

Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie und
Berufsakademie Göttingen

**Venture Capital als wesentliches Finanzierungs-
instrument für junge Unternehmen –**

Grundlegende Darstellungen und kritische Analyse aus
Sicht der Beteiligungsgesellschaft mit besonderem Blick
auf das Fundraising

Thesis

Modul: Finanzierung

Betreuerin: Dr. Andrea Eickemeyer

Marc-André Kunze

Steinweg 58

37120 Bovenden

BW11.W.081

Vorlage: 25.04.2014

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	IV
Abkürzungsverzeichnis	V
1 Einleitung	1
2 Begriffe, Definitionen und Abgrenzungen	3
2.1 Begriff Venture Capital und Abgrenzung zu Private Equity	3
2.2 Weitere Abgrenzungen auf dem Eigenkapitalmarkt	5
2.3 Venture Capital und alternative Finanzierungsmöglichkeiten für junge Unternehmen	5
2.3.1 Eigenkapitalfinanzierung	5
2.3.2 Fremdkapitalfinanzierung.....	7
2.3.3 Mezzanine-Finanzierung.....	8
2.4 Begriff Fundraising der Venture Capital-Gesellschaften	9
2.5 Die deutsche Venture-Capital-Historie im Vergleich zu den USA.....	10
3 Grundlegende Darstellungen von Venture Capital und Fundraising.....	12
3.1 Venture Capital und Investitionsphasen	12
3.1.1 Phasen der Beteiligungsfinanzierung	12
3.1.2 Early Stage	12
3.1.3 Expansion Stage	14
3.1.4 Late Stage.....	15
3.2 Segmente des Venture Capital Markts	16
3.2.1 Informelles Venture Capital.....	16
3.2.2 Formelles Venture Capital	17
3.3 Organisatorische Gestaltung von Venture-Capital-Finanzierungen.....	17
3.3.1 Indirekte Beteiligung.....	17
3.3.1.1 Projektorientierte Beteiligung	17
3.3.1.2 Fondorientierte Beteiligung	18
3.3.2 Fonds-Unterscheidungsmerkmale.....	18
3.3.3 Rechtliche Struktur des Fonds und der Beteiligungsvertrag	20
3.4 Beteiligte am Venture-Capital und Fundraisingprozess	21
3.4.1 Venture-Capital-Gesellschaften.....	22
3.4.1.1 Venture-Capital-Gesellschaften als Intermediäre	22
3.4.1.2 Typen der Venture-Capital-Gesellschaften.....	23
3.4.1.3 Ziele und Motive der Venture-Capital-Gesellschaften	24
3.4.1.4 Fundraisingprozess	25
3.4.2 Investoren.....	27

3.4.2.1	Investorentypen.....	27
3.4.2.2	Ziele und Motive der Investoren	28
3.5	Investitionsprozess und Exit	29
3.5.1	Vorbereitung und Durchführung der Investition.....	29
3.5.2	Desinvestitionsmöglichkeiten.....	30
4	Kritische Analyse der Venture-Capital-Finanzierung und des Fundraising aus Sicht der Beteiligungsgesellschaft	33
4.1	Vorteile der Venture-Capital-Finanzierung aus Sicht der Beteiligungsgesellschaft	33
4.1.1	Vorteile durch Managementunterstützung.....	33
4.1.2	Vorteile durch Finanzierungsrunden / Staging.....	34
4.1.3	Vorteile durch hohes Renditepotenzial	35
4.2	Nachteile der Venture-Capital-Finanzierung aus Sicht der	36
	Beteiligungsgesellschaft	36
4.2.1	Nachteile aus asymmetrischer Informationsverteilung	36
4.2.2	Nachteile durch hohes Verlustrisiko.....	37
4.3	Einflussfaktoren auf das Fundraising.....	38
4.3.1	Makroökonomische Einflussfaktoren	38
4.3.2	Mikroökonomische Einflussfaktoren.....	41
5	Fazit.....	42
	Literaturverzeichnis	45
	Rechtsquellenverzeichnis	48
	Expertenverzeichnis	48

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Finanzierungsphasen einer Beteiligung	12
Abbildung 2: Visualisierung des Fondsmodells.....	21
Abbildung 3: VCG als Finanzintermediär	22
Abbildung 4: Darstellung des Fundraisingprozesses	25
Abbildung 5: Investorentypen.....	27
Abbildung 6: Meilensteine im Investitionsprozess	30

Abkürzungsverzeichnis

AIFM	Alternative Investment Funds Managers (EU-Richtlinie)
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Energie
Bspw.	beispielsweise
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
Bzw.	beziehungsweise
Dt.	Deutsch
EK	Eigenkapital
ERP	European Recovery Program
EU	Europäische Union
EUVECA	European Venture Capital (EU-Verordnung)
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
FK	Fremdkapital
GmbH & Co. KG	Gesellschaft mit beschränkter Haftung & Compagnie Kommanditgesellschaft
GP	General Partner
HGB	Handelsgesetzbuch
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kommanditgesellschaft
KMU	Kleine- und mittlere Unternehmen
LBO	Leveraged Buy-Out
LP	Limited Partner
MBI	Management-Buy-in
MBO	Management-Buy-out
Mrd.	Milliarde
o.ä.	oder ähnliche
PE	Private Equity
PLP	Private Limited Partnership
PPM	Private-Placement-Memorandum
PU	Portfoliounternehmen
u.a.	unter anderem
UBG	Unternehmensbeteiligungsgesellschaft
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
USA	United States of America
US\$	US-Dollar
VC	Venture-Capital
VCG	Venture-Capital-Gesellschaft
z.B.	zum Beispiel
z.T.	zum Teil

1 Einleitung

Volkswirtschaften benötigen Innovationen, um neue Märkte zu erschließen, eigene Schwächen auszugleichen und um Wachstum zu erzeugen. In Deutschland hat die aktuelle Bundesregierung in ihrem Koalitionsvertrag vereinbart, Existenzgründer und Wachstumsfinanzierungen zu fördern sowie den Beteiligungsmarkt am Standort Deutschland attraktiver gestalten zu wollen.¹ Die Diskussion hinsichtlich der Verfügbarkeit von Venture Capital in Deutschland dauert bereits viele Jahre an.² Die vorliegende Arbeit soll die bisherigen wissenschaftlichen Erkenntnisse im Bereich Venture Capital anhand einer Literaturrecherche zusammenfassen und diese Finanzierungsform grundlegend darstellen. Insbesondere soll Venture Capital als entscheidende Finanzierungsform von jungen Unternehmen beschrieben werden, allerdings aus Sicht der Beteiligungsgesellschaften. Ein zwischenzeitlicher Wechsel in der Betrachtung lässt sich jedoch nicht vermeiden, sodass in bestimmten Kapiteln Venture Capital auch aus Sicht der Investoren oder der Portfoliounternehmen betrachtet wird.

Aufbauend auf der grundlegenden Darstellung erfolgt eine kritische Analyse zu den Vor- und Nachteilen von Venture Capital sowie zum Schwerpunkt dieser Arbeit. Als Schwerpunkt wurde das Fundraising der Venture-Capital-Gesellschaften ausgewählt. Die kritische Analyse wird sich dabei mit den Einflussfaktoren auseinandersetzen, die sich positiv oder negativ auf das Fundraising auswirken können.

Im Rahmen der Erstellung dieser Arbeit konnte festgestellt werden, dass das Fundraising von Venture Capital-Finanzierungen in der bisherigen Literatur nur in geringem Umfang untersucht wurde. Aus diesem Grund wurden Expertenmeinungen speziell zum Thema Fundraising eingeholt. Als Experten konnten zwei leitende Mitarbeiter des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. befragt werden sowie ein Investmentmanager von der Corporate-Venture-Capital-Gesellschaft T-Venture Holding GmbH, die eine 100%ige Tochtergesellschaft der Deutschen Telekom ist. Expertenmeinungen aus einer unabhängigen Venture-Capital-Gesellschaft konnten vom Autor leider nicht eingeholt werden.

Soweit es das Thema Venture Capital zuließ wurde in dieser Arbeit auf Anglizismen verzichtet. Da es jedoch eine international ausgelegte Finanzierungsform ist und in

¹ Vgl. o.V.: Koalitionsvertrag 18. Legislaturperiode, Existenzgründungen und Wachstumsfinanzierung, S.17

² Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Venture Capital Diskussion, S.1

der Branche selbst überwiegend in Englisch kommuniziert wird, wurden diverse englische Begrifflichkeiten vom Autor übernommen.

Die vorliegende Arbeit ist in 5 Kapitel strukturiert. Neben der Einleitung (Kapitel 1) und dem Fazit (Kapitel 5) werden in Kapitel 2 zunächst relevante Begrifflichkeiten erläutert und notwendige Abgrenzungen vorgenommen sowie die Historie in Deutschland im Vergleich zu den USA betrachtet. Dies soll zu Beginn ein grundsätzliches Gefühl für Venture Capital vermitteln. Das dritte Kapitel baut darauf auf und stellt die Venture Capital Finanzierung grundlegend dar. Zunächst soll darin geklärt werden, wann Venture Capital überhaupt vorkommt. Dazu werden potenzielle Beteiligungsphasen erarbeitet, die sich auf Unternehmenszyklusphasen beziehen. In Kapitel 3.2 wird dann der Venture Capital Markt in zwei Segmente geteilt, um die möglichen Venture Capital-Geber einordnen zu können. Das Hauptaugenmerk wird in dieser Arbeit auf dem formellen Venture Capital Markt liegen, auf dem die Venture-Capital-Gesellschaften aktiv werden.

Das Kapitel 3.3 soll untersuchen, wie Venture-Capital-Finanzierungen im formellen Segment organisiert und rechtlich strukturiert sind. Insbesondere wird dabei das „Fondsmodell“ erarbeitet. Aus diesem Fondsmodell heraus werden sich dann in Kapitel 3.4 zwei Parteien ergeben, die am Fundraising beteiligt sind und damit für die spätere Schwerpunktanalyse relevant werden. In diesem Kapitel sollen dabei die Motive und Ziele beider Beteiligten dargestellt werden, die sie bei einer Venture-Capital-Finanzierung verfolgen.

Das Kapitel 3.5 bearbeitet die Darstellung des Investitionsprozesses inklusive der Vorbereitung der Investition. Hier soll gezeigt werden, welche Tätigkeiten eine Venture-Capital Gesellschaft ausführt bevor es zu einer Investition kommt. Das Kapitel 3 endet folgerichtig mit der Beendigung der Beteiligung. Im Fachjargon werden dafür die Begriffe Desinvestition oder Exit verwendet. Die einzelnen Exit-Möglichkeiten werden in diesem Kapitel beschrieben.

Die kritische Analyse in Kapitel 4 wird die Venture-Capital-Finanzierung aus Sicht der Beteiligungsgesellschaft anhand von Vor- und Nachteilen bewerten. Zudem erfolgt hier die Analyse des Fundraisingprozesses, in der die Faktoren aufgezeigt werden sollen, die das Fundraising positiv und negativ beeinflussen können.

2 Begriffe, Definitionen und Abgrenzungen

2.1 Begriff Venture Capital und Abgrenzung zu Private Equity

Die Begriffe Venture Capital (VC) und Private Equity (PE) stellen beide jeweils eine Form der Beteiligungsfinanzierung dar. Charakteristisch ist die externe Zuführung von Eigenkapital in ein Unternehmen.³ Beide Formen sind eng miteinander verbunden und gehören zur Asset-Klasse. Genauer betrachtet, kann PE jedoch als Oberbegriff angesehen werden, dem VC untergeordnet bzw. vorangestellt ist, da eine VC-Beteiligung in früheren Unternehmensphasen stattfindet. Neben VC fallen auch die Buy-Outs und Mezzanine unter die PE-Finanzierungen, die jedoch erst in späteren Unternehmensphasen relevant werden.⁴

Der englische Begriff Venture Capital wird meistens als Risiko- oder Wagniskapital ins Deutsche übersetzt. VC stellt eine spezielle Form der Beteiligungsfinanzierung dar, bei der von Privatinvestoren oder von Beteiligungsgesellschaften Eigenkapital zeitlich befristet zur Unternehmensfinanzierung bereitgestellt wird. Die Beteiligungsgesellschaften, die sich in einer frühen Unternehmensphase am Unternehmen beteiligen sind demnach die VC-Gesellschaften (VCG). PE-Gesellschaften hingegen steigen erst viel später in ein Unternehmen ein. In der Regel investieren die VC-Geber in junge, innovative, nicht emissionsfähige Unternehmen, bei denen sie ein hohes Wachstumspotenzial erwarten. Aus Sicht der VC-Gesellschaften stellen alle Unternehmen an denen sie sich beteiligen, die sogenannten Portfoliounternehmen (PU) dar.

Ein hohes Wachstumspotenzial besitzen diejenigen Unternehmen, die innovative Produkte oder Dienstleistungen auf den Markt bringen wollen oder damit gar einen völlig neuen Markt schaffen möchten. Wird das Produkt vom Konsument angenommen, besteht die Chance, dass sich die Absatz- und Umsatzzahlen positiv entwickeln und die Gewinnschwelle erreicht wird, was sich wiederum positiv auf die Rendite des eingesetzten Kapitals der VC-Geber auswirken kann.

Das hohe Wachstumspotenzial birgt jedoch auch ein großes Risiko. Sollten die Produkte oder Dienstleistungen wider erwartend nicht vom Konsumenten angenommen werden, droht die Insolvenz des Unternehmens und der Totalverlust des investierten Kapitals. Zudem befinden sich diese Unternehmen zum Zeitpunkt der VC-Investition normalerweise noch in der Verlustzone, da sie erst kürzlich gegründet wurden und die Absatzzahlen noch eher gering sind. Den Investoren ist dies bewusst und die

³ Vgl. Olfert, Klaus: Beteiligungsfinanzierung, S.205

⁴ Vgl. Olfert, Klaus: Private Equity, S.306 f.; Tausend, Christian: Abgrenzung VC und PE, S.13-14

Risiken der Insolvenz sowie eines Totalverlustes werden von ihnen in Kauf genommen. Daher ist die deutsche Bezeichnung Risikokapital auch zutreffend.

Neben finanzieller Unterstützung benötigen die jungen Unternehmen zusätzlich auch Managementunterstützung. Die VCG verfügen in der Regel über Managementerfahrungen und geben ihr Knowhow an die Gründer weiter. Natürlich tun sie dies auch im eigenen Interesse, um das junge Unternehmen möglichst schnell in die Gewinnzone zu bringen.⁵

An dieser Stelle erfolgt eine Abgrenzung zu PE. Gemeinsam haben PE und VC, die zeitliche befristete Investition in Unternehmen, mit dem Ziel der mittelfristigen Wertsteigerung und anschließender Veräußerung sowie dem Erbringen von Managementunterstützung. Unterschiede ergeben sich bei der Auswahl der finanzierten Unternehmen und dem Zeitpunkt der Beteiligung.⁶

Während sich VC auf die oben beschriebenen jungen Unternehmen bezieht und zu einem deutlich früheren Zeitpunkt in ein Unternehmen investiert, wird von PE - Beteiligungen gesprochen, wenn sich Investoren an Unternehmen beteiligen, die sich bereits am Markt etabliert haben aber weiterhin Wachstumspotenzial besitzen. Wachsen soll dabei vor allem der Shareholder-Value, also der Wert des eingesetzten Eigenkapitals. Eine Möglichkeit wäre, dass das Unternehmen in wirtschaftliche Probleme geraten ist, was gleichzeitig aber auch Wachstumspotenzial darstellen würde, wenn die Fehler korrigiert werden. Aufgabe der PE-Gesellschaft ist es, dass Unternehmen wieder zurück in die Erfolgsspur zu bringen. Der dadurch geschaffene Mehrwert erhöht den Wert des Eigenkapitals und letztendlich den potenziellen Veräußerungsgewinn.⁷ VC finanziert somit den Aufbau eines jungen Unternehmens, bei dem zum Investitionszeitpunkt noch negative Cash-Flows (Zahlungsströme) vorliegen. Für spätere Phasen wird eine PE-Finanzierung herangezogen. Da bei PE häufig große Unternehmen mit viel Kapitalbedarf finanziert werden, sind in der Regel die Fondsvolumen im Bereich Buy Outs deutlich größer als die Fonds für VC.⁸

Andere ursprüngliche Unterschiede zwischen VC und PE sind mittlerweile fließend ineinander übergegangen und haben einem gemeinsamen Markt für Beteiligungskapital geschaffen.⁹

⁵ Vgl. Wöhe, Günter: Venture Capital, S.627f; Wöhe, Günter/ Bilstein, Jürgen/ Ernst, Dietmar u.a.: VC-Gesellschaften, S.143-144

⁶ Vgl. Olfert, Klaus: Venture Capital, S.307

⁷ Vgl. Wöhe, Günter: Private Equity-Gesellschaften, S. 626

⁸ Vgl. Tausend, Christian: Abgrenzung VC und PE, S.14-15

⁹ Vgl. Perridon, Louis/ Steiner, Manfred/ Rathgeber, Andreas: Beteiligungskapital, S.365

2.2 Weitere Abgrenzungen auf dem Eigenkapitalmarkt

Der gemeinsame Beteiligungskapitalmarkt ist ein Segment des Eigenkapitalmarktes. In diesem Zusammenhang wird ausschließlich der deutsche Eigenkapitalmarkt betrachtet. Dieser wird untergliedert in die durch Wertpapierbörsen organisierten Märkte Amtlicher Handel, Geregelter Markt, Geregelter Freiverkehr und bis Juni 2003¹⁰ auch in den Neuen Markt. Zu den Märkten, die außerhalb von Wertpapierbörsen organisiert werden, zählen der Ungeregelte Freiverkehr, der Graue Kapitalmarkt sowie der Venture Capital Markt. Die einzelnen Unterschiede zwischen den Teilmärkten werden an dieser Stelle nur insoweit beschrieben, als dass die Märkte innerhalb der Börsen, durch Rechtsgrundlagen im Börsengesetz geregelt und organisiert werden und es für die Märkte außerhalb der Börsen kaum Rechtsgrundlagen dazu gibt. In Fällen des Anlegerschutzes wird außerhalb der Börsen z. T. auf die bisherige Rechtsprechung verwiesen. Auch gibt es Unterschiede bei der Mindest-Unternehmenshistorie, um in einen der o.g. Märkte zu gelangen. Innerhalb der Börsen ist je nach Teilmarkt eine Mindesthistorie von 0 bis 3 Jahren vorgeschrieben; außerhalb der Börsen gibt es solch eine Mindesthistorie nicht.

