

Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie
und Berufsakademie Göttingen

Dr. Andrea Eickemeyer

**Venture Capital-Gesellschaften als
Kapitalgeber für innovative Unternehmen –**

**Grundlegende Darstellungen mit
kritischem Blick auf die Auswahl
der Portfoliounternehmen**

Thesis

Sabrina Schneemann
Ludwig-Quidde-Weg 16
37077 Göttingen

Matrikelnummer: 07.W.014

Vorlage am 26.04.2010

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis..... IV

Abbildungsverzeichnis..... V

Tabellenverzeichnis..... VI

1 Einleitung 1

2 Grundlegende Darstellungen sowie notwendige Definitionen und

Abgrenzungen 2

2.1 Definition und Einordnung von Venture Capital 2

 2.1.1 Definition von Venture Capital..... 2

 2.1.2 Einordnung des Venture Capital in die Systematik der
 Finanzierungsformen 3

2.2 Venture Capital und alternative Finanzierungsformen für innovative
 Unternehmen 5

 2.2.1 Definition von innovativen Unternehmen..... 5

 2.2.2 Relevanz der Finanzierungsformen für innovative Unternehmen 7

2.3 Venture Capital-Gesellschaften und ihre Portfoliounternehmen als
 Teilnehmer am Venture Capital-Markt 8

 2.3.1 Definition und Funktion von Venture Capital-Gesellschaften..... 8

 2.3.2 Abgrenzung von Venture Capital-Gesellschaften gegenüber weiteren
 Anbietern von Venture Capital 9

 2.3.3 Definition von Portfoliounternehmen 12

 2.3.4 Organisatorische Gestaltung von Venture Capital-Finanzierungen 12

2.4 Ziele und Motive von Venture Capital-Gesellschaften und ihren
 Portfoliounternehmen 14

3 Portfoliobildung und Ablauf einer Venture Capital-Finanzierung 15

3.1 Portfoliostrategien der Venture Capital-Gesellschaften 15

 3.1.1 Strategie der Diversifikation 15

 3.1.2 Strategie der Spezialisierung 17

3.2 Prüfung, Bewertung und Auswahl potentieller Portfoliounternehmen	18
3.2.1 Zugang zu potentiellen Portfoliounternehmen.....	18
3.2.2 Prüfung der Beteiligungswürdigkeit potentieller Portfoliounternehmen .	19
3.2.3 Beteiligungsverhandlung zwischen Venture Capital-Gesellschaften und potentiellen Portfoliounternehmen	21
3.3 Investitionsphasen einer Venture Capital-Finanzierung.....	22
3.3.1 Frühphasen-Finanzierung	23
3.3.2 Expansions-Finanzierung	25
3.3.3 Spätphasen-Finanzierung	27
3.4 Exitstrategien der Venture Capital-Gesellschaften.....	29
4 Kritische Analyse der Portfoliobildung und der Finanzierung mit Venture Capital	32
4.1 Analyse der Portfoliostrategien von Venture Capital-Gesellschaften	32
4.2 Ausgewählte Vorteile und Chancen für Venture Capital-Gesellschaften	34
4.2.1 Informations-, Kontroll- und Einwirkungsrechte als Vorteil für Venture Capital-Gesellschaften	34
4.2.2 Staging als Chance für Venture Capital-Gesellschaften.....	35
4.2.3 Beteiligungsmonitoring als Chance für Venture Capital-Gesellschaften	36
4.3 Ausgewählte Nachteile und Risiken für Venture Capital-Gesellschaften.....	37
4.3.1 Ausbleiben laufender Zins- und Tilgungszahlungen seitens der Portfoliounternehmen als Nachteil für Venture Capital-Gesellschaften .	37
4.3.2 Asymmetrische Informationsverteilung über die zu finanzierende Innovation als Risiko für Venture Capital-Gesellschaften.....	38
5 Schlussbetrachtung	40
Anhang.....	43
Literaturverzeichnis.....	44
Eidesstattliche Erklärung.....	53

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
bzw.	beziehungsweise
Diss.	Dissertation
Habil.-Schr.	Habilitationsschrift
Hrsg.	Herausgeber
i.e.S.	im engeren Sinne
i.w.S.	im weiteren Sinne
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
o.V.	ohne Verfasser
Tab.	Tabelle
u.a.	unter anderem
Vgl.	Vergleiche
z.B.	zum Beispiel

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Funktionsprinzip einer Venture Capital-Finanzierung 13

Abbildung 2: Risikoreduktion durch Diversifikation..... 17

Abbildung 3: Quellen des Deal Flows 19

Abbildung 4: Idealtypische Finanzierung in den Unternehmenslebensphasen43

Abbildung 5: Exit im Wertschöpfungsprozess von Venture Capital-Gesellschaften.29

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Klassifizierung der Unternehmensgröße in KMU6

1 Einleitung

Innovationen sind für die wirtschaftliche Entwicklung einer Volkswirtschaft von besonderer Relevanz. Insbesondere exportorientierte und rohstoffarme Industrieländer, wie die Bundesrepublik Deutschland, benötigen im Zuge steigender Globalisierungstendenzen der Weltwirtschaft zur Sicherstellung ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit Innovationsleistungen.¹ Aus diesem Grund müssen die Unternehmen kontinuierliche und häufig sehr riskante Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten leisten. Es ist von elementarer Bedeutung, dass es in der Volkswirtschaft ausreichend Unternehmen gibt, die diese Risiken eingehen und die mit einer Innovation zusammenhängenden Chancen am Markt nutzen. Neben der Innovationsleistung bereits bestehender Unternehmen sind vor allem junge Unternehmen mit neuen Ideen unerlässlich. Letztere haben aufgrund ihrer geringen Kapitalausstattung im Vergleich zu etablierten und großen Unternehmen oftmals erhebliche Finanzierungsschwierigkeiten. Indessen erfordert die Umsetzung der aussichtsvollen Ideen umfassende Investitionen und somit einen hohen Kapitalbedarf. Zur Lösung dieses Problems stellt das externe Eigenkapital in Form von Venture Capital eine vielversprechende Finanzierungsalternative für junge innovative Unternehmen dar. Die Besonderheiten des Venture Capital sind direkt auf die Finanzierung von Unternehmen in der Frühphase zugeschnitten.²

Der Fokus dieser Arbeit liegt zum einen auf der Kapitalbereitstellung seitens der Venture Capital-Gesellschaften und zum anderen auf der Auswahl innovativer und beteiligungswürdiger Unternehmen. Ziel der Arbeit ist es zu untersuchen, ob diese Finanzierungsform zu dem gewünschten Erfolg einer Venture Capital-Gesellschaft führen kann. Darüber hinaus soll der Frage nachgegangen werden, wie ein Portfolio ausgestaltet sein muss, um eine Risikominimierung zu erreichen. Um der Beantwortung dieser Zielsetzung gerecht zu werden, wird zum Einstieg der vorliegenden Arbeit das Fundament zum Verständnis einer Venture Capital-Finanzierung gelegt. Dazu wird zunächst eine Charakterisierung von Venture Capital vorgenommen, bevor die grundsätzliche Einordnung in die Systematik der Finanzierungsformen stattfindet. Nach einer Vorstellung der innovativen Unternehmen werden die Venture Capital-Gesellschaften gegenüber weiteren Kapitalanbietern abgegrenzt (Kapitel 2). In diesem Teil der Arbeit erfolgt auch eine Darstellung der organisatorischen Gestaltung von Venture Capital-Finanzierungen und eine Herausarbeitung der Ziele und Motive beider Parteien. Im Anschluss daran werden die möglichen Portfoliostrategien aufgezeigt und der Auswahlprozess von Venture Capital-Gesellschaften

¹ Vgl. Heitzer, Bernd: Venture Capital-Gesellschaften, S. 1.

² Vgl. Roling, Jörg: Venture Capital, S. 1-2.

detailliert beschrieben. Das 3. Kapitel umfasst weiter die einzelnen Investitionsphasen. Außerdem findet hier eine Erläuterung der Alternativen zur Beendigung einer Beteiligung statt. Das daran anschließende Kapitel 4 widmet sich der kritischen Analyse einer Finanzierung mit Venture Capital. In diesem Abschnitt werden zunächst die Portfoliostrategien beurteilt. Des Weiteren erfolgt eine Beschreibung ausgewählter Vorteile und Chancen sowie Nachteile und Risiken aus Sicht der Venture Capital-Gesellschaften. Den Schlussteil bildet das 5. Kapitel, indem eine abschließende Betrachtung der Ziele dieser Arbeit erfolgt. Zudem werden hier die herausgearbeiteten Ergebnisse zusammengefasst und schließlich bewertet.

Dazu sollen die folgenden Leitfragen herangezogen werden: Welche Bedeutung kommt dem kritischen Auswahlprozess potentieller Beteiligungen zu? Durch welche Eigenschaften und Vorzüge zeichnet sich Venture Capital aus? Welche Portfoliostrategien erweisen sich als erfolgversprechend? Wie verläuft eine Finanzierung mit Venture Capital optimal? Welche maßgeblichen Chancen und Risiken ergeben sich für Venture Capital-Gesellschaften anhand dieser Finanzierungsform?

2 Grundlegende Darstellungen sowie notwendige Definitionen und Abgrenzungen

2.1 Definition und Einordnung von Venture Capital

2.1.1 Definition von Venture Capital

Der Begriff des Venture Capital stammt ursprünglich aus dem Englischen und wird im Deutschen häufig mit Wagnis- oder Risikokapital übersetzt. Hierbei handelt es sich um haftendes Eigenkapital, das einem Unternehmen (Venture Capital-Nehmer) von einem sogenannten Venture Capital-Geber langfristig zur Verfügung gestellt wird. Diese Form der Finanzierung ist dadurch gekennzeichnet, dass die Venture Capital-Geber keine Stellung von Sicherheiten durch die beteiligten Unternehmen verlangen. Des Weiteren muss dieses haftende Eigenkapital weder zurückgezahlt noch verzinst werden. Durch die Einlage wird der Venture Capital-Geber zum haftenden Partner des Unternehmensgründers. Vor allem innovative Unternehmen, die sich in der Frühphase befinden, ziehen diese Form der Finanzierung in Betracht.³ Weitere Zielgruppen des Venture Capital sind nicht-emissionsfähige Unternehmen mit erheblichen Wachstumschancen.⁴

³ Vgl. Weitnauer, Wolfgang: Venture Capital, S. 4.

⁴ Vgl. Lessat, Vera u.a.: Beteiligungskapital, S. 94.

Grundsätzlich stellt das Venture Capital eine spezielle Form der Beteiligungsfinanzierung dar, deren Anwendung bei allen Rechtsformen möglich ist.⁵ Venture Capital hat in innovativen Unternehmen die Aufgabe, das Wachstum und den Erfolg am Markt herbeizuführen. Außerdem steht die Weiterentwicklung von neuen Ideen im Vordergrund.⁶ Neben der Versorgung des Beteiligungsnehmers mit dem benötigten Kapital, gibt es weitere wichtige Merkmale einer Venture Capital-Finanzierung. Die Managementbetreuung und die Vermittlung neuer Geschäftskontakte zählen zu der nicht monetären Unterstützung seitens der Venture Capital-Geber.⁷ Im Rahmen der Venture Capital-Finanzierung finden die Kapitalversorgung sowie die Managementunterstützung in allen Entwicklungsphasen des Unternehmens und über alle Lebenszyklusphasen der innovativen Produkte hinweg statt.⁸ Die Unternehmen nutzen das zusätzliche Kapital, um risikobehaftete Innovationen finanzieren zu können. Venture Capital-Geber interessieren sich insbesondere für Unternehmen, bei denen neben dem Risiko der Beteiligung auch eine erhöhte Renditeerzielung zu erwarten ist. Als Ursachen für die Finanzierung mit Venture Capital sind unter anderem Neugründungen von Unternehmen und Erweiterungen bereits existierender Unternehmen zu erwähnen. Außerdem kann der Grund für eine Beteiligung darin liegen, dass ein Wechsel der Gesellschafter geplant ist.⁹

2.1.2 Einordnung des Venture Capital in die Systematik der Finanzierungsformen

Unternehmen stehen alternative Finanzierungsmöglichkeiten zur Verfügung, um ihren Kapitalbedarf zu decken. Die unterschiedlichen Formen der Finanzierung können anhand bestimmter Kriterien beurteilt werden. An dieser Stelle werden die folgenden Kriterien einer genaueren Betrachtung unterzogen:

- Herkunft der finanziellen Mittel
- Rechtsstellung des Kapitalgebers

Die Bewertung einer Finanzierung nach der Herkunft der finanziellen Mittel lässt sich weiter in die Außenfinanzierung und die Innenfinanzierung gliedern. Werden

⁵ Vgl. Busse, Franz-Joseph: Finanzwirtschaft, S. 90.

⁶ Vgl. Leopold, Günter/Frommann, Holger: Eigenkapital, S. 4.

⁷ Vgl. Rudolf, Markus/Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 30.

⁸ Vgl. Busse, Franz-Joseph: Finanzwirtschaft, S. 90.

⁹ Vgl. Schäfer, Henry: Unternehmensfinanzen, S. 170.

Finanzierungen der Rechtsstellung des Kapitalgebers zugeordnet, so ist zwischen der Eigenfinanzierung und der Fremdfinanzierung zu differenzieren.¹⁰

Die Beschaffung der finanziellen Mittel kann im Zuge der Außenfinanzierung in Form von Eigen- oder Fremdkapital erfolgen. Sofern Dritte das Kapital gegen Zinszahlungen zur Verfügung stellen und die Gläubiger zudem einen Anspruch auf Rückzahlung innerhalb eines festgelegten Zeitraums verhandelt haben, bezeichnet man das überlassene Kapital als Fremdkapital. Es ist ferner möglich, dass die finanziellen Mittel den Kapitalnehmern auf unbestimmte Zeit zur Verfügung gestellt werden. Liegt außerdem eine Beteiligung am Gewinn bzw. Verlust des Unternehmens vor, spricht man in diesem Zusammenhang von Eigenkapital.¹¹ Der Außenfinanzierung sind die Beteiligungs- und die Fremdfinanzierung zuzuordnen. Bei der Beteiligungsfinanzierung (Eigenfinanzierung) findet ein externer Zufluss von Eigenkapital und bei der Fremdfinanzierung ein externer Zufluss von Fremdkapital statt.¹² Die Beteiligungsfinanzierung beinhaltet die Bereitstellung von Eigenkapital durch Kapitaleinlagen. Dies kann sowohl durch alte als auch durch neue Gesellschafter erfolgen. Grundsätzlich ist die Beteiligungsfinanzierung bei der Gründung eines Unternehmens und bei späteren Kapitalerhöhungen von großer Bedeutung.¹³ Infolge der Fremdfinanzierung resultieren, aufgrund der Fremdkapitalaufnahme von außen, Gläubigerrechte. Die Kreditarten lassen sich innerhalb der Kreditfinanzierung (Fremdfinanzierung) anhand der Laufzeit in kurz-, mittel- und langfristige Kredite unterteilen.¹⁴

Im Rahmen der Innenfinanzierung erfolgt die Finanzierung innerhalb des Unternehmens aus eigener Kraft durch betriebliche Desinvestitionen. Im Unterschied zu der Außenfinanzierung wird hier dem Unternehmen Kapital in Form von Umsatzerlösen oder sonstigen Erlösen zugeführt. Eine Finanzierung aus dem betrieblichen Umsatzprozess wird aus zurückbehaltenen Gewinnen (Gewinnthesaurierung) sowie Abschreibungs- und Rückstellungsgegenwerten ermöglicht. Bei der Finanzierung aus sonstigen Kapitalfreisetzungen handelt es sich zum einen um Rationalisierung und zum anderen um Vermögensumschichtung.¹⁵ Unter Rationalisierung ist die Reduktion des Kapitaleinsatzes bei unverändertem Produktions- und Umsatzvolumen zu verstehen, die eine Freisetzung finanzieller Mittel hervorruft. Mit einer

¹⁰ Vgl. Busse, Franz-Joseph: Finanzwirtschaft, S. 45-46.

¹¹ Vgl. Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen: Unternehmensfinanzierung, S. 14.

¹² Vgl. Olfert, Klaus: Finanzierung, S. 239.

¹³ Vgl. Perridon, Louis/Steiner, Manfred: Finanzwirtschaft, S. 363.

¹⁴ Vgl. ebenda, S. 390-391.

¹⁵ Vgl. Olfert, Klaus: Finanzierung, S. 319.

Vermögensumschichtung ist die Umwandlung von materiellen oder immateriellen Vermögenswerten in eine liquide Form gemeint.¹⁶

In der Beteiligungsfinanzierung stellt das Beteiligungskapital einen Oberbegriff und das Venture Capital eine Sonderform von Beteiligungskapital dar.¹⁷ Darüber hinaus ist es möglich, die Beteiligungsfinanzierung (i.w.S.) in die Eigenfinanzierung und die Beteiligungsfinanzierung (i.e.S.) aufzuschlüsseln. Dabei beschreibt die Eigenfinanzierung die Eigenkapitalzuführung von außen durch bisherige Gesellschafter. Das Merkmal einer Beteiligungsfinanzierung (i.e.S.) ist die Eigenkapitalzuführung von außen durch neue Gesellschafter.¹⁸ Demzufolge ist Venture Capital in die Außenfinanzierung und genauer in die Beteiligungsfinanzierung (i.e.S.) einzuordnen.

