

Herausforderung Frühphasenfinanzierung

Auf dem Weg zur Normalität?

Die Finanzierung von Start-ups aus High-Tech-Sektoren hat im vergangenen Jahrzehnt eine extreme Achterbahnfahrt vollzogen. Beflügelt vom Internet-Boom ab Mitte der 90er Jahre floß jungen High-Tech-Firmen in Deutschland exorbitant viel Venture Capital zu: Innerhalb von nur vier Jahren haben sich die VC-Investitionen mehr als verdreifacht und stiegen von knapp 1 Mrd. Euro im Jahr 1997 auf 3,7 Mrd. Euro im Spitzenjahr 2000. Nach dem Höhepunkt des New Economy-Hype um die Jahrtausendwende platzte die Spekulationsblase in einem anschließenden Kapitalmarkt-Crash. Seitdem hat sich das Investitionsverhalten der Beteiligungsgesellschaften drastisch geändert: Sie drehten den Geldhahn für Technologie-Start-ups sukzessive zu. Statt dessen wurde in Later Stage-Phasen, große Buy-outs und Mittelständler in traditionellen Branchen investiert. 2003 fanden die Venture Capital-Investitionen mit 0,7 Mrd. Euro ihren Tiefpunkt, der Abwärtstrend stoppte.



Bild: Siemens

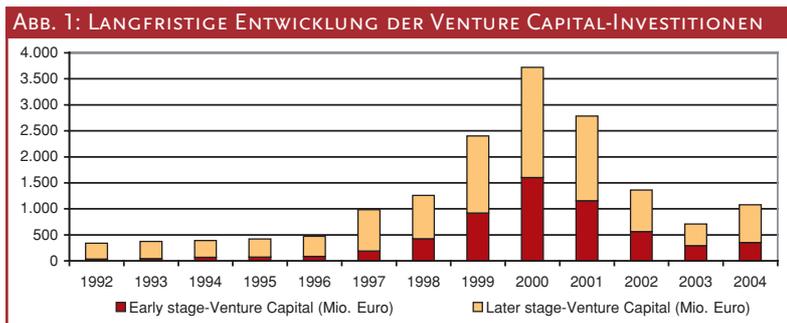
Lücke bei der Seed- und Start-up-Finanzierung

Seitdem zeichnet sich wieder eine Stabilisierung ab, 2004 stiegen die VC-Investitionen etwas auf 1,1 Mrd. Euro an. Auffällig ist, daß die leichte Erholung lediglich den Later Stage-Bereich betrifft, während das Early Stage-Geschäft weiterhin stagniert. Auch die Ende 2004 etwas ansteigenden Frühphasen-Investitionen waren nicht nachhaltig. Eine klare Trendwende blieb bisher aus. „Bei der Seed- oder Start-up-Finanzierung gibt es derzeit ganz klar eine Finanzierungslücke, und es dürfte auch noch einige Zeit schwierig bleiben. Wenn VCs heute investieren, dann meist nur in solche Unternehmen, die bereits nennenswerte Umsätze erzielen und möglichst schon profitabel sind“, erklärt Dr. Holger Frommann, Geschäftsführer des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK). Auch fließt das Geld vorwiegend in

Firmen, in denen bereits eine VC-Gesellschaft investiert ist. Daraus ergeben sich drängende Fragen: Was sind die Gründe dafür? Wie kann die Finanzierungslücke in der Frühphase geschlossen werden? Wann werden Technologie-Investments für VCs wieder attraktiv?