Die Segmentierung der einzelnen Märkte ermöglicht den Investoren eine Reduzierung ihrer Informationsmängel und trägt zur Vermeidung von Marktversagen bei. So kann beispielsweise ein Investor davon ausgehen, dass bei Aktien aus einem den etablierten Unternehmen vorbehaltenen Börsensegmenten, ein geringeres Ausfallrisiko herrscht, als bei einer Beteiligung an einem jungen nicht börsenreifen Unternehmen.¹¹ Der VC-Markt ist somit ein Markt außerhalb der Börsen und nur bedingt reguliert. Die einzelnen Segmente des VC-Marktes werden in dieser Arbeit unter Kapitel 3.2 näher erläutert.

2.3 Venture Capital und alternative Finanzierungsmöglichkeiten für junge Unternehmen

2.3.1 Eigenkapitalfinanzierung

Die unter 2.1 beschriebenen jungen Unternehmen haben oftmals einen hohen Kapitalbedarf, den sie decken müssen. Dabei kann zunächst zwischen der Innen- und Außenfinanzierung unterschieden werden. Die Innenfinanzierung, also die Finanzierung durch Liquiditätsüberschüsse bzw. über einen positiven Cash-Flow¹², spielt bei Unternehmensgründungen keine Rolle, da junge Unternehmen noch keine oder nur

¹⁰ S. Deutsche Börse AG, Börsenlexikon: Neuer Markt

¹¹ Vgl. Schefczyk, Michael (2000): Eigenkapitalmarktsegment, S.47-50

¹² Vgl. Nathusius, Klaus: Innenfinanzierung, S.17

wenige Umsatzerlöse erzielen und sich noch in der Verlustzone befinden, wie unter 2.1 bereits beschrieben. Auch die Finanzierung aus Abschreibungen und / oder Rückstellungen kommt in dieser frühen Unternehmensphase nicht in Betracht.

Somit erscheint als praktikable Form lediglich die der Außenfinanzierung als möglich. Die Außenfinanzierung stellt jegliche Form der Kapitalzuführung von außen in ein Unternehmen dar. Unterschieden wird dabei zwischen Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung sowie einer Mezzanine-Finanzierung.¹³ Eigen- und Fremdkapital unterscheiden sich dabei durch die rechtliche Stellung des Kapitalgebers in Anteils- und Gläubigerrechte.¹⁴ Als Eigenkapitalfinanzierung wird die Zuführung externen Kapitals als Eigenkapital bezeichnet. Die Gründer selbst besitzen in den meisten Fällen nicht die dafür benötigten Eigenmittel und sind daher auf externe Geldgeber angewiesen. Hier können auch die Begriffe Einlagen- oder Beteiligungsfinanzierung synonym verwendet werden, da eine Einlage oder Beteiligung grundsätzlich Eigenkapital in ein Unternehmen bringt. Das Eigenkapital kann dabei auf verschiedene Weise eingebracht werden. Zum einen gibt es die Möglichkeit per Einlagen der (Mit)Gesellschafter bei Personengesellschaften oder durch Aktienausgabe bei Kapitalgesellschaften Eigenkapital zu erhalten. Letzteres ist allerdings definitiv nicht möglich, da die jungen Unternehmen wie schon erwähnt nicht börsenreif bzw. börsennotiert sind.¹⁵ Grundsätzlich ergeben sich bei der Eigenkapitalbeschaffung von nicht börsennotierten Unternehmen zwei Probleme. Erstens ist die Eigenkapitalaufbringung bei einem geschlossenen Gesellschafterkreis auf diese Gesellschafter beschränkt. Zweites wäre es zwar möglich bei einem offenen Gesellschafterkreis weitere Eigenkapitalgeber als Gesellschafter mit aufzunehmen. Damit verbunden wäre jedoch eine Teilung der Kompetenzen und Verfügungsrechte, was bei unbekanntem Externen schwierig sein kann, da deren Kompetenz ggf. nicht bewertet werden kann und die Unternehmensführung eine vertrauensvolle Zusammenarbeit erfordert. Als Lösung dieses Problems sehen manche nicht börsenreife Unternehmen daher die Einschaltung einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft.¹⁶

Als mögliche Formen der Kapitalbeteiligung sind PE und VC an dieser Stelle zu nennen.¹⁷ Letzteres ist Thema dieser Arbeit und wird in nachfolgenden Kapiteln vertieft dargestellt und analysiert. Zunächst werden jedoch noch alternative Finanzierungsmöglichkeiten für die jungen Unternehmen aufgezeigt.

¹³ Vgl. Burggraf, Alexander: Gründungsfinanzierung, S.84-88

¹⁴ Vgl. Nathusius, Klaus: Außenfinanzierung, S.17

¹⁵ Vgl. Wöhe, Günter/ Bilstein, Jürgen/ Ernst, Dietmar u.a.: Eigenfinanzierung, S.49 ff

¹⁶ Vgl. Wöhe, Günter: Beteiligungsfinanzierung nicht börsennotierter Unternehmen, S.595

¹⁷ Vgl. Wöhe, Günter: Private Equity und VC, S.627/628

2.3.2 Fremdkapitalfinanzierung

Alternativ könnte das benötigte Kapital auch als Fremdkapital ins Unternehmen geholt werden. Der Unterschied zu Eigenkapital ergibt sich aus der Eigenschaft, dass die Kapitalgeber durch Fremdkapital kein Eigentum am Unternehmen erwerben, sondern ausschließlich schuldrechtlich mit dem Unternehmen verbunden sind. Die Gläubiger haben daher kein Mitsprache- und Kontrollrecht sowie ebenfalls keine Entscheidungsbefugnis im Unternehmen. In Ausnahmen können diese Rechte jedoch vertraglich dem Gläubiger eingeräumt werden. Kernpunkte einer Fremdkapitalfinanzierung sind der Anspruch des Gläubigers auf Rückzahlung der Kreditsumme sowie die Zahlung von Fremdkapitalzinsen. Es gibt zudem verschiedene Einteilungskriterien nach denen sich Fremdkapital unterscheiden lässt:

- Nach dem Gegenstand der Übertragung: a) als Geldkredit b) als Sachkredit c) als Sicherheit (bspw. Bürgschaft).
- Nach der Herkunft des Kapitals: a) über den Leistungsprozess verbundene Kapitalgeber. Das sind entweder die Lieferanten, die einen Lieferantenkredit gewähren oder die Kunden, die eine Anzahlung leisten. B) Kreditgeber: Hierzu zählen neben den Banken auch die öffentliche Hand mit Förderprogrammen sowie der Nichtbankensektor. Letzteres sind andere Unternehmen und Privatpersonen, die z.B. ein Darlehen geben.
- Nach der Dauer der Kapitalüberlassung, d.h. die Fristigkeit des Fremdkapitals: a) Kurzfristig (< 1 Jahr) b) mittelfristig (1-5 Jahre) und c) langfristig (>5 Jahre)
- Nach der rechtlichen Sicherung: a) Schuldrechtliche Sicherung (z.B. Bürgschaft, Garantie) b) Sachenrechtliche Sicherung (z.B. Eigentumsvorbehalt, Hypothek). Einen ohne rechtliche Sicherungen ausgestellten Kredit nennt man einen Blankokredit.¹⁸

Gründer bzw. junge Unternehmen können sich eine Fremdkapitalfinanzierung meistens jedoch noch gar nicht leisten. Mit der Bank müsste das Unternehmen eine Kontokorrentkreditlinie aushandeln, was noch durchaus machbar wäre. Um darüber hinaus aber einen Kredit gewährt zu bekommen, erwarten die FK-Geber Sicherheiten, wie sie oben beschrieben wurden. In der Regel können diese vom Gründer nur selten erbracht werden, was einen hohen FK-Zinssatz als Folge mit sich bringt. Erschwerend hinzu kommt der Mangel an Umsätzen, die in der frühen Phase noch nicht oder nur in geringer Höhe erzielt werden. Auch die Inanspruchnahme von Lieferantenkrediten ist nicht immer möglich, da mit Lieferanten noch keine oder nur

¹⁸ Vgl. Wöhe, Günter/ Bilstein, Jürgen/ Ernst, Dietmar u.a.: Fremdkapitalfinanzierung, S.190-193

geringe Geschäftsbeziehungen entstanden sind und junge Unternehmen häufig Vorkasse leisten müssen. Bei einem Kundenkredit müsste das Unternehmen vom Kunden eine Anzahlung verlangen, zu der der Kunde aufgrund der jungen Unternehmenshistorie und noch relativ hohem Unternehmensrisiko noch nicht bereit sein könnte.¹⁹ Kreditsubstitute werden an dieser Stelle nur kurz aufgefasst. Substitute, also Kredit-ersetzende-Finanzierungsmöglichkeiten, sind bspw. Factoring und Asset-Backed-Securities. Bei beiden sind Forderungen zwingende Voraussetzung, die dann verkauft/verbrieft werden sollen. Bei Gründern und jungen Unternehmen ist dies normalerweise eher selten möglich. Leasing ist ebenfalls ein Substitut, was für einen bestimmten Zeitraum gegen Zahlung der Leasinggebühr ein Anlagegegenstand dem Leasingnehmer überlässt. Leasing verhindert dadurch das Anfallen hoher Anschaffungskosten z.B. bei der Beschaffung von Büro- und Geschäftsausstattung oder bei Produktionsanlagen und senkt somit den Kapitalbedarf. Typische Leasingobjekte sind (Produktions-)Fahrzeuge, Drucker/Kopierer und EDV-Ausstattung.²⁰ Leasing käme somit teilweise für bestimmte Anlagen als Finanzierungsmöglichkeit in Frage. Kurzum: Eine Fremdkapitalfinanzierung ist für junge Unternehmen entweder noch nicht möglich oder schwierig sowie sehr teuer und daher meist nicht wirtschaftlich.

Eine Ausnahme stellen Förderprogramme, wie das ERP dar. Dieses Programm kommt aus dem ERP-Sondervermögen der Bundesrepublik Deutschland und wird vom BMWi verwaltet. Die Fördermittel werden für Existenzgründungen bewilligt und können bei der KfW-Bank beantragt werden.²¹ ²² Ansonsten bleibt häufig nur VC als wesentliche Finanzierungsform.

2.3.3 Mezzanine-Finanzierung

Mezzanine stellt eine Zwischenform aus Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung dar und kommt ursprünglich aus der Architektur, wo es ein Zwischengeschoss zwischen zwei Etagen ist. In der Finanzwirtschaft bedeutet dies, dass eine Finanzierungsform sowohl Fremdkapital- als auch Eigenkapitalcharakter besitzt.²³ Mittelständische Beteiligungsgesellschaften gehen in der Regel nicht über eine stille Beteiligung hinaus. VCG stocken ihre direkte Unternehmensbeteiligung teilweise mit zusätzlichen Ge-

¹⁹ Vgl. Burggraf, Alexander: Fremdkapitalfinanzierung, S.86/87

²⁰ Vgl. Wöhe, Günter: Leasing, S.619 f

²¹ BMWi: Innovationsförderung: Seit 1960 werden Gründungen mit ERP-Darlehen und Bürgschaften unterstützt. Dabei stammen die ERP-Gelder aus dem European Recovery Program (ERP), die 1948 als "Marshallplanhilfe" für den Wiederaufbau der deutschen Wirtschaft bereitgestellt wurden. Daraus entstand später das ERP-Sondervermögen des Bundes.

²² Vgl. Gesetz über die Verwaltung des ERP-Sondervermögens, insb. §§ 1,2,6,7,9 dieses Gesetzes

²³ Vgl. Olfert, Klaus: Mezzanine, S.311

sellschafterdarlehen auf, die dann Wandlungs- oder Optionsrechte besitzen, zunächst Fremdkapital darstellen und zu einem späteren Zeitpunkt, in Eigenkapital umgewandelt werden können. Bei einer Mezzanine-Beteiligung können sich die VC-Geber entweder am Wertsteigerungs- oder am Ertragspotenzial orientieren. Je nachdem wie nah die Mezzanine am Eigenkapital oder Fremdkapital liegt, spricht man dann auch von Quasi-EK oder Quasi-FK.²⁴ Zum Quasi-EK zählt bspw. die atypisch stille Beteiligung; zum Quasi-FK bspw. die stille Beteiligung.²⁵ In Deutschland gehören die hybriden Finanzierungsinstrumente mittlerweile zum laufenden Spektrum bei Unternehmensfinanzierungen. Gerade bei der Finanzierung von Kleinen- und Mittleren Unternehmen (KMU) sind Genussrechte und stille Beteiligungen Standardlösungen geworden.²⁶

2.4 Begriff Fundraising der Venture Capital-Gesellschaften

Der Begriff Fundraising im eigentlichen Sinne kommt aus dem Bereich der Non Profit Organisationen, die nicht-erwerbswirtschaftlich bzw. nicht-gewinnorientiert tätig sind und bspw. mittels Fundraising Spenden und Sponsoring-Gelder einsammeln, um die Finanzierung von bestimmten Zwecken zu sichern. Eine einheitliche Definition für Fundraising existiert in der Literatur nicht. Daher muss zwischen den Anwendungsbereichen differenziert werden.²⁷ Diese Arbeit beschränkt sich auf den Begriff des Fundraising im Zusammenhang mit Beteiligungsgesellschaften wie den VCG. Fundraising bedeutet hierbei Beschaffungsmarketing als auch Mitteleinwerbung durch die VCG zugleich. In dieser Branche geht es nicht um das Einwerben von Spenden oder Sponsoring, sondern um Beteiligungskapital, das die Investoren als alternative Geldanlage bereitstellen. Die VCG hat dabei eine Mittlerfunktion zwischen den Investoren und den potenziellen Beteiligungsunternehmen. Im Rahmen dieser Funktion muss die VCG Investoren davon zu überzeugen Kapital in diese alternative Anlageklasse zu investieren und ihr bereitzustellen.²⁸ Die Investoren geben ihr Geld, das sie in VC investieren möchten in die eigens dafür aufgelegten VC-Fonds der jeweiligen VCG. Diese Fonds haben in der Regel ein Zielvolumen, das durch das Fundraising erreicht werden soll.²⁹ Dieses Zielvolumen unterscheidet sich bspw. je nach Fondsart, Region und Branche, in der er später investieren soll und kann zwischen einigen Millionen und Milliarden Euro bzw. US-Dollar variieren. Wo-

²⁴ Vgl. Nathusius, Klaus: Mezzanine, S.19

²⁵ Vgl. Nathusius, Klaus: Quasi-EK/FK, S.117

²⁶ Vgl. Nathusius, Klaus: hybride Finanzierungsinstrumente, S.110

²⁷ Vgl. Urselmann, Michael: Fundraising, S.11

²⁸ Vgl. Urselmann, Michael: Fundraising, S.12+21; Scharf, Andreas/ Schubert, Bernd /Hehn, Patrick: Beschaffungsmarketing, S.16/17

²⁹ Vgl. Gompers, Paul/ Lerner, Josh: Fondsmodell, S.6-7

bei die Milliarden-Fonds meist in den USA notieren und im Bereich Buy-Outs investieren.³⁰

Die Einflussfaktoren im Fundraising werden in Kapitel 4 analysiert. Der gesamte Fundraisingprozess, von der ersten Kontaktaufnahme zwischen VCG und Investoren bis hin zum Erreichen des Fonds-Zielvolumens dauert in vielen Fällen bis zu zwei Jahre und endet mit einem Closing.³¹

2.5 Die deutsche Venture-Capital-Historie im Vergleich zu den USA

Bis hierher wurden die Begriffe Venture Capital und Private Equity erläutert und voneinander abgegrenzt sowie ihr Vorkommen in den Bereichen Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung eingeordnet. Die Systematik von VC wird in den nächsten Kapiteln grundlegend dargestellt.

Vorab soll in diesem Kapitel ein kurzer historischer Vergleich zwischen dem deutschen und dem US-amerikanischen VC-Markt erfolgen. Dies soll ein Gefühl für die Bedeutung von VC vermitteln.

Der Begriff und die Finanzierungsart Venture Capital wurden erstmals in den USA verwendet. Die erste VC-Gesellschaft wurde vermutlich bereits 1946 vom Harvard Professor, Georges Doriot, und dem Präsidenten der Federal Reserve Bank, Ralph E. Flanders, gemeinsam gegründet und nannte sich American Research and Development Corp. (ARD). Ihr größter Erfolg war die 1957 gestartete Beteiligung mit 70.000 US\$ an der Digital Equipment Corp., welche 1969 über 555 Mio. US\$ wert war. 1957 war auch das Jahr an dem sich der Urheber des Begriffs Venture Capital, Arthur Rock, in Palo Alto (Kalifornien) erstmals auf die Suche nach Investoren machte. Er beteiligte sich später an Unternehmen wie Intel Corp. und Apple. Es sind nur zwei Beispiele für erfolgreiche VC-Beteiligung in den USA und speziell in Kalifornien, das als Hotspot der Branche bezeichnet werden darf.³² Heute findet man in Menlo Park, Kalifornien, eine sehr interessante Straße namens Sand Hill Road. Es ist die Straße an der zahlreiche VCG (wie Sequoia Capital, Blackstone Group, KKR etc.) nebeneinander ihren Haupt- oder einen Zweitsitz haben. Zusätzlich haben große Unternehmen wie Google und Facebook in der Region ihren Sitz. Die Elite-Universität Stanford ist ebenfalls vor Ort, was die gesamte Region sehr interessant macht.³³

³⁰ Vgl. Glaeser, Susanne: Megafonds, S.18; BVK-Studie Private Equity Prognose 2014: aktuelle Fonds, S.2-4

³¹ Vgl. Caselli, Stefano: Fundraising-Dauer, S.117; Wagner, Holger-Michael

³² Vgl. Weitnauer, Wolfgang: US-amerikanische Historie von VC, S.18

³³ Vgl. Muse, Alexander: Sand Hill Road; o.V.: Silicon Valley - Companies

In den USA führten u.a. diverse Steuererleichterungen seit den 70er Jahren und insbesondere in den 90er Jahren zu einem deutlichen Anstieg des in VC investierten Kapitals. Bspw. können unter bestimmten Voraussetzungen 50% des Veräußerungsgewinns steuerfrei sein. Der Steuersatz auf Veräußerungsgewinne wurde 2003 zudem auf unter 20% gesenkt.