2.2 Venture Capital und alternative Finanzierungsformen für innovative Unternehmen

2.2.1 Definition von innovativen Unternehmen

Der Begriff des innovativen Unternehmens beschreibt solche Unternehmen, die jung sind und aus Wachstumsbranchen kommen. Große Unternehmen fallen nicht unter diese Definition. Bei innovativen Unternehmen ist das Wachstum die Folge von Innovationen. Eine Innovation kann die Markteinführung von neuen Produkten und neuen Produktionsverfahren sein. Des Weiteren bewirken Innovationen, dass neue Märkte erreicht werden und die Effizienz der Unternehmen gesteigert wird. Junge innovative Unternehmen müssen einen erheblichen Teil der finanziellen Mittel in die Forschung und Entwicklung investieren.¹⁹ Die Orientierung an der Forschung und Entwicklung bezüglich der Innovationsaktivitäten stellt ein charakteristisches Merkmal von innovativen Unternehmen dar.²⁰ Daher ist es unerlässlich, dass junge Unternehmen ihren Bedarf an finanziellen Mitteln innerhalb der Frühphasen-Finanzierung beim Kapitalmarkt anzeigen.²¹ Die einzelnen Finanzierungsphasen werden im Rahmen der Venture Capital-Finanzierung im Kapitel 3.3 noch detailliert beschrieben. Für die Verwirklichung ihrer Innovationen haben junge Unternehmen einen hohen Bedarf an Sach-, Finanz- und Humankapital. Demnach müssen sich die Unternehmen in der Frühphase auf hohe Auszahlungen und einen stetigen Kapitalbedarf einstellen. Hinzu kommen die Risiken der innovativen Unternehmen. Es

¹⁶ Vgl. Olfert, Klaus: Finanzierung, S. 346-347.

¹⁷ Vgl. Lessat, Vera u.a.: Beteiligungskapital, S. 94.

¹⁸ Vgl. Übelhör, Matthias/Warns, Christian: Finanzierung, S. 71-72.

¹⁹ Vgl. Rudolf, Markus/Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 2-8.

²⁰ Vgl. Lessat, Vera u.a.: Beteiligungskapital, S. 7.

²¹ Vgl. Wipfli, Cyrill: Unternehmensbewertung, S. 15.

muss über die Möglichkeit der tatsächlichen Realisierung des Vorhabens nachgedacht werden. Weitere Risikofaktoren sind die Qualität des Managements, die Marktakzeptanz der neuen Produkte sowie der Erfolg gegenüber Konkurrenten. Außerdem können bei der Beschaffung des von außen benötigten Kapitals wichtige Informationen an Dritte gelangen.²²

Zu den innovativen Unternehmen zählen in der Regel die KMU. Unter dieser Bezeichnung werden alle kleinen und mittleren Unternehmen zusammengefasst. Die Abgrenzung der Unternehmensgrößen in KMU ist aufgrund von qualitativen und quantitativen Kriterien realisierbar.²³ Zu den wichtigsten qualitativen Merkmalsausprägungen gehören die wirtschaftliche Selbstständigkeit des Unternehmers und die Tatsache, dass das Unternehmen Existenzgrundlage und Einkommensquelle für den Inhaber darstellt. Weitere Merkmale sind die Mitarbeit des Inhabers im Unternehmen und dessen kaufmännische sowie technische Unternehmensführung. Der Inhaber muss die gesamte Verantwortung und das gesamte Risiko tragen. Außerdem darf kein direkter Zugang zum Kapitalmarkt bestehen.²⁴ Aus quantitativer Sicht können Unternehmen in KMU anhand der Mitarbeiterzahl und des Jahresumsatzes eingeteilt werden. Diese Kriterien werden üblicherweise für die Klassifizierung herangezogen.²⁵ Die folgende Tabelle visualisiert die Definition von KMU anhand der quantitativen Merkmale. Sie zeigt die Grenzwerte für die Einteilung in Kleinst-, kleine und mittlere Unternehmen.

	Mitarbeiterzahl	Jahresumsatz
Kleinstunternehmen	< 10	≤ 2 Mio. EUR
Kleines Unternehmen	< 50	≤ 10 Mio. EUR
Mittleres Unternehmen	< 250	≤ 50 Mio. EUR

Tab. 1: Klassifizierung der Unternehmensgröße in KMU

Quelle: Eigene Darstellung gemäß aktueller KMU-Definition (Internet, o.V.)²⁶

Dementsprechend gelten alle Unternehmen mit weniger als 250 Mitarbeitern und höchstens 50 Millionen Euro Jahresumsatz als KMU. Für eine Finanzierung mit Venture Capital sind die Abgrenzungen der Unternehmensgrößen allerdings von geringer Relevanz. Bei dieser Finanzierungsform ist zusätzlich das Merkmal der Innovation bedeutend. Außerdem befinden sich die meisten mit Venture Capital zu

²² Vgl. Mayer, Matija Denise: Venture Finance, S. 29.

²³ Vgl. Baltzer, Karin: Venture Capital, S. 11.

²⁴ Vgl. Marwede, Eberhard: Abgrenzungsproblematik, S. 60.

²⁵ Vgl. Baltzer, Karin: Venture Capital, S. 11-12.

²⁶ Vgl. o.V.: KMU-Definition, S. 14.

finanzierenden Unternehmen erst in der Frühphase, so dass die Einteilung der Unternehmensgröße in kleine und mittlere oder große Unternehmen einfach ist.²⁷

Innovative Unternehmen verfolgen das Ziel, sich von etablierten Konkurrenten zu differenzieren und erfolgreich am Markt zu sein. Die innovativen Produkte oder Verfahren der jungen Unternehmen können nicht nur zu Wachstumsmöglichkeiten dieser Unternehmen führen. Möglich ist auch ein Fortschritt der Produktivität in den Unternehmen, die diese Produkte und Verfahren einsetzen.²⁸

2.2.2 Relevanz der Finanzierungsformen für innovative Unternehmen

Neugegründete innovative Unternehmen sind auf ein hohes Startkapital angewiesen. Diese Unternehmen haben schnellere Wachstumschancen als solche mit einem geringeren Anfangskapital. Allgemein sind innovative Unternehmen dadurch gekennzeichnet, dass sie einen kontinuierlichen Bedarf an Investitionen in den ersten Jahren haben.²⁹

Die Innenfinanzierung kann nicht zur alleinigen Deckung des Kapitalbedarfs in Erwägung gezogen werden. Der Grund dafür liegt in den negativen Cashflows innerhalb der ersten Entwicklungsphasen. Außerdem haben Gründer von innovativen Unternehmen oftmals keine ausreichenden finanziellen Mittel, um die erforderlichen Investitionen zu tätigen. Für die Verwirklichung der neuen Ideen ist demnach eine Finanzierung von außen unerlässlich.³⁰ Die innovativen Unternehmen müssen im Rahmen der Außenfinanzierung die Kreditfinanzierung als Fremdfinanzierung oder die Beteiligungsfinanzierung als Eigenfinanzierung in Betracht ziehen. Eine Kreditvergabe durch Banken ist für junge Unternehmen allerdings mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden. Die Unternehmen können oftmals weder dingliche Sicherheiten noch ausreichend vorhandenes Eigenkapital vorweisen. Des Weiteren liegt ein Grund für die Zurückhaltung der Kreditinstitute in den Risiken, die mit der Finanzierung innovativer Unternehmen zusammenhängen. Häufig sind die Banken nicht bereit Risiken einzugehen.³¹ Weiterhin ist die Unsicherheit bei der Kreditvergabe dadurch zu erklären, dass die Banken bei der Bewertung innovativer Unternehmen überfordert sind. Innerhalb der Kreditfinanzierung belasten Zinszahlungen ohnehin zusätzlich die Liquidität der jungen Unternehmen.³² Daher werden Finanzierungen mit Beteiligungskapital (Venture Capital) im Rahmen der Außen-

²⁷ Vgl. Räbel, Dieter: Innovationsfinanzierung, S. 43.

²⁸ Vgl. Engel, Dirk: Venture Capital, S. 25-26.

²⁹ Vgl. Ermisch, Ralf/Thoma, Patrick: Venture Capital, S. 12.

³⁰ Vgl. Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 12.

³¹ Vgl. Reißig-Thust, Solveig: Gründungsunternehmen, S. 17-18.

³² Vgl. Nittka, Isabella: Informelles Venture Capital, S. 14.

finanzierung von innovativen Unternehmen bevorzugt. Im Gegensatz zu den Fremdkapitalgebern müssen die jungen Unternehmen bei dieser Finanzierungsform keine dinglichen Sicherheiten stellen.³³ Darüber hinaus führt Venture Capital zu einer verbesserten Bilanzstruktur. Ferner profitieren innovative Unternehmen von den fachlichen und kaufmännischen Kompetenzen der Venture Capital-Geber. Letztendlich ermöglicht das Venture Capital die Finanzierung der Innovationen.³⁴ Für neue Produkteinführungen ist das haftende Eigenkapital demnach von zentraler Bedeutung, da nur dieses die Konsequenzen eines Misserfolgs kompensieren und den Bestand des Unternehmens sichern kann.³⁵

2.3 Venture Capital-Gesellschaften und ihre Portfoliounternehmen als Teilnehmer am Venture Capital-Markt

2.3.1 Definition und Funktion von Venture Capital-Gesellschaften

Venture Capital-Gesellschaften fallen unter den Begriff der Venture Capital-Geber. Sie stellen jungen Unternehmen Eigenkapital in Form von zeitlich begrenzten Minderheitsbeteiligungen zur Verfügung, wodurch sie Kontroll- und Mitspracherechte erlangen. Außerdem unterstützen sie das Management der zu finanzierenden Unternehmen. In der Regel wird in innovative Unternehmen investiert, die noch nicht börsenreif sind.³⁶ Aufgrund der Mitwirkung werden Venture Capital-Gesellschaften vor opportunistischem Verhalten der jungen Unternehmer geschützt.³⁷ Ein weiteres wesentliches Merkmal ist ihr stärkerer Fokus auf Kapitalgewinne als auf laufende Erträge.³⁸ Venture Capital-Gesellschaften müssen vor der Investition von hohen Renditeaussichten bezüglich des bereitgestellten Kapitals überzeugt sein. Sie agieren als sogenannte Finanzintermediäre am Kapitalmarkt. Venture Capital-Gesellschaften investieren das von Investoren bereitgestellte Kapital in junge innovative Unternehmen. Somit sind die Venture Capital-Gesellschaften als Intermediäre den Investoren als Kapitalgeber und den Portfoliounternehmen als Kapitalnehmer zwischengeschaltet.³⁹ Auf die Beschreibung der Portfoliounternehmen wird zu einem späteren Zeitpunkt genauer eingegangen (Kapitel 2.3.3). Die Aufgaben der Venture Capital-Gesellschaften fallen in diversen Finanzierungsphasen der jungen Unternehmen an. Sie erstrecken sich von der Gründungs-

³³ Vgl. Reißig-Thust, Solveig: Gründungsunternehmen, S. 19-20.

³⁴ Vgl. Hanke, Wolfgang: Beteiligungskapital, S. 105.

³⁵ Vgl. Schmidtke, Axel: Venture Capital, S. 46.

³⁶ Vgl. Schefczyk, Michael: Erfolgsstrategien, S. 21-22.

³⁷ Vgl. Franke, Günter/Hax, Herbert: Finanzwirtschaft, S. 513.

³⁸ Vgl. Schefczyk, Michael: Erfolgsstrategien, S. 22.

³⁹ Vgl. Weber, Christian: Diversifikation, S. 15.

finanzierung über die Wachstumsfinanzierung bis hin zu der Vorbereitung des Börsengangs.⁴⁰

Am deutschen Markt sind drei Gruppen von Venture Capital-Gesellschaften tätig. Zuerst sind die frühphasenorientierten Kapitalbeteiligungsgesellschaften zu erwähnen. Diese Gesellschaften investieren in Unternehmen, die sich noch im Aufbau befinden oder erst kürzlich gegründet wurden. Die spätphasenorientierten Kapitalbeteiligungsgesellschaften stellen eine weitere Gruppe am Markt dar. Ihr Hauptgeschäft liegt in der Finanzierung von Unternehmen, die bereits Gewinne erzielen. Hier kann auch eine Überbrückungsfinanzierung im Zuge der Vorbereitung des Börsengangs oder der Veräußerung an einen Industrieinvestor stattfinden. Zuletzt gibt es die öffentlich geförderten Kapitalbeteiligungsgesellschaften, deren Aufgabe die Kapitalbereitstellung aus öffentlichen Quellen ist. Dies geschieht, indem Fördermodelle den Gesellschaften zinsvergünstigte Darlehen anbieten. Im Anschluss erfolgen Investitionen der Kapitalbeteiligungsgesellschaften als stille Beteiligungen mit einer Zinsobergrenze unterhalb der marktüblichen Verzinsung.⁴¹

2.3.2 Abgrenzung von Venture Capital-Gesellschaften gegenüber weiteren Anbietern von Venture Capital

Zu den Anbietern am Venture Capital-Markt zählen die Teilnehmer, die den innovativen Unternehmen Kapital bereitstellen und somit eine Beteiligung an den Unternehmen eingehen. Bei den Anbietern kann es sich z.B. um Venture Capital-Gesellschaften handeln. Es ist zu überprüfen, ob das Kapital dem informellen oder formellen Venture Capital zuzuordnen ist. Das wesentliche Abgrenzungskriterium ist der Finanzintermediär, der zwischen den Investoren und den zu finanzierenden Unternehmen steht. Diese zwei Segmente ermöglichen eine Klassifizierung verschiedener Anbietertypen.⁴² Im Folgenden werden die unterschiedlichen Anbieter einer näheren Betrachtung unterzogen und in das informelle und formelle Venture Capital eingeteilt.

Informelles Venture Capital: Dieses Eigenkapital ist für Unternehmen, die sich in der Frühphase befinden, von besonderer Relevanz. Der informelle Markt beinhaltet nur Investitionen von Privatpersonen.⁴³ Sie können den Jungunternehmer davor bewahren, dass keine Eigenfinanzierungslücke entsteht.⁴⁴ Die privaten Investoren

⁴⁰ Vgl. Schefczyk, Michael: Erfolgsstrategien, S. 18.

⁴¹ Vgl. ebenda, S. 20.

⁴² Vgl. Ermisch, Ralf/Thoma, Patrick: Venture Capital, S. 36.

⁴³ Vgl. Brinkrolf, Andreas: Managementunterstützung, S. 17.

⁴⁴ Vgl. Mayer, Matija Denise: Venture Finance, S. 119.

investieren ihr Kapital direkt in das Unternehmen, ohne dass ein Intermediär zwischengeschaltet ist. Das informelle Venture Capital stellt für Unternehmen in den wachstumsintensiven Phasen eine wichtige und attraktive Finanzierungsalternative dar.⁴⁵

Zu den Privatpersonen können Familienangehörige und/oder Freunde gehören. Mit ihrer finanziellen Unterstützung in Form von informellem Eigenkapital helfen sie dem Jungunternehmer bei der Umsetzung seiner innovativen Ideen. Die Kapitalbereitstellung der privaten Investoren resultiert hauptsächlich aus der persönlichen Bindung zu dem Unternehmer. Das finanzielle Interesse spielt hier eine untergeordnete Rolle.⁴⁶ Daher fallen bei der Beschaffung des Kapitals über Freunde und Familie tendenziell niedrige Kapitalkosten an. Allerdings ist es fraglich, ob Privatpersonen konstruktive Kritik äußern und den Jungunternehmer inhaltlich unterstützen können.⁴⁷ Außerdem besteht die Gefahr, dass während der Entwicklung des Unternehmens Probleme auftreten oder das geschäftliche Vorhaben sogar scheitert. In diesem Fall ist ein angespanntes Verhältnis zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer denkbar. Ebenfalls wird aufgrund der persönlichen Bindung oftmals eine schriftliche Fixierung von vertraglichen Konditionen außer Acht gelassen. Im Falle des Scheiterns kann dies existenzbedrohende Konsequenzen für das Unternehmen haben.⁴⁸

Als informelles Venture Capital wird auch das Kapital von sogenannten „Business Angels“ bezeichnet. Hierbei handelt es sich ebenfalls um Privatpersonen, die sich mit ihrem Kapital an neugegründeten Unternehmen in der Frühphase beteiligen. Der Unterschied zu den zuvor beschriebenen Privatinvestoren liegt darin, dass die Business Angels zusätzlich über Management- und Unternehmererfahrung verfügen.⁴⁹ Zu diesen Investoren zählen häufig erfolgreiche Unternehmer oder Altunternehmer, die auf Erfahrungen aus den eigenen gegründeten Betrieben zurückgreifen. Außerdem sind hochrangige Manager mögliche Business Angels, die überdurchschnittliche kaufmännische Kenntnisse vorweisen.⁵⁰ Business Angels haben neben einer hohen Rendite noch weitere Zielsetzungen im Rahmen der Kapitalbereitstellung. Sie werden durch den Spaß an der Förderung junger Unternehmen und die Möglichkeit, aktiv im Unternehmen mitzuwirken, motiviert.⁵¹ Ein weiteres charakteristisches Merkmal von Business Angels ist das essentielle Privatvermö-

⁴⁵ Vgl. Aldinger, Leif: Kontaktnetzwerke, S. 23.

⁴⁶ Vgl. Viemann, Kathryn: Controlling, S. 21.

⁴⁷ Vgl. Brinkrolf, Andreas: Managementunterstützung, S. 19.

⁴⁸ Vgl. Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 40.

⁴⁹ Vgl. Brinkrolf, Andreas: Managementunterstützung, S. 19.

⁵⁰ Vgl. Viemann, Kathryn: Controlling, S. 22.

⁵¹ Vgl. Brettel, Malte/Jaugey, Cyril/Rost, Cornelius: Business Angels, S. 143-144.

gen. Junge Unternehmen profitieren demnach von dem Kapital und dem Know-how der Investoren. Diese beiden Komponenten sind der Grund für die Kreation des Namens „Business Angels“. Kapital und Know-how werden durch die zwei Flügel eines „Engels“ verkörpert. Damit soll eine erfolgreiche Entwicklung des jungen Unternehmens erreicht werden.⁵²

Formelles Venture Capital: Das Kapital eines formellen Venture Capital-Markts wird von Intermediären bei Investoren erworben und in Beteiligungsunternehmen investiert.⁵³ Im Folgenden werden ausgewählte Intermediäre kurz vorgestellt.

