

**Der Selektionstrichter einer VC-Finanzierung**

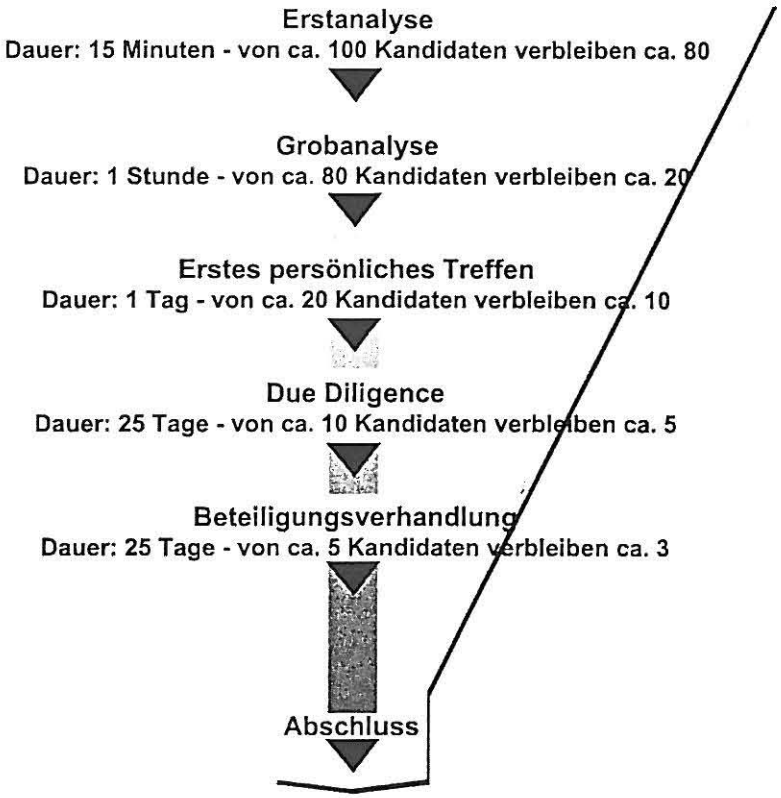


Abb. 2 B.Bl. 8/2001

Die Beteiligungsgeber prüfen, inwieweit der Datenkranz eines Unternehmens mit ihrer eigenen Beteiligungsstrategie (geographischer Standort, Branche, Kapitalbedarf etc.) übereinstimmt und je nach ihrer Zielrichtung die mögliche wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens (zum Beispiel Chancen und Risiken, um eine mögliche Rendite abschätzen zu können). Dies geschieht in der Regel in immer detaillierteren Schritten. In einer Grobanalyse werden anhand schriftlicher Unterlagen (insbesondere Geschäftspläne) klar erkennbare Daten wie Branche, Kapitalbedarf, Unternehmensgröße, Marktvolumen geprüft und ausgewertet. Schon in dieser Prüfungsphase werden die meisten Anfragen (bis zu 80 %) abgelehnt.

Nach bestandener Grobanalyse schließt sich die Feinanalyse an, in der mit weitaus größerem Aufwand Markt- und Wettbewerbsanalysen, Wirtschaftlichkeitsrechnungen, Gründer- und Managementaudits durchgeführt werden. Diese, auch als Financial, Tax, Legal, Operational und Market Due Dilligence bezeichneten Studien, analysieren nicht nur Vergangenheitswerte, sondern versuchen vor allem die Perspektiven der wirtschaftlichen Entwicklung in der längerfristigen Zukunft zu erhellen.[6] Danah werden mit den als erfolgversprechend angesehenen Unternehmen Beteiligungsverhandlungen geführt, in denen unter anderem die Beteiligungsentgelte sowie Laufzeit, Kapitalhöhe, Art der Einflussnahme und der Unterstützungsleistungen, Bewertung etc. geklärt werden.

4 Für ein Standardwerk mit ausführlichen Darstellungen des Beteiligungsgeschäftes und Musterverträgen siehe Leopold, Gunter; Frommann, Holger, 1998: Eigenkapital für den Mittelstand, München: Beck Verlag.

5 Siehe im Sinne eines Leitfadens für Unternehmer zum Beispiel SMWA, 2001: Beteiligungskapital, Kurzer Leitfaden für Unternehmer, Dresden: Sächsisches Staatsministerium für Wirtschaft und Arbeit. Aus Sicht technologieorientierter Unternehmen wird die Problematik in einer Studie der Deutschen Ausgleichsbank untersucht (Pleschak, Franz; Stummer, Frank; Ossenkopf, Birgit, 2000: Erfolgsmodell FUTOUR, Technologieorientierte Unternehmensgründungen in den Neuen Ländern, Wissenschaftliche Reihe, Band 14, Bonn: Deutsche Ausgleichsbank).