Ein weiterer Erfolgsfaktor für den amerikanischen VC-Markt war und ist die Spezialbörse NASDAQ. In den USA wurden zwischen 1982 und 2007 fast 3.000 VC-finanzierte Unternehmen an die Börse gebracht. Im Bereich Fundraising liegen die USA ebenfalls vorn.³⁴

In Deutschland sieht die Historie anders aus. In den 60er Jahren wurden erstmals Kapitalbeteiligungsgesellschaften gegründet, um eine Lösung für die mangelhafte Eigenkapitalversorgung der KMU zu finden. VC-ähnliche Gesellschaften wurden erstmals 1965 gegründet, aber weiterhin als Kapitalbeteiligungsgesellschaft bezeichnet. Im Zuge von negativen Studienergebnissen zu den Problemen bei der Eigenkapitalversorgung von KMU, bezogen auf die Kapitalbeteiligungsgesellschaften, wurde das ERP-Beteiligungsprogramm von der Bundesregierung entwickelt und eingeführt. In den 80er Jahren führte das vermehrte Auftreten von Nachfolgefinanzierungen bei mittelständischen Unternehmen und eine steigende Auseinandersetzung mit dem US-amerikanischen VC-Markt und seiner Erfolge dazu, dass die VC-Branche auch in Deutschland an Bedeutung gewann. Der Staat verbesserte zudem die Voraussetzungen für Unternehmensbeteiligungen mit Steuererleichterungen mit dem Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG). Weitere politische und wirtschaftliche Veränderungen in den Folgejahren führten zu einem starken Anstieg des Investitionskapitals und erreichten Ende der 90er bzw. in 2000 ihren Höhepunkt bei über 10,7 Mrd. €. Der Boom hielt nicht lange und der Markt krachte noch in 2000 zusammen und traf vor allem die Internetunternehmen schwer.³⁵ Viele Investoren wurden durch den Börsenboom/Crash und der New Economy vorsichtiger bei Investitionen im VC-Markt. Die Branche spürte dies im Fundraising bis 2003 deutlich. Seit 2004 geht es nach einer Erholung aber wieder bergauf, wenn auch langsamer als in den USA, zeigt eine Studie des BVK. Der Studie sind auch aktive deutsche VCG zu entnehmen. Es sind bspw. Earlybird, eCapital, Neuhaus Partners, Wellington Partnes.³⁶

³⁴ Vgl. Weitnauer, Wolfgang: US-amerikanische Historie von VC, S.18-25

³⁵ Vgl. Weitnauer, Wolfgang: deutsche VC-Historie, S.26-32

³⁶ Vgl. BVK-Studie 05.02.2008: Fundraising in Deutschland, S.4-6

3 Grundlegende Darstellungen von Venture Capital und Fundraising

3.1 Venture Capital und Investitionsphasen

3.1.1 Phasen der Beteiligungsfinanzierung

Die folgende Abbildung stellt gleich mehrere grundlegende Informationen dar, die eine Unterteilung der Beteiligungsfinanzierung in einzelne Phasen ermöglichen.

Finanzierungsphase	Early Stage		Expansion Stage	Late Stage	
	Seed	Start-up	Expansion	Bridge	MBO/MBI ²⁾
Unternehmensphase	<ul style="list-style-type: none"> • Produktkonzept • Marktanalyse • Grundlagenentwicklung 	<ul style="list-style-type: none"> • Unternehmensgründung • Entwicklung bis zur Produktionsreife • Marketingkonzept 	<ul style="list-style-type: none"> • Produktionsbeginn • Markteinführung oder • Wachstumsfinanzierung 	<ul style="list-style-type: none"> • Vorbereitung eines – Börsengangs oder – Verkaufs an industriellen Investor 	<ul style="list-style-type: none"> • Übernahme durch vorhandenes (MBO) oder externes (MBI) Management
Gewinn-/Verlusterwartung des Portfoliounternehmens					
Typische Finanzierungsquellen	-----Eigene Mittel----->		<-----Fremdfinanzierung-----		
	-----Öffentl. Fördermittel----->		<-----Börse-----		
	<-----Venture Capital-----				
Typische Managementprobleme	<ul style="list-style-type: none"> • Einschätzung von Produktidee und Markt • Professionalität 	<ul style="list-style-type: none"> • Mißtrauen der Kapitalgeber • Suche nach Führungskräften und Personal 	<ul style="list-style-type: none"> • Suche nach Fremdkapitalgebern • Aufbau von Marktposition und Image 	<ul style="list-style-type: none"> • Verstärkung des Wettbewerbs • Organisationsprobleme 	<ul style="list-style-type: none"> • Finanzkraft des Managements • Dynamik des Managementteams

Abbildung 1: Finanzierungsphasen einer Beteiligung³⁷

Eine Beteiligung ist in verschiedenen Phasen des Unternehmenslebenszyklus denkbar. Für den Einstieg sind überwiegend die Phasen der Early-Stage (oder auch Frühphase) und Expansion Stage interessant.

3.1.2 Early Stage

Die Early Stage unterteilt sich in die Seed- und Start-up-Phase. Die Seed ist hierbei die frühestmögliche Phase einer Beteiligung.

Der Kapitalbedarf ist in dieser frühen Phase relativ gesehen noch eher gering. Für das noch nicht existierende Unternehmen fallen keine Kosten an. Der Gründer

³⁷ s. Schefczyk, Michael (2000): Finanzierungsphasen, S.37

selbst muss allerdings seinen Lebensunterhalt bestreiten können und Geld in die Entwicklung seiner Produktidee investieren sowie ggfs. die Kosten für externe Dienstleister im Rahmen der Unternehmensgründung tragen.³⁸ Diesen Finanzierungsbedarf können, neben den Eigenmitteln des Gründers, in Deutschland mehrere Förderprogramme, wie z.B. die Förderprogramme der KfW-Mittelstandsbank, abdecken.³⁹ In vielen Fällen werden die Gründer auch von Familienangehörigen und Freunden finanziell unterstützt. Zusätzlich treten in dieser Phase die sogenannten Businessangels in Erscheinung.⁴⁰

Da das Geschäftsrisiko in der Seed am größten ist, wird eine Fremdkapitalfinanzierung für die Gründer entsprechend teuer. Die Kreditinstitute lassen sich aufgrund des hohen Risikos, den Mangel an Umsätzen und Sicherheiten, das Fremdkapital mit hohen Zinsen bezahlen. Eine Fremdfinanzierung kommt somit in der Seed-Phase in aller Regel als Finanzierungsmöglichkeit nicht in Betracht.⁴¹ Gleiches gilt für die Innenfinanzierung über Umsätze, da diese noch nicht erzielt werden.⁴²

Während der Seed-Phase bereitet der Gründer die Unternehmensgründung vor, indem die technische Umsetzbarkeit des Produkts geprüft und der Markt hinsichtlich potenzieller Abnehmer und Konkurrenten analysiert wird. Die Ergebnisse werden in einem detaillierten Businessplan zusammengefasst. Es erfolgt somit eine eingehende Prüfung, ob die Geschäftsidee realisierbar ist.⁴³ Der Businessplan soll u.a. Informationen über den Unternehmensgründer enthalten, die Produkt-/ Unternehmensidee konkretisieren, das Ergebnis der Marktanalyse aufzeigen und einen Finanzierungsplan beinhalten.⁴⁴ Externe müssen über den Businessplan eine klare Vorstellung vom künftigen Unternehmen bekommen können.

Fällt die Prüfung der Geschäftsidee positiv aus, steht als nächstes die Unternehmensgründung an. Diese Phase wird als Start-up-Phase bezeichnet. Das Ziel dieser Phase ist, auf Basis von weitgehend entwickelten Prototypen, erste marktfähige Produkte herzustellen bzw. die Voraussetzungen zu schaffen, dass die Produktion kurzfristig aufgenommen werden kann. Dazu gehört neben den technischen Investitionen natürlich auch die Beschaffung von geeignetem und qualifiziertem Personal. Zusätzlich entstehen Kosten für erste Marketingmaßnahmen, die ggf. bereits gestartet werden. Die Kosten der Unternehmung steigen nach der Unternehmensgründung deshalb sprunghaft an und verbrauchen spätestens jetzt alle Eigen- und För-

³⁸ Vgl. Burggraf, Alexander: Existenzgründung, S.91 f

³⁹ Vgl. KfW-Mittelstandsbank: Existenzgründung

⁴⁰ Vermögende Privatpersonen, die in Kapitel 3.2.1 näher beschrieben werden.

⁴¹ Vgl. Burggraf, Alexander: Frühphasenfinanzierung, S.91 f

⁴² Vgl. Tausend, Christian: Frühphasenfinanzierung, S.20

⁴³ Vgl. Burggraf, Alexander: Frühphasenfinanzierung, S.91 f

⁴⁴ Vgl. BMWi: Existenzgründungsportal – Inhalt Businessplan

dermittel des Gründers. Das Risiko, dass das Unternehmen scheitern könnte, ist nach wie vor sehr hoch, jetzt jedoch mit abnehmender Tendenz. Die Fremdfinanzierung kommt weiterhin als Finanzierungsmöglichkeit nicht in Betracht, da die Zinsen immer noch sehr hoch wären. Um den steigenden Kapitalbedarf bei noch niedrigen Umsätzen zu decken, bleibt weiterhin nur die Eigenkapitalerhöhung als Finanzierungsmöglichkeit. In der Regel investieren in dieser Phase verstärkt Businessangels in das Unternehmen und VCG ziehen erstmalig eine Beteiligung am Unternehmen in Betracht.⁴⁵ Festzuhalten bleibt an dieser Stelle, dass oftmals bereits in dieser Unternehmensphase die Insolvenz drohen könnte, würden Businessangels oder VCG sich nicht am Unternehmen beteiligen.⁴⁶ Die Early-Stage endet mit der Markteinführung der Produkte, was auch als First-Stage bezeichnet wird.⁴⁷

3.1.3 Expansion Stage

Diese Phase, zu dt. auch Wachstumsfinanzierung oder Wachstumsphase, ist überwiegend vom weiteren Ausbau des Unternehmens gekennzeichnet. Die Produkte wurden bereits auf den Markt gebracht und Umsätze konnten erstmals erzielt werden. Für den Unternehmer und die Kapitalgeber nimmt das Risiko nun nach und nach spürbar ab. Für das Unternehmen sind jetzt die Marktdurchdringung (Second Stage) und Markterweiterung (Third Stage) die obersten Ziele.⁴⁸ Um diese zu erreichen ist jedoch ein Ausbau der bestehenden Kapazitäten notwendig, d.h. es muss stärker als bisher in Personal und technische Anlagen investiert werden. Steigende Vertriebs- und Marketingkosten erhöhen zusätzlich den Kapitalbedarf. Die erzielten Umsatzerlöse helfen jetzt zwar dabei diesen Kapitalbedarf zu decken. Sie werden ihn in der Regel aber nicht vollständig decken können. Erschwerend hinzukommt, dass in dieser Phase viele die Businessangels wieder aussteigen, da sie an ihre finanziellen Grenzen stoßen, mit der Folge, dass dadurch dem Unternehmen wieder Eigenkapital entzogen wird. An diesem Punkt investieren die VCG verstärkt in das Unternehmen und bauen ihre Beteiligung aus. Da jetzt das oben beschriebene Insolvenzrisiko in dieser Phase sinkt, wird erstmals auch eine Fremdfinanzierung möglich. Zum einen erzielt das Unternehmen inzwischen Umsätze und zum anderen hat es jetzt größere Sicherheiten, in Form von höherem Eigenkapital.⁴⁹

Ein weiteres Ziel ist in das Erreichen der Gewinnschwelle, die unter normalen Umständen in dieser Phase auch erreicht wird. Ab diesem Zeitpunkt nimmt die Not-

⁴⁵ Vgl. Burggraf, Alexander: Frühphase – Start-up, S.91f

⁴⁶ Vgl. Engel, Dirk: Frühphasenfinanzierung, S.32

⁴⁷ Vgl. Engel, Dirk: First-Stage, S.34

⁴⁸ Vgl. Engel, Dirk: Wachstumsfinanzierung, S.33

⁴⁹ Vgl. Burggraf, Alexander: Wachstumsphase, S.94-95

wendigkeit einer VC-Finanzierung ab und die VCG beginnt mit den Vorbereitungen für den Exit, also den Verkauf der VC-Beteiligung.⁵⁰

3.1.4 Late Stage

Erreicht ein Unternehmen diese Phase, hat es sich am Markt etabliert. Die Produkte wurden vom Konsumenten angenommen, die Umsätze übersteigen die Kosten und sorgen für Gewinne und das Risiko einer Insolvenz bzw. der Finanzierungsbedarf sind eher gering.⁵¹ Trotzdem können besondere Anlässe einen Finanzierungsbedarf entstehen lassen. Als besonderer Anlass wird in der Literatur zum einen die Überbrückungsfinanzierung zur Vorbereitung des Börsengangs (Bridge-Finanzierung) und zum anderen die Buy-Out-Finanzierung genannt. Letztere werden meist bei der Unternehmensnachfolge eingesetzt.

VCG investieren in der Bridge in das vor dem Börsengang stehende Unternehmen, damit dieses u.a. eine bessere Eigenkapitalquote aufweisen kann, was die Erfolgchancen des Börsengangs erhöht, sowie um die Zulassungs- und Emissionsaufwendungen finanzieren zu können, die in nicht unerheblicher Höhe anfallen. Oft wird anstelle von Börsengang auch von Initial-Public-Offering (IPO) gesprochen. Es gibt mehrere Motive um einen Börsengang des Unternehmens anzustreben. Ein Börsengang wird von den bisher beteiligten VCG oft als Exit-Möglichkeit genutzt, da sie ein möglichst hohes Verkaufsergebnis anstreben.⁵² Zum anderen spielt die Bridge allerdings auch beim Verkauf des Unternehmens an einen industriellen Investor eine große Rolle. Hierbei soll bspw. mit zusätzlichem Eigenkapital verhindert werden, dass eine hohe Fremdkapitalquote Investoren vom Kauf abschreckt. Auch wäre denkbar, dass bei sinkendem Unternehmenswachstum zusätzliches Eigenkapital bereitgestellt wird, um erneut eine Marktdurchdringung oder -erweiterung voranzutreiben.⁵³

Die Buy-Outs können in Management-Buy-out (MBO) und Management-Buy-in (MBI) untergliedert werden. Beides stellt die Finanzierung einer Unternehmensübernahme dar, meist wenn es um die Gesellschafternachfolge geht. Bei MBO wird die Übernahme durch das vorhandene Management durchgeführt, sodass die bisherigen Manager des Unternehmens die neuen geschäftsführenden Gesellschafter werden. Eine spezielle Variante ist das Leveraged-Buy-out (LBO), das eine überwiegend Fremdkapitalfinanzierte Übernahme darstellt. Für das Fremdkapital gilt das

⁵⁰ Vgl. Engel, Dirk: Expansion-Stage, S.33-34

⁵¹ Vgl. Burggraf, Alexander: Late Stage, S.95

⁵² Vgl. Wöhe, Günter/ Bilstein, Jürgen/ Ernst, Dietmar u.a.: Börsengangmotive, S.108

⁵³ Vgl. Burggraf, Alexander: Bridge, S.95-96

Unternehmen selbst als Sicherheit und die Zinsen und Tilgung werden in der Regel aus dem Betriebsvermögen gezahlt. Der Investor kommt so mit wenig Eigenkapital aus und man spricht daher auch von einem gehebelten Kauf.⁵⁴ Die Unternehmensübernahme bei MBI erfolgt durch externes Management. Der Unterschied zu MBO ergibt sich also in der Herkunft der neuen Gesellschafter.⁵⁵

Zusammengefasst lässt sich an dieser Stelle sagen, dass VCG normalerweise in der Start-up Phase in die Unternehmensfinanzierung einsteigen. Die Beteiligungssummen steigen dann aufgrund des höheren Kapitalbedarfs in der Expansion-Stage stark an und in der Late-Stage endet die Beteiligung bspw. entweder in einem Verkauf des Unternehmens an einen industriellen Investor oder mit einem Börsengang.

3.2 Segmente des Venture Capital Markts

Der Venture-Capital-Markt wird aufgrund des hohen bzw. niedrigen Organisationsgrads in ein formelles und ein informelles Segment unterteilt.

3.2.1 Informelles Venture Capital

Das informelle VC ist nicht von fehlenden vertraglichen Vereinbarungen oder Formalitäten gekennzeichnet, sondern es ist der VC-Markt, der einen geringen Organisationsgrad aufweist. Hierunter fällt das VC, das von privaten VC-Gebern an junge Unternehmer gegeben wird, die sich meist noch in der Seed oder frühen Start-up-Phase befinden. Die Mittel werden dem Unternehmer abseits des organisierten Marktes direkt, also ohne die Zwischenschaltung eines Intermediären, zur Verfügung gestellt.

Drei Personenkreise werden sowohl in der Literatur als auch in der Praxis zum Informellen VC gezählt.

Die sogenannten Businessangels sind vermögende Privatpersonen, die die Gründer finanziell unterstützen. Sie sind dabei weder beruflich noch gewerblich als VC-Geber tätig. In vielen Fällen beteiligen sich Businessangels bei jungen Unternehmen in der gleichen Branche, in der sie selbst tätig sind oder waren. Sie können daher neben finanzieller Unterstützung auch noch branchenspezifisches Wissen an die Gründer weitergeben oder Kontakte innerhalb der Branche herstellen. Businessangels werden daher zu den aktiven Privatinvestoren gezählt.

Die zweite und dritte Personengruppe wird oftmals zusammengefasst. Es handelt sich dabei um Freunde und Verwandte. Sie stellen eine nicht weniger wichtige

⁵⁴ Vgl. Engel, Dirk: Buy-out, S.34

⁵⁵ Vgl. Nathusius, Klaus: MBO/MBI, S.61

Gruppe von VC-Gebern dar. Denn viele Gründer fragen bzw. bitten vor allem in der Seed-Phase zunächst genau diesen Personenkreis um finanzielle Unterstützung für ihre Geschäftsidee. Freunde und Verwandte geben in der Regel ausschließlich VC ohne zusätzliche Unterstützung, wie etwa dem branchenspezifischen Wissen der Businessangels, da Freunde und Verwandte über entsprechendes Knowhow meist gar nicht verfügen. Sie werden daher als passive Privatinvestoren bezeichnet.⁵⁶ Der informelle VC-Markt ist kein Schwerpunkt dieser Arbeit, da in diesem Segment keine VCG existieren und somit auch der Schwerpunkt Fundraising entfällt.