Eine bislang noch nicht betrachtete Gesellschaft ist die Corporate Venture Capital-Gesellschaft. Sie ist durch die Kapitalbereitstellung von bewährten Industrieunternehmen gekennzeichnet. Diese Form der Beteiligung kann unmittelbar über die Unternehmen oder über eine Tochtergesellschaft abgewickelt werden.⁵⁴ Weitere Anbieter von Venture Capital des formellen Venture Capital-Markts sind die staatlich und öffentlich geförderten Beteiligungsgesellschaften. Hierbei handelt es sich um Instrumente der staatlichen Wirtschaftspolitik. Darunter werden staatliche und mittelständische Beteiligungsgesellschaften sowie Kapitalbeteiligungsgesellschaften der Länder zusammengefasst.⁵⁵ Auf eine genauere Darstellung wird an dieser Stelle verzichtet, da der Fokus der Arbeit auf den klassischen unabhängigen Venture Capital-Gesellschaften liegt. Sie fungieren als Anbieter des formellen Eigenkapitals. Die unabhängigen Venture Capital-Gesellschaften sind in die zuvor beschriebenen frühphasenorientierten Kapitalbeteiligungsgesellschaften einzuordnen. Der Grund dafür liegt in der maßgeblichen finanziellen Unterstützung der Frühphasen von jungen Unternehmen. Für die Venture Capital-Gesellschaften stehen finanzielle Ziele der Beteiligung im Vordergrund. Ihre Erträge ergeben sich nicht aus Dividenden, sondern vielmehr aus der Wertsteigerung der Anteile, die am Ende der Beteiligung veräußert werden. Diese Kapitalanbieter tragen in besonderem Maße zum „Value Adding“ in den jungen Unternehmen bei. Sie unterstützen das Marketing und die Vertriebstätigkeiten und helfen darüber hinaus bei der Personalsuche. Die Venture Capital-Gesellschaften begleiten die Umsetzung von Internationalisierungsmethoden durch örtliche Berater und Partner, ferner beraten sie die Unternehmen im finanziellen Bereich. Zudem leisten sie Hilfestellung bei dem Aufbau von Beziehungen zu Kooperationspartnern und stellen den Unternehmen ein Kontaktnetzwerk zur Verfügung.⁵⁶

⁵² Vgl. Kollmann, Tobias/Kuckertz, Andreas: E-Venture-Capital, S. 20.

⁵³ Vgl. Heitzer, Bernd: Venture Capital-Gesellschaften, S. 35.

⁵⁴ Vgl. Schween, Karsten: Corporate Venture Capital, S. 21.

⁵⁵ Vgl. Brinkrolf, Andreas: Managementunterstützung, S. 22-24.

⁵⁶ Vgl. Aldinger, Leif: Kontaktnetzwerke, S. 17-18.

2.3.3 Definition von Portfoliounternehmen

Die ältere Bezeichnung für ein Portfolio ist der französische Begriff „Portfeuille“, der übersetzt „Brieftasche“ bedeutet. Allgemein weisen einzelne Komponenten bei der Bildung von Portfolios verschiedene Ausprägungen in Bezug auf die grundlegenden Anlageziele Rendite, Sicherheit und Liquidität auf. Allerdings führt die Zusammenführung der Komponenten in ihrer Summe als Portfolio zu veränderten Eigenschaften. Die von dem Kapitalgeber gewünschten Anlageziele ergeben sich schließlich durch das Gesamtportfolio. Unter einem Portfolio ist demzufolge eine Verknüpfung unterschiedlicher Komponenten zu verstehen.⁵⁷

Die jungen innovativen Unternehmen als Kapitalnehmer werden aus Sicht der Venture Capital-Gesellschaften als Portfoliounternehmen bezeichnet.⁵⁸ Venture Capital-Geber können ihren Erfolg einerseits mit der Größe des Portfolios⁵⁹ und andererseits mit ihren Portfoliostrategien steuern. Die Wahl der Portfoliostrategie entscheidet darüber, in welche Unternehmen investiert wird. Daraus resultiert letztendlich das Portfolio der Venture Capital-Gesellschaften aus jungen innovativen Beteiligungsunternehmen.⁶⁰ Die Portfoliostrategien werden in dem Kapitel 3.1 noch einer näheren Betrachtung unterzogen. Des Weiteren kann die Beziehung zwischen den Portfoliounternehmen und ihren Venture Capital-Gebern den gemeinsamen Erfolg wesentlich beeinflussen. Faktoren wie Vertrauen, Akzeptanz und Sympathie sind von großer Bedeutung und werden für die Zusammenarbeit vorausgesetzt.⁶¹ Da es sich bei den Portfoliounternehmen um die jungen innovativen Beteiligungsunternehmen handelt, ist im weiteren Verlauf der Arbeit eine synonyme Verwendung dieser Begriffe möglich.

2.3.4 Organisatorische Gestaltung von Venture Capital-Finanzierungen

Das von den Investoren bereitgestellte Kapital kann direkt oder indirekt in die Portfoliounternehmen fließen. Diese zwei Beteiligungen unterscheiden sich erneut in Hinblick auf den zwischengeschalteten Intermediär.⁶²

Das Charakteristische bei der direkten Beteiligungsform ist das Fehlen des Finanzintermediärs. Die Investition erfolgt demnach direkt in die zu finanzierenden

⁵⁷ Vgl. Spremann, Klaus: Portfoliomanagement, S. 8.

⁵⁸ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 7.

⁵⁹ Vgl. Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 185.

⁶⁰ Vgl. ebenda, S. 27.

⁶¹ Vgl. Brinkrolf, Andreas: Managementunterstützung, S. 107-108.

⁶² Vgl. Baltzer, Karin: Venture Capital, S. 49.

Unternehmen ohne zwischengeschaltete Institutionen. Als direkte Beteiligungen sind insbesondere das informelle Venture Capital sowie das Corporate Venture Capital hervorzuheben.⁶³ Diese Art der Beteiligungsform wird im Wesentlichen aufgrund kostenbedingter und strategischer Überlegungen ausgewählt. Die indirekte Beteiligung ist dadurch gekennzeichnet, dass zwischen den Kapitalgebern und den Kapitalsuchenden Intermediäre tätig sind. Die systematische Suche nach Investitionsmöglichkeiten, die professionelle Durchführung von Beteiligungen und deren qualifizierte Betreuung stellen Vorteile der indirekten Beteiligung dar. Hier lassen sich die fondsorientierte sowie die projektorientierte Konzeption differenzieren. Bei dem fondsorientierten Ansatz erfolgt das Einschalten von Investoren vor der Suche nach potentiellen Beteiligungsunternehmen. Die Investoren müssen an einem kollektiven Fonds beteiligt sein, aus dem verschiedene Einzelprojekte unterstützt werden. Zum Zeitpunkt der Kapitalbereitstellung ist demnach das Fondsportfolio noch ungewiss. Im Gegensatz zu dem fondsorientierten Ansatz wird bei dem projektorientierten Konzept zunächst das potentielle Beteiligungsunternehmen ausgewählt. Erst im Nachhinein versuchen die Intermediäre, entsprechende Kapitalgeber von der Investition zu überzeugen. Dadurch sind die Investoren über die zu finanzierenden Unternehmen vorab informiert.⁶⁴

Die folgende Abbildung veranschaulicht das Prinzip einer Venture Capital-Finanzierung. Das in Kapitel 2.3.2 beschriebene formelle bzw. informelle Venture Capital wird zur Vervollständigung und zum besseren Verständnis an dieser Stelle mit aufgegriffen.

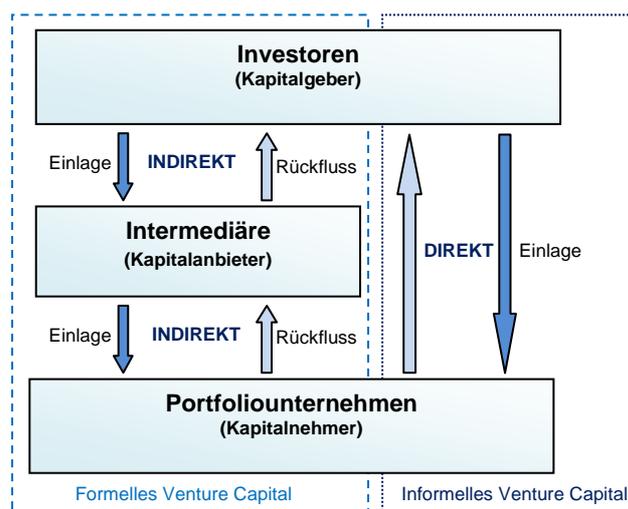


Abb. 1: Funktionsprinzip einer Venture Capital-Finanzierung

Quelle: Eigene Darstellung auf Grundlage von Schefczyk⁶⁵

⁶³ Vgl. Heitzer, Bernd: Venture Capital-Gesellschaften, S. 32.

⁶⁴ Vgl. Aldinger, Leif: Kontaktnetzwerke, S. 30-31.

⁶⁵ Vgl. ähnliche Darstellung in Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 11.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass an einer Finanzierung mit Venture Capital drei Institutionen partizipieren. Dazu zählen die Investoren, die Intermediäre und schließlich die Portfoliounternehmen (indirekte Beteiligung). Die Intermediäre sind jedoch nicht zwingend erforderlich (direkte Beteiligung).⁶⁶ Den Venture Capital-Gesellschaften werden die Finanzmittel in der Regel von Investoren zur Verfügung gestellt. Anschließend wird das Venture Capital in junge innovative Unternehmen investiert. Damit nehmen die Intermediäre an dem Erfolg ihrer Portfoliounternehmen teil. Den Investoren fließt später die Rendite auf ihr eingesetztes Kapital zu. Bei den Kapitalgebern handelt es sich, neben den Privatpersonen und großen Unternehmen, in erster Linie um Pensionsfonds, Banken und Versicherungen.⁶⁷

2.4 Ziele und Motive von Venture Capital-Gesellschaften und ihren Portfoliounternehmen

Allgemein resultiert der gesamtwirtschaftliche Nutzen einer Venture Capital-Finanzierung aus dem Ausgleich eines Eigenkapitaldefizits der jungen und kleinen Unternehmen. Daneben kann diese Finanzierungsform zu neuen Arbeitsplätzen in den Unternehmen führen und das Wachstum sowie den Wettbewerb beeinflussen. Ebenso ergibt sich der Nutzen aus der Förderung der Innovationskompetenz und der Möglichkeit, neue wachsende Marktsegmente zu erreichen.⁶⁸

Die Portfoliounternehmen werden primär aufgrund finanzieller Ziele zu einer Finanzierung mit Venture Capital motiviert. Sie streben nach einer verbesserten Eigenkapitalquote. Ein höherer Anteil an Eigenkapital begünstigt auch den Zugang zu Fremdkapital. Ferner sind die Portfoliounternehmen an günstigen Finanzierungsbedingungen interessiert. Die Investoren gehen üblicherweise Minderheitsbeteiligungen ein. Deshalb bevorzugen viele Unternehmen eine kleine Zahl von Kapitalgebern, die idealerweise aus Privatpersonen besteht. Ein weiteres Motiv für die Portfoliounternehmen ist die Voraussetzung, dass ihnen das Kapital unbefristet zur Verfügung gestellt wird. Gleichermaßen ist der Bedarf an Managementunterstützung für die jungen Unternehmen von großer Bedeutung. Dadurch können die zum Teil nicht vorhandenen betriebswirtschaftlichen und personellen Kenntnisse ausgeglichen werden. Außerdem sind spezielle Existenzgründungsprogramme oftmals mit der Beteiligungsfinanzierung durch einen Venture Capital-Geber verbunden.⁶⁹ Ein

⁶⁶ Vgl. Weber, Christian: Diversifikation, S. 15-16.

⁶⁷ Vgl. Fingerle, Christian H.: Smart Money, S. 51-52.

⁶⁸ Vgl. Schefczyk, Michael: Erfolgsstrategien, S. 28.

⁶⁹ Vgl. Aldinger, Leif: Kontaktnetzwerke, S. 33-35.

Förderinstrument stellt das sogenannte ERP-Programm dar. Dieses ERP-Sondervermögen wird für die Unterstützung der Wirtschaft verwendet.⁷⁰

Bei den Motiven der Venture Capital-Gesellschaften ist zwischen derivativen und originären Zielen zu unterscheiden. Man spricht von derivativen Zielen, wenn die Venture Capital-Gesellschaften die gleichen Anlageziele wie die Investoren verfolgen und parallel dazu einen Interessenausgleich mit den Bedingungen der Portfoliounternehmen herbeiführen. Zudem lassen sich Venture Capital-Gesellschaften von drei originären Zielen leiten. Hierbei handelt es sich zum einen um Marktziele bezüglich der Kapitalbeschaffung von Investoren, zum anderen um Effizienzziele hinsichtlich des Geschäfts der Venture Capital-Gesellschaften und zuletzt um Vergütungsziele für die erbrachten Dienstleistungen. Für die Verwirklichung der Marktziele sind entsprechende Marketing- und Vertriebsaktivitäten notwendig. Sie beziehen sich auf das Image, auf beispielhafte Erfolge aus früheren Zeiten oder auf die Spezialisierung in der Anlagepolitik. Bei den Effizienzzielen werden insbesondere die laufenden Verwaltungskosten der Venture Capital-Gesellschaften berücksichtigt. Für die Deckung der Kosten darf kein wesentlicher Teil der erwirtschafteten Erträge infrage kommen. Die Vergütungsziele basieren darauf, dass die Vergütung aus einem fixen Entgelt, inklusive Personalkosten, und einem erfolgsabhängigen Einkommen besteht. Letzteres ist bei einem Verkauf der Unternehmensanteile zu leisten.⁷¹

3 Portfoliobildung und Ablauf einer Venture Capital-Finanzierung

3.1 Portfoliostrategien der Venture Capital-Gesellschaften

3.1.1 Strategie der Diversifikation

Grundsätzlich ist unter dem Begriff der Diversifikation die Verteilung der Portfoliobestandteile in Bezug auf die Art der Projekte zu verstehen. In der Finanzierung zählt Diversifikation zu den Methoden der Risikominimierung bei der Zusammenstellung des Portfolios. Demzufolge werden nur Investitionen in Finanzanlagen getätigt, die geringe Risiken erwarten lassen. Es muss hinterfragt werden, ob die Unternehmenserfolge miteinander in Verbindung stehen. Eine Diversifikations-

⁷⁰ Vgl. Posner, Dirk: Early Stage-Finanzierungen, S. 107.

⁷¹ Vgl. Schefczyk, Michael: Erfolgsstrategien, S. 35-36.

strategie ist dadurch gekennzeichnet, dass Venture Capital-Gesellschaften ihr Portfolio aus Projekten bilden, welche sehr unterschiedliche Merkmale aufweisen.⁷²

Die Kombination mehrerer Anlagemöglichkeiten ist das Resultat aus dem individuellen Optimierungsverhalten. Dieses ergibt sich aus Annahmen über künftige Unternehmensrenditen und kann das Portfoliorisiko insgesamt erheblich vermindern. Der Diversifikationseffekt wird durch diese Möglichkeit der Risikoeinschränkung beschrieben.⁷³ Je verteilter die Bestandteile des Portfolios sind, desto stärker nimmt das Gesamtrisiko ab. Dieser positive Effekt wird ebenfalls durch minimale Risiken und durch geringe Abhängigkeiten der Einzelprojekte unterstützt. Im Rahmen der Diversifikationsstrategie können Venture Capital-Gesellschaften eine Investitionsstreuung in Bezug auf die geografische Lage vornehmen, da junge Unternehmen häufig von regionalen Faktoren beeinflusst werden. Zudem ist eine Streuung der Portfoliobestandteile nach unterschiedlichen Entwicklungsstufen sinnvoll. Dies führt zu einer idealen Verteilung möglicher Desinvestitionszeitpunkte.⁷⁴ Ferner ist es bei der Bildung des Portfolios von besonderer Relevanz, dass Venture Capital-Geber in Hinblick auf unterschiedliche Branchen und Unternehmen mit unterschiedlichen Funktionsbereichen diversifizieren. Dadurch können sie der Gefahr einer Abhängigkeit oder eines hohen Risikos gegenüber bestimmten Branchen oder Produkten vorbeugen.⁷⁵

Risiken können zum einen aufgrund der Unwissenheit über die späteren Umweltzustände entstehen und sich zum anderen aus der Unkenntnis über den Umfang einer Renditeabweichung von Kapitaleinlagen ergeben. Das Gesamtrisiko lässt sich dabei in das systematische und das unsystematische Risiko zerlegen. Systematische Risiken sind marktabhängig und beeinflussen demnach den gesamten Markt. Im Gegensatz dazu sind unsystematische Risiken marktunspezifisch und folglich nicht mit der Entwicklung des Markts verbunden.⁷⁶ Durch die Anwendung der Diversifikationsstrategie können systematische Risiken (Marktrisiken) nicht gesenkt werden. Sobald eine Reduktion unsystematischer Risiken mithilfe dieser Strategie möglich ist, nennt man sie diversifizierbare Risiken.⁷⁷

⁷² Vgl. Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 27-28.

⁷³ Vgl. Weber, Christian: Diversifikation, S. 102.

⁷⁴ Vgl. Ruhnka, John C./Young, John E.: Venture Capital, S. 120.

⁷⁵ Vgl. Norton, Edgar/Tenenbaum, Bernhard H.: Specialization versus Diversification, S. 434.

⁷⁶ Vgl. Laux, Helmut: Entscheidungstheorie, S. 105-106.

⁷⁷ Vgl. Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 60.

Die Abbildung 2 illustriert die Einflussnahme der Diversifikationsstrategie auf das Portfoliorisiko.