Status quo: wenig aktive VCs in Deutschland

Verantwortlich für die geringen Volumina ist vor allem der relativ kleine VC-Markt in Deutschland. Von den ursprünglich etwa 300 Beteiligungsgesellschaften während der Hype-Phase sind nur noch etwa 10 bis 20 Venture Capital-Gesellschaften in Deutschland übrig geblieben sind, die noch aktiv in den Frühphasenbereich investieren. Der große Rest der Venture Capital-Gesellschaften konzentriert sich auf Portfolio-Pflege, Folgefinanzierungen und das Fundraising, ein Teil hat das Geschäft vollständig aufgegeben. Die aktiven Investoren zeichnet aus, daß sie meist schon länger existieren, einen positiven Track Record – also erfolgreiche Exits – aufweisen und damit beweisen konnten, daß man mit VC Geld verdienen kann. Deswegen waren sie auch erfolgreich beim Fundraising, dem Einwerben neuer Mittel bei ihren Geldgebern – institutionellen Investoren wie Banken, Versicherungen oder Pensionskassen. Die Gruppe der nicht aktiv Investierenden besteht häu-



Quelle: BVK

Die Sonderausgabe
„Tech-Guide 2005“
des VentureCapital Magazins
entstand mit freundlicher
Unterstützung von:

fig aus Gesellschaften, die erst relativ spät – Ende der 90er Jahre – gestartet sind und in Firmen mit den damals vorherrschenden sehr hohen Bewertungen investiert haben. Da die Renditen im VC-Geschäft maßgeblich durch einen günstigen Einstiegszeitpunkt erzielt werden, haben sie jetzt Probleme mit den Exits. Wenn überhaupt, so können sie sich zu den heutigen niedrigeren Bewertungsniveaus nur mit Verlusten von ihren Portfoliounternehmen trennen – und das wirkt sich negativ auf die Rendite aus. So gestaltet sich für diese VCs das Fundraising schwierig. Infolgedessen haben sich einige dazu entschieden, komplette Portfolios, teils zu symbolischen Preisen, an andere Beteiligungsgesellschaften zu verkaufen und das Geschäft einzustellen. Andere haben ihre Portfolios bereinigt und einen Großteil der Unternehmen abgeschrieben. Mit dem restlichen noch verbleibenden Geld versuchen sie, die wenigen guten Unternehmen weiter bis zum erfolgreichen Exit durchzufinanzieren oder zu hoffen, daß das Unternehmen sich bald aus eigener Kraft tragen kann. Das noch vorhandene Geld schmilzt so immer mehr weg, neues Geld kann nicht eingeworben werden. Vor diesem Hintergrund ist verständlich, daß es für diese Gruppe kaum möglich ist, neue Investments einzugehen.

Schleppendes Fundraising: Risikoscheu deutscher institutioneller Investoren

„Das Fundraising für deutsche VCs entwickelt sich – abgesehen von großen paneuropäischen oder international aufgestellten Buy-out-Fonds – derzeit sehr schleppend“, sagt BVK-Geschäftsführer Dr. Holger Frommann. Einerseits sind deutsche institutionelle Investoren – aufgrund eines Vertrauensverlustes, zu wenig Erfahrung mit dieser Asset-Klasse und einer generellen Risikoscheu – nicht mehr bereit, in deutsche VC-Fonds zu investieren. Andererseits haben die Diskussionen um steuerliche Rahmenbedingungen in Deutschland in den vergangenen drei Jahren ihre Spuren hinterlassen. Die wenigen im Fundraising erfolgreichen deutschen Gesellschaften konnten im wesentlichen ausländische Investoren, vor allem aus den USA, für sich gewinnen. „Um Banken, Versicherungen und Pensionskassen auch in Deutschland auf breiter Front zu überzeugen, müssen die VCs zeigen, daß eine Rendite erzielt werden kann – und das geht nur über erfolgreiche Exits, also vor allem Trade Sales oder Börsengänge“, sagt Götz A. Hoyer, Managing Partner von FHP Private Equity

