

## 2 Risikokapitalinstrumente im unternehmerischen Wachstumszyklus

von Oliver Grabherr

„Time-to-market“ ist im neuen Wettbewerb der weltweiten Vernetzung zu einem entscheidenden Wettbewerbsfaktor geworden.

Die Kombination von starker Technologiegetriebenheit und hohem Wachstum, gebündelt mit einem immer höheren Anteil an „intangible assets“ und verstärkten Investitionen in Humankapital, führt dazu, dass Unternehmen die sich am Markt bietenden Chancen keinesfalls alleine aus den Kapitalquellen Innenfinanzierung (⇨Cash Flow) und Kreditfinanzierung nutzen können.

Eine ausreichende Innenfinanzierungskraft setzt ein bedeutendes Umsatz- und Ertragswachstum voraus. In den meisten Fällen der Old Economy, besonders aber in der vom Hyperwachstum getriebenen New Economy, ist diese idealtypische Voraussetzung nicht gegeben.

Die klassische Kreditfinanzierung wiederum setzt auf dem statischen Element des Besicherungspotentials auf. Besicherungspotential bedeutet aber, dass bereits Kapital in besicherbaren Assets des Unternehmens (Gebäude, Maschinen, Infrastruktur) gebunden ist. Gerade in Zeiten beschleunigten Wachstums haben viele Unternehmen jedoch kaum die Möglichkeit, sich derartige Besicherungspotentiale aufzubauen. Viele Assets der New Economy sind „intangible assets“ und werden nicht als besicherbar anerkannt. Die notwendigen Vermögensgegenstände werden meist nur geleast oder gemietet, um sich sich keinen Wachstumsbeschränkungen auszusetzen.

Der ausschlaggebende Ansatzpunkt für Beteiligungskapital ist daher die Nutzung von Markt- und Wachstumschancen über die Schranken von Innen- und Außenfinanzierung hinaus.

In den unterschiedlichen Wachstumsphasen von Unternehmen kommen dabei unterschiedliche Beteiligungsinstrumente zum Einsatz. Im Folgenden geht es zunächst um die Darstellung der Wachstumsphasen, danach um die Frage, welche Finanzierungsinstrumente typischerweise von welchen Investorentypen zur Verfügung gestellt werden.

### 1 Die Wachstumsphasen von Unternehmen

Eine der dem rasch wachsenden Unternehmenstypus der New Economy sehr gut entsprechende Darstellung der Entwicklungsphasen von Unternehmen stammt von Geoffrey Moore. Sein Modell des „Technologie-Akzeptanz-Lebenszyklus“ (TA-Modell) geht zunächst davon aus, dass Unternehmen in einem Hyperwachstumsmarkt mit all ihren Ressourcen (Management, Organisation, Produktentwicklung, Technologie, Distributi-

on etc.) sehr flexibel reagieren können, da es sich ja noch um wendige kleine Unternehmen (sog. „Gazellen“) handelt. Das TA-Modell basiert außerdem auf der Annahme diskontinuierlicher Innovationen: Der durch Innovationen ausgelöste technologische Strukturbruch eröffnet neuen Unternehmen die Chance auf Hyperwachstum. Die Internetentwicklung ist wohl das derzeit beste Beispiel dafür.

I – 2

Das Unternehmen wird nun vom Start weg von verschiedenen Kundentypen getragen:

Erste Kunden sind die technologieverliebten und risikofreudigen Innovatoren (Freaks), die neueste Produkte bereits im Teststadium erwerben. Als nächstes kommen die frühen Adaptoren (Early Adopters, Visionäre). Sie sind technophil, umsetzungsorientiert und suchen einen technologischen Wettbewerbsvorteil.

In der nächsten Evolutionsstufe folgt die frühe Mehrheit der Pragmatiker, welche die technologische Evolution in den Vordergrund stellen und die pragmatischen Vorteile der neuen, jetzt erprobten, Technologie nutzen wollen. Schließlich investiert die späte Mehrheit (Konservative) erst unter Zwang in die Innovation, um den Anschluss nicht zu verlieren. Die Nachzügler (Skeptiker) meiden typischerweise Innovationen und umgehen sie, wo sie nur können.

In Anteilen am Gesamtmarkt geht Moore davon aus, dass die frühe und die späte Mehrheit jeweils 33 % des Marktes dominieren (jeweils eine Sigma-Abweichung auf der Glockenkurve), die Visionäre und die Nachzügler jeweils rund 15 % (jeweils 2 Sigma), und die Innovatoren sich auf rund 2 bis 5 % des Marktvolumens belaufen.

