

Start-ups profitieren von Rahmenbedingungen und Nachholbedarf

Frühzeitiger Kontakt zu einem kompetenten Investor klärt kritische Fragen – Den Exit einplanen

Von Christian G. Nagel *)

Börsen-Zeitung, 27.4.2006

Der Markt für Venture Capital (VC) ist in Deutschland und Europa immer noch unterentwickelt. Bezogen auf das Bruttosozialprodukt (BSP) steht in Deutschland im Vergleich zu den USA weniger als ein Viertel des Venture Capital zur Verfügung. Mittel- bis langfristig ist aber ein vermehrter Kapitalzufluss zu erwarten, da sich die Rahmenbedingungen für Anleger in Venture Capital derzeit vorteilhaft entwickeln.

Indikatoren weisen nach oben

Anleger achten auf drei Indikatoren, wenn sie erwägen, Wagniskapital bereitzustellen. Das sind attraktive Ausstiegsmöglichkeiten aus ihrem Investment (Exit), Innovationsfähigkeit und genügend erstklassige Unternehmen. Besonders große Bedeutung für den Anleger hat der Exit, zum Beispiel der Gang an die Börse oder der Verkauf des Beteiligungsunternehmens. Denn der Investor kann nur so die Wertsteigerung seiner Unternehmensanteile erschließen.

2005 haben sich die Exit-Möglichkeiten in Deutschland und Europa deutlich verbessert. 19 Unternehmen aus Private-Equity-Portfolien haben ein Initial Public Offering (IPO) durchgeführt, in den drei Jahren zuvor war es jeweils nur ein Unternehmen. In Europa sind elf Technologie-Unternehmen, die für den VC-Markt besonders relevant sind, an die Börse gegangen, die meisten mit sehr guter nachbörslicher Kursentwicklung.

Auch die Zahl der Mergers & Acquisitions-(M & A-)Transaktionen im privaten Equity Bereich überstieg die Vorjahrestransaktionen um mehr als das Doppelte. Gerade die dem VC-Markt zuzurechnenden Technologie-Unternehmen erreichten dabei hohe Bewertungen, und zwar den Bereich 4 bis >10 x Umsatz (Skype >>10 x), was typischer-

weise eine sehr attraktive Rendite bedeutet.

Innovationsfähigkeit gegeben

Die Innovationsfähigkeit, der zweite Indikator, ist in Deutschland und Europa international konkurrenzfähig. So betrug 2002 der F&E-Anteil am Bruttosozialprodukt in den USA 2,1% und in Deutschland 1,8%. Bei der Anzahl der sogenannten Triadepatente (EPO, USPTO und JPO) pro eine Million Einwohner führt hingegen Deutschland mit 73 gegenüber den USA mit 52. Neueste Innovationsindizes zeigen Deutschland in der Top-Kategorie, gleichauf mit Finnland, Japan und den USA.

Auch die Anzahl der Unternehmen bzw. Unternehmensgründungen entwickelt sich positiv, zumindest bei den für VC relevanten Start-ups. So nehmen an den lokalen Businessplan-Wettbewerben jedes Jahr mehr Kandidaten teil, und der sogenannte Deal-flow interessanter Unternehmen, die sich um VC bemühen, steigt seit einigen Jahren stark. Die günstigen Rahmenbedingungen und der große Nachholbedarf machen den europäischen und deutschen VC-Markt für Anleger hochattraktiv. Angesichts des wachsenden Deal-flow bleibt die Lücke zwischen Angebot und Nachfrage nach Wagniskapital aber vorerst bestehen. Deshalb sollten sich Start-ups, die eine VC-Finanzierung nachfragen, auf die Grundkonstellation von VC-Fonds einstellen und die Anforderungen der Anleger erfüllen oder sogar übererfüllen.