3.2.2 Formelles Venture Capital

Der formelle VC-Markt weist einen hohen und effizienten Organisationsgrad auf, verbunden mit einer starken Professionalisierung der institutionellen VC-Geber. Beide Eigenschaften sind möglich, da in diesem Segment VCG als Intermediäre auftreten, die sich auf die Vermittlung von VC zwischen VC-Geber und VC-Nehmer spezialisiert haben. Ein weiteres typisches Merkmal in diesem Segment ist die Existenz von VC-Fonds, die von den eben genannten VCG aufgelegt werden und das Kapital von Investoren einsammeln und bündeln, um hiermit Unternehmensbeteiligungen zu finanzieren. Die Investoren investieren somit indirekt über die VC-Fonds in junge Unternehmen. Diese Fonds werden als eigene Rechtsform von einem Manager oder einem Managementteam geführt.⁵⁷ Auf Rechtsform und Fondsmodell wird in den folgenden Kapiteln dieser Arbeit näher eingegangen.

3.3 Organisatorische Gestaltung von Venture-Capital-Finanzierungen

Es erfolgt hierbei eine ähnliche Unterscheidung wie in Kapitel 3.2 in eine direkte (informelle) und indirekte (formelle) Beteiligung. Die direkte Beteiligung wird wie in Kapitel 3.2.1 bereits erwähnt kein weiterer Bestandteil dieser Arbeit sein.

3.3.1 Indirekte Beteiligung

3.3.1.1 Projektorientierte Beteiligung

Die Besonderheit der Projektorientierung ist, dass eine Beteiligungsgesellschaft für ein einzelnes nicht börsenreifes Unternehmen gegründet wird. Das Unternehmen bekommt dabei bereits gleich zu Beginn die Beteiligungszusage der Beteiligungsgesellschaft, obwohl zu diesem Zeitpunkt noch gar keine Mittel akquiriert wurden. Pro-

⁵⁶ Vgl. Wöhe, Günter/ Bilstein, Jürgen/ Ernst, Dietmar u.a.: Informelles VC, S.146; Schefczyk, Michael: Informelles VC, S.57

⁵⁷ Vgl. Wöhe, Günter/ Bilstein, Jürgen/ Ernst, Dietmar u.a.: Formelles VC, S.147

jektorientierte Beteiligungen können sowohl von kapitalistischen als auch von mitunternehmerischen oder vermögensverwaltenden Beteiligungsgesellschaften erfolgen. Da jedoch eine solche Gesellschaft kein Portfolio an Beteiligungen erstellt, sondern ausschließlich Einzelbeteiligungen tätigt und somit keine Risikodiversifizierung erfolgt, werden diese Beteiligungsgesellschaften in der Literatur nicht zu den VCG gezählt. Entsprechend werde ich sie in dieser Arbeit auch nicht weiter berücksichtigen.⁵⁸

3.3.1.2 Fondsortorientierte Beteiligung

Anders verhält es sich mit der fondsortorientierten Beteiligung. Diese Beteiligungsform vermindert durch ein diversifiziertes Portfolio von (Minderheits-) Beteiligungen das Verlustrisiko des eingesetzten Kapitals. Gleichzeitig wird die Chance auf eine gute Rendite gewahrt. Die fondsortorientierte Beteiligungsform ist der Regelfall unter den VCG und ist in verschiedenen Organisationsformen denkbar:

- als inländische kapitalistische VCG
- als Spezialfall die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft (UBG)
- als inländische vermögensverwaltende/ mitunternehmerische VCG
- als ausländische Gesellschaft

Die Rechtsform einer ausländischen Gesellschaft wird für VC-Fonds oftmals dann verwendet, wenn im Inland die steuerlichen Rahmenbedingungen schlechter oder nur schwer prognostizierbar sind im Vergleich zum Ausland. Im angelsächsischen Raum werden ausländische Fonds häufig in einem Drittland angelegt, um von den vergleichsweise niedrigen Steuern zu profitieren. Besser bekannt sind diese Drittländer auch unter der Bezeichnung der „Steuerparadiese“.

Im Vergleich zur Projektorientierung stehen die PU bei einem VC-Fonds nicht von Anfang an fest. Um jedoch das Anlagerisiko der Investoren zu reduzieren und ihnen eine grobe Vorstellung der Fondsstrategie zu geben, steht in der Regel die Branche/Region in die der Fonds investieren wird, bei Fondsaufgabe fest. Zusätzlich könnte das Anlagerisiko vermindert werden, indem einzelne Beteiligungen anfangs feststehen, um einen Anreiz für die Investoren darzustellen.⁵⁹

3.3.2 Fonds-Unterscheidungsmerkmale

In Kapitel 2.1 wurden die VC-Fonds bereits von den PE-Fonds bzw. die Finanzierungsformen an sich voneinander abgegrenzt. In Kapitel 3.3.1 konnte das Fonds-

⁵⁸ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Projektorientierung, S.24/25

⁵⁹ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Fondsortorientierung, S.25/26

modell erarbeitet werden. Innerhalb dieses Modells lassen sich die VC-Fonds jedoch noch weiter voneinander anhand der nachfolgenden Eigenschaften unterscheiden:

- Managementunterstützung: Fonds variieren je nach Art, Umfang und Intensität der Unterstützung.
- Eigentümerstruktur: *Captive Fonds* haben einen Mehrheitsgesellschafter, wie z.B. eine Versicherung oder Bank. *Semi captive Fonds* weisen einen kleinen in sich geschlossenen Gesellschafterkreis auf. Ein Mehrheitsgesellschafter fehlt in dieser Fondsart. Die dritte Art ist der *Independent Fonds*. Dieser Fonds ist offen und hat einen größeren Gesellschafterkreis.
- Ausschüttung oder Thesaurierung: Dies hängt in der Regel von der Laufzeit der Fonds ab. Ein zeitlich befristeter Fonds, der Kapitalrückflüsse so früh wie möglich an die Investoren zurückzahlen möchte, heißen *closed-end-fonds*. Alternativ wäre es auch möglich die Kapitalrückflüsse einzubehalten und damit neue Investitionen zu tätigen. Diese Thesaurierenden Fonds werden in der Regel auf unbegrenzte Zeit aufgelegt und sind über die Börse handelbar. Für die Investoren ist das vorteilhaft, denn so können sie ihre Anteile verkaufen und von dem Wertzuwachs ihrer Fondsanteile profitieren.

Zusätzlich können Fonds nach ihrer Strategie unterschieden werden. Es gibt sicherlich viele Strategien, zwei kristallisieren sich jedoch schnell heraus. Zum einen die Fondsstrategie „Spezialist“ und zum anderen der „Generalist“. Die Unterschiede bei beiden Strategien liegen hauptsächlich in der Risiko- und Renditeerwartung. Ein Spezialist wird ein hohes Knowhow in bestimmten Branchen haben und speziell in diese investieren. Er hat damit sowohl eine hohe Renditeerwartung aufgrund des großen Knowhows, ist jedoch auch den Branchenschwankungen ausgesetzt, die ein erhöhtes Risiko verursachen können. Beim Generalisten sieht es eher gegensätzlich aus. Hier wird das Risiko über verschiedene Branchen gestreut, also Diversifizierung, wodurch der Fonds einzelnen Branchenschwankungen nicht so sehr ausgesetzt ist. Andererseits kann darunter die Rendite leiden.⁶⁰

VC-Fonds können somit in vielen verschiedenen Varianten existieren. Die Unterscheidung oder auch Klassifizierung der Fonds, soll eine Hilfestellung für den Investor sein, um den für sich passenden Fonds zu finden.

⁶⁰ Vgl. Tausend, Christian: Fondsunterschiede, S.16

3.3.3 Rechtliche Struktur des Fonds und der Beteiligungsvertrag

In diesem Kapitel soll die rechtliche Struktur des Fonds und der Beteiligung aufgezeigt werden und anschließend noch der Gesellschaftervertrag erläutert werden.

In dieser Frage muss man zwischen Deutschland und den USA / Europa etwas unterscheiden. In Deutschland legen die VCG ihre Fonds in der Regel als GmbH und Co. KG, auf. Für diese Art der Beteiligung gelten in Deutschland die Vorschriften der §§ 161 ff. HGB. In diesem Konstrukt, das aus einem vollhaftenden Komplementär und den beschränkt haftenden Kommanditisten besteht, sind die Investoren die Kommanditisten und die VCG ist der Komplementär. Beide Gruppen zusammen bringen das Gesellschaftsvermögen bzw. Fondsvolumen mit ihren Einlagen auf.⁶¹ Denkbar wäre auch, dass eine Managementgesellschaft geschäftsführender Kommanditist ist.⁶²

Die vorherrschende Rechtsform, so auch in den USA und bspw. Großbritannien, ist die Private Limited Partnership (PLP). Das Prinzip ähnelt der GmbH & Co.KG. Die Investoren sind hier die Limited Partner (Kommanditisten) und die VCG ist der General Partner (Komplementär). Beide Rechtsformen dienen als Intermediär, um die Investoren und Unternehmen zusammen zu bringen. Der Vorteil an dieser Rechtsform ist, dass die Investoren nur beschränkt haften. In den USA und Großbritannien verlieren die Investoren durch die beschränkte Haftung allerdings auch die Geschäftsführungsbefugnis. Wenn sie dies möchten, müssen sie im Gegenzug voll haften. Die meisten Investoren verzichten allerdings zugunsten der beschränkten Haftung auf die Geschäftsführung.

Ein weiterer Vorteil liegt bei der Besteuerung. In den USA werden die Erträge unversteuert vom Fonds direkt an die Investoren weiter gereicht. Die Besteuerung erfolgt nur im Rahmen der persönlichen Steuerpflicht der Investoren. In Deutschland ist die Besteuerung analog anzuwenden, es sei denn die Fondsgesellschaft ist gewerblich tätig. Hierzu hat die BaFin 2003 ein Schreiben verfasst, was weiterhin Gültigkeit besitzt.⁶³

Der Beteiligungsvertrag regelt die sich aus der Beteiligung ergebenden Rechte und Pflichten der VCG und Investoren. Er enthält Regelungen zu den Konditionen des Einstiegs seitens des Investors. Insbesondere fallen hierunter Angaben zur Höhe der prozentualen Beteiligung, Höhe des Investitionsbetrages, Meilensteinen in der Unternehmensentwicklung, Garantien und Sicherheitsverpflichtungen der Grün-

⁶¹ Vgl. Tausend, Christian: GmbH & Co.KG, S.38

⁶² Vgl. Middelberg, Nils: Managementgesellschaft, S.33

⁶³ Vgl. Middelberg, Nils: Haftung und Besteuerung, S.33/34

dungsgesellschafter sowie Regelungen zu künftigen Änderungen bei den Beteiligungsverhältnissen im Falle von Abweichungen im geplanten Geschäftsverlauf. Für das Miteinander unter den Gesellschaftern wird eine separate Gesellschaftervereinbarung erstellt. Darin werden dann ggf. Informations- und Zustimmungsrechte der Investoren erweitert, bestimmte Regeln für den Exit getroffen sowie das Management an das Unternehmen gebunden. Sämtliche getroffenen Regelungen gelten im Normalfall aufgrund der Gleichbehandlung bei den Konditionen für alle Investoren.⁶⁴

3.4 Beteiligte am Venture-Capital und Fundraisingprozess

Aufbauend auf dem Fondsmodell und anhand der Abbildung 2 sollen in diesem Kapitel nun die Beteiligten genauer dargestellt werden.

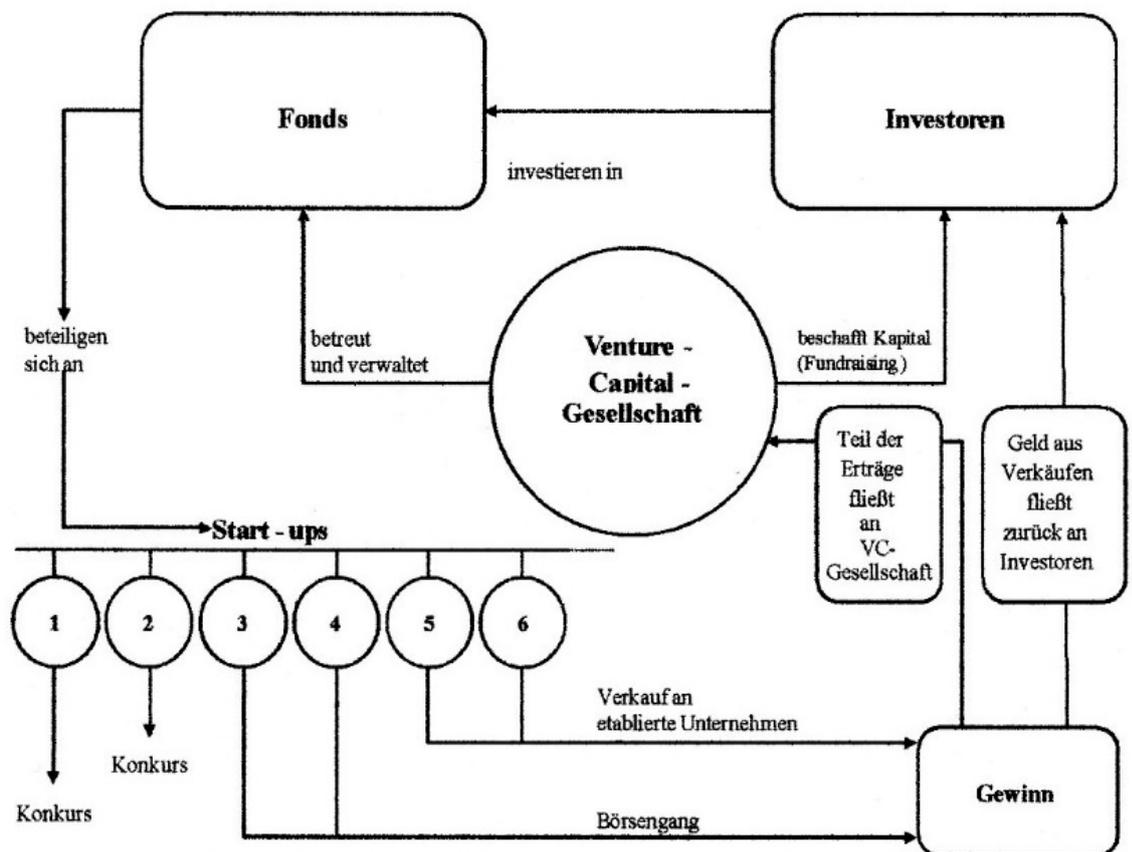


Abbildung 2: Visualisierung des Fondsmodells⁶⁵

⁶⁴ Vgl. Weitnauer, Wolfgang: Beteiligungsvertrag, S.265; Schefczyk, Michael: Beteiligungsvertrag, S.46

f.
⁶⁵ Vgl. Middelberg, Nils: Visualisierung des Fondsmodells, S.14

3.4.1 Venture-Capital-Gesellschaften

3.4.1.1 Venture-Capital-Gesellschaften als Intermediäre

Die entscheidende Rolle auf dem formellen VC-Markt spielt die Venture Capital-Gesellschaft als Finanzintermediär. Ein Finanzintermediär kommt auf dem Finanzmarkt in verschiedensten Formen vor. Es sind Institutionen, die von einem Investor Kapital als Geldanlage entgegennehmen und dieses als Finanzierungsmittel in Kapitalnachfrager investieren. Als Intermediär können bspw. Kreditinstitute, Versicherungen, Bausparkassen, Leasing- und Factoring-Gesellschaften sowie VCG auftreten. Die VCG hat also u.a. die Aufgaben, von Investoren Kapital einzusammeln (Fundraising) und dieses Kapital in die Nachfrager, in diesem Falle in die PU, wieder zu investieren.⁶⁶ Aus verschiedenen Gründen hat sich diese Zwischenschaltung in der Praxis bewährt, was im Folgenden und später in der kritischen Analyse näher erläutert wird. Die Beziehungen zwischen den drei Parteien, also Investoren – VCG – PU, können anhand von Abbildung 3 dargestellt werden.

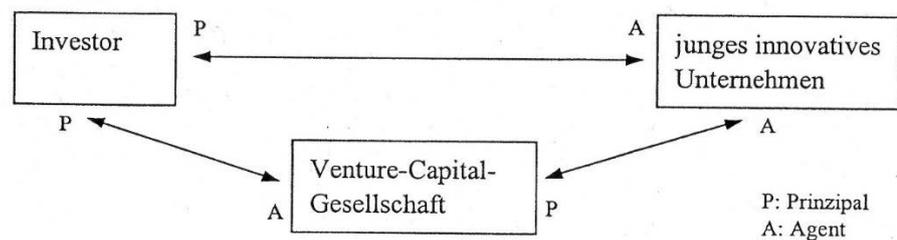


Abbildung 3: VCG als Finanzintermediär⁶⁷

Je nach dem aus welcher Partei-Perspektive man diese Darstellung betrachtet, ändern sich neben den Motiven und Zielen der VC-Finanzierung auch die Informationskenntnisse. Es liegt hier ein klassisches principal-agent-Problem vor. Lässt man den Intermediär zunächst außer Acht, so sind der Investor der principal und das junge Unternehmen der agent. Bei Einschaltung eines Intermediär ändert sich diese Situation in der Weise, dass zwischen Investor und jungem Unternehmen keine direkte Beziehung mehr existiert. Die VCG ist dann der Agent für den Investor und für das junge Unternehmen der principal. Der principal ist immer derjenige, dem es an wichtigen Informationen fehlt; der agent besitzt in der Regel diese Informationen oder kann zumindest die Situation besser einschätzen. Er weiß sozusagen immer

⁶⁶ Vgl. Schefczyk, Michael: Finanzintermediäre, S.70

⁶⁷ Vgl. Engels, Dirk: VCG als Intermediär, S.51

mehr als der principal.⁶⁸ Bezogen auf die VC-Finanzierung und auf den Fall, dass der Investor sich an einem Unternehmen direkt beteiligen möchte, bedeutet es also, dass der Investor Probleme hat, das Unternehmen wegen unvollkommener Informationen richtig bewerten zu können. Genauso verhält es sich zwischen ihm und der VCG. Der Investor kann auch hier die Qualität der Gesellschaft und deren Investmentmanager nicht vollständig beurteilen.