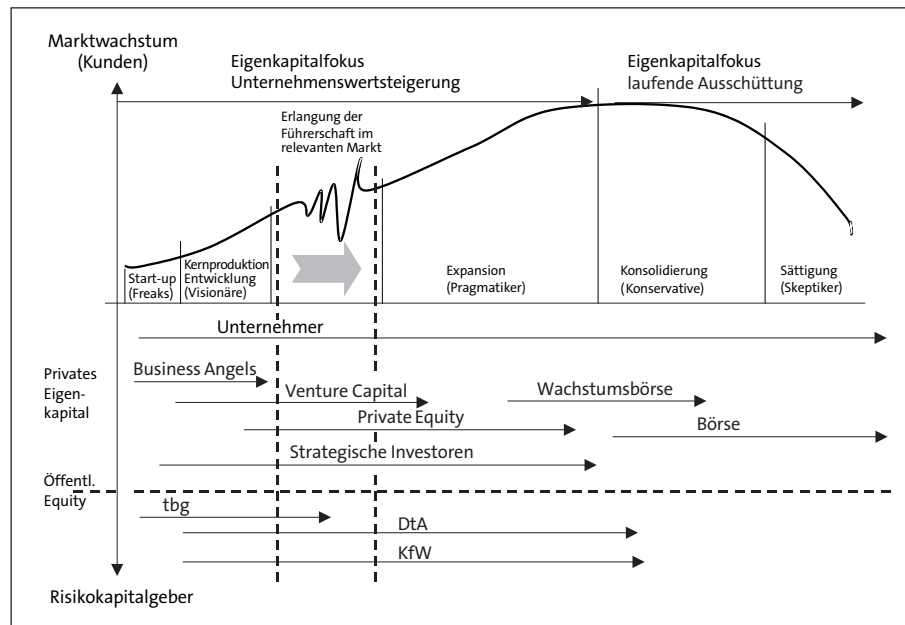


Abb. 1: Unternehmensphasen und Investoren

## 2 Finanzierungsphasen rasch wachsender Unternehmen

So wie das Unternehmen typischerweise auf die Markterfordernisse der unterschiedlichen Entwicklungsphasen reagieren muss, haben auch die Beteiligungskapitalgeber je nach Entwicklungsphase ihr Chancen-/Risikenprofil zu ihren Gunsten zu optimieren und kontrollieren. Typischerweise werden daher zeitliche Kontrollpunkte auf dem Weg Richtung Börse eingebaut: die  $\Rightarrow$  Finanzierungsrunden.

Finanzierungsrunden haben die Funktion operationaler  $\Rightarrow$  Meilensteine der Finanzierungsentwicklung des Unternehmens, an denen das Unternehmen nach Ablauf einer Entwicklungsperiode durch neu hinzutretende Beteiligungskapitalinvestoren jeweils wieder neu bewertet wird. Die Zuzählung von Beteiligungskapital in meilensteinbezogenen Finanzierungsrunden ist das stärkste Kontroll- und Disziplinierungsinstrument für Investoren.

### Die Typologie der Finanzierungsinstrumente

Folgt man der mit einem Nobelpreis gewürdigten These von Merton/Miller aus ihrer bahnbrechenden Arbeit von 1958 über die Finanzierungsstruktur von Unternehmen, so hat die Finanzierungsstruktur keinerlei Auswirkung auf die Unternehmensentwicklung.

In der realen Welt kann jedoch sehr einfach beobachtet werden, dass es zwei extreme Klassen von Unternehmensfinanzierungsinstrumenten gibt: Eigenkapital und Fremdkapital. Eigenkapital kommt definitionsgemäß vom Eigentümer, Gesellschafter, Aktionär der Firma. Fremdkapital sind dagegen all jene Mittel, die dem Unternehmen von unbeteiligten Dritten, in der Regel Banken, zur Verfügung gestellt werden.

Eigenkapital kennt keine zeitliche Beschränkung und muss der Firma als Risikoträger notwendigerweise ohne irgendwelche Auflagen hinsichtlich der laufenden Verzinsung oder gar Tilgung zur Verfügung stehen. Im Gegenzug beansprucht der Eigenkapitalgeber jeden Gewinn aus der durch sein Eigenkapital finanzierten Firma.

Der Fremdkapitalgeber dagegen stellt sein Geld lediglich auf eine bestimmte Zeit zur Verfügung, wobei von vornherein ein genauer Rückzahlungsplan vereinbart wird. Der Fremdkapitalgeber hat keinerlei Anspruch auf einen Gewinn, erwartet im vereinbarten Zeitraum sein Kapital zurück und kann in der Zwischenzeit auf Jahresbasis eine vereinbarte Verzinsung verrechnen. Hat der Eigenkapitalgeber die „Sicherheit“, dass ihm jeder Gewinn aus dem Unternehmen zusteht, so lässt sich der Fremdkapitalgeber zumeist Sicherstellungen (Hypothek, Verpfändung, Zession) für sein Kapital geben, die im Falle einer wirtschaftlichen Schieflage des Unternehmens das Kapital wieder hereinbringen sollen.

Eigenkapital und Fremdkapital können damit als Extrempositionen auf einer Achse zwischen voller Information über die Firma (Unternehmer), teilweiser, eigentümergeprägter Information (nicht im Unternehmen arbeitender Eigenkapitalgeber) und nur

unzulänglicher Information (Bank, Fremdkapitalgeber) gesehen werden. Diese Sichtweise wird in der ökonomischen Fachsprache als  $\Rightarrow$ Principal Agent-Problem behandelt, aus dem eine Adverse Selection oder Informationsasymmetrie mit unterschiedlichen Risiko-/Chancen-Profilen (Finanzierungsansprüchen) resultiert.