Fondsbedingungen beachten

Typisch für VC-Fonds ist die zeitliche Begrenzung des zur Verfügung gestellten Eigenkapitals, in der Regel zehn Jahre. Am Ende sollten alle Beteiligungen und das Kapital mit Gewinn an die Investoren zurückgeführt worden sein. Um diesen Zeithorizont einhalten zu können, kommt

es darauf an, dass die Beteiligungen ihren Unternehmenswert in fünf bis sieben Jahren steigern, so dass ein erfolgsversprechender Exit möglich ist. Bei dieser Grundkonstellation kommen nur exitfähige Unternehmen für eine VC-Beteiligung in Frage. Das bedeutet, der Exit muss von Beginn der Beteiligung an eingeplant werden, das Management muss flexibel reagieren können, und das Geschäftskonzept muss die Aussicht auf einen großen Wettbewerbsvorsprung und ein großes Umsatzvolumen rechtfertigen.

Exit stellt früh die Weichen

Die grundsätzliche Forderung nach der Exit-Fähigkeit der Beteiligungen stellt die Weichen für die Führung des Beteiligungsunternehmens. Der Ausstieg wird bereits in den Beteiligungsverträgen verankert. Normalerweise wird dabei die Option vereinbart, dass auch die persönlichen Anteile des Unternehmers verkauft werden können, sofern dies der potenzielle Käufer fordert. Darauf muss sich der Unternehmer einstellen.

Zudem muss der Exit von Beginn der Beteiligung an in viele operative und strategische Entscheidungen einfließen. Am attraktivsten ist es, wenn mehrere Ausstiegsmöglichkeiten vorliegen – entweder über den Verkauf von Aktien im bzw. nach einem IPO oder durch Verkauf im Rahmen eines Trade Sale, und das möglichst in verschiedenen Branchen. Diese Mehrdimensionalität ist zum Beispiel in Abläufen und Managementstrukturen sicherzustellen. So müssen sehr früh Reporting- und Controlling-Strukturen aufgebaut werden, damit später die potenziellen Käufer oder Investoren aussagefähige, verlässliche und nachvollziehbare Unternehmensdaten für ihre Entscheidung heranziehen können.

Auch die Managementstrukturen müssen auf die Anforderungen der beiden „Exit-Kanäle“ ausgerichtet sein. Beispielsweise muss das Ma-

nagementteam das Unternehmen internationalen Investoren präsentieren können. Ebenso sollte es in ein internationales Unternehmen integrierbar sein, denn häufig kauft ein internationaler Käufer nicht nur das Unternehmen, sondern übernimmt auch das lokale Managementteam.

Nicht jeder meistert Probleme

Fehler des Managements sind, wie Post-mortem-Analysen zeigen, der bei weitem häufigste Grund, weshalb VC-finanzierte Unternehmen scheitern. Bei den gut 20 Beteiligungen, die im Laufe von acht Jahren aus dem Earlybird-Portfolio abgeschrieben wurden, spielte nur in einem einzigen Fall Technologieversagen eine Rolle. In 30 bis 40% der Fälle liegen die Ursachen zwar auch im Markt, aber letztlich wäre es die Aufgabe des Managements gewesen, angemessen und flexibel auf die Marktbedingungen zu reagieren, zum Beispiel durch Veränderung der Kostenstruktur. In allen erfolgreichen Beteiligungen traten ebenfalls Marktprobleme auf, aber das Management hat sie gemeistert.

Ein erstklassiges Managementteam zeichnet sich durch die folgenden Merkmale aus: Das Team muss über ein klares Konzept verfügen sowie über einen Plan, was wie und in welcher Zeit umgesetzt wird. Alle wesentlichen Funktionen, zum Beispiel Strategie, Finanzen und Technologie, müssen von kompetenten und erfahrenen Persönlichkeiten wahrgenommen werden. Ganz entscheidend ist dabei die Bereitschaft und Flexibilität des Gründerteams, Veränderungen im Management zu akzeptieren. Das Wachstum des Unternehmens macht es üblicherweise notwendig, den Mix aus Kompetenz und Erfahrung im Managementteam zu verändern bzw. zu ergänzen (einschließlich eines neuem Chief Executive Officer – CEO). Auch internationale Erfahrung ist angesichts der Bedeutung multipler Ausstiegsmöglichkeiten wichtig.