Der Informationsmangel des Investors/ principals wird jedoch bei Einschaltung eines Intermediär geringer sein, als ohne ihn. Man kann davon ausgehen, dass ein Intermediär die Marktlage und das junge Unternehmen besser als der Investor bewerten kann, da diesem meist die Kenntnisse und ggfs. auch die notwendige Zeit dafür fehlen. Auch fällt dem Intermediär die Bewertung leichter, da er sich in der Branche auskennt und eine gute Vernetzung in den einzelnen Wirtschaftsbranchen aufweisen kann oder ggfs. sogar auf einzelne Branche spezialisiert ist. Spezialwissen und langjährige Erfahrung des Intermediär erhöhen die Chancen das Erfolgspotenzial eines jungen Unternehmens richtig zu ermitteln und somit die Suchkosten zu verringern. Für die Intermediäre sind diese Tätigkeiten Alltagsgeschäft, sodass zudem von einer großen Standardisierung ausgegangen werden kann, was sich bspw. zeitsparend auf die Vertragsverhandlungen und -gestaltung auswirken kann. Dadurch sind dann auch Einsparungen bei den Vertragsabschlusskosten möglich. Die Einschaltung eines Intermediär lohnt sich für den Investor aber erst dann, wenn seine Transaktionskosten hierbei niedriger sind, als wenn er einen Dritten mit der Suche und Bewertung nach geeigneten jungen Unternehmen beauftragen würde.⁶⁹

3.4.1.2 Typen der Venture-Capital-Gesellschaften

VCG lassen sich, wie bereits in Kapitel 3.3 erläutert, über die Eigentümerstruktur unterscheiden. Die beiden daraus resultierenden VCG sind die unabhängige und die abhängige VCG. Die abhängige VCG (captive Company) hat in der Regel einen einzigen Investor und ist meist eine 100%ige-Tochtergesellschaft eines Unternehmens oder Kreditinstituts.⁷⁰ Der Vorteil für die Capitves besteht darin, dass das zeit- und arbeitsintensive externe Fundraising bei ihnen entfällt, da sie ihr Beteiligungskapital vom Mutterkonzern in offenen Fonds erhalten. Dafür müssen sie allerdings ihre Investitionsentscheidungen mit dem Mutterkonzern abstimmen. Bei Bedarf kann die VCG aus diesem Fonds Kapital entnehmen und der Mutterkonzern kann jederzeit weiteres Kapital in diesen Fonds geben. Beispiele gibt es in Deutschland hierfür

⁶⁸ Vgl. Engels, Dirk: VCG als Intermediär, S.51 f

⁶⁹ Vgl. Middelberg, Nils: Intermediär-Funktion von VCG, S.12-13

⁷⁰ Vgl. Middelberg, Nils: abhängige VCG, S.19

viele. So hat z.B. die Telekom 1997 mit der T-Venture GmbH eine abhängige VCG gegründet.⁷¹ Gleiches hat BASF mit der BASF Venture Capital GmbH als eine von ihr abhängige VCG getan.⁷² Für die abhängigen VCG hat sich der Begriff Corporate Venture Capital Gesellschaften (CVCG) etabliert.

Die unabhängigen VCG müssen ihr Investitionskapital erst über Fundraising einsammeln. Die Fonds sind hierbei in der Regel geschlossen, sobald das Fondsvolumen erreicht oder ausreichend ist. Anders als zu den abhängigen VCG haben die Investoren bei den unabhängigen VCG keinen Einfluss auf die Investitionsentscheidung des Fonds. Dies obliegt einzig und allein der unabhängigen VCG und ihren Investmentmanagern.⁷³

Die einzelnen VCG werden bei den VC-Finanzierungen als General Partner (GP) bezeichnet.⁷⁴ Ihre Ziele und Motive für die VC-Finanzierung werden im nächsten Kapitel beschrieben.

3.4.1.3 Ziele und Motive der Venture-Capital-Gesellschaften

In der Literatur werden die Ziele und Motive der VCG auf derivativer und originärer Ebene unterschieden. Derivative Ziele ergeben sich direkt aus den Zielen der Investoren und werden von der VCG übernommen. Die originären Ziele und Motive setzt die VCG selbst.⁷⁵

Aufgrund der Intermediär-Funktion der VCG ist es deren Aufgabe, die Ziele der Investoren zu berücksichtigen und die künftigen Investitionen auch danach auszurichten. Die VCG kann es sich in der Regel auch gar nicht leisten, die Investoren nicht zu beachten, da sie auf deren Kapital angewiesen ist. Etwas differenzierter muss man die Situation im Corporate-Venturing betrachten, da es wie bereits beschrieben, hier meist nur einen Investor gibt. Neben dem Ziel der Rentabilität verfolgt die CVCG jedoch auch strategische Ziele.⁷⁶ Bspw. kann durch die Beteiligung an innovativen Unternehmen und des Erreichen eines Mehrwertes für das beteiligte Unternehmen, die Marktposition ausgebaut werden.

Die öffentlichen VCG verfolgen bspw. das Ziel der wirtschaftlichen Stärkung bestimmter Regionen durch Schaffung von Arbeitsplätzen in VC-finanzierten Unternehmen.

⁷¹ Wagner, Holger-Michael: Corporate VCG

⁷² s. BASF, VCG

⁷³ Vgl. Middelberg, Nils: unabhängige VCG, S.19

⁷⁴ Wagner, Holger-Michael: Corporate VCG

⁷⁵ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Ziele der VCG, S.35/36

⁷⁶ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Ziele der CVCG, S.22

Für die unabhängigen VCG und ihre Manager ist die angemessene Vergütung ein sehr wichtiges Ziel. Sie setzt sich aus einer kostendeckenden Management-Gebühr und dem sogenannten Carried-Interest zusammen. Letzterer ist die variable Beteiligung der VCG bzw. der Manager an dem erzielten Veräußerungsgewinn der VC-Beteiligung.⁷⁷ Er kann teilweise bis zu 20 % betragen. Als Mindestrendite einer Beteiligung sollen in etwa 10% angestrebt werden. Bei CVCG entfällt normalerweise der Carried-Interest, da die dort beschäftigten Personen als Angestellte des Mutterkonzerns tätig werden.⁷⁸

Um auf die unabhängigen VCG zurückzukommen, können als weitere originäre Ziele, ein kostengünstiges und optimales Fundraising sowie niedrige Verwaltungsgebühren genannt werden. Ein nicht-finanzielles Investitionsmotiv der VCG ist z.B. eine Verbundenheit zwischen einem Manager und einer bestimmten Wirtschaftsbranche, aufgrund der persönlichen Erfahrungen eines Managers, wenn er bspw. bereits sehr erfolgreich in einer Branche investiert hatte.⁷⁹

3.4.1.4 Fundraisingprozess

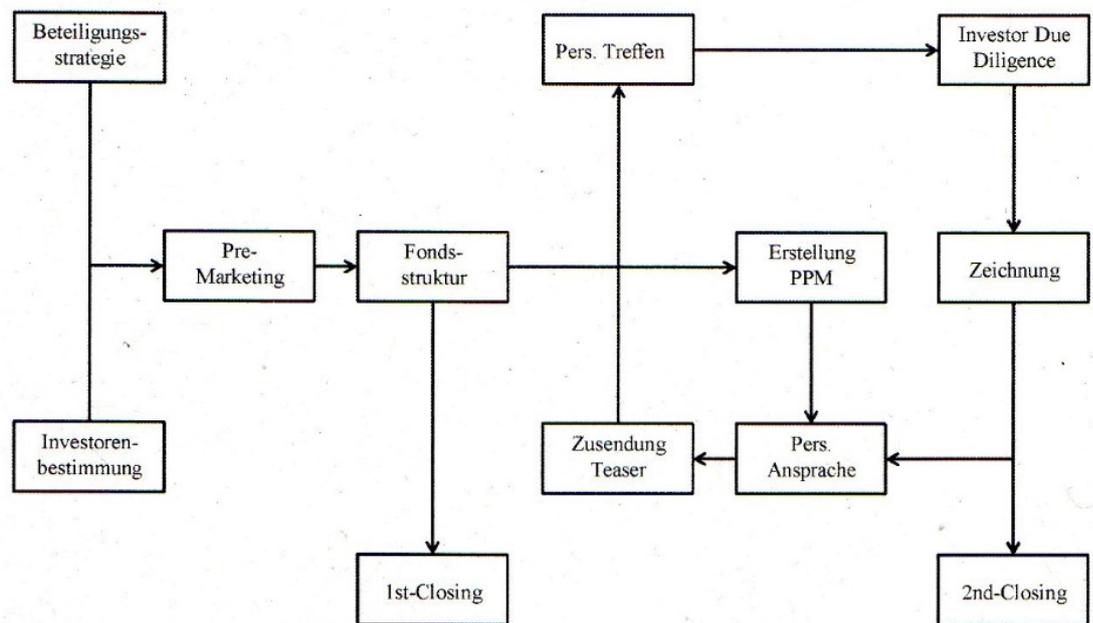


Abbildung 4: Darstellung des Fundraisingprozesses⁸⁰

In Abbildung 4 wird der Fundraisingprozess dargestellt. Ein Fundraising dauert bis zu 2 Jahre. Es ist grundsätzlich ein Prozess, der mehrere einzelne Schritte umfasst. Es beginnt mit der Konzeption des Fonds. Welche Investitionsstrategie soll der

⁷⁷ Vgl. Middelberg, Nils: Ziele und Motive der VCG, S.21/22; Schefczyk, Michael (2004): Ziele der VCG, S.35/36

⁷⁸ Wagner, Holger-Michael: Corporate VCG

⁷⁹ Vgl. Middelberg, Nils: Ziele und Motive der VCG, S.21/22

⁸⁰ Middelberg, Nils: Fundraisingprozess, S.24

Fonds verfolgen? Dabei werden die Ziele hinsichtlich der Branche, der Investitionsregion sowie der Beteiligungsphase und Beteiligungsvolumen definiert. Als nächstes ggfs. auch zeitgleich werden die potenziellen Investoren bestimmt. Auf dem VC-Markt existiert ein dichtes Netzwerk mit in vielen Fällen immer denselben (Fundraising)Teilnehmern. Daher können bisherige Investoren aus bestehenden Fonds auch als Investoren des neuen Fonds bestimmt werden oder ganz neue Investoren angesprochen werden. Sobald die ersten beiden Schritte erledigt sind, geht der Fonds in die Pre-Marketing-Phase. Diese kann auch als Testphase bezeichnet werden, da die VCG hier testet, inwieweit Interesse am neuen Fonds besteht. Falls demnach keine Anpassungen erfolgen müssen, steht die Fondsstruktur fest. Die VCG hat nun die Aufgabe ein Private-Placement-Memorandum (PPM) sowie eine Präsentation zu erstellen. Mit diesen Materialien kann sie nun die Vermarktung des Fonds und somit die Mittelakquisition beginnen. Innerhalb des VC-Marktes gibt es zahlreiche Möglichkeiten, wie verschiedenste (branchenspezifische) Events o.ä., um den Fonds zu vermarkten. Hier können potenzielle Investoren direkt und persönlich angesprochen werden. Alternativ wären natürlich auch einzelne Treffen abseits der Events möglich.

Mit den dadurch gewonnenen Informationen zur VCG und speziell zum Fonds können die Investoren ihrerseits die Due-Diligence, also die Fondsprüfung, durchführen. Hauptaugenmerk liegt dabei bei der Prüfung des Managementteams. Dieses verwaltet schließlich das eingesetzte Kapital und gibt in ihrem Prospekt das Versprechen eine gewisse Rendite zu erwirtschaften.

Sollten die Investoren mit dem Management und der Fondsstruktur einverstanden sein, kann der Beteiligungsvertrag geschlossen werden und die Einzahlung des Kapitals erfolgen. Haben ausreichend Investoren diesen Schritt getätigt und ihr Kapital eingezahlt, kann der Fonds geschlossen werden und die Investitionstätigkeit des Fonds beginnen. Dies wäre somit der abschließende Schritt im Fundraising. Beim Schließen des Fonds spricht man von einem Closing. Es muss allerdings nicht nur ein Closing geben, sondern in der Praxis kommen auch vorläufige Closings vor. Das bedeutet also, dass nach dem eigentlich Schließen des Fonds, noch weitere Investoren in den Fonds investieren möchten.⁸¹

⁸¹ Vgl. Middelberg, Nils: Fundraisingprozess, S.22-24

3.4.2 Investoren

3.4.2.1 Investorentypen

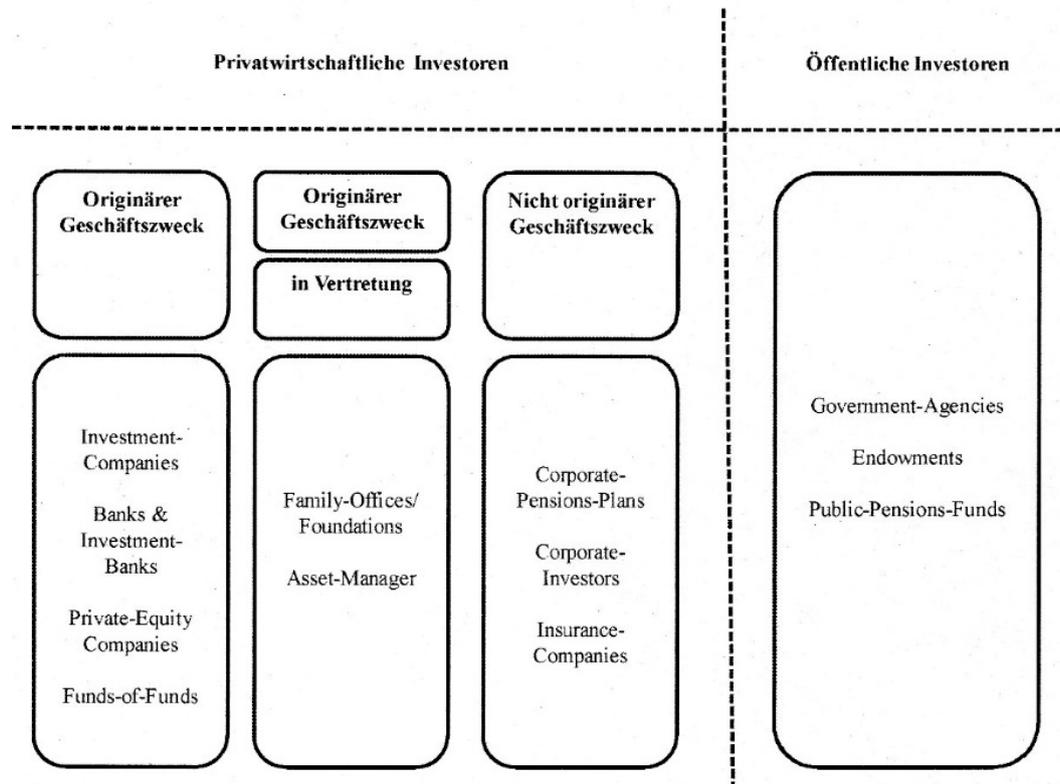


Abbildung 5: Investorentypen⁸²

Alle Investoren werden in der Beteiligungsbranche als Limited Partner bezeichnet, da sie nur in Höhe ihrer Beteiligungseinlage (beschränkt) haften.⁸³ Die vorliegende Abbildung 5 stellt die einzelnen Typen der Investoren dar und unterteilt sie in privatwirtschaftliche und öffentliche Investoren. Die privatwirtschaftlichen Investoren lassen sich weiter in originäre und nicht originäre Geschäftszwecke untergliedern. Entscheidend ist hierbei also, ob das Beteiligungsgeschäft ein originärer Geschäftszweck dieser Investoren ist oder nicht. Der originäre Geschäftszweck von Investmentgesellschaften, Banken und Investmentbanken, PE- und VCG sowie Dachfonds (Funds-of-Funds) ist die Investment- bzw. Beteiligungstätigkeit. Investmentgesellschaften verwalten Investmentfonds im eigenen Namen als Sondervermögen und investieren das Fondsvermögen in verschiedenen Anlagenklassen (Wertpapiere, Immobilien, Beteiligungen etc.). Investmentbanken ähneln der Investmentgesellschaft, unterscheiden sich aber in der Weise von ihr, als dass sie bspw. auch Unternehmen bei einem Börsengang unterstützen. PE-Gesellschaften und VCG wurden in dieser Arbeit schon hinreichend erläutert. Dachfonds investieren ihr Vermögen in

⁸² Vgl. Middelberg, Nils: Investorentypen, S.24

⁸³ Wagner, Holger-Michael: Limited Partner

der Regel in andere Fonds. Bezogen auf diese Arbeit wären es also Investitionen in VC-Fonds.

Ebenfalls unter die Rubrik originärer Geschäftszweck fallen die Family-Offices und Foundations (Stiftungen). Der Unterschied zur ersten Kategorie ist der, dass sie von einem Dritten vertreten werden. Dieser Dritte handelt somit für die sehr vermögende Familie oder eben für die Stiftung, sozusagen als Vermögensverwalter in Vertretung bzw. in fremdem Namen. Gleiches gilt für die Asset-Manager.

Als dritte Gruppe der privatwirtschaftlichen Investoren sind noch die betriebliche Pensionsfonds, investierende Unternehmen und investierende Versicherungsunternehmen zu nennen, deren originärer Geschäftszweck ein anderer als das Beteiligungsgeschäft ist. Die betrieblichen Pensionsfonds kümmern sich originär um die betriebliche Altersvorsorge. Als VC-Investor können sie dennoch auftreten, da sie die Zahlung der Pensionen sicherstellen müssen und die Mittel mit entsprechender Rendite auch anlegen müssen. Ebenso verfahren die Versicherungsunternehmen mit den Versicherungsbeiträgen ihrer Versicherten. Investierende Unternehmen ergänzen ihren Geschäftszweck mit den Beteiligungen aus strategischen Gründen.⁸⁴

3.4.2.2 Ziele und Motive der Investoren

Wie auch bei anderen Geldanlagen, streben die Investoren die grundlegenden Anlageziele Rentabilität, Sicherheit/Stabilität sowie Liquidität an. Alle drei Ziele zu erreichen ist aber auch bei der VC-Finanzierung nicht möglich und die Investoren müssen daher manche Ziele in den Hintergrund stellen.

Das Rentabilitätsziel bezieht sich bei den VC-Finanzierungen nicht auf die laufenden Erträge wie Dividenden oder Zinsen, sondern auf die Gewinne die bei der Veräußerung der Unternehmensbeteiligungen erzielt werden können.