Finanzierungsinstrumente sind damit vor allem auch Instrumente des Interessens- und Risikoausgleichs bei der Unternehmensfinanzierung. Die Überbrückung der in verschiedenen Unternehmenssituationen gegebenen divergierenden Interessen zwischen Eigenkapital und Fremdkapital ist oftmals die Funktion des „Verbindungsinstrumentes“  $\Rightarrow$ Mezzanine-Kapital.

I – 2

	<b>Eigenkapital</b>	<b>Mezzanine-Kapital</b>	<b>Fremdkapital</b>
Haftung	Haftung zumindest in Höhe der Einlage; Mitunternehmerschaft	Nur im Ausmaß des gewandelten Anspruches (Wandeldarlehen)	Keine Haftung; Gläubigerstellung
Erfolgsbeteiligung	Aliquot an Gewinn und Verlust	Erfolgsabhängige Verzinsungsanteile	Nein; fixer Zinsanspruch; erfolgsunabhängig
Vermögensbeteiligung	Aliquot	Ja; Equity Kicker (Optionen auf Anteile)	Nein; Nominalanspruch in Höhe der Gläubigerforderung
Geschäftsführung	Im Regelfall dazu berechtigt (Mitsprach, Stimm-, Kontrollrechte)	Stimm- und Kontrollrechte möglich	Nein, ausgeschlossen
Zeitliche Verfügbarkeit	Unbefristet	Befristetes Eigenkapital	In der Regel befristet (Tilgungsplan)
Besicherung	Keine	Keine	Kreditsicherheit
Liquiditätsbelastung	Nicht fix; nur bei Gewinnausschüttung	Geringe laufende Verzinsung	Fix; (Zinsen- und Kapitaldienst)
Steuerbelastung	Gewinnbesteuerung	Zinsen steuerlich absetzbar	Zinsen steuerlich absetzbar

*Abb. 2: Die wesentlichen Unterscheidungsmerkmale von Eigen-, Fremdkapital und Mezzanine-Kapital*

Eigenkapital	Mezzanine-Kapital	Fremdkapital
Kapitalmarktinstrumente		
Aktienkapital/ Grundkapital Stammkapital	Zerobond mit gewinnabhängiger Verzinsung Gewinnschein auf Genussrechte Wandelschuldverschreibung Gewinnschuldverschreibung Optionsanleihe Optionsschein	Commercial Paper (Corporate) Bond/Anleihe Certificate of Deposit
Sonstige Instrumente		
Agio/Aufgeld Echtes Gesellschafter- darlehen Stille Gesellschafter- einlage	Unbesicherter Kredit Nachrangiger Kredit Cash Flow-indizierter Kredit Partiarisches Darlehen Typisch stille Gesellschafter- einlage Besserungskapital	Besichertes Darlehen Besicherter Bankkredit Lieferantenkredit Sonstiges Fremdkapital

I - 2

Abb. 3: Instrumente der Finanzierung: Eigen-, Fremdkapital und Mezzanine-Kapital

### Das 6-Phasen-Wachstumsfinanzierungsmodell – die Typologie des Unternehmenswachstums in Phasen

Es ist ein langer Weg von der ersten Unternehmensidee bis zur Börsenemission (⇒Initial Public Offering – IPO). Der modellhafte Idealtypus einer Unternehmensentwicklung eines Wachstumsunternehmens zeigt, welche Finanzierungspartner zu welcher Entwicklungsphase passen.

Ein technologiebasiertes Ein-Produkt-Unternehmen in einem dynamischen Wachstumsmarkt durchläuft im Ablauf der Zeit idealtypischerweise unterschiedliche Phasen:

- o – Seed (⇒Seed Capital): Ideenentwicklung, Vorproduktentwicklung, Vorbereitungsphase
- 1 – Start-Up: Unternehmensgründung
- 2 – Early Stage (⇒Early Stage-Finanzierung): Produkt- Prototypenentwicklung
- 3 – Second Stage: Erlangung der Markführerschaft im relevanten Markt
- 4 – ⇒Third Stage: Expansion, Up-Scaling
- 5 – Fourth Stage oder Bridge (⇒Bridge-Finanzierung): Pre-IPO, Börsenvorbereitung
- 6 – Börsengang (IPO): Konsolidierung und Sättigung
- 7 – Post-IPO-Phase: Internationalisierung, Akquisitionen