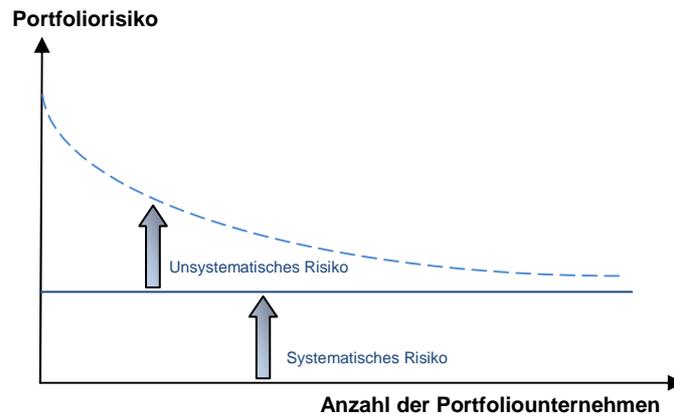


Abb. 2: Risikoreduktion durch Diversifikation

Quelle: Eigene Darstellung nach Brealey/Myers/Allen⁷⁸

Der Verlauf zeigt deutlich, dass eine Diversifikation das systematische Risiko nicht senken kann. Das unsystematische Risiko wird hingegen in Abhängigkeit von der Portfoliogröße kontinuierlich abgebaut. Letztendlich müssen sich Venture Capital-Gesellschaften mit zahlreichen unsystematischen Risiken auseinandersetzen.⁷⁹

3.1.2 Strategie der Spezialisierung

Venture Capital-Gesellschaften können ihr Portfolio mittels der Spezialisierungsstrategie zusammenstellen. Den Ausgangspunkt bildet dabei die Konzentration auf ganz bestimmte Portfoliounternehmen. So kann beispielsweise eine Spezialisierung auf Branchen, Finanzierungsphasen oder auch Regionen stattfinden.⁸⁰ Bei dieser Strategie wird auf eine Verteilung der Bestandteile des Portfolios verzichtet. Vielmehr besteht ein konkretes Interesse an wenigen vergleichbaren Investitionen.⁸¹ Somit ergibt sich ein homogen gestaltetes Portfolio.⁸²

Der Grund für die Strategie der Spezialisierung liegt in der Tatsache, dass oftmals ein spezifisches Wissen erforderlich ist. Dieses ist für die Bewertung der Portfoliounsicherheit unerlässlich. Venture Capital-Gesellschaften müssen die technologische Realisierbarkeit einer Innovation beurteilen können. Zugleich erfordern das rechtzeitige Erkennen von Entwicklungen innerhalb der Forschung und das Einschätzen von Marktlücken sowie Absatzmöglichkeiten bezeichnende Kenntnisse.

⁷⁸ Vgl. Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin: Corporate Finance, S. 189.

⁷⁹ Vgl. Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 61-62.

⁸⁰ Vgl. Reißig-Thust, Solveig: Gründungsunternehmen, S. 92.

⁸¹ Vgl. Weber, Christian: Diversifikation, S. 101.

⁸² Vgl. Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 28.

Die Venture Capital-Gesellschaften benötigen Informationen über die Technologien, Zielmärkte, geografische Lage und Entwicklungsstufen der Portfoliounternehmen, um die Unsicherheit dieser Merkmale definieren zu können. Im Rahmen der Spezialisierung ist eine Risikoreduktion des Gesamtportfolios möglich, sofern Unternehmen mit einem geringen Unsicherheitsfaktor in das Portfolio aufgenommen werden. Mithilfe der Spezialisierungsmethode entwickelt sich ein intensives Know-how, das für die Managementunterstützung von Vorteil ist. Das Wissen der Venture Capital-Geber muss mit den Bedürfnissen der Portfoliounternehmen harmonisieren, um eine effiziente Beratung zu erzielen. Die Erfahrungen aus den Erfolgen und Misserfolgen vergangener Beteiligungen führen zu einem besseren Verständnis des Managementumfangs. Zusätzlich bewirkt die Spezialisierung eine Entstehung von Kontaktnetzwerken in konkreten Bereichen. Dadurch haben Venture Capital-Gesellschaften einen schnelleren Zugang zu möglichen Kunden und Lieferanten.⁸³

3.2 Prüfung, Bewertung und Auswahl potentieller Portfoliounternehmen

3.2.1 Zugang zu potentiellen Portfoliounternehmen

Der Kapitalerwerb stellt für Venture Capital-Gesellschaften eine Existenzgrundlage dar. Nachdem die Kapitalakquisition stattgefunden hat, liegt die wesentliche Aufgabe in der Suche nach möglichen Beteiligungen. Demnach bildet im Folgenden die fondsorientierte Konzeption die Grundlage für den Investitionsprozess. Der Zugang zu potentiellen Projekten wird auch als „Deal Flow“ bezeichnet und ist für Venture Capital-Gesellschaften von großer Bedeutung. Es ist möglich zwischen der passiven und der aktiven Beteiligungssuche zu differenzieren. Charakteristisch für die aktive Suche ist die Initiative der Venture Capital-Gesellschaften. Bei der passiven Suche erfolgen die Aktivitäten von den kapitalsuchenden Unternehmen oder von vermittelnden Dritten.⁸⁴

Der Deal Flow wird aus unterschiedlichen Quellen erzeugt. Hierbei kann zwischen dem Netzwerk, Initiativanfragen und der gezielten Suche unterschieden werden. Das erste Segment umfasst die Projektanfragen, die sich aus dem Netzwerk der Venture Capital-Gesellschaften ergeben. Für die Entstehung eines Netzwerks müssen Kontakte zu den dazugehörigen Quellen hergestellt werden. Darunter fallen unter anderem Banken, Steuerberater, andere Venture Capital-Gesellschaften sowie Wirtschaftsprüfer. Für den Zugang zu potentiellen Portfoliounternehmen kommen außerdem Initiativanfragen in Betracht. In diesem Segment zeigen die

⁸³ Vgl. Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 71-75.

⁸⁴ Vgl. Heitzer, Bernd: Venture Capital-Gesellschaften, S. 42-43.

Unternehmen Interesse an einer Beteiligung. Sie richten ihre Anfrage direkt an die ihnen bekannten Venture Capital-Gesellschaften.⁸⁵ Deren Bekanntheitsgrad kann aus Anzeigen, Messen, Verbänden oder auch Veröffentlichungen resultieren. Das dritte Segment bildet die gezielte Suche der Venture Capital-Gesellschaften nach geeigneten Unternehmen. Dabei kommen insbesondere Gründer in Forschungsinstitutionen und Universitäten infrage.⁸⁶ Abschließend stellt die nachfolgende Abbildung (Abb. 3) eine Übersicht der einzelnen Segmente mit den entsprechenden Quellen dar.

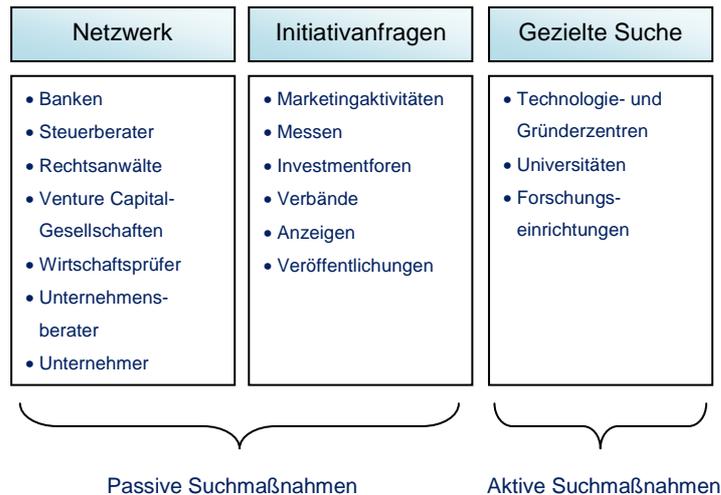


Abb. 3: Quellen des Deal Flows

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Betsch/Groh/Schmidt⁸⁷

Die Abbildung wurde um bisher nicht genannte Quellen erweitert. Es wird außerdem verdeutlicht, dass es sich bei den ersten beiden Segmenten um passive Suchmaßnahmen handelt und das letzte Segment der aktiven Suche zuzuordnen ist.⁸⁸

3.2.2 Prüfung der Beteiligungswürdigkeit potentieller Portfoliounternehmen

Nach der Suche möglicher Beteiligungsunternehmen erfolgt die Beteiligungsauswahl. Aufgrund ihrer ungewissen Entwicklung sind Investitionen in junge innovative Unternehmen mit vielen Risiken verbunden. Daher lassen die Unternehmen den Venture Capital-Gesellschaften Businesspläne zukommen, die hinsichtlich der Chancen und Risiken einer Beteiligung analysiert werden.⁸⁹ Bei dieser Prüfung müssen Unternehmen mit Erfolgsaussichten schnell erkannt und nicht beteiligungs-

⁸⁵ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 119-120.

⁸⁶ Vgl. Viemann, Kathryn: Controlling, S. 57.

⁸⁷ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 119.

⁸⁸ Vgl. Viemann, Kathryn: Controlling, S. 56.

⁸⁹ Vgl. Brinkrolf, Andreas: Managementunterstützung, S. 28.

würdige Unternehmen frühzeitig herausgefiltert werden.⁹⁰ Der Berücksichtigung der Portfolioziele kommt dabei eine besondere Bedeutung zu.⁹¹ Die Beteiligungsprüfung lässt sich weiter in die Grobprüfung und die Detailprüfung gliedern.⁹²

Die Grobprüfung beinhaltet zunächst die Durchsicht und die erste Beurteilung der eingegangenen Businesspläne. Dabei gilt es herauszufinden, ob sie für eine spätere detaillierte Prüfung infrage kommen.⁹³ Die Geschäftspläne werden in der Regel einem Beteiligungsmanager vorgelegt. Zunächst findet im Rahmen der Grobprüfung die erste Bewertung mithilfe von Eckdaten statt.⁹⁴ Im Allgemeinen enthält der Businessplan ausführliche Informationen zu dem Produkt. Daneben müssen die Marktaussichten und die Marktstrategie aufgezeigt und ein Überblick über den relevanten Markt und die konkurrierenden Produkte gegeben werden. Der Geschäftsplan umfasst weiter Informationen zu dem Management der innovativen Unternehmen. Außerdem wird auf mögliche Risiken in Bezug auf die Geschäftsidee hingewiesen. Letztendlich müssen die jungen Unternehmen Daten hinsichtlich der Kapitalstruktur und des langfristigen Kapitalbedarfs offenbaren.⁹⁵ Wenn die Venture Capital-Gesellschaften mehr Informationen benötigen, fordern sie zusätzliche Unterlagen bei den kapitalsuchenden Unternehmen an.⁹⁶ Im Anschluss daran wird die Detailprüfung durchgeführt, die auch als „Due Diligence“ bekannt ist. In dieser Prüfung werden die Unternehmenskonzepte, die innerhalb der Grobprüfung nicht abgelehnt wurden, genauer und intensiver untersucht. Der Businessplan wird in Bezug auf die Glaubwürdigkeit der Angaben überprüft. Darüber hinaus beschaffen sich die Venture Capital-Gesellschaften weitere Produkt- und Marktinformationen. In der Regel wird in dieser Prüfungsphase ein persönlicher Kontakt zu dem Unternehmer hergestellt. Denkbar ist ferner ein Besuch des möglichen Portfoliounternehmens. Außerdem erfolgt in vielen Fällen die Unterzeichnung eines Vorvertrags, dem sogenannten „Letter of Intent“, der einem freibleibenden Angebot entspricht. In diesem wird eine erste Vereinbarung über die Beteiligungskonditionen fixiert, damit die Prüfung bei sehr unterschiedlichen Vorstellungen beider Parteien frühzeitig beendet werden kann. Des Weiteren begründet der Letter of Intent ein Vorgriffsrecht der Venture Capital-Gesellschaft. Durch den Vertrag besteht ebenfalls die Möglichkeit, die im Falle eines Rücktritts des Unternehmers bereits entstandenen Prüfungskosten geltend zu machen. Schließlich schützt sich die Gesellschaft

⁹⁰ Vgl. Zemke, Ingo: Beteiligungskapital-Gesellschaften, S. 214.

⁹¹ Vgl. Heitzer, Bernd: Venture Capital-Gesellschaften, S. 44.

⁹² Vgl. Viemann, Kathryn: Controlling, S. 58.

⁹³ Vgl. Brinkrolf, Andreas: Managementunterstützung, S. 28-29.

⁹⁴ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 27.

⁹⁵ Vgl. Nevermann, Helga/Falk, Dieter: Venture Capital, S. 52-53.

⁹⁶ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 28.

mit dem Letter of Intent davor, dass das zu finanzierende Unternehmen während oder nach der Prüfung an eine andere Venture Capital-Gesellschaft herantritt.⁹⁷

Die Due Diligence ist ebenso für die spätere Managementunterstützung essentiell. Der Grund dafür liegt darin, dass sich die Venture Capital-Gesellschaften in Hinblick auf die Investitionsentscheidung sehr genau über das Produkt, den Markt und die Konkurrenz informieren. Die in dieser Phase gewonnenen Kenntnisse sind für die zukünftige Betreuung des Portfoliounternehmens von Vorteil.⁹⁸ Letztendlich hängt die Entscheidung für oder gegen eine Beteiligung insbesondere von der Qualität des Managements, der Produktdifferenzierung, der Marktattraktivität, den Persönlichkeiten des Teams und der zu erwartenden Rendite auf das eingesetzte Kapital ab.⁹⁹

3.2.3 Beteiligungsverhandlung zwischen Venture Capital-Gesellschaften und potentiellen Portfoliounternehmen

Mit dem Letter of Intent beginnt die Phase der Beteiligungsverhandlung. Nach positivem Ergebnis der Due Diligence werden dessen Inhalte genauer definiert. Der Abschluss eines Beteiligungsvertrags zwischen der Venture Capital-Gesellschaft und dem jungen Unternehmen erfordert in der Regel eingehende Verhandlungen in Bezug auf die einzelnen Bedingungen. Die Verhandlungen betreffen im Wesentlichen den Umfang der Investition, die Bewertung des Unternehmens und dadurch den Kapitalanteil der Venture-Capital Gesellschaft. Außerdem können die Form und der Zeitpunkt der Kapitalzuführung, die Vorgehensweise beim Unternehmensverkauf sowie mögliche Ausstiegsregeln und die Dauer der Beteiligung Gegenstand der Verhandlungen sein. Des Weiteren erörtern beide Parteien die Berichtserstattungspflichten des Managements und die Mitbestimmungsrechte der Gesellschaft. Zuletzt werden die Arbeitsverträge für das Management, Art und Umfang der Unterstützungsleistungen, Bestimmungen für Gewinnverteilungen, Haftungsbeschränkungen und Garantien sowie Vertraulichkeitsregeln diskutiert.¹⁰⁰

Die Feststellung des Beteiligungspreises ist für Venture Capital-Gesellschaften eine wesentliche Komponente der Verhandlungen. Dabei besteht allerdings die Problematik, dass der Kapitalbedarf und gleichzeitig der Unternehmenswert ermittelt werden muss. Die Schätzung des Kapitalbedarfs lässt sich entscheidend von der Entwicklungsphase des Unternehmens ableiten. Bei der Bewertung ergibt sich die Schwierigkeit, inwieweit spätere und fragliche Erwartungen berücksichtigt werden

⁹⁷ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 124-125.

⁹⁸ Vgl. Brinkrolf, Andreas: Managementunterstützung, S. 31.

⁹⁹ Vgl. Brettel, Malte/Rudolf, Markus/Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 93.

¹⁰⁰ Vgl. ebenda, S. 96-97.

und den Unternehmenswert beeinflussen. Obwohl Venture Capital-Gesellschaften generell Minderheitsbeteiligungen eingehen, sichern sie sich im Rahmen der Beteiligungsverhandlung intensive Kontrollrechte. Außerdem kann eine sukzessive Kapitalzuführung (Staging) seitens der Gesellschaften festgelegt werden.¹⁰¹ Diese stufenweise Finanzierung wird in Kapitel 4 innerhalb der Chancen- und Risikoanalyse noch ausführlich beschrieben. Im Anschluss an die Verhandlungen kommt es vorerst zu einem formalen Beteiligungsvertrag. Dieser wird hinterher durch Schließung oder Änderung des Gesellschaftsvertrags abgewandelt. Danach fängt die Managementunterstützung der Venture Capital-Gesellschaften an.¹⁰²

Einerseits bewirkt der Beteiligungsvertrag eine Verringerung der Unsicherheit, die mit der Investition in ein junges Unternehmen verbunden ist. Andererseits steuern die aufgestellten Verhaltensrichtlinien und die eingeschränkten Entscheidungsspielräume die Handlungsweise des Portfoliounternehmens.¹⁰³

3.3 Investitionsphasen einer Venture Capital-Finanzierung

Venture Capital-Geber können Unternehmen in unterschiedlichen Entwicklungsphasen mit Venture Capital finanzieren. Die Unternehmensentwicklung verläuft in der Regel von der innovativen Idee über die Gründung bis hin zum Markterfolg.¹⁰⁴ Dieser Verlauf entspricht in Verbindung mit dessen Finanzierung einem sehr komplexen Prozess. Zudem sind die einzelnen Phasen nur schwer voneinander abzugrenzen. Es gibt keinen bestimmten Entwicklungsverlauf, vielmehr differiert dieser von Unternehmen zu Unternehmen. Aus diesem Grund wird die Phasenabfolge überwiegend anhand von idealtypischen Phasen einer Venture Capital-Finanzierung dargestellt.¹⁰⁵ Sie kommen den Entwicklungs- und Wachstumsprozessen eines Unternehmens gleich.¹⁰⁶ Die Abbildung 4 (siehe Anhang) zeigt einen solchen idealtypischen Verlauf. In jedem Entwicklungssegment verfügen die Unternehmen über konkrete Finanzierungsalternativen. Sie richten sich jedoch nach der Ertragslage und dem vorhandenen Risiko des Unternehmens. Außerdem kann die Dauer der einzelnen Phasen in jedem Segment und je nach Branchenzugehörigkeit divergieren.¹⁰⁷ Darüber hinaus verdeutlicht die Abbildung den Bedarf an Managementunterstützung mithilfe der aufgezeigten Managementprobleme.¹⁰⁸

¹⁰¹ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 129-131.

¹⁰² Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 29.

¹⁰³ Vgl. Aldinger, Leif: Kontaktnetzwerke, S. 52.

¹⁰⁴ Vgl. Ermisch, Ralf/Thoma, Patrick: Venture Capital, S. 15.

¹⁰⁵ Vgl. Zemke, Ingo: Beteiligungskapital-Gesellschaften, S. 28.

¹⁰⁶ Vgl. Schmidtke, Axel: Venture Capital, S. 48.

¹⁰⁷ Vgl. Klemm, Hanns-Alexander: Innovationsvorhaben, S. 70.

¹⁰⁸ Vgl. Schefczyk, Michael: Erfolgsstrategien, S. 41.