atlasventure 


f i r i s t **Ventury**

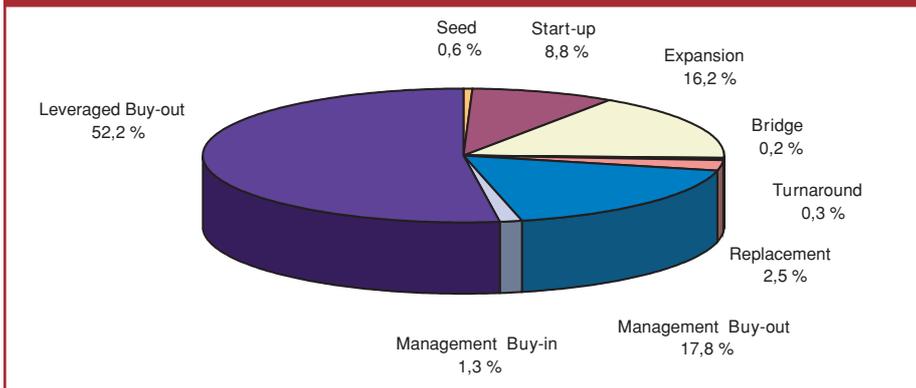
Grazia Equity



PARTECH
INTERNATIONAL

wellingtonpartners

ABB. 2: INVESTITIONEN NACH FINANZIERUNGSPHASEN 2004



Quelle: BVK

Consultants, der kapitalsuchende Unternehmen gleichermaßen wie Beteiligungsgesellschaften berät. Derzeit ist es darum schlecht bestellt. Zwar finden Trade Sales und Secondaries statt, auch Börsengänge sind wieder eine Option. Aufgrund der derzeit niedrigen Bewertungen lassen sich momentan aber weder über einen Verkauf noch über einen Börsengang befriedigende Multiples und Renditen erzielen. So können die VCs nur abwarten, bis die Bewertungen wieder steigen, oder ins Ausland gehen, wo durchaus höhere Werte zu erzielen sind.

Deutsche VCs investieren verstärkt jenseits der Grenzen

Der grenzüberschreitende Fluß von Kapital macht sich nicht nur beim Fundraising, sondern auch bei den Investitionen bemerkbar. (Erfolgreiche) deutsche VCs erhalten nicht nur Gelder institutioneller Investoren aus dem Ausland, sondern sie geben es auch wieder verstärkt jenseits der nationalen Grenzen aus. Somit kommt deutschen Start-ups von den – heute ohnehin bescheidenen Mitteln – noch weniger zu. Der Deutschland-Anteil der im BVK registrierten Private Equity- und Venture Capital-Transaktionen ging von knapp 89 % in 1998 auf rund 72 % in 2004 zurück. Auch das von FHP Private Equity Consultants (früher Mackewicz & Partner) erhobene VC-Panel zeigt einen klaren Trend, daß deutsche VCs massiv im Ausland investieren – gerade in den letzten Quartalen gab es einen deutlichen Anstieg. „VCs mit starkem Branchenfokus versuchen unabhängig von nationalen Grenzen in weltweit führende Firmen zu investieren“, erklärt Jörg Überla, Partner bei der Wellington Partners Venture Capital GmbH. Es entsteht gerade eine paneuropäische VC-Community, die grenzübergreifend globale Firmen aufbauen will. So kann ein internationales Netzwerk an Investoren auch für die Portfolio-Unternehmen einen Mehrwert generieren und es bei der Internationalisierung und dem



Jörg Überla

Weg zu einem Global Player unterstützen. Gleichzeitig gibt es einige ausländische VCs, die in Deutschland investieren, was diesen Effekt wieder relativiert. „Es ist ein Gütesiegel für die deutsche VC-Branche, daß die wenigen verbliebenen aktiven Gesellschaften internationale Syndikate zusammensetzen und Ausländer für deutsche Unternehmen begeistern können“, sagt Götz A. Hoyer von FHP.

Ist Seed-Finanzierung eine Aufgabe der VCs?