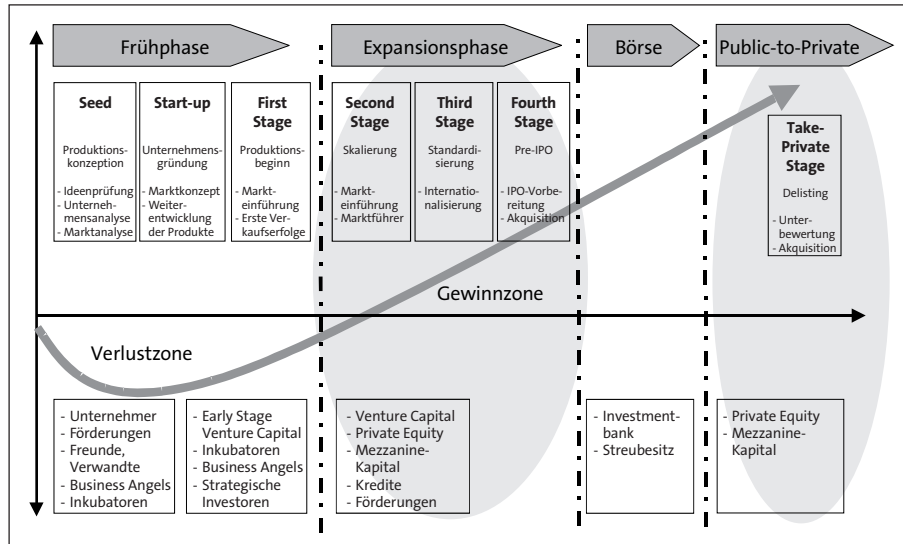


Abb. 4: Unternehmensfinanzierungsphasen im Wachstum

### ► Seed-Phase

Die Aufzählung beginnt untypischerweise mit der Zahl 0, da es sich in der Vorphase der Unternehmensgründung ex definitionem nicht um eine Unternehmensphase handeln kann. Die Ideenentwicklung und die ersten Vorbereitungen sind dennoch ein entscheidender Schritt für den erfolgreichen, späteren Start. Das Investitionsvolumen, für das Seed Financing beansprucht wird, kann sehr stark variieren, da hier viel ideelle Vorarbeit und Arbeitszeit des Gründer(teams) vorab einfließt. Generell wird die Seed-Phasen-Finanzierung bis 150.000 € angesetzt. Während Seed-Phasen im Internetbereich teilweise nur Wochen dauern, können sie im Biotechnologiebereich teilweise mehrere Jahre in Anspruch nehmen.

### ► Start-up

Während der Gründungsphase sind neben dem „Ersparten“ oft nahe Angehörige oder Freunde („family and friends“) die einzig erschließbaren Risikokapitalquellen.

Um diese schwierige Phase zu erleichtern, bestehen in den meisten Ländern ⇒ Risikokapital-Förderungsprogramme. So kann sich der Unternehmer in Deutschland an die Berater des tbG-Frühphasenprogrammes wenden, die ihm nicht nur mit Geld, sondern auch mit Beratungsleistungen zur Seite stehen. Für die Produktentwicklung können bei technologiebasierten Produkten auch die Forschungsfördertöpfe je nach Bundesland über verlorene Zuschüsse (teilweise auch Risikokapital) angezapft werden.

Neben den öffentlichen Kapitalgebern der ersten Stunde sollte sich der Unternehmer auch nach Privatinvestoren in Gestalt branchenversierter ⇒ Business Angels umsehen, die ihn bei der weiteren Entwicklung stark unterstützen können. In Deutschland ist

hier das Business Angels Network Deutschland (BAND) und das bayerische Fördernetzwerk Neue Technologien (FNT) sowie in Österreich die Business Angels Börse „i<sup>2</sup>“ bei der Innovationsagentur besonders hervorzuheben.

In dieser Phase beläuft sich das durchschnittliche Investment auf 500.000 €, kann aber in Einzelfällen auch höher ausfallen, wenn bereits institutionelle VC-Fonds mitfinanzieren.

#### ► First oder Early Stage

Der Unternehmer treibt in dieser Phase die Kernproduktentwicklung voran und testet die Marktrelevanz ab (Testinstallationen, Pilotanlagen). Pilotkunden werden vorbildlich betreut, damit sie möglichst bald mit maßgeschneiderten, visionären Lösungen ein ⇒ Benchmarking für die nächste Kundenschicht der Innovatoren darstellen können.

In dieser Phase löst meist der institutionell organisierte Venture Capitalist den privaten Investor (Business Angel) als ⇒ Lead Investor ab. Venture Capital-Fonds können gerade in diesem Stadium einen entscheidenden Betrag zur Führerschaft im relevanten Markt beitragen. Das typische Finanzierungsvolumen liegt nun bei ca 1,5 Mio. €.

#### ► Second Stage oder Expansion 1

Am Ende der Produktentwicklung und der Führerschaft im relevanten Markt sollte ein skalierbares, vermarktbare und vor allem ausgereiftes Produkt stehen, das auf einen wachsenden Markt trifft, wobei zunächst die Eroberung des Heimatmarktes angestrebt wird. Hier setzt ⇒ Expansionsfinanzierung zur Ausnutzung der „economies-of-scale“ in der Produktion an. Die Expansionsphase wird üblicherweise noch von Venture Capital mitgetragen, allerdings unter wachsender Bedeutung von auf reine Expansionsrisikofinanzierung ausgerichteten Private Equity-Fonds. In dieser Runde erhält das Unternehmen erstmals eine große Finanzierung, typischerweise bis zu 5 Mio. €.