Der Begriff VC bzw. Risikokapital lässt bereits vermuten, dass das Ziel nach Sicherheit und Stabilität nur ein nachgeordnetes Ziel sein kann. VC-Finanzierungen sind hoch riskant, da Erträge ausbleiben können sowie ein Totalverlust der Unternehmensbeteiligung nicht selten vorkommt. Der Investor sollte deshalb diversifizieren und nur einen kleinen Teil (oft nur bis maximal 10%) in VC investieren. VC-Finanzierungen erfolgen in der Regel über geschlossene VC-Fonds. Die eingezahlten Mittel sind daher für einen bestimmten Zeitraum gebunden. Darüber muss sich der Investor im Klaren sein. Das Liquiditätsziel ist deshalb auch nur ein nachgeordnetes Ziel. Es gibt zudem keinen funktionierenden Zweitmarkt für geschlossene

⁸⁴ Vgl. Middelberg, Nils: Investorentypen, S.24-27

Fondsbeteiligungen, sodass man auch nicht davon ausgehen kann, diese Beteiligungen an einen anderen zu verkaufen. Dazu bedarf es schon eines hohen Suchaufwandes.⁸⁵

Die drei vorgestellten Anlageziele sind finanzieller Natur und gelten in der Regel für alle Investorengruppen. Es gibt jedoch noch vereinzelt weitere Ziele. Im Corporate Venturing steht neben dem Renditeziel, noch das Ziel einen strategischen Mehrwert für das VC-gebende Unternehmen zu erzielen. Strategische Ziele können sein, gewisse Vorstufen der Produktion zu optimieren, Beschaffungs- und Absatzmärkte zu sichern, neue Technologien für die Produktion zu entwickeln. Grenzen sind hierbei keine gesetzt, die Beteiligung muss zum Geschäftsbereich des Unternehmens passen und einen strategischen Mehrwert erzeugen.⁸⁶

Wenn der Staat über Förderprogramme in VC investiert verfolgt er dabei in der Regel keine Renditeziele sondern das Ziel der Förderung von (neuen) Technologien, Wirtschaftsregionen und Unternehmensgründungen.

Stiftungen müssen ihren Stiftungszwecken nachkommen und benötigen dafür Erträge, die sie in Zeiten von niedrigen Zinsen bei Anleihen ebenfalls nur in niedrigem Volumen erhalten. Ein erhöhtes Risiko bringt in der Regel auch höhere Erträge, was somit auch manche Stiftungen auf den VC-Markt treibt.⁸⁷

3.5 Investitionsprozess und Exit

3.5.1 Vorbereitung und Durchführung der Investition

Der sogenannte *Deal Flow* (dt. Handelsfluss) ist die Gesamtheit aller Beteiligungsmöglichkeiten bzw. potenziellen PU, die einer VCG für eine Beteiligung zur Verfügung stehen. Für einige Wissenschaftler bedeutet ein großer Deal Flow zugleich ein positives Wirtschaftsklima auf dem Beteiligungsmarkt, also ein Existieren von vielen potenziellen Beteiligungsunternehmen aufgrund hoher unternehmerischer Aktivität. Der Deal Flow an sich ist jedoch nur ein Begriff. Damit eine Beteiligung überhaupt möglich werden kann, ist es zwingend erforderlich, dass das potenzielle PU und die VC-Gesellschaft in Kontakt kommen. Der Markt hat hierfür über die Jahrzehnte ein dichtes Netzwerk aus VCG, öffentlichen Förderern und Unternehmern geschaffen. Das aktive Suchen nach Beteiligungsmöglichkeiten oder VC-Gebnern ist zudem auch

⁸⁵ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Investorenziele, S.32; Middelberg, Nils: Investorenziele, S.27/28

⁸⁶ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): CVC-Ziele, S.34; Wagner, Holger-Michael: CVC-Ziele

⁸⁷ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Investorenziele, S.35; Middelberg, Nils: Investorenziele, S.28

eine Möglichkeit in Kontakt zu kommen.⁸⁸ Die nachfolgende Darstellung soll die einzelnen Prozesse bis hin zur Beteiligung und dem Exit veranschaulichen.

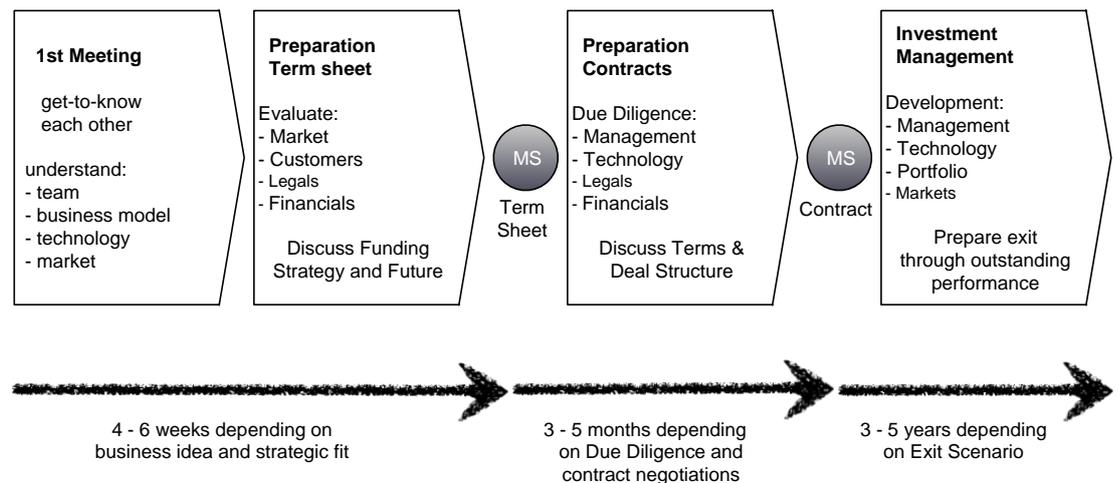


Abbildung 6: Meilensteine im Investitionsprozess⁸⁹

Es beginnt natürlich mit dem ersten Kontakt, der häufig auf Branchen-internen Events entsteht. Viele Events werden auf dem Existenzgründerportal des BMWi oder ähnlichen Gründerportalen angekündigt. Hier können Gründer sich und ihre Idee präsentieren und Kontakte zu möglichen Beteiligungsgesellschaften herstellen. Oftmals werden potenzielle PU auch von anderen VCG empfohlen, was wiederum die Kooperation und das verzweigte Netzwerk innerhalb der Branche bestätigt. Besteht nach dem ersten Kontakt beiderseitiges Interesse an einer Beteiligung, werden erste konkrete Gespräche geführt. In denen geht es um die Erstellung eines term-sheets, also einer groben Vertragsgrundlage, als ersten Meilenstein. Darin muss die Idee des Gründers beschrieben, erste Kenntnisse zur Marktlage aufgenommen, der grobe Kapitalbedarf kalkuliert und falls schon bekannt auch eventuelle rechtliche Probleme, wie Patentrechte, mit aufgeführt werden. Dieses term-sheet ist dann Grundlage der Due Diligence-Prüfung durch die VC-Gesellschaft. Die Due Diligence ist hier die Unternehmensbewertung seitens der VCG. Bei erfolgreicher Prüfung und einer positiven Entscheidung zur Unternehmensbeteiligung bedarf es nun noch eines Beteiligungsvertrages, wie er bereits in Kapitel 3.3.3 dargestellt wurde.⁹⁰

3.5.2 Desinvestitionsmöglichkeiten

Unter Desinvestitionsmöglichkeiten werden die möglichen Formen, die der Beendigung einer VC-Beteiligung am PU dienen, zusammengefasst. Im Fachjargon werden dafür auch die Begriffe „Exit“ oder „Exit-Kanal“ verwendet. VCG können ver-

⁸⁸ Vgl. Freese, Bernhardt: Deal Flow, S.15

⁸⁹ Wagner, Holger-Michael: Investitionsprozess, S.8

⁹⁰ Wagner, Holger-Michael/ Axel Nitsch: Investitionsprozess

schiedene Exit-Kanäle in Erwägung ziehen, welche sich in fünf Kategorien unterteilen lassen:

- Liquidation/Kündigung: auch Write-off genannt, bedeutet, dass die VCG den Gesellschaftervertrag kündigt und durch Liquidation aus dem PU ausscheidet. Es kommt zu einem Totalverlust des eingesetzten VC.
- Trade sale: Die VCG verkauft ihre Anteile an einen industriellen Investor oder ein anderes Unternehmen aus der Branche.
- Secondary Purchase: Die VC-Anteile werden an eine oder mehrere VC- oder PE Gesellschaften weiter verkauft.
- Buy back: Rückkauf der VC-Anteile durch den Unternehmensgründer.
- IPO oder Verkauf nach Börsennotierung: Es erfolgt die erstmalige Notierung des PU an der Börse. Über die Börse können dabei die Altaktien aus der VC-Beteiligung verkauft und zusätzlich neue Aktien ausgegeben werden, die neues Eigenkapital in das Unternehmen bringen.⁹¹

Das *Trade sale* wird in europäischen Märkten relativ häufig als Exit-Strategie verwendet. Die Chance auf einen höheren Veräußerungspreis und die Möglichkeit, die gesamten Anteile schneller und günstiger zu veräußern, als das bei einem IPO möglich wäre, stehen hierbei sehr gut. Der Verkaufspreis orientiert sich am strategischen Nutzen, den das PU für das übernehmende Unternehmen hat, und kann daher auch deutlich über dem bisherigen Unternehmenswert liegen.⁹² Mit wenigen Investoren lässt es sich zudem leichter verhandeln als mit dem gesamten Finanzmarkt, auf dem zusätzlich noch regulatorische Einflüsse hinderlich wirken können. Nachteilig können sich ein Mangel an potenziellen Käufern in manchen Ländern / Regionen sowie der Widerstand des PU-Managements gegen einen Trade sale auswirken.⁹³ In Deutschland wurden 2013 am gesamten Private-Equity-Markt 11,3% der PU-Beteiligungen (99 Unternehmen) über einen Trade sale beendet. Das Exit-Kapitalvolumen wird auf etwas über 1 Mrd. € beziffert und macht einen Anteil von 23,4 % am gesamten Divestmentkapital aus. Ein ähnliches Exit-Kapitalvolumen hatte in 2013 das *Secondary Purchase* mit ebenfalls etwas über 1 Mrd. € (24,6 %), allerdings wurde dieses Volumen lediglich durch die Veräußerung von 33 Unternehmen (3,8 % aller beendeten Beteiligungen) an andere Beteiligungsgesellschaften erzielt.⁹⁴ Wesentlich häufiger kommt dieser Exit-Kanal in den US-amerikanischen Märkten vor und basiert auf den intensiven Beziehungen zwischen

⁹¹ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Exit-Möglichkeiten, S.57-60

⁹² Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Trade sale, S.58

⁹³ Vgl. Caselli, Stefano: Trade sale, S.161-162

⁹⁴ Vgl. BVK-Statistik 2013: Divestments (Branchenstatistik), S.20

den einzelnen VC- und PE-Gesellschaften. Dort spezialisieren sich viele Gesellschaften auf einzelne Investitionsphasen (z.B. Seed) und verkaufen ihre PU an andere, auf die nachfolgenden Phasen spezialisierten Gesellschaften (z.B. Start-up), sobald die PU diese nächste Unternehmensphase erreicht haben. Voraussetzungen hierfür sind ein starkes Netzwerk unter den Beteiligungsgesellschaften, ein geeigneter Markt sowie die Bereitschaft und die Akzeptanz der Gründer für die ständigen Weiterverkäufe je nach Erreichen der nächsten Unternehmensphase.⁹⁵

Bei einem *Buy back*-Exit verkauft die VCG ihre Anteile an den Gründer zurück. Ein Grund dafür kann sein, dass der Gründer seine Unternehmensanteile nicht verkaufen möchte, eben weil es seine Geschäftsidee war und er deshalb seine Anteile mit denen der VCG sogar weiter aufstocken möchte. Bei manchen VC-Beteiligungen wird dem Gründer auch ein Vorkaufsrecht vertraglich zugesichert, womit er dann theoretisch einen trade sale verhindern könnte. Problematisch kann dabei allerdings die Aufbringung der dafür benötigten finanziellen Mittel sein. Eine VCG wurde aus dem Grund beteiligt, weil der Gründer mit seinem Vermögen den Kapitalbedarf des Unternehmens nicht decken konnte. Weitere Mittel nachschießen kann er zudem auch nur selten, da er sowieso schon mit seinem Vermögen im Unternehmen gebunden ist. Möglich ist daher ein buy back manchmal nur dann, wenn es als hochgradig fremdkapitalfinanziertes MBO abgeschlossen wird, d.h. also, dass der Gründer bspw. bei einer Bank einen großen Kredit aufnimmt, mit dem er dann den buy back finanziert.⁹⁶ In 2013 wurde auf dem deutschen PE Markt nur bei 34 Unternehmen (3,9 %) ein buy back durchgeführt. Diese hatten ein Volumen von etwa 208 Mio. €, was einem Anteil von lediglich 4,8 % am gesamten Divestmentkapital entsprach.⁹⁷

Die Exitmöglichkeiten sind stark vom bisherigen Unternehmenserfolg des PU's abhängig. In der Regel wird der Exit aus einem erfolgreichen PU mittels des *IPO's* vollzogen. Mit der Börsennotierung verbreitet sich meistens die Anzahl der Eigentümer erheblich, vorausgesetzt die Aktien werden als Streubesitz und für jeden frei zugänglich ausgegeben. Ein Vorteil ist, dass das Eigenkapital künftig durch Aktienausgabe in großem Umfang erhöht werden kann. Nachteile ergeben sich aus den Kosten für die Börsennotierung und die nun erforderlichen Gremien wie Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung sowie der gestiegene Aufwand bei den Publizitätsanforderungen.⁹⁸ Die US-amerikanische Branchenhistorie zeigt allerdings, dass nur etwa 20 bis 35 % der PU-Beteiligungen über eine IPO beendet werden. Dieses

⁹⁵ Vgl. Caselli, Stefano: Secondary Purchase, S.162-163

⁹⁶ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Buy Back, S.59; Caselli, Stefano: buy back, S.162

⁹⁷ Vgl. BVK-Statistik 2013: Divestments (Branchenstatistik), S.20

⁹⁸ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): IPO, S.59

Prozentintervall weist daher auch gleichzeitig den Anteil der erfolgreichen PU am gesamten Portfolio der VCG auf, der somit auf etwa ein Drittel im Durchschnitt beziffert werden kann. Die weniger erfolgreichen PU-Beteiligungen werden meistens an industrielle Investoren verkauft oder im worst-case-Szenario liquidiert.⁹⁹ In Deutschland sind in 2013 nur drei PU (0,3 % aller Exit's) an die Börse gegangen und brachten es dabei immerhin auf ein Volumen von 75,6 Mio. € (1,7 % des gesamten Divestmentskapitals). Bei 10 PU (1,1 %) wurden in 2013 die Anteile erst nach Notierung verkauft. Dabei wurde ein Volumen von 512,34 Mio. € (11,7 %) erzielt.¹⁰⁰ Das hängt oft damit zusammen, dass vertraglich ein sogenanntes Lock-up vereinbart wurde. D.h., geht das Unternehmen an die Börse müssen die Unternehmensanteile als Aktien für einen gewissen Zeitraum (Haltefrist) gehalten werden und dürfen erst danach verkauft werden.¹⁰¹

Es kommt nicht selten vor, dass junge VCG ihre PU zu früh an die Börse bringen, um einen positiven Track Record demonstrieren zu können. In der Branche nennt man dieses Verhalten „Grandstanding“ oder zu dt. Selbstdarstellung. Der Track Record, also die Referenzliste der VCG mit ihren erfolgreichen Unternehmensbeteiligungen, wird noch Gegenstand der kritischen Analyse sein.

Geraten die an die Börse gebrachten PU allerdings in Schwierigkeiten, eben weil sie noch gar nicht börsenreif waren bzw. sind, kann sich das nachträglich negativ auf die (junge) VCG auswirken.¹⁰²

4 Kritische Analyse der Venture-Capital-Finanzierung und des Fundraising aus Sicht der Beteiligungsgesellschaft

4.1 Vorteile der Venture-Capital-Finanzierung aus Sicht der Beteiligungsgesellschaft

4.1.1 Vorteile durch Managementunterstützung

Die VCG kann durch diverse Unterstützungsleistungen Einfluss auf das PU-Management nehmen. Die Unterstützung kann dabei als proaktive, halbaktive und reaktive Beratung erfolgen. Bei der proaktiven ergreift die VCG selbstständig Maßnahmen, wenn sie es für richtig hält. Reaktiv wäre sie, wenn sie auf eine Unterstützungsaufforderung seitens des PU warten würde. Also ganz nach dem Motto „Wenn du Fragen hast, dann frag.“ Halbaktiv ergibt sich dann aus den beiden genannten

⁹⁹ Vgl. Gompers, Paul/ Lerner, Josh: Exit-Möglichkeiten, S.7-8

¹⁰⁰ Vgl. BVK-Statistik 2013: Divestments (Branchenstatistik), S.20

¹⁰¹ Wagner, Holger-Michael: Lock-Up

¹⁰² Vgl. Gompers, Paul/ Lerner, Josh: Grandstanding, S.23

Formen.¹⁰³ Der Beratungsbedarf und die Intensität hängen jedoch auch immer von der Qualität des PU-Managements und der Unternehmensphase ab. Das Management kann zum ersten Mal unternehmerisch tätig sein und somit keine Erfahrungen im Unternehmertum besitzen. Möglich wäre aber auch, dass der Gründer bereits ein Unternehmen gegründet hat und deshalb ggf. weniger Beratung benötigt. Zudem ändert sich der Beratungsinhalt in den einzelnen Phasen. In der Start-up wird bspw. qualifiziertes Personal gesucht und in der Expansion bereits nach Fremdkapitalgebern Ausschau gehalten. Die VCG hat somit die Möglichkeit in entscheidenden Phasen das Management zu beeinflussen, um das Unternehmen möglichst zügig in die Gewinnzone zu bringen. Neben einer beratenden Funktion erbringt die VCG zusätzlich auch eine Kontrollfunktion. Diese beinhaltet verschiedene Rechte, wie z.B. das Mitspracherecht in bestimmten Geschäftsfällen. Sie kann weiterhin Unternehmensprozesse überwachen und das Erreichen von Meilensteinen verfolgen. Bei nicht Erreichen dieser Meilensteine, kann sie Gegenmaßnahmen einleiten oder im Extremfall auch die Beteiligung beenden.¹⁰⁴ Durch die erbrachten Unterstützungsleistungen verbessert sich die VCG zudem selbst, da sie weitere Erfahrung sammelt und die Qualität verbessern kann.¹⁰⁵ Es ist also ein ganz wichtiger Punkt, auch im Hinblick auf das Interesse der Investoren, das Management bei der Unternehmensführung zu unterstützen, um daraus selbst Vorteile zu bekommen. Hauptsächlich den, dass sich der PU-Wert wie erhofft positiv entwickelt.