6 S. in diesem Zusammenhang auch Pack, Heinrich, 2000: Due Dilligence, in: Picot, Gerhard, Handbuch Mergers & Acquisitions, Stuttgart 2000, S. 221-253.

Die Beteiligungskapital nachfragenden Unternehmen prüfen ihrerseits, ob der jeweilige Beteiligungsgeber zur eigenen Unternehmensstrategie passt und ob neben dem finanziellen Bedarf auch der Unterstützungsbedarf kompetent gedeckt werden kann. Dabei müssen die Vorteile wie Stärkung der Eigenkapitalbasis, Einbindung von Beratern und Netzwerkkontakte und die Nachteile einer Beteiligung am Unternehmen, beispielsweise Einschränkung der unternehmerischen Unabhängigkeit oder hohe Anforderungen an die wirtschaftliche Entwicklung, gegeneinander abgewogen werden. Nicht zuletzt muss die Beteiligung in das gesamte, nicht nur das finanzwirtschaftliche Unternehmenskonzept eingepasst werden. Zu beachten ist dabei die Langfristigkeit der Beteiligung und mögliche Wege eines Exits des Beteiligungsgebers am Ende der Laufzeit der Beteiligung.

Aus diesem Grund ist eine vertrauensvolle Basis aller Parteien notwendig. Beteiligungsgesellschaften dürfen, anders als in den letzten Jahren mitunter geschehen, keine Ex-und-hopp-Mentalität an den Tag legen, d. h. sich möglichst schnell und gewinnbringend von der Beteiligung trennen. Gleichzeitig dürfen Firmengründer die Beteiligungsgesellschaften aber auch nicht als Eindringlinge betrachten.

Ein besonderes Problem in den Beteiligungsverhandlungen stellt die Unternehmensbewertung dar. Sie ist insbesondere bei offenen Beteiligungen notwendig, um Preise für die Unternehmensanteile zu ermitteln. Dafür gibt es eine Reihe verschiedener Bewertungsverfahren, die je nach Situation eingesetzt werden. Vergleichsverfahren setzen bekannte und vergleichbare Transaktionen voraus. Das Substanzwertverfahren leitet sich aus Zeitwerten auf der Beschaffungsbasis jedes einzelnen Bilanzpostens her. Dabei werden zwangsläufig künftige Entwicklungen und immaterielle Werte, also Innovationen, nicht beachtet. Deshalb ist dieses Verfahren für Beteiligungsverhandlungen nicht geeignet.

Die zur Zeit gebräuchlichsten, für Beteiligungsverhandlungen auch geeigneten Verfahren sind das Ertragswertverfahren und die Discounted-Cash-Flow-Methode. Beide beziehen die perspektivische Unternehmensentwicklung mit ein, indem als Basis der Berechnungen die künftig ausschüttbaren Einnahmenüberschüsse bzw. der künftige Cash-Flow genutzt werden.

*Beteiligungslaufzeit*

Nach Abschluss des Beteiligungsvertrags folgt die mehrjährige Phase der Beteiligungslaufzeit. Neben der Verfügungstellung der entsprechenden Eigenkapitalmittel werden die Unternehmen bis zu einem gewissen Grade durch die Beteiligungsgeber betreut. Dies reicht von einer Hands-On-Betreuung, also der regelmäßigen Betreuung in vielen Bereichen des Managements, bis zu einer Hands-Off-Betreuung, die lediglich eine sporadische Unterstützung in wenigen ausgewählten Bereichen oder auch nur eine reine Kontrolle der wirtschaftlichen Entwicklung vorsieht. Zudem können vorhandene Netzwerkbeziehungen zu Kunden, Wettbewerbern, Zulieferern und weiteren Geldgebern für das Unternehmen ermittelt werden. Die Beteiligungsgeber können dadurch einerseits das Risiko ihres Investments verringern, andererseits den Unternehmenswert bzw. den -gewinn steigern, um ihre Rendite zu erhöhen.

Gerade hier wird offensichtlich, dass gute Beteiligungsgesellschaften mehr bieten als nur Geld. Aufgrund der sehr starken Interessengleichheit beider Parteien und einer daraus resultierenden Reduktion möglicher Principal-Agency-Probleme ist die Betreuung durch VC-Gesellschaften von immenser Bedeutung für Start-ups.

*Die verschiedenen Exit-Möglichkeiten*

Am Ende der Beteiligungslaufzeit wird die Bindung zwischen Unternehmen und VC-Gesellschaft aufgelöst. Der Exit kann auf verschiedenen Wegen erfolgen. Beispiele dafür sind

- eine Börseneinführung, insbesondere am Neuen Markt,
- ein Rückkauf der Anteile durch Altgesellschafter oder durch die Aufnahme neuer Gesellschafter bei offenen Beteiligungen,
- die Rückzahlung oder Umwandlung in ein Darlehen bei stillen Beteiligungen.