#### ► Third Stage oder Expansion 2

In dieser zweiten Expansionsphase wird üblicherweise der erste Internationalisierungsschritt gesetzt. Angrenzende oder leichter zu bearbeitende, chancenreiche Märkte werden als erste internationale Testballons gewählt. Für deutsche Unternehmen bieten sich hier meist die angrenzenden EU-Staaten mit einem bedeutenden Marktvolumen an.

Die dafür erforderliche, große Finanzierungsrunde wird in der Regel von den großen Private Equity-Fonds, oftmals in Kombination mit Mezzanine-Kapital, getragen. Typische Finanzierungsvolumina belaufen sich hier auf 7,5 Mio. € und darüber.

#### ► Fourth Stage oder Pre-Exit oder Pre-IPO

Die Pre-IPO-Phase ist eine des Übergangs, sie hat oft eine Überbrückungsfunktion zwischen einer ersten Konsolidierung des bisherigen Geschäftes und dem einsetzen des Story Building in Richtung Investmentbank. Typische Pre-IPO-Investoren sind sehr versiert in der Aufbereitung der Unterlagen und der Auswahl der richtigen Investmentbank. In der Pre-IPO-Phase wird oft über den wahren Erfolg und Misserfolg einer späteren Börsenemission entschieden. Die letzten Checks sind hier noch möglich,

die es dem Unternehmen ermöglichen sollen, die spätere große Bühne der Öffentlichkeit mit guter Informationspolitik zu betreten. Typische Pre-IPO-Investoren sind Mezzanine Capital-Fonds, Private Equity-Fonds oder Investmentbanken selbst. Diese Finanzierungsrunde kann fast in ebensolcher Größe notwendig sein wie die vorangegangene.

► **IPO oder Unternehmensverkauf**

Üblicherweise wird von den Risikokapitalgebern der Verkauf (⇒Exit) der Unternehmensanteile über die Börse (Initial Public Offering – IPO) an einen technologisch interessierten strategischen Investor (Industriekonzerne) oder (seltener) zurück an den Unternehmer angestrebt. Mit dem Exit wird die bisher erzielte Unternehmenswertsteigerung realisiert.

► **Post-IPO oder Konsolidierungsphase**

Durch den IPO ändert sich die Investorenstruktur des Unternehmens dahingehend, das nunmehr das Hauptaugenmerk auf laufende Dividendenzahlungen und hohe Erträge gerichtet wird und weniger auf hohe Sprünge im Unternehmenswert. Die Konsolidierungsphase ist durch die Etablierung der Technologie am Markt und der Notierung an einer/mehrer Börsen gekennzeichnet. Das Unternehmen versucht durch starke Diversifikation und Internationalisierung für die Aktionäre attraktive Dividenden und Wachstumsperspektiven zu bieten.

### 3 Typologien von Wachstumsfinanziers

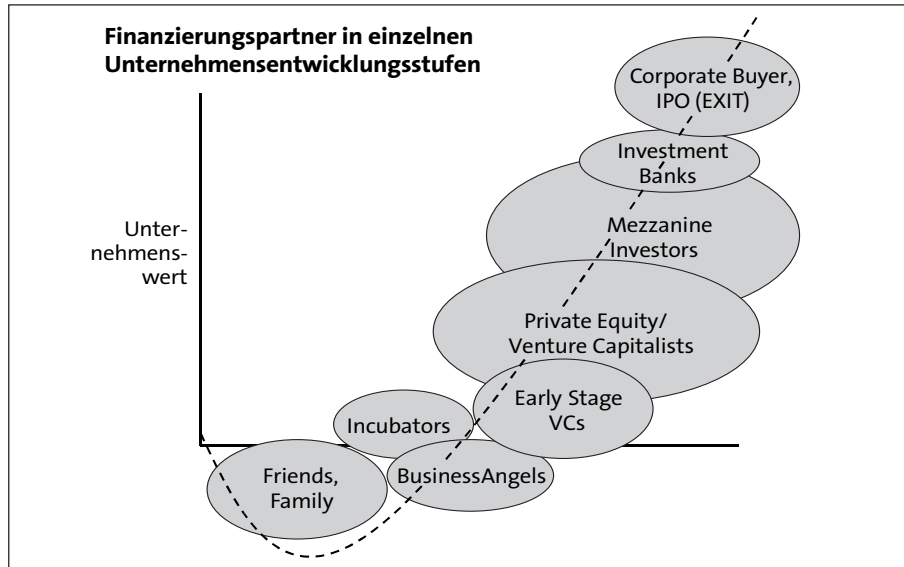
Die Beschleunigung des Marktgeschehens durch neue Technologien und Internationalisierung erfordern vom Unternehmer eine neue Entscheidungsqualität. Wesentlich ist die Grundsatzentscheidung, den Wettbewerbsdruck anzuerkennen und sich den neuen Aufgaben stellen. Der internationale Wettbewerb ist oftmals trotz geografischer Distanz jeweils „nur mehr einen Klick entfernt“. Dies erfordert zur Nutzung der Marktchancen auch eine rasche „Internationalisierung der Assets“, die aus risikotechnischer Sicht auch von einer „Internationalisierung“ des Eigenkapitals begleitet sein sollte.