Nur ein nachhaltiger Wettbewerbsvorteil garantiert, dass ein Unternehmen am Ende der VC-Beteiligung das Interesse von potenziellen Käufern oder Investoren findet. Entscheidend für die Nachhaltigkeit des Wettbewerbsvorsprungs sind Entwicklungszeit und -aufwand sowie die Schützbarkeit von Rechten. Vor allem die Zeit, bis ein Produkt auf den Markt kommt, spielt hier eine große Rolle. Was nutzen ein Entwicklungsvorsprung von einem Jahr und Patente, wenn bis zur Markteinführung noch mehrere Jahre vergehen? Wettbewerber können in dieser Zeit mit anderen Technologien noch bessere Angebote schaffen.

„Must have“ vs. „nice to have“

Anhaltspunkte, ob ein Geschäftskonzept wirklich einen nachhaltigen Wettbewerbsvorteil schafft, liefern Überlegungen zum Kundennutzen. Verbessert das Produkt oder der Service den Kundennutzen absolut, oder wird nur eine Eigenschaft unter vielen inkremental verbessert? Ist der Kundennutzen deutlich höher als derjenige, den der Wettbewerb bietet? Ist das Angebot zwingend: „must have“ versus „nice to have“? Kann es mit vertretbarem Aufwand den Kunden kommuniziert werden?

Bedingungen müssen stimmen

Ein hohes Umsatzvolumen schafft attraktive Exit-Voraussetzungen. Die Forderung, ein Start-up solle in nur wenigen Jahren 100 Mill. Euro Umsatz erreichen, erscheint zunächst überzogen. Abgesehen davon, dass genügend Beteiligungsunternehmen dies geschafft haben, ist es für einen Exit auch interessant, wenn dieses Umsatzvolumen „nur“ ein realistisches Potenzial darstellt. Ein Unternehmen, das im fünften Jahr 10 Mill. Euro Umsatz macht und im Begriff ist stark zu wachsen, kann in wenigen Jahren mehr als 100 Mill. Euro Umsatz erreichen. Allein diese

Aussicht ist für einen strategischen Käufer oder für Börsenanleger ein entscheidendes Argument für ein Investment.

Ein Umsatz von mehr als 100 Mill. Euro lässt sich nur erreichen, wenn die Bedingungen stimmen. Der relevante Weltmarkt sollte deutlich größer als 500 Mill. Euro sein. Dabei ist es gerade bei Innovationen nicht einfach festzustellen, welcher Markt tatsächlich der relevante ist. Dies erfordert eine kritische Analyse der Grunddaten und Annahmen. Dabei ist zu untersuchen, ob Marktveränderungen oder Substitute die Grundannahmen obsolet machen können. Zu klären ist auch die Marktstruktur. Eine starke Segmentierung zum Beispiel würde schnelles Wachstum verhindern.

Ebenso müssen die Voraussetzungen für die Marktdurchdringung gegeben sein. Zu klären ist, welche Eintrittsbarrieren zu überwinden sind und wie effektiv das Angebot vertrieben werden kann. Das Unternehmen muss die Erfolgsfaktoren kennen und erfüllen, über die relevanten Vertriebskanäle verfügen oder diese mit vertretbarem Aufwand und in angemessener Zeit aufbauen können. Auch die Reaktion etwaiger Wettbewerber auf den Eintritt des neuen Marktteilnehmers sollte abgeschätzt werden.

Vor dem Jahrtausendwechsel war es sicherlich einfacher, an Wagniskapital zu kommen. Top-Konzepte haben aber auch heute gute Chancen auf eine VC-Finanzierung. Ob ein Start-up die Voraussetzungen erfüllt, ist für die Gründer oft nicht leicht zu klären. Ein frühzeitiger Kontakt zu einem kompetenten VC-Investor kann helfen, die kritischen Fragen zu klären, und Unterstützung bei strategischen Weichenstellungen bieten.

*) Dr. Christian G. Nagel ist Partner und Geschäftsführer von Earlybird