Die geringe Zahl aktiver VCs, schleppendes Fundraising, der Trend zu Later Stage und Buy-outs sowie verstärkte Investments im Ausland sind die Hauptgründe für den Engpaß in der deutschen Frühphasenfinanzierung. Werden heute keine Firmengründungen mehr von VCs finanziert, werden in den kommenden Jahren auch weniger Unternehmen heranreifen, die als Later Stage-Investment in Frage kommen. Es sei denn, das Geld kommt aus anderen Quellen. So stellt sich die Frage, wie die Pipeline an „nachwachsenden“ High-Tech-Start-ups wieder gefüllt werden kann und ob Venture Capital dafür das richtige Finanzierungsmittel ist. Daß in der Hype-Phase exorbitant viel VC in die Seed-Phase geflossen ist, war sicher nicht „normal“ und dürfte sich in Zukunft nicht so schnell wiederholen, sind sich die Experten einig. Genausowenig normal ist allerdings, daß aktuell so wenig in die sehr frühe Phase fließt. „Seed ist eigentlich keine Aufgabe der VCs, sondern von Business Angels, die die Start-ups später bei entsprechender Reife an VCs weitergeben. In Branchen, die nicht so kostenintensiv sind, um von einem Konzept zu einem Produkt und dann schnell auf den Markt zu kommen, etwa IT oder Medien, kann es in Einzelfällen auch für einen VC immer noch attraktiv sein, früh einzusteigen“, sagt Wellington Partner Jörg Überla.

Business Angels als klassische Frühphasenfinanciers

In den angelsächsischen Ländern USA und Großbritannien gibt es seit langem eine ausgeprägte Business Angel-Kultur, die in großem Maße die Aufgabe der Frühphasenfinanzierung übernimmt, bis das Start-up reif für eine VC-Finanzierung ist. Business Angels – meist erfahrene und erfolgreiche Unternehmerpersönlichkeiten – bieten nicht nur Geld, sondern auch unternehmerische Erfahrungen.

In Deutschland ist das nicht in dieser Größenordnung der Fall, hier muß sich wie im Rest Kontinentaleuropas die junge Business Angel-Kultur erst noch festigen. Seit dem Entstehen der Business Angel-Netzwerke Ende der 90er Jahre und durch die Aktivitäten des Dachverbandes BAND schreitet die Professionalisierung dieser Kultur hierzulande stetig voran. Allerdings haben restriktive Gesetze das Aufblühen einer Business Angel-Kultur bisher blockiert. Die Wesentlichkeitsgrenze wurde drastisch gesenkt, von ursprünglich 25 % über 10 % bis auf die heute geltenden 1 %. „Das trifft private Investoren natürlich hart, weil sie alles versteuern müssen, obwohl sie große Risiken eingehen“, sagt Horst Linn, geschäftsführender Gesellschafter der Linn High Term GmbH



Horst Linn

und Business Angel des Jahres 2004. „Um der Business Angel-Kultur auch in Deutschland zum Durchbruch zu verhelfen und sie auf angelsächsisches Niveau zu heben, ist eine Änderung dieser steuerlichen Rahmenbedingungen unerlässlich“, fordert Linn, der selbst in acht junge Firmen investiert hat.

Finanzielle Starthilfe durch den Staat

Gerade in der frühen Gründungsphase sehen zahlreiche Experten den Staat in der Pflicht, Geburtshilfe zu leisten. Wie bei allen staatlichen Fördermitteln kann auch die Unterstützung von Frühphasen zu Fehlallokationen führen. In den 90ern wurde durch eine großangelegte, breitflächige Förderung nach dem Gießkannenprinzip das Entstehen des New Economy-Hypes begünstigt, der schließlich zum Kollaps führte, als viele nicht tragfähige Geschäftsmodelle finanziert wurden. Daraus hat die Regierung ihre Lehren gezogen, als sie zur Förderung der Finanzierung junger Technologieunternehmen im Rahmen des „High-Tech Masterplan“ zusätzliche staatliche Mittel