Erfolgreiche, wachstumsorientierte Unternehmen benötigen typischerweise je nach Wachstumsphase unterschiedliche, das Risiko mittragende Beteiligungspartner, die jeweils für diese Phase maßgeschneiderte ⇒ Added Values einbringen können.

Dabei handelt es sich meist um ein sehr personenorientiertes Geschäft (People's Business), dessen Erfolgsfaktoren ganz wesentlich in der erfolgreichen Zusammenarbeit von Unternehmen und Beteiligungsgebern und damit in den persönlichen Handlungstärken (und -schwächen) der agierenden Personen liegen.

Welche Investorentypologien können nun idealtypisch unterschieden werden?

- Friends, Family
- Business Angels



I - 2

Abb. 5: Unternehmensentwicklungsstufen

- ▶ ⇨ Inkubatoren
- ▶ Strategischer Investor
- ▶ Early Stage Venture Capitalist
- ▶ Venture Capitalist
- ▶ Private Equity
- ▶ Mezzanine Investor
- ▶ Investmentbank

Obwohl viele der Investorentypen im Zusammenhang mit den Finanzierungsphasen schon beschrieben wurden, bedarf es noch einiger ergänzender Beschreibungen und Abgrenzungen:

### Business Angels

*„Capital is critical, but it’s not just venture capital ... Probably [in the start up phase] much more important [than venture capitalists] are angels, the wealthy individuals who understand the process.“* (William Bygrave)

Business Angels können gerade in der Frühphase des unternehmerischen Aufbauprozesses eine sehr wichtige Rolle spielen. Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche Zusammenarbeit ist das Prozessverständnis des Business Angels und die Einbringung eines Mehrwertes in der Form „wirklicher“ aktiver Aufbauarbeit als ein sog. ⇨ Hands-on Investor.

Business Angels sind üblicherweise reiche Privatpersonen, zumeist ehemalige Unternehmer, die ihr Wissen und Know-how gebündelt mit Kapital einsetzen, um einem jungen Unternehmen am Anfang des Wachstumsprozesses mit Rat, Tat und Risikokapital zur Verfügung zu stehen. Ein Business Angel wird in der Regel zwischen drei und sechs Investments zur selben Zeit betreuen. Die Investmententscheidung des Business Angels ist weit subjektiver als jene der institutionellen Risikokapitalgeber, was für junge Unternehmen den Weg zum Venture Capital entscheidend erleichtern kann. Investitionsziel ist aber auch für Business Angels eine entsprechende Rendite auf das eingesetzte Risikokapital. In den USA, dem bestentwickelten Venture Capital-Markt der Welt, wird das von Business Angels eingesetzte Kapital bereits auf das Zweibis Vierfache des in institutionellen Venture Capital-Fonds verfügbaren Kapitals geschätzt. Diese Größenordnung ist nicht zuletzt den Erfolgen der New Economy zu verdanken, die bereits eine ganze Generation von Gründer-Millionären hervorgebracht hat, die es noch einmal wissen wollen und deshalb bereit sind, als Business Angels ihr Kapital und ihre Erfahrung weiterzugeben. In Europa, das über eine wesentlich jüngere Venture Capital-Geschichte verfügt, liegen die von Business Angels eingesetzten Volumina hingegen deutlich unter den Beträgen, die von den institutionellen Fonds investiert werden.

### **Inkubatoren**

In den USA sind die so genannten Business Incubators schon seit mehreren Jahren sehr erfolgreich tätig. Das Konzept eines Inkubators ist eine konsequente Weiterentwicklung der typischen Innovations-, Technologie- und Gründerzentren. Der Inkubator stellt dem wachstumsstarken Jungunternehmer dabei nicht nur Infrastruktur und Umfeld zur Verfügung, sondern bietet gegen Abgabe von Anteilen auf engem Raum Beratung und Finanzierung an. Besonders erfolgreich sind Inkubatoren in jenen Unternehmen, die ein Hyper-Wachstum aufweisen und dabei auch einen hohen, personalintensiven Input benötigen, ohne von Beginn an hohe Skalierungseffekte zu haben, wie das etwa bei Internet-Companies der Fall ist.

### **Strategischer Investor**

Der strategische Investor ist in der Regel flexibel, was die Unternehmensphase seines Einstieges anbelangt, hat aber über die reinen Finanzinteressen hinaus klare strategisch-technologische Zielsetzungen. Obwohl strategische Investoren oft nicht nur mit Geld und Betreuung, sondern auch mit Ressourcen (Produktion, Vertrieb) zur Verfügung stehen, sind diese Beteiligungen stets auch eine potentielle „strategische“ Bedrohung der Eigenständigkeit des zu finanzierenden Unternehmens. Die Mitbestimmung wird damit zum eigentlichen Bestimmungsgrad dafür, ob für ein Wachstumsunternehmen ein strategischer Investor sinnvoll ist.