Letztendlich wird das Unternehmenslebenszykluskonzept dargestellt, unter dem die Abgrenzung von Lebensphasen eines Unternehmens zu verstehen ist. Es sei darauf hingewiesen, dass in der Literatur auch andere Phaseneinteilungen vorzufinden sind. Im Rahmen der idealtypischen Darstellung lassen sich folgende drei Investitionsphasen klassifizieren, die im Anschluss genauer vorgestellt werden:

- Frühphase (Abschnitt 3.3.1)
- Expansionsphase (Abschnitt 3.3.2)
- Spätphase (Abschnitt 3.3.3)¹⁰⁹

3.3.1 Frühphasen-Finanzierung

Die vorliegende Arbeit konzentriert sich primär auf die Frühphasen-Finanzierung, die häufig als Early Stage-Finanzierung beschrieben wird. Sie ist durch die Investition in junge Unternehmen gekennzeichnet, die die Rentabilitätsschwelle (Break-Even-Point) noch nicht erzielt haben. Frühphasen-Finanzierungen sind folglich als riskant einzustufen. Venture Capital-Geber stellen innovativen Unternehmen haftendes Eigenkapital zur Verfügung, ohne dass der Beteiligung Sicherheiten gegenüberstehen. Dabei haben die Unternehmen in dieser Phase einen hohen Investitionsbedarf (vgl. 2.2.1). Zugleich fehlen die Erträge, die noch nicht erwirtschaftet werden. Charakteristisch für die Frühphasen-Finanzierung ist weiterhin, dass keine Vergangenheitswerte über das Unternehmen vorliegen. Somit können Erfolgsgrößen wie der Cashflow, Umsatz, Gewinn oder Marktanteil nicht genau prognostiziert werden. Eine weitere Schwierigkeit stellt das fehlende betriebswirtschaftliche Know-how der Gründer dar. Es zeigen sich insbesondere im Hinblick auf die Bereiche Finanzen und Controlling sowie Marketing mangelnde Kenntnisse.¹¹⁰ In der Frühphase eines Unternehmens sind nur wenige Venture Capital-Gesellschaften an einer Beteiligung interessiert. Dies resultiert aus dem erheblichen Betreuungsumfang und den nicht vorhersehbaren Risiken. Daher setzen sich vielmehr Verwandte, Freunde und Business Angels für den Gründer ein. Außerdem können einige auf diese Entwicklungsstufe festgelegte Frühphasenfonds für die Finanzierung infrage kommen.¹¹¹ Die Early Stage-Finanzierung setzt sich schließlich aus der Seed-, der Start-up- und der First Stage-Finanzierung zusammen.¹¹²

Seed-Finanzierung: Die Bezeichnung dieser Finanzierung kommt ursprünglich aus den USA und wird präzise mit „Samen- oder Saatkapital“ übersetzt. Hierbei handelt

¹⁰⁹ Vgl. Engelmann, Andree u.a.: Unternehmensfinanzierung, S. 25-26.

¹¹⁰ Vgl. Posner, Dirk: Early Stage-Finanzierungen, S. 10-12.

¹¹¹ Vgl. Leitinger, Roland u.a.: Venture Capital, S. 102.

¹¹² Vgl. Posner, Dirk: Early Stage-Finanzierungen, S. 10.

es sich um finanzielle Mittel, die für den Entwurf eines Unternehmenskonzepts, für die Erstellung von Marktauswertungen und für die maßgebliche Entwicklung von Produkten verwendet werden.¹¹³ In der Phase der Grundlagen- und Prototypenentwicklung wird die Finanzierung vornehmlich aus eigenen Mitteln und öffentlichen Fördermitteln verwirklicht. Die Investition von Venture Capital ist innerhalb der Seed Stage, aufgrund der nicht einzuschätzenden Marktchancen, als schwierig zu bewerten. Gleichwohl finden Finanzierungen mit Venture Capital statt. Sie umfassen die finanzielle Unterstützung von der Entwicklung der Idee bis zu den ersten brauchbaren Ergebnissen. Letztere dienen als Basis zur Anfertigung eines Geschäftskonzepts für ein zu gründendes Unternehmen.¹¹⁴ Hierfür steht dem Unternehmer zunächst ein geringer Kapitalbetrag zur Verfügung. Zudem werden im Rahmen der Seed Stage Unternehmensleitbilder und Zielvorstellungen konzipiert sowie angestrebte Märkte festgelegt.¹¹⁵ Die Seed-Finanzierung impliziert die größten Risiken, aber gleichzeitig auch die größten Chancen für den Venture Capital-Geber.¹¹⁶

Start-up-Finanzierung: Diese Finanzierungsphase wird auch als Gründungsfinanzierung bezeichnet. Sie beinhaltet die Gründung und den Aufbau eines Unternehmens und schließt ferner die Vermarktung der vollständig entwickelten Produkte mit ein. Hier liegt der Fokus auf der Produktionsplanung und den ersten Marketingmaßnahmen.¹¹⁷ In der Start-up-Phase steht der Verkauf der Produkte noch nicht im Vordergrund. Es geht vielmehr um die Implementierung der Produkte auf einem Testmarkt. Dies ermöglicht die Überprüfung der Marktakzeptanz und die Erzielung entsprechender Ergebnisse für die Entwicklung eines Marketingkonzepts. In der Start-up-Stage werden die Finanzierungsmittel überwiegend für die Deckung der Kosten benötigt, die aus der Gründung des Unternehmens resultieren. Diese Kosten können z.B. die Gebühren für Anwälte, Notare, Berater, Schutzrechte oder auch Lizenzen betreffen. Der Markterfolg lässt sich in dieser Phase von der wirtschaftlichen Realisierung der Produktidee und demzufolge von den Qualifikationen des Managements ableiten.¹¹⁸ Im Vergleich zu der Seed-Finanzierung weisen Gründungsfinanzierungen geringere Risiken auf. Der Grund dafür liegt darin, dass die Marktpotentiale besser kalkuliert werden können. Außerdem ist der technologische Entwicklungsstand, die Möglichkeit des Marktzutritts anderer Gründungsunternehmen und das Konkurrenzverhalten leichter zu beurteilen. Indessen wird der

¹¹³ Vgl. Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 57.

¹¹⁴ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 21.

¹¹⁵ Vgl. Busse, Franz-Joseph: Finanzwirtschaft, S. 92.

¹¹⁶ Vgl. Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 57.

¹¹⁷ Vgl. Emmert, Markus: Venture Capital Finanzierung, S. 25.

¹¹⁸ Vgl. Aldinger, Leif: Kontaktnetzwerke, S. 39.

Einstandspreis für Venture Capital-Geber angesichts der geringeren Risiken steigen.¹¹⁹ Der zunehmende Kapitalbedarf dieser Phase wird fast ausschließlich durch Eigenkapital gedeckt. Die entstehenden Verluste stellen schließlich eine Schwierigkeit für den Zugang zu Bankkrediten dar. Start-up-Beteiligungen illustrieren nicht selten den Beginn einer Venture Capital-Finanzierung, da sich in jungen Unternehmen die Produktionsplanung mit der Unternehmensgründung generell überschneidet.¹²⁰

First Stage-Finanzierung: Die Finanzierung dieser Phase ist dadurch gekennzeichnet, dass junge Unternehmen wieder einen beachtlichen Kapitalbedarf aufweisen. Nachdem das Eigen- oder Beteiligungskapital aus der ersten Finanzierungsrunde investiert wurde, benötigen die Unternehmen zusätzliche Finanzmittel für die Aufnahme der Produktion und die Markteinführung der Produkte.¹²¹ Infolgedessen werden Investitionen in den Aufbau des Vertriebs, die Installierung von Marketingprogrammen, die Verstärkung personeller Kapazitäten sowie die Entstehung von Produktionskapazitäten getätigt. Letzteres kann auch durch Fremdfertigungen geschaffen werden. Innerhalb der First Stage-Finanzierung verringern sich weiter die Unkenntnisse über die spätere Unternehmensentwicklung. Dies führt dazu, dass Venture Capital-Geber erneut eine höhere Bewertung der zu übernehmenden Gesellschaftsanteile zu erwarten haben.¹²² Mit dem Beginn der Wachstumsphase, die im folgenden Abschnitt beschrieben wird, stellt sich die Finanzierung der First Stage ein.¹²³

Abschließend ist festzuhalten, dass ansteigende Verluste für die Frühphasen-Finanzierung in der Regel bezeichnend sind. Häufig ergibt sich das Problem qualifizierte Führungs- und Fachkräfte zu finden. Darüber hinaus kann die Early Stage als „kritische Durchhaltephase“ für Venture Capital-Geber signifiziert werden. Nach überstandener Verlustperiode, vollzogener Produktionsaufnahme und erfolgreicher Markteinführung, ist von einer bevorstehenden Gewinnzone auszugehen.¹²⁴

3.3.2 Expansions-Finanzierung

An die Markteinführung der Produkte eines neu gegründeten Unternehmens schließt sich die zweite Phase des idealtypischen Unternehmenslebenszyklus an. In der Expansions- oder auch Wachstumsphase wird nun die Gewinnschwelle (Break-

¹¹⁹ Vgl. Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 58.

¹²⁰ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 21.

¹²¹ Vgl. Busse, Franz-Joseph: Finanzwirtschaft, S. 92.

¹²² Vgl. Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 58-59.

¹²³ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 21.

¹²⁴ Vgl. Busse, Franz-Joseph: Finanzwirtschaft, S. 92.

Even-Point) erreicht. Eine aussichtsreiche Produktidee bildet hierzu die Grundlage. Nachdem Situationsanalysen und Markttests stattgefunden haben, verhilft die Produktidee zu der Erzielung von Gewinnen. Aus diesem Grund wird die Expansionsphase ferner als Bewährungs- oder Konsolidierungsphase aufgefasst. Charakteristisch für diese Finanzierungsphase ist die Marktdurchdringung und folglich ein größeres Wachstum.¹²⁵ Des Weiteren erfahren die Unternehmen Hilfestellung bei der Suche nach Fremdkapitalgebern und bei der Entwicklung von Image und Marktposition. In dieser Phase erfolgen grundsätzlich Investitionen in weitere Produktionskapazitäten sowie in die Produktdiversifikation und die Marktausweitung.¹²⁶ Daher besteht ein hoher Kapitalbedarf für die Unternehmen, so dass Beteiligungsfinanzierungen nicht selten vorkommen. Die Finanzierung der Expansionsphase lässt sich wiederum in die Second Stage- und die Third Stage-Finanzierung gliedern.¹²⁷

Second Stage-Finanzierung: Bezeichnend für diese Phase ist die Wachstumsfinanzierung zur bereits genannten Marktdurchdringung. Die Orientierung an den Kundenbedürfnissen führt dazu, dass die Produkte stets verbessert werden müssen. Es gilt den Wettbewerbsvorteil zu erhalten und sich vor Nachahmungen abzusichern. In diesem Finanzierungsabschnitt müssen die Unternehmen eine offensive Expansionsstrategie vertreten. Ihnen gehört inzwischen ein gesamtes Management-Team an. Außerdem führt das Erreichen des Break-Even-Points innerhalb der Second Stage zu den ersten möglichen Fremdkapitalaufnahmen. Der Zugang zu Fremdkapital wird zusätzlich durch die Tatsache begünstigt, dass das Betriebsvermögen nun diverse Sicherheiten stellen kann. Das Fremdkapital sollte das haftende Eigenkapital der Venture Capital-Gesellschaften hingegen lediglich ergänzen. Zum einen profitieren die Unternehmen von den günstigeren Finanzierungsbedingungen und zum anderen von ihrem Kontaktnetzwerk.¹²⁸ Gegenstand der Second Stage-Finanzierung ist im Wesentlichen die erneute Ausweitung der vorhandenen Vertriebskanäle. Des Weiteren findet in dieser Phase die Planung der Desinvestition seitens der Venture Capital-Gesellschaften statt. Dies resultiert aus dem bereits erheblich gesteigerten Wert des Unternehmens.¹²⁹

Third Stage-Finanzierung: Aufgrund des zunehmenden Wachstums der jungen Unternehmen werden andere Wettbewerber an dem Markt partizipieren. Dadurch bereiten sie den mittlerweile erfolgreichen Unternehmen Schwierigkeiten bei der

¹²⁵ Vgl. Engelmann, Andree u.a.: Unternehmensfinanzierung, S. 28.

¹²⁶ Vgl. Emmert, Markus: Venture Capital Finanzierung, S. 25.

¹²⁷ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 24.

¹²⁸ Vgl. Aldinger, Leif: Kontaktnetzwerke, S. 41-42.

¹²⁹ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 24.

Aufrechterhaltung der bisherigen Wachstumsraten. Kennzeichnend für die Third Stage ist demnach die Finanzierung der Marktdurchdringung, die nun aufwändiger wird. Diese Folgefinanzierungsrunden betreffen z.B. die Durchführung von Internationalisierungsstrategien, die erneute Verbesserung des Vertriebssystems und intensivere Marketingaktivitäten.¹³⁰ Als Finanzierungsquellen kommen im Rahmen der Third Stage insbesondere Venture Capital sowie Lizenzvergaben und der Kapitalmarkt infrage.¹³¹ In der Produkt-Reifephase stellt sich die Funktion der Venture Capital-Gesellschaften im besten Fall mit dem Börsengang des Unternehmens ein. Die Veräußerung der Anteile zum Börsenkurs führt zu der erwarteten Rendite der Beteiligung. Sie ist das Resultat aus der Differenz zwischen dem Kapitaleinsatz und dem Verkaufserlös. Falls die Einführung des Unternehmens an der Börse noch nicht erstrebenswert oder realisierbar ist, bieten sich den Venture Capital-Gesellschaften auch andere Ausstiegsmöglichkeiten.¹³² Die einzelnen Exitstrategien sollen in Abschnitt 3.4 aufgezeigt werden.

Es wird deutlich, dass die Kapitalbeschaffung über Venture Capital-Gesellschaften für die Finanzierung der Expansionsphase unkompliziert ist. Die Kapitalgeber können das mit dem Unternehmen verbundene Risiko leichter abwägen und es zusätzlich aufgrund von Beratungs- und Mitspracherechten verringern.¹³³

3.3.3 Spätphasen-Finanzierung

Die Spätphasen-Finanzierung wird auch als Late Stage-Finanzierung beschrieben. Sie umfasst die Phasen „Bridge“ sowie „Management Buy Out“ und „Management Buy In“.¹³⁴

Bridge-Finanzierung: In der Literatur sind unterschiedliche Bezeichnungen dieser Finanzierungsphase zu finden. So entspricht sie gleichermaßen der Fourth Stage- und der Überbrückungsfinanzierung.¹³⁵ Letztere Bezeichnung lässt vermuten, dass es sich in dieser Phase um die Überbrückung einer Finanzierungslücke handelt. Sie kann in dem Zeitraum zwischen der Venture Capital-Finanzierung und der anvisierten Börseneinführung eintreten. Hier bewirkt die Bridge-Finanzierung eine Erhöhung der Eigenkapitalquote, so dass die Zulassungskriterien für den Börsengang eingehalten werden können. Außerdem deckt das zusätzliche Kapital die Aufwendungen für die Zulassung und die Emission. Die Bridge-Finanzierung ist alternativ für den

¹³⁰ Vgl. Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 59.

¹³¹ Vgl. Christen, Daniel V.: Venture Capital-Fonds, S. 41.

¹³² Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 24-25.

¹³³ Vgl. Räbel, Dieter: Innovationsfinanzierung, S. 116.

¹³⁴ Vgl. Aldinger, Leif: Kontaktnetzwerke, S. 42.

¹³⁵ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 25.

Fall einer Veräußerung an einen industriellen Investor bestimmt. Dabei dient das bereitgestellte Kapital der Überbrückung von Wachstumsschwellen, die vor dem Verkauf entstehen können.¹³⁶ Aufgrund der wiederholten Risikoreduzierung in dieser Phase werden die Gesellschaftsanteile ihren höchsten Wert erreichen.¹³⁷

Management Buy Out / In: Signifikant für diese Phase ist die Finanzierung von Unternehmensübernahmen. Sie werden durch einen Generationswechsel in der Unternehmensführung, durch einen Austausch von Gesellschaftern oder durch allgemeine Umstrukturierungen hervorgerufen. Das Management Buy Out betrifft die anteilige oder vollständige Unternehmensübernahme durch das interne Management. Hierbei handelt es sich in der Regel um Angestellte in leitenden Positionen oder die Geschäftsführung. Die Manager erlangen dadurch selbst den Unternehmerstatus und ersetzen somit die bisherigen Eigentümer. Eine anteilige Übernahme kann sich daraus ergeben, dass nur einzelne Unternehmensanteile separiert werden. Unter einem Management Buy In ist die anteilige oder vollständige Übernahme durch ein externes Management zu verstehen. Das Management Buy In ist hinsichtlich der Transparenz und des Risikos als schwierig zu bewerten. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich das neue Management erst mit dem Unternehmen oder dem Unternehmensteil vertraut machen muss. Allerdings handelt es sich bei dem externen Management in der Regel um Personen, die aus der gleichen oder einer verwandten Branche kommen. Bei dem Management Buy Out bzw. In verfügt das neue Management weitgehend über kein ausreichendes Privatvermögen, das für die eigenmächtige Übernahme unerlässlich ist. Dies begründet die Notwendigkeit eines Beteiligungskapitalgebers. Hierbei werden Venture Capital-Gesellschaften aufgrund ihrer finanzierungsbegleitenden Managementunterstützung vorrangig berücksichtigt.¹³⁸

Kennzeichnend für die Spätphasen-Finanzierung sind letztlich der extrem hohe Kapitalbedarf und das große Investitionsvolumen.¹³⁹ Allerdings fällt der Bedarf an Managementunterstützung in der Spätphase vergleichsweise gering aus. Dadurch sind Beteiligungsmanager in der Lage, eine größere Anzahl an Beteiligungsunternehmen zu betreuen als in der Frühphase.¹⁴⁰

¹³⁶ Vgl. Aldinger, Leif: Kontaktnetzwerke, S. 42.

¹³⁷ Vgl. Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 60.