Anzeige

BLÄTTCHEN & PARTNER AG
FINANZSTRATEGIE · FINANZKOMMUNIKATION



20 JAHRE BLÄTTCHEN & PARTNER. VERTRAUEN, DAS UNS IMMER WIEDER FORDERT.

 Going Public 2005	 Öffentliche Übernahme 2004/05	 ThyssenKrupp Fahrzeugguss LMBO 2004
 LMBO / Going Private 2004	 Beteiligungsfinanzierung 2004	 Beteiligungsfinanzierung 2004
 Wandelanleihe/Genussschein 2004	 LMBO 2004	 CARL ZEISS Meditec AG Barkapitalerhöhung 2003

AIXTRON, ALNO, APCOA, ARGILLON, BERTRANDT, BIZERBA, HUGO BOSS, BRAINLAB, DEBITEL, DEMAG CRANES & COMPONENTS, DUALES SYSTEM DEUTSCHLAND, DEUTSCHE STEINZEUG, DÜRR, EX-CELL-O, FLUDICON, FRIATEC, FTE AUTOMOTIVE, G.A.S., GAP, GARANT, GARDENA, GERRESHEIMER, GETRAG, GÖTTWALD, HONSEL INTERNATIONAL TECHNOLOGIES, HYMER, HÜNNEBECK, JIL SANDER, LANDIS + GYR, LEWAG, LOEWE, LUFTHANSA // ECOMMERCE, MANNESMANN PLASTICS MACHINERY, MOBILCOM, MTU AERO ENGINES, OMNETICA, PAION, PFLEIDERER, PLAMBECK, RATIONAL, ROHWEDDER, ROLF BENZ, SCHWABENGARAGE, SOFTLINE, SCHMACK BIOGAS, SPRINGER SCIENCE + BUSINESS MEDIA, STABILUS, R. STAHL, STREET ONE, SULO, THYSSENKRUPP, U.S.U., VBH, WALTER, WAYSS & FREYTAG, WERU, WIMAN, CARL ZEISS.

LEONBERG
 Prof. Dr. Wolfgang Blättchen
 Dr. Thomas Gutschlag
 Dr. Stephan Mahn
 D-71229 Leonberg · Rutesheimer Str. 40
 Tel.: (+49)7152 / 93901-0 · Fax: (+49)7152 / 93901-22

MÜNCHEN
 Dr. Alexander Götz
 D-80538 München · Maximilianstr. 45
 Tel.: (+49)89 / 210294-60 · Fax: (+49)89 / 210294-66

E-Mail: info@blaettchen.de
 Internet: www.blaettchen.de

bereitgestellt hat, z.B. den ERP/EIF-Dachfonds, den ERP-Startfonds und künftig den High-Tech Gründerfonds. „Die Regierung in Deutschland hat die Förderung für VC im Early Stage-Bereich völlig neu strukturiert. Die frühere Struktur hat zu Verlusten geführt. Die neue Struktur ist marktkonformer. Sie ist Impulsgeber, aber nicht Ersatz für privates Kapital“, erklärt Dr. Holger Frommann, Geschäftsführer des BVK.



Dr. Holger Frommann

ERP/EIF-Dachfonds, ERP-Start-Fonds und High-Tech Gründerfonds

So legt der ERP/EIF-Dachfonds keine Fonds im Alleingang auf, sondern schließt sich lediglich als Co-Investor Banken, Versicherungen und Pensionskassen an, die in VC-Fonds investieren. Es müssen also bereits Investoren vorhanden sein, die den Löwenanteil finanzieren, und erst dann legt der ERP/EIF maximal noch einen Teil dazu. Die ohnehin erfolgreichen Fonds wie TVM oder Wellington, die bisher den Zuschlag erhalten haben, hätten auch ohne ein Co-Investment des ERP/EIF ihr Fundraising erfolgreich abgeschlossen. Andere VCs, die Probleme im Fundraising haben, erhalten auch vom ERP/EIF nichts. Ähnlich läuft es beim ERP-Start-Fonds, der nicht alleine in Unternehmen investiert, sondern ausschließlich Co-Investments mit anderen VCs eingeht.