4.1.2 Vorteile durch Finanzierungsrunden / Staging

Im Kapitel zuvor wurde bereits kurz angesprochen, dass die VCG bei ausbleibendem zwischenzeitlichen Erfolg, die Beteiligung auch vorzeitig beenden kann. Auch deshalb haben sich Finanzierungsrunden (Staging) in der Branche etabliert. Das vereinbarte Beteiligungskapital wird dabei nicht sofort bei Beginn gezahlt, sondern in einzelnen Tranchen entweder bei Erreichen bestimmter Meilensteinen oder einer nächsten Unternehmenszyklusphase. Das Staging kann als Liquiditätssteuerung verstanden werden und orientiert sich am Businessplan.¹⁰⁶ Die einzelnen Finanzierungsrunden können als Seed, A, B, C, Expansion, Late Stage, Pre-IPO/Exit bezeichnet werden. Die A, B, C-Runden wären dabei einzelne Finanzierungsrunden in der Start-up-Phase.¹⁰⁷ Entsprechendes sollte allerdings vorab im

¹⁰³ Vgl. Tausend, Christian: Managementunterstützung, S.15

¹⁰⁴ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Managementunterstützung, S.39-42 und 163-165; Wagner, Holger-Michael, Managementunterstützung

¹⁰⁵ Vgl. Engels, Dirk: Managementunterstützung, S.52

¹⁰⁶ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Tranchenbildung, S.48

¹⁰⁷ Vgl. Wagner, Holger-Michael/ Nitsch, Axel: Finanzierungsrunden, S.6

Beteiligungsvertrag festgeschrieben werden, damit es bei der Umsetzung nicht zu Problemen zwischen PU und VCG kommt.¹⁰⁸ Falls nun der Fall eintritt, dass das PU die nächste Unternehmensphase nicht erreicht, bringt das Staging den Vorteil, dass nur das bisher investierte Kapital verloren ist.

Ein positiver Nebeneffekt des Stagings ist zudem, dass das Management gezwungen ist, sparsam und wirtschaftlich mit dem Kapital umzugehen (Budgetdisziplin), da es immer nur in begrenztem Umfang zur Verfügung steht. Abschließend kann zum Staging gesagt werden, dass es, aufgrund des hohen Beteiligungsrisikos, dabei helfen soll einen Totalausfall des Beteiligungskapitals zu vermeiden.¹⁰⁹

4.1.3 Vorteile durch hohes Renditepotenzial

VC zeichnet sich durch Investitionen in junge Unternehmen aus. Auch wenn diese Unternehmen in den folgenden Jahren viel Kapital benötigen werden, so ist die Beteiligung an einem jungen Unternehmen in den meisten Fällen für eine VCG vergleichsweise günstig gegenüber einer Beteiligung in einer späteren Unternehmensphase. Es gilt die Regel „buy low – sell high“.¹¹⁰

Die seitens der VCG durchgeführte Due Diligence soll die Unternehmen herausfiltern, die aufgrund ihrer Geschäftsidee, das größte Wertsteigerungspotenzial besitzen bzw. versprechen. Sollten die Erwartungen zutreffen und das PU seinen Wert tatsächlich steigern, wird die VCG aller Voraussicht nach bei einer Veräußerung eine positive Rendite erzielen. Zuletzt abgeschlossene Deals, wie der von WhatsApp, zeigen, dass dabei keine Grenzen nach oben gesetzt sind. Man muss jedoch dazu sagen, dass dies nicht der Regelfall ist. Bei VC-Beteiligungen wird im Normalfall eine Mindestrendite von 10% angestrebt.¹¹¹

Ebenfalls muss an dieser Stelle noch erwähnt werden, dass trotz intensiver Risikoprüfung nur etwa 2/3 der PU eine positive Rendite erzielen. Einen extrem hohen Wertzuwachs (High Flyers) erreichen gar nur 10% der PU.¹¹²

Trotzdem ist das hohe Renditepotenzial ein Vorteil den die VC-Finanzierung bietet. Auch bringen in der momentanen Niedrigzinsphase klassische Anlagen, wie Aktienfonds oder Anleihen, weitaus weniger Rendite.

Bei CVCG rückt der Renditevorteil etwas in den Hintergrund. Natürlich möchten auch die CVCG eine Beteiligung erfolgreich abschließen. Bei ihnen zählt allerdings

¹⁰⁸ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Beteiligungsvertrag, S.47

¹⁰⁹ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Budgetdisziplin, S.48

¹¹⁰ Vgl. Wagner, Holger-Michael/ Nitsch, Axel: Renditepotenzial, S.6

¹¹¹ Wagner, Holger-Michael: Renditepotenzial

¹¹² Vgl. Engels, Dirk: High Flyers, S.53

eher der strategische Mehrwert, der durch die PU entstehen kann, als Vorteil. Einen solchen Mehrwert erlangen sie bspw. durch den Zugang zu Schlüsselressourcen, wie z.B. neuen Technologien.¹¹³

4.2 Nachteile der Venture-Capital-Finanzierung aus Sicht der Beteiligungsgesellschaft

4.2.1 Nachteile aus asymmetrischer Informationsverteilung

Auf die Problematik der Agency-Theorie wurde teilweise bereits in Kapitel 3.4.1.1 eingegangen. Ziel dieser Theorie ist, die bei der Delegation von Verfügungsrechten (im Englischen Property Rights) z. B. von einem Investor oder einer VCG (principal) auf ein Unternehmen (Agenten) entstehenden Probleme zu identifizieren. Herausgestellt haben sich dabei die Anreiz- und Kontrollprobleme bei ungleicher Informationsverteilung (hidden information) sowie nicht beobachtbare Handlungen (hidden action).

Nach der Agency-Theorie, verfolgen sowohl der principal als auch der agent das Ziel der eigenen Nutzenmaximierung. Die Gefahr für die VCG liegt nun darin, dass das PU der VCG wichtige Informationen vorenthält, um eben die eigene Nutzenmaximierung nicht zu gefährden, die lauten könnte möglichst schnell Investoren zu finden. Das PU befindet sich zudem viel näher am Absatzmarkt und am operativen Tagesgeschäft als die VCG. Dadurch ist das PU meistens auch in beiden Bereichen besser informiert und hat ggf. Vorteile gegenüber der VCG. Für die VCG steigt durch die principal-agent-Situation das Risiko. Mit dieser Erkenntnis kann die VCG jedoch bei der Beteiligungsvertragsgestaltung teilweise Vorsorge treffen und bspw. regelmäßige Unternehmensberichte vertraglich festlegen.

Um ein Delegationsmodell zwischen principal und agent zu beurteilen, werden die entstehenden Agency-Kosten verglichen. Am effizientesten ist dabei das Modell, welches die niedrigsten Agency-Kosten aufweist. Agency-Kosten können für die VCG z. B. durch übertriebene Darstellung von Qualifikation/ Motivation seitens des PU und eine entsprechende falsche Beurteilung dieser durch die VCG entstehen. Zudem kann das PU seine Geschäftsentwicklung falsch darstellen.¹¹⁴

Aus dieser Theorie heraus ergibt sich der große Nachteil der asymmetrischen bzw. ungleichen Informationsverteilung. Darunter fallen die Probleme, die bei der oben beschriebenen Property Rights und Agency Theorie noch nicht berücksichtigt wur-

¹¹³ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Budgetdisziplin, S.71

¹¹⁴ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Property Rights und Agency-Theorie, S.135 f, 139 f

den. Hierzu zählen auch Probleme, die zu Marktversagen führen können. Bei der VC-Finanzierung zählen aber vorwiegend die Probleme, die beim Informationsfluss zwischen VCG und PU kurz vor Beteiligungsstart und evtl. vor einem späteren Börsengang entstehen können. Die Gründe für solche Probleme können a) die Kosten sein, die die Informationsbereitstellung im PU verursacht, b) eine Moral-Hazard-Situation sein, da Informationsvorsprünge vom PU als Vorteil genutzt werden könnten, c) das Interesse des PU sein, die Informationsverbreitung kontrollieren und steuern zu wollen.¹¹⁵

4.2.2 Nachteile durch hohes Verlustrisiko

Aus dem zuvor genannten Nachteil asymmetrischer Informationen ergibt sich der zweite große Nachteil einer VC-Finanzierung. Das extrem hohe Risiko der gesamten Beteiligung im Hinblick auf den Totalverlust des eingesetzten Kapitals. Erschwerend hinzukommt, dass bei dieser Art von Beteiligung, der Kapitalgeber zwischenzeitlich keine laufenden Erträge, wie Zinsen oder Dividenden erhält. Zinsen sind nicht möglich, da sie nur auf Fremdkapital gezahlt werden und eine Dividende kann, wenn überhaupt vorgesehen, nur dann gezahlt werden, wenn das PU Gewinne erwirtschaftet. Ziel von VC-Beteiligungen ist wie bereits beschrieben, einen möglichst hohen Unternehmenswert zu schaffen, um diesen bei einer Veräußerung zu realisieren.

Die der VCG vorenthaltenen Informationen oder fehlerhafte Informationen können so gravierend sein, dass das Geschäftsmodell vom PU scheitert. Ein Scheitern hat in der Regel zur Folge, dass das eingesetzte und verausgabte Kapital total verloren ist und ein Veräußerungsgewinn nicht mehr erzielt werden kann, da kein neuer Investor ein gescheitertes Geschäftsmodell kauft.¹¹⁶ Um das Risiko zu reduzieren investiert die VCG über den VC-Fonds in viele PU. Somit kann sie das Risiko diversifizieren. Die Historie hat gezeigt, dass bei Investitionen mit hohen Informationsasymmetrien gut ein Drittel der PU trotz der intensiven Prüfung scheitert. Zwei Drittel schaffen es also und müssen die Verlustbeteiligungen mindestens ausgleichen können. Nur so kann der VC-Fonds eine Rendite erzielen.¹¹⁷

¹¹⁵ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Informationsasymmetrien, S.149 f

¹¹⁶ Wagner, Holger-Michael: Verlustrisiko

¹¹⁷ Vgl. Engels, Dirk: Risikodiversifizierung, S.53

4.3 Einflussfaktoren auf das Fundraising

4.3.1 Makroökonomische Einflussfaktoren

Die Faktoren können in zwei Gruppen untergliedert werden, die Einfluss auf das Fundraising der VCG nehmen oder nehmen können. Als Erstes die Makroökonomischen Einflussfaktoren, die man auch als Rahmenbedingungen bezeichnen könnte. Und als zweite Gruppe, die der mikroökonomischen Einflussfaktoren. Diese betreffen die einzelne VCG direkt und sind daher auch in gewisser Weise von ihr selbst wiederum beeinflussbar.

Das Fundraising makroökonomisch beeinflussen, können z.B. die PU durch eine entsprechende Nachfrage nach Venture Capital. Wenn bspw. der Start-up-Markt derzeit kein weiteres VC benötigt, werden die VCG Schwierigkeiten haben Kapitalgeber zu finden, da die Aussichten hinsichtlich beteiligungswürdiger PU eher negativ sind. Das für VC-Kapital zur Verfügung stehende Kapital würde demzufolge sinken. Andererseits kann eine hohe Zahl erfolgreicher Exits im VC-Markt das Angebot sowohl auf PU-Ebene als auch bei VC-Geber selbst erhöhen.

In gewisser Weise können auch zyklische Schwankungen vorkommen. Hier wären etwa Wirtschaftsflauten oder -krisen denkbar. Zu erklären ist dies damit, dass das durch die Finanzkrise vernichtet Kapital nicht mehr zur Verfügung steht und das verbleibende Kapital eher in sichere Anlagen als in risikoreiche investiert wird.¹¹⁸ Erkennbar wird dies anhand der Fundraisingdaten im VC-Markt der Jahre 2008 bis 2012. 2007/ 2008 begann die bis heute andauernde Finanzkrise. Das Fundraising halbierte sich in Europa fast von ca. 6,2 Mrd. € (2008) auf 3,6 Mrd. € (2009). Auf diesem Niveau lag es 2012 weiterhin. Noch etwas schlechter ist die Lage in Deutschland. Hierzulande sank das VC von 1,3 Mrd. € (2008) auf etwas mehr als 400 Mio. € (2009). 2012 wurden nur noch 260 Mio. € akquiriert.¹¹⁹

US-Amerikanische Studien haben ergeben, dass es einen Zusammenhang zwischen dem Fundraisingserfolg und den VC-finanzierten IPO's gibt. In den Jahren, in denen es nur wenig Aktivität bei den IPO's gab, konnte im Fundraising nur wenig VC akquiriert werden. Stieg die Anzahl erfolgreicher IPO's an, erhöhte sich auch das akquirierte VC. Zu erklären ist dies mit einer erhöhten Erfolgswahrscheinlichkeit, die durch die große Anzahl an erfolgreicher IPO's suggeriert wird.¹²⁰

¹¹⁸ Vgl. Gompers, Paul/ Lerner, Josh: Makroökonomische Faktoren, S.62

¹¹⁹ Vgl. BVK: Dokument 1: Fundraising 2008-2012 in Europa, S.1

¹²⁰ Vgl. Gompers, Paul: IPO-Einfluss auf Fundraising, S.1093

Großen Einfluss auf das Fundraising können zudem regulatorische Reformen und politische Entscheidungen haben. Insbesondere zählen hierzu die Besteuerungssätze auf die Veräußerungsgewinne. Wurden in der Vergangenheit die Besteuerungssätze gesenkt, erhöhten sich zeitnah die VC-Investitionen und somit zwangsläufig auch das geraiste Kapital.¹²¹ In Kapitel 2.5 wurde dies bereits kurz thematisiert. Die unsichere Besteuerungsthematik existiert schon länger im VC-Markt und hemmt potenzielle VC-Geber in diesen Markt zu investieren. Diese undurchsichtige und teilweise ungeklärte Besteuerung ist auch in Deutschland zu beobachten und wurde vom BVK bestätigt. Insbesondere verweist er auf die seit 2003 ungeklärte Situation bei der Steuertransparenz. Dabei geht es um die Frage, ob die VCG ihre Erträge versteuern muss, bevor sie sie an die Investoren auszahlt, was eine Doppelbesteuerung bedeuten würde. Bisher gibt sie die Erträge unversteuert an die Investoren weiter, die ihre Erträge lediglich entsprechend ihrer persönlichen Einkommenssteuer versteuern müssen. Seit 2008 ist zudem die Frage ungeklärt, ob auf die Managementleistung der VCG Umsatzsteuer gezahlt werden muss.¹²²

Der BVK nennt als weiteren Einflussfaktor, die erstmalige Regulierung des alternativen Investmentfonds-Kapitalmarkts. Das Europäische Parlament hat als eine Antwort auf die Finanzmarktkrise im November 2010 die Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFM), zu dt. eine EU-Richtlinie über die Verwalter alternativer Investmentfonds, verabschiedet. Diese wurde im Juli 2013 in deutsches Recht umgesetzt.

Das Ziel dieser Richtlinie ist, innerhalb der EU auf dem AIF-Markt ein gemeinsames Verfahren festzulegen, das die Investoren und Märkte gegen die AIF-Risiken und deren Folgen absichert. Die Regulierung beinhaltet u.a. strengere Anforderungen für die Zulassung von Fondsmanagern und sieht eine Aufsichtsbehörde für die AIF-Manager vor.¹²³ Bei Erfüllung aller Voraussetzungen bekommt der Fonds von der BaFin ein „Passport“, also ein Siegel. Dieses Siegel zeigt Investoren, dass die Beteiligungsgesellschaft geprüft wurde und erscheint somit sicherer, was sich positiv auf das Fundraising auswirken dürfte. Von der AIFM-Richtlinie sind allerdings nur relativ große Beteiligungsgesellschaften betroffen, da die Richtlinie erst ab einem Fondsvolumen von 250 Mio. € greift und somit nur in seltenen Fällen auch VC-Fonds betrifft, da deren Volumen meist niedriger ist.

¹²¹ Vgl. Gompers, Paul/ Lerner, Josh: Besteuerungsproblematik, S.61/62

¹²² Dahmann, Attila: Besteuerungsproblematik

¹²³ Vgl. o.V., Beck-Aktuell-Gesetzgebung: Ziel AIFM

Die EU hat daher im April 2013 die Verordnung zu Europäischen Fonds für Risikokapital (EUVECA) erlassen. Eine Verordnung tritt unmittelbar nach Bekanntgabe in Kraft und bedarf somit keiner Umsetzung in nationales Recht. Die EUVECA regelt das neue Siegel „Europäischer Risikokapital Fonds“. Ab sofort ist es für VC-Fondsmanager möglich ihre Fonds EU-weit mit einheitlichen Regelungen zu vertreiben und ihr Fondsvolumen dadurch zu vergrößern. Um das Siegel zu erhalten, muss der Fonds nachweisen, dass er mindestens 70% des von den Investoren bereitgestellten Kapitals tatsächlich in junge und innovative Unternehmen investiert. EU-weite einheitliche Regelungen und ein Siegel machen es potenziellen Investoren leichter, VC-Fonds zu bewerten und können so dazu beitragen Vorbehalte gegenüber dem Sektor abzubauen. Für VC-Fonds steigt dadurch das Potenzial mehr Kapital zu erhalten und somit größer zu werden. Der Vorteil für die Wirtschaft besteht gleichzeitig darin, dass größere VC-Fonds mehr VC für einzelne Unternehmen bereitstellen können. Insbesondere für KMU könnte dies eine Zunahme ihrer Wettbewerbsfähigkeit auf dem Weltmarkt bedeuten.¹²⁴

Andere regulatorische Maßnahmen, die direkt die Investoren betreffen, können allerdings das Fundraising negativ beeinflussen. Als Beispiele können hier Basel III (Bankensektor) und Solvency II (Versicherungsbranche) aufgeführt werden, die sowohl die Eigenkapitalbasis als auch Liquiditätsvorschriften betreffen. Durch solche Maßnahmen können Investoren, hinsichtlich ihrer Möglichkeit in VC zu investieren, beschränkt werden und bedeutet eine Reduzierung des potenziellen VC.¹²⁵

Hieraus ergibt sich eine neue Wettbewerbssituation, die dazu führt, dass der deutsche VC-Markt zunehmend Kapital verliert. Als eine Lösung käme ggf. die Beteiligung öffentlicher Investoren, also Privatanleger, in Betracht. Als neues Instrument könnte dabei Crowdfunding helfen, wobei das daraus zu erwartenden Kapitalvolumen gering sein dürfte.¹²⁶

Weltweit ist zudem seit Jahren der Trend weg von der Intermediation hin zur Disintermediation zu erkennen. Große Unternehmen versuchen sich dabei selbst im Bereich VC und gehen unmittelbar Finanzbeziehungen zwischen VC-Geber und VC-Nehmer ein. Als Corporate Venturing wurde dies bereits in dieser Arbeit behandelt.¹²⁷ Zudem ist aber auch der Trend zu erkennen, dass vermehrt Family Offices große Summen investieren.¹²⁸

¹²⁴ Vgl. Europäische Kommission: EUVECA; Dahmann, Attila: EUVECA

¹²⁵ Dahmann, Attila: Basel III / Solvency II

¹²⁶ Vgl. o.V., VC-Magazin 4/2014: Crowdfunding, S.30

¹²⁷ Vgl. Schefczyk, Michael (2004): Disintermediation, S.167

¹²⁸ Dahmann, Attila: Disintermediation

In Deutschland gibt es außerdem aufgrund des umlagefinanzierte Rentensystems keine großen Pensionsfonds, wie das in den USA der Fall ist. Dort sind Pensionsfonds ein wichtiger Investor u.a. auf dem Beteiligungskapitalmarkt und somit auch im Bereich VC. Es fehlen daher in Deutschland gewisse Investoren, wodurch das verfügbare Risikokapital reduziert wird. Viele deutsche VCG sind daher gezwungen mit ihren Fonds ins Ausland zu gehen und dort nach Investoren zu suchen. Der BVK gibt hierbei Hilfestellung und veranstaltet sogenannte Roadshows, zu denen sie einzelne Fondsgesellschaften einlädt und sie mit potenziellen Investoren in Kontakt bringt.¹²⁹

4.3.2 Mikroökonomische Einflussfaktoren

Bisherige Untersuchungen auf diesem Gebiet haben ergeben, dass eine gute Performance in früheren VC-Fonds sowie eine hohe Reputation der VCG das Fundraising positiv beeinflussen.¹³⁰ Beides kann unter dem Begriff Track Record zusammengefasst werden. Manche Studien haben aber gezeigt, dass auch VCG ohne langjährigen Track Record ein Fundraising erfolgreich durchführen können. Für die jungen VCG (Firsttime-Fonds) ist es allerdings wichtig, möglichst schon in der Vorbereitungsphase einen Ankerinvestor zur Zeichnung zu bewegen, um weitere Investoren anzulocken. Ebenso ist die Qualität des Fondsmanagements wichtig. Es wäre also ein Vorteil, wenn die Manager einen persönlichen Track Record vorweisen können, um den fehlenden Track Record der VCG zu ersetzen. Weiterhin kann das Fundraising durch besondere Alleinstellungsmerkmale des Fonds besser durchgeführt werden. Bspw. könnte ein prominenter Unternehmer oder eine große Forschungsgemeinschaft den Fonds mit Kapital und Wissen unterstützen. Firsttime-Fonds, müssen sich zudem in der Regel auf private Investoren, große Unternehmen und staatliche Fördermittel konzentrieren.