¹³⁸ Vgl. Aldinger, Leif: Kontaktnetzwerke, S. 43-44.

¹³⁹ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 25.

¹⁴⁰ Vgl. Posner, Dirk: Early Stage-Finanzierungen, S. 13.

3.4 Exitstrategien der Venture Capital-Gesellschaften

Die Desinvestition wird häufig auch als „Exit“ definiert und stellt einen maßgeblichen Bestandteil im Rahmen der Venture Capital-Finanzierung dar. Eine Beteiligung mit Venture Capital ist zwar konstitutiv unbefristet, jedoch beschränkt sich die Beteiligungsentention von Venture Capital-Gesellschaften in der Regel auf fünf bis zehn Jahre. Letztendlich wird mit dem Ausstieg aus einer Beteiligung der Erfolg verwirklicht. Schließlich nehmen die Venture Capital-Gesellschaften lediglich an der Wertsteigerung der Unternehmen und nicht an den laufenden Erträgen teil.¹⁴¹ Die Rendite der Beteiligungsgesellschaften wird im Wesentlichen von der Art und dem Umfang der Veräußerungsmöglichkeiten beeinflusst. Letztere werden im Folgenden auch als Desinvestitions- oder Exitkanäle bezeichnet. Es muss demnach effiziente und intakte Märkte geben, über die ein Verkauf der Unternehmensanteile realisierbar ist. Des Weiteren sind Venture Capital-Gesellschaften von vielfältigen und ertragsreichen Exitkanälen abhängig, die neue Investitionen und ein neugestaltetes Portfolio ermöglichen.¹⁴² Bevor auf die einzelnen Desinvestitionskanäle genauer eingegangen wird, soll an dieser Stelle eine Einordnung des Exits in den Wertschöpfungsprozess von Venture Capital-Gesellschaften erfolgen. Die nachstehende Abbildung veranschaulicht die für diese Arbeit relevanten und zum Teil bereits erläuterten Aktivitäten mit dem Exit als letzte Phase des Prozesses.



Abb. 5: Exit im Wertschöpfungsprozess von Venture Capital-Gesellschaften

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Betsch/Groh/Schmidt¹⁴³

Im Rahmen der Desinvestition existieren verschiedene Alternativen, um aus einer Beteiligung auszusteigen. Es handelt sich dabei um die fünf folgenden Exitkanäle:

- Trade Sale
- Initial Public Offering
- Secondary Purchase
- Buy Back
- Liquidation¹⁴⁴

¹⁴¹ Vgl. Viemann, Kathryn: Controlling, S. 64.

¹⁴² Vgl. Heitzer, Bernd: Venture Capital-Gesellschaften, S. 51.

¹⁴³ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 115.

¹⁴⁴ Vgl. Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 84.

Trade Sale: Hierbei werden die Anteile an überwiegend größere und etablierte Industrieunternehmen verkauft.¹⁴⁵ Diese beabsichtigen dadurch eine Erweiterung ihres Produktangebots oder eine Übernahme des technologischen Know-hows.¹⁴⁶ Kennzeichnend für den Trade Sale ist die schnelle Bereitstellung der liquiden Mittel.¹⁴⁷ Die Veräußerung des gesamten Unternehmens ist bedingt durch die Zustimmung der bisherigen Eigentümer oder durch eine vertragliche Verpflichtung. Für den Anteilsverkauf von Venture Capital-Gesellschaften ist deren Mitwirkung hingegen nicht erforderlich.¹⁴⁸ Die Preisfindung ist auf den strategischen Nutzen des Portfoliounternehmens ausgerichtet, so dass der Kaufpreis bedeutend über dem Ertrags- oder Substanzwert liegen kann.¹⁴⁹ Für das mit Venture Capital finanzierte Unternehmen führt ein Trade Sale in der Regel zu einem Verlust der unternehmerischen Selbstständigkeit. Ein weiterer negativer Aspekt aus Sicht der bisherigen Eigentümer ist die Tatsache, dass sie Teil eines großen Unternehmens werden. Gleichzeitig ist dies jedoch eine Chance für kleine Unternehmen, die in der entsprechenden Branche langfristig nicht bestehen können.¹⁵⁰

Initial Public Offering: Diese Ausstiegsmöglichkeit aus einer Beteiligung ist auch unter dem Begriff „Going Public“ bekannt. Sie umfasst die Einführung der Eigenkapitalanteile an einer Wertpapierbörse. Hierfür muss eine börsenfähige Rechtsform des Beteiligungsunternehmens gegeben sein.¹⁵¹ Der Börsengang bewirkt einen direkten Zugang zum organisierten, öffentlichen Kapitalmarkt. Daraus resultiert eine Unabhängigkeit des Unternehmens gegenüber Kreditfinanzierungen und Geschäftsbanken. Die Erstemission von Aktien bietet wachstumsorientierten Unternehmen vorher nicht vorstellbare Möglichkeiten.¹⁵² Mithilfe der Platzierung der Venture Capital-Anteile am Kapitalmarkt können hohe Veräußerungsgewinne erzielt und weite Anlegerkreise erreicht werden. Die daraus resultierende Anteilstreuung unterbindet die alleinige Einflussnahme durch einen großen Investor. Ferner steigert das Initial Public Offering den Bekanntheitsgrad des Unternehmens.¹⁵³

Secondary Purchase: Bei dieser Exitvariante steht der Verkauf der Unternehmensanteile an einen externen Finanzinvestor im Vordergrund. Der Finanzinvestor verfolgt grundsätzlich keine strategischen und unternehmerischen Ziele, vielmehr interessiert er sich für eine lukrative Beteiligung. Die Problematik bei dem

¹⁴⁵ Vgl. Roling, Jörg: Venture Capital, S. 66.

¹⁴⁶ Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 135-136.

¹⁴⁷ Vgl. Baltzer, Karin: Venture Capital, S. 60.

¹⁴⁸ Vgl. Heitzer, Bernd: Venture Capital-Gesellschaften, S. 52.

¹⁴⁹ Vgl. Schefczyk, Michael: Erfolgsstrategien, S. 58.

¹⁵⁰ Vgl. Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 85.

¹⁵¹ Vgl. Heitzer, Bernd: Venture Capital-Gesellschaften, S. 52.

¹⁵² Vgl. Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 85.

¹⁵³ Vgl. Aldinger, Leif: Kontaktnetzwerke, S. 69.

Secondary Purchase liegt in der ausschließlich renditeorientierten Unternehmensbewertung seitens der Finanzinvestoren. Somit müssen Venture Capital-Gesellschaften einen möglicherweise niedrigen Verkaufspreis einkalkulieren.¹⁵⁴ Der neue Investor geht gleichermaßen eine nur temporäre Beteiligung ein und ist daher von einem ausreichend hohen Wertsteigerungspotential abhängig. Demzufolge wird ein Teil der bereits realisierten Werterhöhung von dem Käufer eingefordert.¹⁵⁵

Buy Back: Diese Desinvestitionsalternative ist dadurch gekennzeichnet, dass die bisherigen Gesellschafter die Unternehmensanteile zurückkaufen. Ein wesentliches Problem stellt dabei der mögliche Finanzierungsengpass dar. Schließlich sind die Altgesellschafter anfangs an die Venture Capital-Gesellschaft herantreten, da sie über nicht ausreichend finanzielle Mittel verfügen. Zudem ist ein großer Teil ihres Vermögens in dem eigenen Unternehmen gebunden, so dass weitere finanzielle Mittel nur schwer bereitgestellt werden können. Der Unternehmenswert orientiert sich bei einem Buy Back an dem Ertrags- oder Substanzwert.¹⁵⁶

Liquidation: Der letzte hier betrachtete Exitkanal ist die Liquidation des Beteiligungsunternehmens. Sie tritt im Falle einer negativen Geschäftsentwicklung ein. Eine Desinvestition kann aufgrund einer gescheiterten Beteiligung ebenfalls durch eingeräumte Kündigungsrechte im Gesellschaftsvertrag erfolgen. Letzteres entspricht jedoch oftmals einer Liquidation. Dies ist mit der schwierigen Kapitalbeschaffung der jungen innovativen Unternehmen zu begründen.¹⁵⁷ Infolge dieser Ausstiegsvariante entstehen den Venture Capital-Gesellschaften hohe Verluste.¹⁵⁸

Letztendlich lassen sich durch Börsengänge und Trade Sales die höchsten Renditen erzielen. Diese beiden Exitkanäle stellen bereits zum Zeitpunkt der Investitionsentscheidung präferierte Ausstiegsoptionen für Venture Capital-Gesellschaften dar.¹⁵⁹ Insgesamt ist eine deutlich auf den Erfolg gerichtete Vorauswahl von Portfoliounternehmen für die Nutzung eines Exitkanals erforderlich.¹⁶⁰

¹⁵⁴ Vgl. Natter, Alexander: Private Equity, S. 167.

¹⁵⁵ Vgl. Brinkrolf, Andreas: Managementunterstützung, S. 33.

¹⁵⁶ Vgl. Schefczyk, Michael: Erfolgsstrategien, S. 59.

¹⁵⁷ Vgl. Heitzer, Bernd: Venture Capital-Gesellschaften, S. 54.

¹⁵⁸ Vgl. Viemann, Kathryn: Controlling, S. 65.

¹⁵⁹ Vgl. ebenda, S. 65.

¹⁶⁰ Vgl. Schefczyk, Michael: Erfolgsstrategien, S. 225.

4 Kritische Analyse der Portfoliobildung und der Finanzierung mit Venture Capital

4.1 Analyse der Portfoliostrategien von Venture Capital-Gesellschaften

In dem Abschnitt 3.1 wurden die Portfoliostrategien bereits vorgestellt. Nun soll der Frage nachgegangen werden, welche Argumentation es für die Wahl der Diversifikation oder Spezialisierung gibt. Hierbei stellt der Venture Capital-Geber einen rational handelnden Entscheider dar, der grundsätzlich das geringste Risiko anstrebt. Das Ziel liegt dabei in der Maximierung seines persönlichen Nutzens. Allgemein ist das anvisierte effiziente Portfolio durch eine höchstmögliche Rendite bei bestehendem Risiko oder durch ein möglichst niedriges Risiko bei vorhandener Rendite charakterisiert.¹⁶¹

Ein wesentlicher Vorteil der Diversifikationsstrategie ist die Tatsache, dass aufgrund der Zusammenstellung differierender Anlagemöglichkeiten das Portfoliorisiko gesenkt werden kann. Dies muss wiederum zu keiner Verringerung der erwarteten Rendite führen. Eine Risikominimierung ist dementsprechend realisierbar, solange die unterschiedlichen Anlagen nicht miteinander einhergehen. In Bezug auf Investitionen in Projekte, deren Innovationen auf verschiedenen Technologien beruhen, lassen sich Entwicklungs- und Prozessrisiken reduzieren. Eine Diversifikation hinsichtlich der angestrebten Zielmärkte führt zu einer verringerten Abhängigkeit des Gesamtportfolios gegenüber Markt- und Wettbewerbsrisiken. Ferner bewirkt die Investitionsstreuung nach unterschiedlichen Entwicklungsstufen der Unternehmen eine ideale Verteilung der möglichen Exit-Zeitpunkte. Infolgedessen können Auswirkungen von Branchenzyklen am Kapitalmarkt relativiert werden. Durch die Anwendung der Diversifikationsstrategie in Hinblick auf andere Länder und Regionen wird dagegen die Einflussnahme regionaler Wirtschaftskrisen geschwächt. Managementrisiken minimieren sich zwangsläufig, wenn Investitionen in mehrere Projekte getätigt werden. Allerdings hängt die Diversifikationsmöglichkeit der unsystematischen Risiken entscheidend von der Anzahl der Portfoliounternehmen ab. Aus diesem Grund verbleiben für Venture Capital-Geber neben den systematischen Risiken auch ein Teil der unsystematischen Risiken im Portfolio (vgl. 3.1.1, Abb. 2).¹⁶² Die grundsätzliche Kombination der Portfoliobestandteile nach dieser Strategie lässt eine angemessene Risikosenkung vor dem Hintergrund einer ausgeglichenen Rendite-Risiko-Relation nicht erkennen.¹⁶³ Ein weiterer Nachteil der Diversifikation ist die permanente Auseinandersetzung mit neuen Situationen und Problemen. Die ungleiche Projektstruktur erschwert dem diversifizierenden Venture

¹⁶¹ Vgl. Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 36-39.

¹⁶² Vgl. ebenda, S. 60-63.

¹⁶³ Vgl. Weber, Christian: Diversifikation, S. 125.

Capital-Geber den Aufbau von spezifischen Kenntnissen. Des Weiteren nimmt die Komplexität der Betreuung mit steigendem Diversifikationsgrad zu. Dies kann angesichts der verschiedenen strategischen Konzepte zu Überforderungen der Venture Capital-Gesellschaften führen.¹⁶⁴ Eine Diversifikation stellt sich eher als erfolgreiche Strategie für Unternehmen in der Spätphase heraus. Dies ist dadurch zu erklären, dass sich deren Risikostruktur bereits zum Vorteil des systematischen Anteils verschoben hat. Außerdem konnten diese Unternehmen schon Zwischenziele verwirklichen. Somit liegt eine leichter erkennbare Entwicklungsrichtung und Markteinschätzung vor.¹⁶⁵

Die Spezialisierung erweist sich hingegen als vorteilhaft im Hinblick auf das spezifische Wissen. Dieses Know-how resultiert vornehmlich aus den Erfahrungen vergangener Beteiligungen und bewirkt eine wesentliche Wertsteigerung des Portfoliounternehmens. Allerdings können die bezeichnenden Kenntnisse ausschließlich auf homogene Projekte übertragen werden. Andernfalls verursacht der Wissenstransfer hohe Effizienzverluste.¹⁶⁶ Die Beteiligung mit Venture Capital ist mit einer ungleichmäßigen Informationsverteilung verbunden, durch die erhebliche Kosten entstehen. Diese können mithilfe der Spezialisierung für jedes Portfoliounternehmen gesenkt werden, indem eine gezielte Konzentration auf Technologien, Branchen und Finanzierungsphasen stattfindet.¹⁶⁷ Im Rahmen der in Kapitel 3.2.2 erläuterten Beteiligungsprüfung werden insbesondere Kriterien untersucht, die die Produkteigenschaften und Marktattraktivität betreffen. Das spezifische Wissen über die angewandte Technologie oder auch den angestrebten Zielmarkt erscheint für die Bewertung der Unsicherheit der angesprochenen Merkmale als unerlässlich. Weiterhin kann die Vorteilhaftigkeit der Spezialisierungsstrategie hinsichtlich der Einschätzung der technologischen Realisierbarkeit eines Innovationsvorhabens aufgezeigt werden. Venture Capital-Gesellschaften benötigen hierzu eine entsprechende fachliche Qualifikation. Bezeichnende Kenntnisse werden zusätzlich für die frühzeitige Feststellung von Entwicklungstrends und für die Beurteilung von Marktlücken und Absatzpotentialen benötigt. Diese Kompetenzen übertreffen das allgemeine Know-how des Managements. Sie sind aufgrund ihrer Anwendung lediglich in bestimmten Situationen als spezifisch einzuschätzen. Der Einsatz des Spezialisierungsprinzips ist jedoch eingeschränkt. Schließlich muss eine Nachfrage nach Venture Capital in dem Bereich vorhanden sein, in dem der Venture Capital-

¹⁶⁴ Vgl. Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 65.

¹⁶⁵ Vgl. Weber, Christian: Diversifikation, S. 125.

¹⁶⁶ Vgl. Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 64.

¹⁶⁷ Vgl. Weber, Christian: Diversifikation, S. 125-126.

Geber über das spezifische Wissen verfügt. Letztendlich ermöglicht die fokussierte Portfoliostrategie ein ausgeprägtes Know-how auf einem bestimmten Gebiet.¹⁶⁸

4.2 Ausgewählte Vorteile und Chancen für Venture Capital-Gesellschaften

4.2.1 Informations-, Kontroll- und Einwirkungsrechte als Vorteil für Venture Capital-Gesellschaften

Die Betreuung der Portfoliounternehmen ist ein wichtiger Bestandteil innerhalb der Venture Capital-Finanzierung. Sie ist aufgrund des oftmals fehlenden betriebswirtschaftlichen Know-hows der Unternehmensgründer unerlässlich. Etablierte Venture Capital-Gesellschaften weisen hingegen ein breites Wissen in diesem Bereich auf. Zudem verfügen sie aufgrund vergangener Beteiligungen an jungen innovativen Unternehmen über umfassende Erfahrungen in der Betreuung. Die Selektion des Beteiligungsunternehmens sowie die Gestaltung des Beteiligungsvertrags sind für die Wertsteigerung des Unternehmens von besonderer Relevanz. Daneben trägt ebenfalls die Betreuungsleistung zu einer positiven Unternehmensentwicklung bei. Hierdurch werden gleichzeitig die Bedingungen für die Erzielung eines hohen Verkaufspreises geschaffen. Zu der Betreuung können einerseits die Managementunterstützung durch Venture Capital-Gesellschaften und andererseits die Kontrolle der Portfoliounternehmen zählen. Letzteres wird an dieser Stelle genauer thematisiert und bewertet, da die Kontrolle einen wesentlichen Vorteil für Venture Capital-Gesellschaften darstellt. Sie wird in der Regel über Informations- und Mitspracherechte geregelt. Die Kontrolle ist ein wichtiges Instrument um zu prüfen, inwieweit Zielsetzungen realisiert wurden. Grundsätzlich werden Kontrollfunktionen durch Vertreter der Venture Capital-Gesellschaften in den Gremien der Beteiligungsunternehmen wahrgenommen. Allgemein resultieren die Möglichkeiten zur Kontrolle aus der Stellung als Miteigentümer und entsprechenden Regelungen im Venture Capital-Vertrag.¹⁶⁹

Die ungleiche Informationsverteilung bildet ein vorherrschendes Risiko im Rahmen der Venture Capital-Finanzierung. Aus diesem Grund findet eine vertragliche Fixierung von Kontroll-, Informations- und Einwirkungsrechten statt, damit denkbare negative Auswirkungen größtenteils eingeschränkt werden. Häufig wird vereinbart, dass die Portfoliounternehmen zusätzliche ausführliche Berichterstattungen zu ihrer aktuellen Situation leisten müssen. Des Weiteren ist die Bereitstellung von Informationen des operativen Geschäfts als Vorteil für Venture Capital-Gesellschaften

¹⁶⁸ Vgl. Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 71-74.