### **Early Stage Venture Capitalist**

Early Stage Venture Capital zeichnet sich dadurch aus, dass seitens der Venture-Gesellschaft starke Management-Ressourcen zur Verfügung gestellt werden. Ein Investment-

Manager eines Early Stage-Fonds wird deshalb höchstens zwischen zwei und vier Investments betreuen, weil er sich im Hinblick auf rasche Entwicklung und die Vorbereitung auf weitere Finanzierungsrunden sehr intensiv mit dem Unternehmen befassen muss.

### **Venture Capitalist**

Institutionelle VC-Fonds sind üblicherweise Beteiligungskapitalinvestoren ab einer zweiten Finanzierungsrunde. Die Unternehmen haben die Gründung und die ersten Gehversuche am Markt hinter sich und sind bereits durch einen Business Angel, einen Inkubator oder einen Early Stage-Fonds auf die weiteren Wachstumsschritte vorbereitet worden. Investment-Manager eines typischen Venture Capital-Fonds betreuen in der Regel zwischen drei und sieben Investments, zumeist in unterschiedlichen Phasen. VC-Fonds sind typische Minderheitsinvestoren (Anteile kleiner als 50 %).

I – 2

### **Private Equity-Investoren**

Private Equity-Fonds sind die typischen Beteiligungskapitalinvestoren in reiferen Wachstumsunternehmen ab einer 3. Finanzierungsrunde oder bei ⇔ Leveraged Buy-out-Transaktionen (⇔ MBI/⇔ MBO). Private Equity-Fonds investieren meist höhere Volumina als Venture Capital-Fonds – bis hin zu Mehrheitsbeteiligungen an stabilen Old Economy-Firmen im Falle von MBI/MBO-Transaktionen. Die Bindung an das Unternehmen ist eher über Teams und externe Berater gegeben als über die betreuungsintensive Mitwirkung von Investment-Managern.

### **Mezzanine Investor**

Eigenständig gemanagte Mezzanine-Kapital Funds sind eine in Kontinentaleuropa erst am Beginn der Verbreitung stehender Investorentypus. Ein typischer Mezzanine-Fonds tritt zumeist als Co-Investor zu Venture Capital-/Private Equity-Fonds im Beteiligungsprozess auf, wenn es gilt, durch die Flexibilität der Mezzanine-Finanzierung sinnvolle Win-Win-Situationen – v.a. bei Anteilsverhältnissen – mit den Equity-Investoren sowie dem Unternehmen und dem Management zu schaffen.

Der Mezzanine-Investor gibt sein Geld typischerweise in der Form nachrangiger Darlehen mit einem Equity Kicker, so dass über das nachrangige Darlehen eine laufende Verzinsung sowie Rückführung gestaltet werden kann und über den Equity Kicker eine Abgeltung der Eigenkapitalprämie im Erfolgsfall möglich ist. Mezzanine-Kapital setzt daher voraus, dass das Unternehmen bereits eine hohe operative Stabilität und Profitabilität aufweist, um die Anteilsverdünnung der Gesellschafter (Gründer, Management, Venture Capital) möglichst gering halten zu können.

Die zweite Möglichkeit, ein noch nicht Cash Flow-positives Unternehmen mit Mezzanine-Kapital zu finanzieren, besteht bei einem bereits absehbaren Exit innerhalb der nächsten 12 bis 18 Monate als Pre-IPO-Finanzierung.

### Investmentbank

Immer häufiger beteiligen sich die Investmentbanken auch mit Beteiligungskapital bereits in der Vorphase zum Börsengang. Für diese Investorengruppe geht es dabei um die Möglichkeit, das zur Börsenplatzierung vorgesehene Unternehmen frühzeitig genauer anzusehen und über das Emissionsgeschäft hinaus eine zusätzliche Rendite erzielen zu können. Im deutschsprachigen Raum ist derzeit sogar ein starker Trend der Investmentbanken zu Early Stage Investments zu erkennen, um sich damit frühzeitig die Lead-Funktion für die spätere Börseneinführung zu sichern. Dies dürfte allerdings keine nachhaltige Entwicklung sein, sondern eher die typische Begleiterscheinung der meist einige Phasen überspringenden Internet-Start-ups.

## 4 Chancen-/Risikoprofile im Wachstumsprozess

In der folgenden Grafik wird die Darstellung der Wachstumsphasen mit der Gewichtung der dafür charakteristischen Chancen-/Risikoprofile kombiniert. Im idealtypischen Fall wird davon ausgegangen, dass ein Unternehmen im Gründungsprozess eine statistische Überlebenschance nach fünf Jahren von rund 40 % hat – anders ausgedrückt: in den ersten fünf Jahren verschwinden etwa 60 % der neu gegründeten Wachstumsunternehmen wieder vom Markt. Dies ist der Ausgangspunkt für die grafische (Säulen-)Darstellung eines typischen Ausfalls-/Ertragsprofils in den einzelnen Phasen. Die rechte Säule zeigt jeweils den Unternehmenswert in Prozenten vom späteren IPO-Wert. Gleichzeitig finden sich in dieser Darstellung modellhaft die gebräuchlichen prozentualen Finanzierungsanteile von Eigenkapital, Mezzanine-Kapital und Fremdkapital an der Gesamtfinanzierung in den einzelnen Phasen.