Da die auch als Königsweg bezeichnete Börseneinführung zumeist Ziel der VC-Gesellschaften ist, erwirbt ein Unternehmen, das eine VC-Finanzierung wählt, nicht nur Kapital, Management-Know-how sowie ein Beziehungsgeflecht an Kontaktmöglichkeiten, sondern darüber hinaus auch eine Option auf den Zugang zum Kapitalmarkt. Diese Option muss jedoch nicht ausgeübt werden, da der Mehrheitsgesellschafter über die weitere Vorgehensweise entscheidet. Aufgrund der in der Vergangenheit erzielten Bewertungen bei Börseneinführungen, bei der Beteiligungsgesellschaften zum Teil dreistellige Renditen erzielen konnten, aber auch aufgrund der gängigen Auffassung des Managements bzw. der Gesellschafter, durch einen Börsengang die unternehmerische Führung zu sichern, waren IPOs entsprechend populär.[7]

Ratsam ist jedoch, verschiedene Exit-Möglichkeiten bereits bei Eingehen eines Engagements vertraglich zu regeln, denn dann ist der Hauptgesellschafter Herr der Dinge und kann über die weitere Vorgehensweise bestimmen. Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, dass Finanzierungsrunden sehr solide und überdacht getätigt werden sollten, da i. d. R. der Mehrheitsgesellschafter immer Anteile an die VC-Gesellschaft abgibt.

Sollte der ursprüngliche Mehrheitsgesellschafter zum Teilgesellschafter werden, „droht" bzw. „nutzt" ihm eine zur Zeit von zahlreichen Private-Equity-Gesellschaften im Rahmen so genannter Buy-and-Build-Strategien angewandten Vorgehensweise, bestimmte Branchen zu konsolidieren. Abgesehen von der sicherlich häufig vorhandenen emotionalen Bindung zu seiner Gesellschaft bzw. dem Gefühl, nicht mehr „Herr im Hause" zu sein, ist es besser, ein relativ kleiner Aktionär an einer wertvollen Gesellschaft zu sein als Alleingesellschafter eines Pleiteunternehmens. Aus diesem Grund können Gesellschafter von der Expertise einer VC-Gesellschaft in einem gewissen Markt profitieren und zugleich auf dem „Beifahrerplatz sitzen", ohne gänzlich Getriebener eventueller Konsolidierungsprozesse zu werden.

*Furcht des Mittelstands vor Zukunft unbegründet*

Genauso wenig, wie eine Kreditfinanzierung immer die beste Finanzierungslösung für ein Kapital suchendes Unternehmen darstellt, genau so wenig ist es unter Umständen die VC-Finanzierung. Den Klagen des Mittelstandes über eine Kapitalverknappung durch die Banken im Gefolge von Basel II kann sicherlich nicht so pauschal gefolgt werden. Auch wenn es bisweilen zu restriktiveren Kreditvergaben gekommen ist und sicherlich auch noch kommen wird, dürfte sich das „Finanzierungsbuffet", an dem sich Firmenkunden bedienen können, noch erweitern.

Venture Capital erfüllt das Postulat einer ganzheitlichen, intelligenten Finanzierungslösung, da neben der Bereitstellung von Kapital auch Beratungs- und Strukturierungskompetenz bei Produkten mit hohem Mehrwert sowie exellentes Branchen-Know-how und Kapitalmarktzugang gewährt ist.[8] Gerade aus Beratungsleistungen der Banken können langfristige Kundenbeziehungen entstehen. Venture Capital dient aus dieser Sicht auch als „Aufhänger" für weitere Firmenkundenbankleistungen, die das Unternehmen in einem späteren Stadium nachfragen wird.

Das skizzierte Grundschema einer VC-Finanzierung verdeutlicht, dass Banken bzw. Finanzintermediären eine weitergehende Rolle zukommt. Das Firmenkundengeschäft ist längst mehr als Kreditgeschäft und Zahlungsverkehr. Es reicht vom klassischen Firmenkreditgeschäft über Corporate Finance bis hin zum Investment Banking. Venture-Capital-Finanzierungen machen dabei nur einen Bruchteil der Finanzierungsalternativen aus. Nicht mehr und nicht weniger. ■

7 Siehe in diesem Zusammenhang auch Hennigs, Robert; Vogt, Michael, 2001: Trade Sale oder IPO? - Exit-Alternativen im Beteiligungsmarkt, in: Börsen-Zeitung vom 16.06.2001, S. B1.

8 Siehe in diesem Zusammenhang auch Rampl, Dieter, 2001: Die Integrierte Corporate Finance-Bank - ein Ansatz für das Firmenkundengeschäft der Zukunft, in: Die Bank, 41. Jg., Nr. 6, S. 398-405.