¹⁶⁹ Vgl. Heitzer, Bernd: Venture Capital-Gesellschaften, S. 48-50.

einzustufen. Sie umfassen zeitnahe Angaben im Hinblick auf den aktuellen Erfolg des Beteiligungsunternehmens. Außerdem können Venture Capital-Geber das Recht beanspruchen, die von der Geschäftsleitung zur Verfügung gestellten Daten selbstständig zu kontrollieren und die Buchhaltung zu überprüfen. Als weiterhin vorteilhaft erweisen sich die Einwirkungsrechte der Venture Capital-Gesellschaften. Sie ergeben sich durch den genau festgelegten Informationstransfer in dem Beteiligungsvertrag. Einwirkungsrechte sind für den Fall möglicher Nichterfüllungen, fehlerhafter Berichte oder bewusster Täuschungen designed. Die Bandbreite der Einwirkungsrechte ist sehr unterschiedlich und hängt von der individuellen Abweichung der Vereinbarung ab. Sie kann von einem erweiterten Informationsumfang über die Einschaltung externer Prüfer bis hin zu Maßnahmen in dem Unternehmensprozess reichen. Die aufgezeigten Rechte, die es in dem Vertrag zu vereinbaren gilt, tragen demnach erheblich zur Risikoreduktion bei. Folglich stellen sie einen wesentlichen Vorteil für Venture Capital-Gesellschaften dar.¹⁷⁰

4.2.2 Staging als Chance für Venture Capital-Gesellschaften

Im Zusammenhang mit der Risikominimierung der Venture Capital-Gesellschaften steht neben den Informations-, Kontroll- und Einwirkungsrechten insbesondere die stufenweise Kapitalbereitstellung im Vordergrund. Diese Strukturierung der Finanzierung mit Venture Capital wird auch als „Staging“ bezeichnet. Kennzeichnend für das Staging ist, dass das benötigte Kapital zu Beginn der Beteiligung nicht in einer Summe zur Verfügung gestellt wird. Die Finanzierungsmittel der Venture Capital-Gesellschaften fließen den jungen innovativen Unternehmen vielmehr stufenweise zu. Dabei ist zwischen einer meilensteinabhängigen und einer rundenweisen Finanzierung zu unterscheiden.¹⁷¹

Innerhalb der meilensteinabhängigen Finanzierung werden am Anfang einer Finanzierungsrunde die Konditionen der Kapitalbereitstellung festgelegt. Die Auszahlung der finanziellen Mittel findet in mehreren Stufen statt. Allerdings ist die Finanzierung der nächsten Stufe von der Verwirklichung bestimmter Zwischenziele abhängig. Hieraus ergibt sich der Name dieser Finanzierung, da die Zwischenziele als sogenannte Meilensteine definiert werden.¹⁷² Unterdessen kontrollieren Venture Capital-Gesellschaften das Unternehmenswachstum und untersuchen die Abweichung zwischen geplanter und tatsächlicher Entwicklung. Des Weiteren können in dieser Zeit Informationen in Bezug auf die Managementkenntnisse, den

¹⁷⁰ Vgl. Weber, Christian: Diversifikation, S. 92-94.

¹⁷¹ Vgl. Tallau, Christian: Venture-Capital-Investitionen, S. 18.

¹⁷² Vgl. ebenda, S. 18.

Fortschritt der Produktentstehung und die Marktprognosen der innovativen Produkte eingeholt werden.¹⁷³ Im Rahmen der rundenweisen Finanzierung erfolgt eine sukzessive Kapitalzuführung, indem die finanziellen Mittel zwar vollständig bereitgestellt werden, diese jedoch von Beginn an nicht für die Durchfinanzierung eines Projekts ausreichen. Dadurch bedarf es einer weiteren Finanzierungsrunde und somit einer Neuverhandlung der Konditionen. Damit bietet sich Venture Capital-Gesellschaften die Option, zwischen einer nochmaligen Finanzierung oder dem Beteiligungsabbruch zu entscheiden. Der Vorteil der stufenweisen Kapitalbereitstellung kann weiter durch die begrenzte Liquidität der Portfoliounternehmen verdeutlicht werden. Auf diese Weise wird eine effiziente Verwendung des vorhandenen Kapitals seitens der jungen innovativen Unternehmen erreicht.¹⁷⁴ Letztendlich ist das Staging als Chance zum Ausgleich der bestehenden Informationsasymmetrie zu bewerten. Darüber hinaus stellt die sukzessive Kapitalzufuhr eine Chance zum Abbruch der Beteiligung dar, für den Fall, dass sich das Projekt anders als erwartet entwickelt.¹⁷⁵

4.2.3 Beteiligungsmonitoring als Chance für Venture Capital-Gesellschaften

Im Anschluss an die Vertragsunterzeichnung und den Eigentumsübergang folgt das Monitoring des neuen Portfoliounternehmens. Grundsätzlich beinhaltet diese Phase alle Aktivitäten zwischen der Venture Capital-Gesellschaft und dem Beteiligungsunternehmen bezogen auf den Zeitraum von dem Kauf bis zu der Veräußerung der Unternehmensanteile. Das Ausmaß der Mitwirkung am Betriebsgeschehen kann sich von Kontrolltätigkeiten bis zu einer aktiven Intervention der Venture Capital-Gesellschaft erstrecken. Die Vorteilhaftigkeit der einzelnen Rechte und deren Vereinbarung im Vertrag wurden im Abschnitt 4.2.1 bereits aufgezeigt. An dieser Stelle soll vielmehr die Beratungs- und Überwachungsleistung im Rahmen des Monitorings als Chance für Venture Capital-Geber betrachtet werden. Diese Leistungen stellen schließlich nicht nur einen wesentlichen Vorteil für die Portfoliounternehmen dar, sondern auch eine bedeutsame Chance für Venture Capital-Gesellschaften im Hinblick auf die angestrebte Beteiligungsrendite.¹⁷⁶

Mithilfe des Monitorings wird die Entwicklung des Portfoliounternehmens durch den Venture Capital-Geber beobachtet. Eine kontinuierliche Überwachung ist eng mit dem Erfolg der Gründungsunternehmen verbunden. Ferner kann der optimale Umfang des Beteiligungsmonitorings bestimmt werden. Hierfür wird der Wert

¹⁷³ Vgl. Heitzer, Bernd: Venture Capital-Gesellschaften, S. 182.

¹⁷⁴ Vgl. Tallau, Christian: Venture-Capital-Investitionen, S. 18-19.

¹⁷⁵ Vgl. Hendel, Holger: Start-up Unternehmen, S. 42.

¹⁷⁶ Vgl. Becker, Alexander: Private Equity, S. 42-43.

additiver Kontrollaufgaben den Kosten der Realisierung gegenübergestellt. Das Monitoring eröffnet Venture Capital-Gesellschaften die Chance auf einen wertsteigernden Effekt in ihren Portfoliounternehmen. Dies resultiert aus der Feststellung von Defiziten. Zudem bewirken Venture Capital-Geber aufgrund der bekannten Kontrollaktivitäten eine verhaltenssteuernde Einflussnahme.¹⁷⁷ Infolgedessen wird der Handlungsspielraum von den Beteiligungsunternehmen eingeschränkt, so dass eine ineffiziente Verteilung der finanziellen Mittel verhindert werden kann. Darüber hinaus steht bei der Beratung innerhalb des Monitorings die Gewinnung wesentlicher Informationen im Vordergrund, die sich aus der Kooperation mit den Portfoliounternehmen ergibt.¹⁷⁸ Grundsätzlich lässt sich zwischen dem formellen sowie informellen Monitoring differenzieren. Kennzeichnend für die formelle Beobachtung ist die regelmäßige Kontrolle des Gründungsunternehmens anhand konformer Berichterstattungen. In diesem Fall erstellt das Unternehmen monatliche Finanzreports, die von der Venture Capital-Gesellschaft mit den Budgets und Vorgaben verglichen werden. Das informelle Monitoring findet hingegen durch persönliche Besprechungen oder auch Telefonate statt. Im Rahmen beider Monitoringformen ist letztendlich eine frühzeitige Aufdeckung von Fehlverhalten und Defiziten in den Portfoliounternehmen möglich. Somit bietet sich der Venture Capital-Gesellschaft die Option, gezielt diesen Entwicklungen entgegen zu wirken und hinreichende Beratung und Unterstützung zu offerieren. Abschließend ist festzuhalten, dass die Chance für Venture Capital-Gesellschaften auf einen hohen Beteiligungserfolg von einem intensiven Monitoring abhängig ist.¹⁷⁹

4.3 Ausgewählte Nachteile und Risiken für Venture Capital-Gesellschaften

4.3.1 Ausbleiben laufender Zins- und Tilgungszahlungen seitens der Portfoliounternehmen als Nachteil für Venture Capital-Gesellschaften

Generell haben die KMU Schwierigkeiten, sich Fremdkapital von Banken für die Verwirklichung ihrer Innovationen zu beschaffen. Der Grund dafür liegt in dem häufigen Fehlen banküblicher Sicherheiten.¹⁸⁰ Somit stellt die Beteiligungsfinanzierung eine favorisierte Finanzierungsform für junge Unternehmen dar. Kennzeichnend für eine Finanzierung mit Venture Capital sind innovative Produkte, neuartige Verfahren und die Erschließung neuer Märkte. Hierzu benötigen die jungen Unternehmen ausreichend finanzielle Mittel. Im Rahmen der traditionellen Finanzierung mit Fremdkapital entsteht dem Kapitalnehmer eine direkte Zinsbe-

¹⁷⁷ Vgl. Reißig-Thust, Solveig: Gründungsunternehmen, S. 123.

¹⁷⁸ Vgl. Baumgärtner, Carsten: Portfoliosteuerung, S. 222-223.

¹⁷⁹ Vgl. Reißig-Thust, Solveig: Gründungsunternehmen, S. 123-126.

¹⁸⁰ Vgl. Heckner, Robert: Private Equity-Investitionen, S. 30.

lastung. Ein hohes Unternehmensrisiko und ein geringes Eigenkapital der Gründer verursachen dementsprechend hohe Zinszahlungen. Zudem ergeben sich höhere Besicherungsforderungen der Banken für die Kreditvergabe. Für Venture Capital-Gesellschaften resultiert in der Beteiligungsfinanzierung der Nachteil, dass sie im Vergleich zu Darlehensgebern von keiner Verzinsung profitieren. Sie nehmen stattdessen an der Wertsteigerung des Unternehmens teil, durch die gleichzeitig der Wert ihrer Beteiligung wächst.¹⁸¹ Der positive Effekt für wachsende Unternehmen ist nebenher, dass ihre Liquidität nicht belastet wird. Hohe Zinszahlungen können innerhalb der Finanzierung mit Fremdkapital ihre Existenz bedrohen.¹⁸² Ferner können Venture Capital-Geber keine Rückzahlung des Kapitals von den KMU einfordern. Schließlich ist die Investition in junge Unternehmen mit hohen Risiken verbunden. Dies stellt sich als weiterer negativer Aspekt für Venture Capital-Gesellschaften im Rahmen der Beteiligungsfinanzierung heraus.¹⁸³

4.3.2 Asymmetrische Informationsverteilung über die zu finanzierende Innovation als Risiko für Venture Capital-Gesellschaften

In der vorliegenden Arbeit wurde bereits mehrfach das Problem der ungleichen Informationsverteilung angesprochen. Dieser Abschnitt konzentriert sich nun genauer auf das daraus hervorgehende Risiko für Venture Capital-Gesellschaften. Generell sind kapitalnachfragende Unternehmen über ihre Strategien und Projekte bedeutend besser informiert als ihre Kapitalanbieter. Eine Ursache für die Asymmetrie der Angaben können die anfallenden Kosten der Informationsaufbereitung und Informationsübermittlung sein. Des Weiteren ist der ungleichmäßige Kenntnisstand auf die Prüfung der Verbreitung vertraulicher Daten zurückzuführen.¹⁸⁴ Aus dem Informationsvorsprung der Unternehmensgründer ergeben sich zwei Probleme. Zum einen können „versteckte Informationen“ dazu führen, dass Venture Capital-Gesellschaften sehr vorsichtig im Rahmen der Beteiligungsprüfung agieren. Zum anderen sind „versteckte Handlungen“ aufgrund von Informationsasymmetrien denkbar, durch die Venture Capital-Gesellschaften eine Benachteiligung erfahren.¹⁸⁵

Es liegen versteckte Informationen vor, wenn während einer Transaktion eine Partei über mehr Informationen als die andere Partei verfügt. Hierbei ist die ungleichmäßige Verteilung der Kenntnisse nicht glaubhaft zu lösen. Venture Capital-

¹⁸¹ Vgl. Natter, Alexander: Private Equity, S. 24.

¹⁸² Vgl. Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 107.

¹⁸³ Vgl. Heckner, Robert: Private Equity-Investitionen, S. 31.

¹⁸⁴ Vgl. Schefczyk, Michael: Erfolgsstrategien, S. 150.

¹⁸⁵ Vgl. Hendel, Holger: Start-up Unternehmen, S. 14.

Gesellschaften werden kontinuierlich mit dieser Schwierigkeit konfrontiert. Grundsätzlich ergibt sich das Risiko daraus, dass primär die Unternehmensgründer bzw. Entwickler der innovativen Produkte über deren tatsächliche Funktionsfähigkeit informiert sind. Venture Capital-Gesellschaften können die Schwachstellen der neuartigen Produkte hingegen nur schwer beurteilen. Die Gründer versuchen eine möglichst hohe Bewertung für die Unternehmensanteile, die sie abgeben, zu erreichen. Aus diesem Grund übermitteln die Beteiligungsunternehmen nicht selbsttätig unvoreilhaftige Angaben. Es werden vielmehr die positiven Merkmale und Erfolgchancen hervorgehoben. Venture Capital-Gesellschaften können das Risiko der Informationsasymmetrie verringern, indem die besser unterrichteten Unternehmen zu einer Mitteilung verpflichtet werden. Dies kann mithilfe der Grobprüfung als Bestandteil der Beteiligungsprüfung erfolgen. Das Aufdecken persönlicher Daten verursacht Kosten, die von den Gründungsunternehmen getragen werden. In der Regel sind bei diesen jungen Unternehmen keine versteckten Informationen zu finden, da sie die Kosten hierfür sonst nicht übernehmen würden.¹⁸⁶

Des Weiteren zeigt sich das Problem der versteckten Handlungen innerhalb der Informationsasymmetrie. Venture Capital-Gesellschaften stellen auch diesbezüglich den wesentlich schlechter informierten Vertragspartner dar. Sie müssen sich partiell mit dem opportunistischen Verhalten der jungen innovativen Unternehmen auseinandersetzen. Die Unternehmensgründer setzen die Gesellschaften entweder nicht wahrheitsgemäß über bedeutende und nicht zu beobachtende Probleme in Kenntnis oder handeln nicht entsprechend der Vertragsbedingungen. Mögliche versteckte Handlungen sind von besonderer Relevanz, da die erwünschten Rückflüsse und somit die Rendite von der Kapitalverwendung der Unternehmer abhängen können. Dies wird durch den Inhalt des abgeschlossenen Beteiligungsvertrags festgelegt.¹⁸⁷ Letztlich sind Venture Capital-Gesellschaften nicht in der Lage, ihre Portfoliounternehmen kurzfristig und umfassend zu überwachen. Aufgrund nicht kontrollierbarer Verhaltensweisen ist es vorstellbar, dass die Beteiligungsunternehmen Vorteile gegenüber Venture Capital-Gebern erzielen. Diese Vorteile werden für Handlungen auf Kosten der anderen Vertragspartei genutzt. Dadurch wird das Problem der versteckten Handlung beschrieben. Venture Capital-Gesellschaften können dieses Problem vereinzelt mithilfe von Verträgen lösen, die entsprechende Impulse für eine Verhaltensoptimierung setzen. Neben der Vertragsgestaltung stellt das Monitoring eine weitere Möglichkeit zur Einschränkung des aufgezeigten Problems dar. Die kontinuierliche Kontrolle und Beurteilung der Unternehmensprozesse kann zu einem Abbau der ungleichen Informationsverteilung

¹⁸⁶ Vgl. Hendel, Holger: Start-up Unternehmen, S. 14-15.

¹⁸⁷ Vgl. Weber, Christian: Diversifikation, S. 47-48.

führen. Insgesamt symbolisiert diese Asymmetrie ein erhebliches Risiko für Venture Capital-Geber, da es nur bedingt vermindert und nicht vollständig ausgeschaltet werden kann. Schließlich beeinträchtigen versteckte Informationen die Bewertung der Beteiligungswürdigkeit. Versteckte Handlungen steigern den eigenen Nutzen der Portfoliounternehmen zu Lasten der Venture Capital-Gesellschaften.¹⁸⁸

5 Schlussbetrachtung

Um die eingangs gestellten Leitfragen zu beantworten, sollen die einzelnen Arbeitsschritte und deren Ergebnisse zunächst zusammengefasst und anschließend bewertet werden.

Zu Beginn dieser Untersuchung wurden die grundlegenden Inhalte und die Rahmenbedingungen des Venture Capital vorgestellt. Neben der Einordnung in die Systematik der Finanzierungsformen konnte gezeigt werden, dass das Venture Capital insbesondere für junge innovative Unternehmen eine präferierte und wichtige Finanzierungsalternative darstellt. Sie verfügen in der Frühphase über eine geringe Eigenkapitalquote und profitieren demnach nicht nur von den bereitgestellten finanziellen Mitteln, sondern zusätzlich von der Managementunterstützung. Die in dieser Arbeit vorrangig betrachteten Venture Capital-Gesellschaften tragen somit erheblich zu der Wertsteigerung des Unternehmens bei. Dadurch konnte dargelegt werden, dass die primäre Zielsetzung von Venture Capital-Gesellschaften in der Erzielung eines hohen Verkaufspreises ihrer Anteile am Ende der Beteiligung liegt.