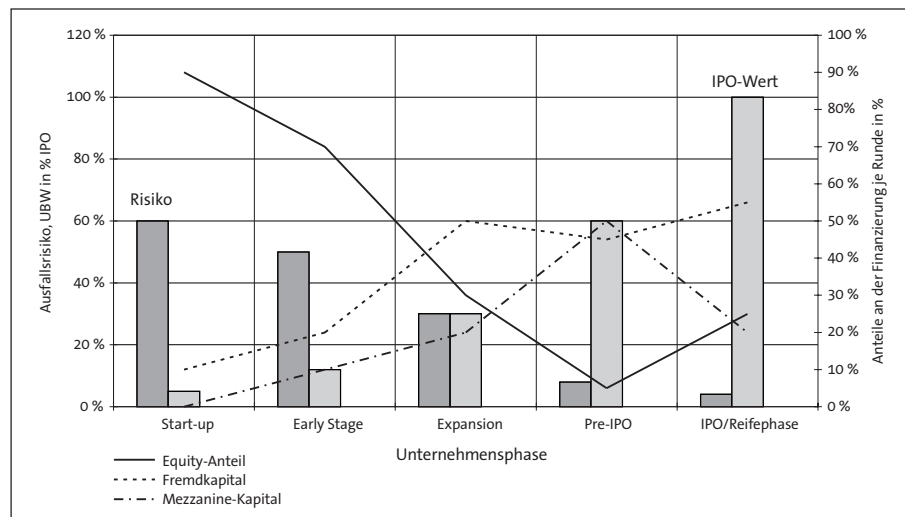


Abb. 6: Unternehmensphasen und Finanzierung: Equity, Mezzanine-Kapital und Fremdkapital

Dem hohen Ausfallrisiko zu Beginn eines Unternehmens wird mit einem hohen Eigenmittelanteil entgegengewirkt. Mit zunehmender Entwicklung des Unternehmens spielen auch Mezzanine-Kapital und klassisches Fremdkapital eine stark wachsende Bedeutung. Beide Instrumente haben für die bereits bestehenden Gesellschafter den angenehmen Effekt, dass die Anteilsverdünnung mit zunehmender Entwicklung immer geringer wird.

I – 2

### Literaturhinweise

- Bascha, Andreas/Walz, Uwe*: Hybride Finanzierungsinstrumente als Anreiz- und Kontrollmechanismen bei Venture Capital, Finanzbetrieb 6/2000
- Bygrave, William D.*, Babson College Massachusetts and INSEAD, Fontainebleau, in einem 1995 auf einer BVK Fachkonferenz in Berlin gehaltenen Vortrag „Conditions for Success of Venture Capital – What can German Venture Capital Companies learn from the American Experience?“
- European Venture Capital Association (EVCA)*: EVCA Yearbook 1999, Brüssel 1999
- Garner, Daniel/Owen, Robert/Conway, Robert*: The Ernst & Young Guide to Financing for Growth, John Wiley, 1994
- Gladstone, David*: Venture Capital Investing, Prentice Hall, New Jersey, 1988
- Golland, Frank*: Equity Mezzanine Capital, Finanzbetrieb 1/2000
- Gompers, Paul/Lerner, Josh*: The Venture Capital Cycle, MIT Press, Cambridge/Mass., 1999
- Lake, Rick/Lake, Ronald (ed.)*: Private Equity and Venture Capital – A practical guide for investors and practitioners, Euromoney Books, 2000
- Link, Gerson/Reichling, Peter*: Mezzanine Money – Vielfalt in der Finanzierung, Die Bank 4/2000
- Mills, Karen Gordon*: LBO returns in the US: what will it take to succeed in the new era of LBOs?, in: Lake, Rick, und Lake, Ronald (ed.), Private Equity and Venture Capital – A practical guide for investors and practitioners, Euromoney Books, 2000
- Moore, Geoffrey*: Das Tornado Phänomen, Gabler, Wiesbaden, 1996
- N.N.*: Adventurous Venture Capital, The Economist, May 27<sup>th</sup> 2000
- N.N.*: Venture Capital – Money to Burn, The Economist, May 27<sup>th</sup> 2000

*Rams, Andreas/Remmen, Jan*: Perspektiven der Venture Finanzierung in Deutschland, Die Bank 10/99

*Schefczyk, Michael*: Finanzieren mit Venture Capital, Handelsblatt Bücher bei Schäffer Poeschl, 2000

*Stadler, Wilfried (Hrsg.)*: Beteiligungsfinanzierung, 2. Auflage, Manz-Verlag, Wien, 1999

*Weimerskirch, Pierre*: Finanzierungsdesign bei Venture Capital Verträgen, 2. Auflage, Deutscher Universitätsverlag Gabler Vieweg, 1999

*Wright, Mike/Robbie, Ken (ed.)*: Management Buy-Outs and Venture Capital, Edward Elgar, Cheltenham/UK, 1999

*Zider, Bob*: How Venture Capital Works, Harvard Business Review, November-Dezember 1998