Götz A. Hoyer

„Das bedeutet, daß weder der ERP-Start-Fonds noch der ERP/EIF-Dachfonds derzeit etwas an dem Problem der Frühphasenfinanzierung in Deutschland ändern werden“, sagt Götz A. Hoyer. Dagegen dürfte sich der geplante High-Tech Gründerfonds positiv auf die Seed-Finanzierung auswirken, da er alleine – ohne Co-Investor – in Start-ups investieren soll. Vorgesehen ist, echte Neugründungen mit 500.000 Euro bis max.

1 Mio. Euro zu finanzieren. Eine wesentlich wichtigere Aufgabe als Seed-Förderprogramme aufzulegen, besteht für den Staat auch darin, die Rahmenbedingungen richtig zu setzen: „Da wäre aus meiner Sicht der größte Handlungsbedarf. Die Diskussionen der vergangenen zweieinhalb Jahre um die VC-Besteuerung haben dem Standort Deutschland mehr geschadet als das heutige Loch in der Seed-Phase. Trotz erster Schritte in die richtige Richtung – 2004 gab es durch Beschlüsse der Finanzverwaltung

zur steuerlichen Behandlung von Private Equity-Fonds und das Gesetz über die Besteuerung des Carried Interest einige Erleichterungen – ist die Situation für die VC-Branche immer noch unbefriedigend“, so Wellington Partner Überla.

Überleben aus eigener Kraft

Neben finanzieller Starthilfe von VCs, Business Angels oder dem Staat gibt es für junge High-Tech-Firmen noch die Option, sich aus eigener Kraft zu finanzieren, wie es die meisten Firmen vor dem Entstehen der ersten VCs in Deutschland seit Ende der 80er Jahre tun mußten. Eine Seed-Finanzierung nach dem Gießkannenprinzip – das haben die Exzesse des Hypes gezeigt – würde zweifelsohne zu Fehlallokationen führen. Damit würden auch mehr Firmen finanziert, die auf lange Sicht nicht überlebensfähig sind. „Ich sträube mich dagegen, daß wir in Deutschland international Anschluß verlieren, weil die Seed-Branche nicht genügend ausgeprägt ist. Denn die Quantität alleine macht noch nicht die Qualität aus. Die Auswahl ist heute einfach am Anfang härter, aber die Besten werden es schaffen“, sagt Überla.

Fazit:

Auch wenn derzeit nicht klar ist, wie die Lücke in der Seedphase geschlossen werden kann und sich die VCs auch sonst eher restriktiv zeigen: Dies darf nicht darüber hinweg täuschen, daß es hierzulande nach wie vor ein großes Potential an High-Tech-Gründungen gibt, da sind sich die Experten einig. Schließlich zählt Deutschland immer noch zu den weltweit führenden High-Tech-Nationen. Die F&E-Ausgaben der Industrie haben ein sehr hohes Niveau, und Deutschland ist mit seinen Universitäten, Max-Planck-Instituten oder der Fraunhofer Gesellschaft einer der führenden Forschungsstandorte der Welt. Deutsche Unternehmen – darunter auch viele Mittelständler – gehören in unterschiedlichsten Technologiefeldern zu Marktführern. Die VC-Investitionen bewegen sich derzeit auf dem Niveau Mitte der 90er Jahre, weit entfernt vom geringen Niveau zu Anfang der 90er, aber natürlich auch weit entfernt von der ungesunden Überhitzung 1999/2000. Eine klare Trendwende nach oben ist bisher nicht erkennbar – auch keine neue Technologie, die zu einem weiteren (ungesunden) Hype führen könnte, meinen die Experten unisono. Deswegen könnte man nach dem extremen Auf und Ab der vergangenen Jahre die heutige Zeit als Rückkehr in die Normalität bezeichnen. Die größte Herausforderung der nahen Zukunft ist das Fundraising. Die Fähigkeit, neue Mittel einzuwerben und vor allem deutsche institutionelle Investoren für Venture Capital zurückzugewinnen, wird maßgeblich über den Erfolg der Branche entscheiden.

Markus Hofelich