Mit der grundsätzlichen Beschreibung des Ablaufs einer Venture Capital-Finanzierung wurde die Funktionsweise aufgezeigt und verdeutlicht, dass der kritische Auswahlprozess potentieller Portfoliounternehmen sehr entscheidend ist. Mithilfe der Grob- und Feinprüfung möglicher Beteiligungen sind Venture Capital-Gesellschaften in der Lage, nicht beteiligungswürdige Unternehmen schnell herauszufiltern. Darüber hinaus wurden die Unternehmenslebensphasen dargestellt, in denen eine Investition erfolgen kann. Es konnte gezeigt werden, welche wesentlichen Aktivitäten es in den einzelnen Phasen zu finanzieren gilt. Ferner wurden die unterschiedlichen Exitkanäle der Venture Capital-Gesellschaften vorgestellt. Dabei ist festzuhalten, dass Börsengänge zusammen mit Trade Sales das ideale Beteiligungsende bilden. Durch diese Desinvestitionskanäle können Venture Capital-Gesellschaften die höchsten Renditen erreichen.

¹⁸⁸ Vgl. Hendel, Holger: Start-up Unternehmen, S. 17-18.

Eine Analyse der Portfoliostrategien hat ergeben, dass beide Methoden gleichermaßen wesentliche Erfolgsfaktoren für Venture Capital-Gesellschaften darstellen. Differierende Projekte führen innerhalb des Portfolios zu einer Reduktion des Gesamtrisikos und aus gleichartigen Projekten resultiert hingegen das häufig erforderliche spezifische Wissen. Des Weiteren konnten anhand der Analyse einer Venture Capital-Finanzierung verschiedene Vorteile und Chancen sowie Nachteile und Risiken festgestellt werden. Die Informations-, Kontroll- und Einwirkungsrechte sind ein entscheidender Vorteil für Venture Capital-Gesellschaften. Als Chance hat sich die stufenweise Kapitalzuführung erwiesen, durch die den Unternehmen zur Sicherheit nicht das gesamte Kapital von Anfang an zur Verfügung steht. Das Monitoring der Beteiligung hat sich innerhalb dieser Arbeit als weitere Chance herausgestellt. Hierbei wird das Portfoliounternehmen regelmäßig überwacht und ihr Handlungsspielraum stark eingeschränkt. Im Rahmen der Venture Capital-Analyse hat sich das Fehlen laufender Zins- und Tilgungszahlungen seitens der Beteiligungsunternehmen als nachteilig erwiesen. Zudem wurde die Informationsasymmetrie als Risiko für Venture Capital-Gesellschaften erkannt. Allerdings haben die Untersuchungen gezeigt, dass die Beteiligungswürdigkeitsprüfung, die Vertragsgestaltung und das Monitoring dem entgegenwirken können.

Ziel der Arbeit war es zu analysieren, ob eine Beteiligung an innovativen Unternehmen für Venture Capital-Gesellschaften lukrativ sein kann und wie ein erfolgreiches Portfolio zusammengestellt sein muss. Venture Capital-Gesellschaften standen als Kapitalgeber, genauer als Kapitalanbieter, für innovative Unternehmen im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit. Die Venture Capital-Finanzierung ist gekennzeichnet durch verschiedene Vor- und Nachteile. Allerdings zeigt die Gegenüberstellung, dass sich aus Sicht der Venture Capital-Gesellschaften mehr Vorteile ergeben und somit die Förderung junger Unternehmen erstrebenswert ist. Für Venture Capital-Gesellschaften besteht die Möglichkeit, hohe Renditen zu erzielen und die mit der Beteiligung verbundenen Risiken bedeutend zu senken. Das Portfolio sollte letztendlich aus einer Kombination homogener sowie heterogener Projekte bestehen, damit alle Vorteile und Chancen vollständig ausgeschöpft werden können.

In den USA hat sich die Finanzierung junger innovativer Unternehmen mit Venture Capital bereits etabliert. Dort hat diese Finanzierungsform in den vergangenen zwanzig Jahren neue Perspektiven im Hinblick auf Innovationen, Investitionen und Beschäftigungswachstum geschaffen. Schließlich hat sich herausgestellt, dass Venture Capital, als Sonderform des Beteiligungskapitals, für Venture Capital-Gesellschaften eine bedeutungsvolle Kapitalanlage und für junge innovative Unter-

nehmen eine favorisierte Kapitalaufnahme darstellt. Dadurch ist von einer aktiven Weiterentwicklung des deutschen Beteiligungskapitalmarkts auszugehen.¹⁸⁹

¹⁸⁹ Vgl. Roling, Jörg: Venture Capital, S. 2.

Anhang

Finanzierungsphase	Early Stage		Expansion Stage	Late Stage	
	Seed	Start-up	Expansion	Bridge	MBO/MBI
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 <ul style="list-style-type: none"> – Börsengangs oder – Verkauf an industriellen Investor 	<ul style="list-style-type: none"> • Übernahme durch vorhandenes (MBO) oder externes (MBI) Management
Gewinn-/Verlust- und Risikoerwartung des Portfoliounternehmens	<p>The diagram shows two curves over time. A solid line labeled 'Risiko' starts at a high point on the y-axis and gradually decreases towards the x-axis. A dashed line labeled 'Gewinn/Verlust' starts at a negative point on the y-axis, reaches a minimum, and then rises to cross the x-axis and continue upwards. The x-axis represents time, and the y-axis represents the magnitude of risk and profit/loss.</p>				
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

Abb. 4: Idealtypische Finanzierung in den Unternehmenslebensphasen

Quelle: Schefczyk¹⁹⁰

¹⁹⁰ Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 26.

Literaturverzeichnis

- **Aldinger, Leif:**
Kontaktnetzwerke von Venture Capital-Gesellschaften – Eine empirische Untersuchung der netzwerkbasierten Managementunterstützung im Rahmen von Venture Capital-Finanzierungen (Diss.), Berlin 2005.
- **Baltzer, Karin:**
Die Bedeutung des Venture Capital für innovative Unternehmen (Diss.), Aachen 2000.
- **Baumgärtner, Carsten:**
Portfoliosteuerung von Venture Capital-Gesellschaften (Diss.), Wiesbaden 2005.
- **Becker, Alexander:**
Private Equity Buyout Fonds – Value Creation in Portfoliounternehmen (Diss. Nr. 3604), Bern Stuttgart Wien 2009.
- **Betsch, Oskar/Groh, Alexander P./Schmidt, Kay:**
Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, München 2000.
- **Brealey, Richard A./Myers, Stewart C./Allen, Franklin:**
Principles of Corporate Finance, 9. Edition, International Edition, Boston u.a. 2008.
- **Brettel, Malte/Jaugey, Cyril/Rost, Cornelius:**
Business Angels – Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland, Wiesbaden 2000.

- **Brettel, Malte/Rudolf, Markus/Witt, Peter:**
Finanzierung von Wachstumsunternehmen –
Grundlagen - Finanzierungsquellen - Praxisbeispiele, Wiesbaden 2005.
- **Brinkrolf, Andreas:**
Managementunterstützung durch Venture-Capital-Gesellschaften –
Eine Untersuchung des nichtfinanziellen Beitrags von Venture-Capital-
Gesellschaften bei der Entwicklung ihrer Portfoliounternehmen (Diss. Nr. 2660),
Wiesbaden 2002.
- **Busse, Franz-Joseph:**
Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft,
3., völlig überarbeitete und wesentlich erweiterte Auflage, München Wien 1993.
- **Christen, Daniel V.:**
Anlagen in Venture Capital-Fonds – Ein Beitrag zum besseren Verständnis des
internationalen Venture Capital-Geschäfts aus Investorensicht,
Kilgus, Ernst/Hirszowicz, Christine/Volkart, Rudolf u.a. (Hrsg.),
Schriftenreihe: Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Band 144,
Bern Stuttgart 1991.
- **Emmert, Markus:**
Realloptionen in der Venture Capital Finanzierung – Eine Analyse von Staging
und Exit mit Dynamischer Programmierung (Inaugural Diss.), Aachen 2003.
- **Engel, Dirk:**
Venture Capital für junge Unternehmen, ZEW Wirtschaftsanalysen,
Schriftenreihe des ZEW, Band 71, Baden-Baden 2004.

- **Engelmann, Andree/Juncker, Klaus/Natusch, Ingo/
Tebroke, Hermann-Josef:**
Moderne Unternehmensfinanzierung – Risikokapital für Unternehmensgründung und -wachstum, Frankfurt am Main 2000.
- **Ermisch, Ralf/Thoma, Patrick:**
Zehn Schritte zum Venture Capital – Ein Ratgeber für junge Technologieunternehmen, Heidelberg 2002.
- **Fingerle, Christian H.:**
Smart Money – Influence of Venture Capitalists on High Potential Companies, Achleitner, Ann-Kristin/Kaserer, Christoph (Hrsg.), Entrepreneurial and Financial Studies, Band 7, Sternenfels 2005.
- **Franke, Günter/Hax, Herbert:**
Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5., überarbeitete Auflage, Berlin Heidelberg 2004.
- **Hanke, Wolfgang:**
Beteiligungskapital – eine zukunftsweisende Finanzierungsmöglichkeit für KMU in Sachsen, in: Berrios Amador, Maja/Lohmann, Karl/Pleschak, Franz (Hrsg.), Beteiligungskapital in der Unternehmensfinanzierung – Grundfragen - Konzepte - Erfahrungen, Wiesbaden 1999.
- **Heckner, Robert:**
Vorteilhafte Anlagestrategien und Investitionsinstrumente für informelle Private Equity-Investitionen (Inaugural-Diss.), Schriftenreihe: Innovative betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, Band 165, Hamburg 2005.

- **Heitzer, Bernd:**
Finanzierung junger innovativer Unternehmen durch Venture Capital-Gesellschaften – Eine ökonomische Analyse,
Szyperski, Norbert/Bischoff, Johannes Georg/Klandt, Heinz (Hrsg.),
Reihe: Gründung, Innovation und Beratung, Band 23, Lohmar Köln 2000.
- **Hendel, Holger:**
Die Bewertung von Start-up Unternehmen im Rahmen von Venture Capital
Finanzierungen – Anwendungsmöglichkeiten der Realoptionstheorie,
Sigloch, Jochen/Henselmann, Klaus (Hrsg.), Reihe: Unternehmen und Steuern,
Band 26, Aachen 2003.
- **Klemm, Hanns-Alexander:**
Die Finanzierung und Betreuung von Innovationsvorhaben durch Venture-
Capital-Gesellschaften – Möglichkeiten und Grenzen der Übertragung des
amerikanischen Venture-Capital-Konzeptes auf die Bundesrepublik Deutschland
(Diss.), Frankfurt am Main u.a. 1988.
- **Kollmann, Tobias/Kuckertz, Andreas:**
E-Venture-Capital – Unternehmensfinanzierung in der Net Economy,
Grundlagen und Fallstudien, Wiesbaden 2003.
- **Laux, Helmut:**
Entscheidungstheorie, 7., überarbeitete und erweiterte Auflage,
Berlin Heidelberg 2007.
- **Leitinger, Roland/Strohbach, Hannes/Schöfer, Peter/Hummel, Markus:**
Venture Capital und Börsengänge – Von der Produktidee zum internationalen
Nischenspezialisten; Business Pläne, Unternehmensbewertung, Due Diligence,
Wien 2000.

- **Leopold, Günter/Frommann, Holger:**
Eigenkapital für den Mittelstand – Venture Capital im In- und Ausland,
München 1998.
- **Lessat, Vera/Hemer, Joachim/Eckerle, Tobias H./Kulicke, Marianne/
Licht, Georg/Nerlinger, Eric et al.:**
Beteiligungskapital und technologieorientierte Unternehmensgründungen –
Markt - Finanzierung - Rahmenbedingungen, Wiesbaden 1999.
- **Marwede, Eberhard:**
Die Abgrenzungsproblematik mittelständischer Unternehmen,
Volkswirtschaftliche Diskussionsreihe, Nr. 20, Augsburg 1983.
- **Mayer, Matija Denise:**
Venture Finance – Zur Finanzierung innovativer Unternehmungen (Habil.-Schr.),
Wiesbaden 2003.
- **Nathusius, Klaus:**
Grundlagen der Gründungsfinanzierung – Instrumente - Prozesse - Beispiele,
Wiesbaden 2001.
- **Natter, Alexander:**
Private Equity und Venture Capital als private Vermögensanlage,
Frankfurt am Main 2003.
- **Nevermann, Helga/Falk, Dieter:**
Venture Capital – Ein betriebswirtschaftlicher und steuerlicher Vergleich
zwischen den USA und der Bundesrepublik Deutschland, Baden-Baden 1986.

- **Nittka, Isabella:**
Informelles Venture Capital am Beispiel von Business Angels,
Wissenschaftsförderung der Sparkassenorganisation e.V., Bonn (Hrsg.),
Wissenschaft für die Praxis, Abteilung 1: Forschung, Band 12, Stuttgart 2000.
- **Norton, Edgar/Tenenbaum, Bernhard H.:**
Specialization versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy,
in: Journal of Business Venturing, Volume 8, Issue 5, Seite 431-442, 1993.
- **Olfert, Klaus:**
Finanzierung, 8., aktualisierte Auflage,
Ludwigshafen (Rhein) 1994.
- **o.V.:**
Die neue KMU-Definition – Benutzerhandbuch und Mustererklärung,
Zugriff am: 13.03.2010, auf:
http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/files/sme_definition/sme_user_guide_de.pdf, Europäische Gemeinschaften 2006.
- **Perridon, Louis/Steiner, Manfred:**
Finanzwirtschaft der Unternehmung, 13., überarbeitete und erweiterte Auflage,
München 2004.
- **Posner, Dirk:**
Early Stage-Finanzierungen – Spannungsfeld zwischen Gründern, Investoren
und staatlichen Rahmenbedingungen,
Hagenmüller, Karl Friedrich/Engels, Wolfram/Kolbeck, Rosemarie (Hrsg.),
Schriftenreihe für Kreditwirtschaft und Finanzierung, Band 22, Wiesbaden 1996.

- **Räbel, Dieter:**
Venture Capital als Instrument für Innovationsfinanzierung – Eine kritische Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Projektbewertungsproblems (Diss.), Köln 1986.
- **Reißig-Thust, Solveig:**
Venture-Capital-Gesellschaften und Gründungsunternehmen – Empirische Untersuchung zur erfolgreichen Gestaltung der Beziehung (Diss.), Wiesbaden 2003.
- **Roling, Jörg:**
Venture Capital und Innovation – Theoretische Zusammenhänge, empirische Befunde und wirtschaftspolitische Implikationen,
Klandt, Heinz/Szyperski, Norbert/Frese, Michael/Brüderl, Josef/
Sternberg, Rolf/Braukmann, Ulrich (Hrsg.), Reihe: FGF Entrepreneurship-
Research Monographien, Band 28, Lohmar Köln 2001.
- **Rudolf, Markus/Witt, Peter:**
Bewertung von Wachstumsunternehmen – Traditionelle und innovative Methoden im Vergleich, Wiesbaden 2002.
- **Ruhnka, John C./Young, John E.:**
Some Hypotheses about Risk in Venture Capital Investing, in: Journal of Business Venturing, Volume 6, Issue 2, Seite 115-133, 1991.
- **Schäfer, Henry:**
Unternehmensfinanzen – Grundzüge in Theorie und Management,
Heidelberg 1998.

- **Schefczyk, Michael:**
Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften – Analyse der Investitionsaktivitäten und des Beteiligungsmanagements von Venture Capital-Gesellschaften, 3., überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart 2004.
- **Schefczyk, Michael:**
Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity – Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler, 2., überarbeitete und aktualisierte Auflage, Stuttgart 2006.
- **Schmidtke, Axel:**
Praxis des Venture Capital-Geschäftes, Landsberg am Lech 1985.
- **Schween, Karsten:**
Corporate Venture Capital – Risikokapitalfinanzierung deutscher Industrieunternehmen, Wiesbaden 1996.
- **Spremann, Klaus:**
Portfoliomanagement, 4., überarbeitete Auflage, München 2008.
- **Tallau, Christian:**
Bewertung von Venture-Capital-Investitionen – Verfahren der Unternehmensbewertung und Beteiligungsquotenbestimmung unter Berücksichtigung der Finanzierungsstrukturierung (Diss.), Norderstedt 2007.
- **Thamm, René:**
Portfoliostrategien von Venture-Capital-Gesellschaften – Agencytheoretische Analyse der Zusammensetzung und Größe der Portfolios (Diss.), Wiesbaden 2009.

- **Übelhör, Matthias/Warns, Christian:**
Grundlagen der Finanzierung – anschaulich dargestellt, mit vielen Beispielen und Übungsaufgaben sowie einem Exkurs zu „Basel II“, 2., überarbeitete und erweiterte Auflage, Heidenau 2003.
- **Viemann, Kathryn:**
Controlling in der Venture-Capital-Gesellschaft – Eine Konzeption zur Steuerung der Gründungsunternehmen (Diss.), Berlin 2007.
- **Weber, Christian:**
Diversifikation versus Spezialisierung – Vorteilhaftigkeit von Portfoliostrategien bei Venture Capital Investments (Diss.), Schriftenreihe Finanzmanagement, Band 13, Hamburg 2003.
- **Weitnauer, Wolfgang:**
Teil A. Rahmenbedingungen von Venture Capital, I. Grundlagen, in: Weitnauer, Wolfgang, Handbuch Venture Capital – Von der Innovation zum Börsengang, 3., überarbeitete Auflage, München 2007.
- **Wipfli, Cyrill:**
Unternehmensbewertung im Venture Capital-Geschäft (Diss. Nr. 2569), Bern Stuttgart Wien 2001.
- **Wöhe, Günter/Bilstein, Jürgen:**
Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 8., überarbeitete und erweiterte Auflage, München 1998.
- **Zemke, Ingo:**
Die Unternehmensverfassung von Beteiligungskapital-Gesellschaften – Analyse des institutionellen Designs deutscher Venture-Capital-Gesellschaften (Diss.), Wiesbaden 1995.

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.

Göttingen, 26.04.2010

Sabrina Schneemann