Unabhängig vom Track Record müssen die Fondsmanager sehr gut ausgebildet sein und über die Branche/ Geschäftsideen, in die sie investieren möchten, ein hohes Verständnis vorweisen können. Kurzum, die Fähigkeiten des Managements müssen zur gewählten Fondsstrategie passen.

Ein nicht zu unterschätzender Faktor bei der Auflage eines Nachfolgefonds ist die kontinuierliche Beteiligung von bisherigen institutionellen Investoren. Andere Investoren werten dies als Qualitätssignal.

¹²⁹ Dahmann, Attila: Pensionsfonds

¹³⁰ Vgl. Gompers, Paul/ Lerner, Josh: Performance und Reputation, S.61/62

Gerade vor dem Hintergrund der Rahmenbedingungen in Deutschland und den Vorbehalten ausländischer Investoren, kann es hilfreich sein, den Fonds in einer ausländischen Rechtsform aufzulegen.

Letztlich bleibt noch festzuhalten, dass das Fundraising in Deutschland auf einem außerordentlich schwierigen Umfeld erfolgt und daher meistens ein Fundraisingzeitraum von mindestens 1,5 Jahren erforderlich ist.¹³¹

5 Fazit

Die Abgrenzung des Begriffs Venture Capital und die anschließende grundlegende Darstellung konnten zeigen, dass VC insbesondere für junge Unternehmen eine der wesentlichen Finanzierungsmöglichkeiten ist, zu der es nicht viele Alternativen gibt. VC konnte als Variante der Eigenkapitalfinanzierung durch Beteiligungsgesellschaften identifiziert werden. Als Eigenschaft für VC konnte gezeigt werden, dass VCG in der Regel junge Unternehmen mit innovativen Geschäftsideen als Beteiligungsunternehmen auswählen und sich bei ihnen mit Minderheitsbeteiligungen einbringen. Die Unternehmensbeteiligung kann dabei in unterschiedlichen Unternehmensphasen stattfinden. Die einzelnen Phasen wurden dazu in Early Stage, Expansion Stage und Late Stage unterschieden. Als übliche Einstiegsphasen konnten dabei die Early Stage und Expansion Stage ermittelt werden. Der Exit erfolgt in der Late Stage.

Die grundlegende Darstellung erforderte zudem die Klärung der Herkunft von VC. Dazu wurden die VC-Geber in ein formelles und ein informelles Segment unterteilt. Da auf dem informellen Markt Businessangels und Family Offices aktiv sind und keine VCG, wurde auf dieses Segment im weiteren Verlauf der Arbeit nur noch am Rande eingegangen. Der Fokus lag somit auf dem Formellen VC-Markt, auf dem VCG als Intermediäre tätig werden. Mit Bezug auf diese Tätigkeit wurde auch der Schwerpunkt der Arbeit gesetzt. Insbesondere ging es dabei um die Schwierigkeiten, denen VCG im Fundraising ausgesetzt sind.

Weiterhin konnte Fondsmodell erarbeitet werden und hat gezeigt, dass VCG über VC-Fonds Kapital einsammeln und damit in verschiedene Unternehmen investieren. Die Diversifizierung erfolgte zum einen aus Gründen der Risikostreuung und zum anderen wegen des dadurch steigenden Renditepotenzials. In Deutschland ist als Rechtsform für die VC-Fonds die GmbH & Co.KG üblich, international betrachtet ist es die Private Limited Partnership.

¹³¹ Vgl. Kuckertz, Andreas/ Middelberg, Nils: Track Record, S.21-25

Da VCG, das für die Investitionen benötigte VC nicht besitzen, sind sie gezwungen ein Fundraising zu betreiben. Diese Arbeit hat sich daher im nächsten Schritt mit den beiden beteiligten Parteien am Fundraisingprozess auseinandergesetzt. Zunächst wurden die VCG als Intermediäre beschrieben, die sowohl für das Fundraising als auch letztendlich für die eigentliche Beteiligung verantwortlich sind. Zusätzlich wurden die VC-Geber, also die Investoren, vorgestellt und in verschiedene Gruppen untergliedert. Um die Interessen der beiden Parteien darzustellen, wurden auch jeweils die Ziele und Motive der Parteien erläutert und geben ein Gefühl, für die VC-Finanzierung.

In chronologischer Reihenfolge erfolgte nach der Fundraisingdarstellung die Untersuchung der Vorbereitungs- und Durchführungsphase eines Investitionsprozesses. Hier konnten teils mit Praxisbezug die Kernpunkte im Investitionsprozess ermittelt und auch grafisch gezeigt werden. Als Hauptaufgabe der VCG in der Vorbereitungsphase wurde die Due Diligence beschrieben, mit der die VCG Unternehmen herausfiltert, die das potenziell stärkste Wachstum versprechen. Am Ende der Investitionsphase folgt die Desinvestition. Hierzu wurden verschiedene Möglichkeiten als Exit-Kanäle aufgezeigt und erläutert. Im Ergebnis kann dabei festgehalten werden, dass in Europa der Trade sale relativ häufig vorkommt und eine gute Rendite erwirtschaftet werden kann. Daneben gibt es noch den IPO, der der beliebteste Exit-Kanal, insbesondere in den USA, ist.

Im Rahmen der kritischen Analyse wurden zunächst die Vor- und Nachteile einer VC-Finanzierung aus Sicht der Beteiligungsgesellschaft ausgearbeitet. Als erster Vorteil konnte die Managementunterstützung seitens der VCG genannt werden. Hierdurch erhält die VCG die Möglichkeit u.a. korrigierend auf das PU-Management einzuwirken und es in die gewünschte Marktposition zu bringen. Dadurch erhöht sich auch das Renditepotenzial, welches als weiterer Vorteil genannt wurde. Der dritte Vorteil hängt mit der Risikominimierung und Liquiditätskontrolle zusammen und wurde in der Arbeit unter dem Fachbegriff Staging aufgeführt.

Eine VC-Finanzierung bringt jedoch auch Nachteile mit sich. Ein großer Nachteil ist das hohe Verlustrisiko, da die Investitionen in junge Unternehmen sehr riskant sind und die Entwicklung der Unternehmen nur vage geschätzt werden kann. Auch gibt es keine laufenden Erträge aus der Beteiligung, sondern die Rendite richtet sich ausschließlich nach dem Veräußerungserlös. Zum Risiko trägt zudem die asymmetrische Informationsverteilung bei, was als weiterer Nachteil genannt wurde. Hierbei wurde das Problem beschrieben, dass zwischen Investor, VCG und PU eine princi-

pal-agent-Situation entsteht, wonach jede Partei unterschiedliche Informationen zur Beteiligung besitzen kann.

Als zweites bezog sich die kritische Analyse auf die Einflussfaktoren im Fundraising. Mit Hilfe von Daten seitens des BVK sowie einer Internet- und Literaturrecherche konnten diverse Einflussfaktoren identifiziert werden. Diese wurden zunächst in Makroökonomische und Mikroökonomische Einflussfaktoren untergliedert, womit dargestellt wurde, dass makroökonomische Faktoren von der VCG nicht beeinflusst werden können und entsprechend als gegebene Rahmenbedingungen zu verstehen sind. Aufgrund der Analyse ist festzustellen, dass eine sinkende VC-Nachfrage und eine mangelhafte oder sinkende Kapitalverfügbarkeit, entweder regional betrachtet oder bspw. durch Wirtschaftskrisen, negativ das Fundraising beeinflussen können. Regional betrachtet wurde hierzu das Beispiel der großen Pensionsfonds gebracht, die es in Deutschland nicht gibt. Weitere Rahmenbedingungen können regulatorische Maßnahmen sein, wie sie 2013 als Antwort auf die Finanzmarktkrise umgesetzt wurden. Es ist dabei aber nicht zwangsläufig nur von negativen Folgen für das Fundraising auszugehen. Bspw. beinhaltet die EUVECA auch Potenzial das Fundraising in Europa zu vereinfachen. Als letzter Punkt wurden zudem ungeklärte Besteuerungsfragen, speziell in Deutschland, als Fundraisingproblem genannt, da Investoren hierdurch gehemmt werden können.

Als nahezu einziger mikroökonomischer Faktor, der das Fundraising also direkt beeinflussen kann, wurde der Track Record der VCG aufgeführt. VCG können somit nur durch ihre eigene Reputation und Qualität der Investments bzw. der Investmentmanager, größeren Einfluss auf das Fundraising nehmen.

Zum Schluss soll noch ein kurzer Ausblick gewagt werden, allerdings lassen sich Entwicklungen auf Kapitalmärkten nur schwer voraussagen. Zukünftig kann die Bedeutung von VC in Deutschland jedoch zunehmen, wenn die Rahmenbedingungen weiter verbessert werden. Die aktuelle Bundesregierung möchte die Innovationen stärken und VC kann dabei einen großen Beitrag leisten. Das derzeitige Niveau liegt jedoch noch immer unter dem Niveau aus den Jahren vor der Finanzmarktkrise. In den USA hat sich VC etabliert und existiert dort bereits seit vielen Jahrzehnten. Deutschland als VC-Standort hat somit noch Aufholbedarf.

Literaturverzeichnis

BASF Venture Capital GmbH, <http://www.basf-vc.de/index.php?id=80>, eingesehen am 17.04.2014.

Betsch, Oskar/ Groth, Alexander P./ Schmidt, Kay: Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, München/ Wien, 2000.

Brinkroff, Andreas: Managementunterstützung durch Venture-Capital-Gesellschaften, Diss., Wiesbaden, 2002.

Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Existenzgründungsportal des BMWi: Businessplan - Inhalt und weiterführende Infotipps. <http://www.existenzgruender.de/selbstaendigkeit/vorbereitung/businessplan/03/index.php>, eingesehen am 18.04.2014.

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK): BVK-Statistik: Das Jahr in Zahlen 2013, Berlin, Februar 2014.

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK): BVK-Studie: Private Equity-Prognose 2014 – Erwartungen der deutschen Beteiligungsgesellschaften zur Marktentwicklung, Berlin, Februar 2014.

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK): BVK-Studie: Fundraising 2007/2008 – Einschätzung der aktuellen Fundraising-Situation aus Sicht der deutschen Beteiligungsgesellschaften, Berlin, 2008.

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK): Dokument 1, Fundraising 2008-2012 in Europa, Daten aus EVCA Yearbook 2013, Berlin, 2013.

Burggraf, Alexander: Wettbewerbsstrategie bei Unternehmensgründungen – Die Einflussnahme der Kapitalgeber, Diss., Wiesbaden, 2012.

Deutsche Börse AG: Börsenlexikon: Neuer Markt. <http://www.boerse-frankfurt.de/de/lexikon/n/neuer+markt+906>, eingesehen am 18.04.2014.

Caselli, Stefano: *Private Equity and Venture Capital in Europe – Markets, Techniques, and Deals*, Amsterdam (u.a.), 2010.

Engel, Dirk: *Venture Capital für junge Unternehmen*, Diss., in: *Schriftenreihe des ZEW Band 71*, Baden-Baden, 2004.

EU-Kommission: *Verordnung zu Europäischen Fonds für Risikokapital (EUVECA)*.
http://ec.europa.eu/internal_market/investment/venture_capital/index_de.htm
, eingesehen am 21.04.2014.

Freese, Behrend: *Corporate-Venture-Capital-Einheiten als Wissensbroker – Empirische Untersuchung interorganisationaler Beziehungen zwischen Industrie- und Start-up-Unternehmen*, Diss., Wiesbaden, 2006.

Glaeser, Susanne: *Groß, größer, mega – Neuer Boom der Milliarden-Fonds*, in: *VentureCapital-Magazin*, Ausgabe 3/2014, München, 2014.

Gompers, Paul/ Lerner, Josh: *The Venture Capital Cycle*, 2. Auflage, Cambridge, Massachusetts: MIT Press, USA, 2006.

Gompers, Paul: *Venture Capital growing pains: Should the market diet?* In: *Journal of Banking & Finance* 22 (Seiten 1089-1104), o.O., 1998.

Handelsblatt: *Die beliebtesten Leasing-Objekte*.
<http://www.handelsblatt.com/unternehmen/leasing-spezial/studie-die-beliebtesten-leasing-objekte/6548120.html#image>, eingesehen am 18.04.2014.

Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW-Mittelstandsbank): *Existenzgründung*.

<https://www.kfw.de/inlandsfoerderung/Privatpersonen/Gr%C3%BCnden-Erweitern/>, eingesehen am 18.04.2014.

Kuckertz, Andreas/ Middelberg, Nils: *Gestaltungsmöglichkeiten für das Fundraising von Venture-Capital-Fonds*, in: *BAI-Newsletter Mai 2007*, Bonn, 2007.

Middelberg, Nils: *Erfolgsfaktoren bei der Investitionsmittelinwerbung von Venture-Capital-Gesellschaften*, Eine Mixed-Method-Analyse, Wiesbaden, 2013.

Muse, Alexander: The VC Address of Choice: Sand Hill Road.

*<http://www.startupmuse.com/2011/03/the-vc-address-of-choice-sand-hill-road/>,
eingesehen am 18.04.2014.*

Nathusius, Klaus: Grundlagen der Gründungsfinanzierung – Instrumente, Prozesse, Beispiele, 1. Auflage 2001, Wiesbaden.

Olfert, Klaus: Finanzierung, 16.Auflage, Herne, 2013.

o.V.: Beck-Aktuell-Gesetzgebung: Ziel des AIFM Gesetzes.

<http://gesetzgebung.beck.de/node/1022110>, eingesehen am 20.04.2014.

o. V.: Koalitionsvertrag der 18. Legislaturperiode: Deutschlands Zukunft gestalten, Rheinbach, 2014.

*o.V.: Silicon Valley: Companies. <http://www.siliconvalley.com/companies>,
eingesehen am 18.04.2014.*

o.V.: Investoren starten in den VC-Markt 3.0, in: VentureCapital Magazin, Ausgabe 4/2014, München, 2014.

Perridon, Louis/ Steiner, Manfred/ Rathgeber, Andreas: Finanzwirtschaft der Unternehmung, 15.Auflage, München, 2009.

Scharf, Andreas/ Schubert, Bernd/ Hehn, Patrick: Marketing – Einführung in Theorie und Praxis, 5.Auflage, Stuttgart, 2012.

Schefczyk, Michael: Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital Gesellschaften – Analyse der Investitionsaktivitäten und des Beteiligungsmanagements von Venture Capital-Gesellschaften, 2.Auflage, Stuttgart, 2000.

Schefczyk, Michael: Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital Gesellschaften – Analyse der Investitionsaktivitäten und des Beteiligungsmanagements von Venture Capital-Gesellschaften, 3.Auflage, Stuttgart, 2004.

Tausend, Christian: Selektion von Venture Capital-Fonds durch institutionelle Investoren, Diss., in: Schriftenreihe: Innovation und Entrepreneurship, Franke, Nikolas (Hrsg.), Wiesbaden, 2006.

Wagner, Holger-Michael/ Nitsch, Axel: What ist Venture Capital?, T-Venture Holding GmbH, PowerPointPräsentation, Bonn, 2014.

Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang, 3.Auflage, München, 2007.

Wöhe, Günter: Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 24.Auflage, München, 2010.

Rechtsquellenverzeichnis

Handelsgesetzbuch

Gesetz über die Verwaltung des ERP-Sondervermögens

Expertenverzeichnis

Bolits, Martin, Leiter PR & International Relations, Geschäftsstelle des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V., Reinhardstraße 29b, 10117 Berlin, Gespräch am 16.04.2014.

Dahmann, Attila, Leiter Marktinformation und Forschung, Geschäftsstelle des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V., Reinhardstraße 29b, 10117 Berlin, Gespräch am 16.04.2014.

Wagner, Holger-Michael, Senior Investment Manager, T-Venture Holding GmbH, Gotenstr. 156, 53175 Bonn, Deutschland Gespräch am 24.03.2014.

Eidesstattliche Erklärung

Hiermit versichere ich, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne fremde Hilfe angefertigt habe. Ich versichere auch, dass ich bei allen Gedanken, Befunden und anderen Inhalten, die nicht von mir stammen, direkt vor Ort auf die entsprechenden Quellen verwiesen habe. Alle wörtlichen Zitate sind als solche kenntlich gemacht.

Bovenden, 23.04.2014

Marc-André Kunze