

SERIE

Wie finanziere
ich meinen Start



6. FOLGE

Finanzierungsende ohne Sackgasse



Autoren: Bernd Fischl,
Christoph Rossmann

In den Folgen eins bis fünf dieser Serie wurden die Grundlagen für eine optimale Kapitalstrategie und Fördermittelnutzung behandelt (Abonnenten können im Online-Heftarchiv darauf zugreifen). In dieser Folge erfahren Sie, was Sie beachten müssen, damit Sie und Ihr Risikokapitalgeber auch am Ende der Beteiligungszeit profitieren.

Gründer und junge Unternehmen kämpfen beim Start oft mit der Kapitalbeschaffung für die ersten Schritte. **Eine Möglichkeit der Start-up-Finanzierung stellt die Beteiligung eines Risikokapitalgebers, d.h. eines Venture Capitalists, an ihrem Unternehmen dar.** Dieser stellt dem jungen Unternehmen Mittel in Form von Eigenkapital zur Verfügung und erhält im Gegenzug entsprechende Anteile am Unternehmen. Als Anteilseigner stehen diese Beteiligungsgesellschaften oder auch Privatinvestoren den Gründern oftmals auch mit Rat und Tat in geschäftlichen, insbesondere aber in strategischen Belangen zur Seite.

Die Risikokapitalgeber verfolgen damit ihr eigentliches Unternehmensziel: durch Investitionen in vielversprechende Start-up-Unternehmen eine möglichst hohe Rendite auf das eingesetzte Kapital zu generieren. Dabei ist das finanzielle Engagement einer Beteiligungsgesellschaft an einem Unternehmen von vornherein zeitlich begrenzt.

Nach einer Beteiligungsdauer von durchschnittlich drei bis sieben Jahren versuchen die Risikokapitalgeber die Unternehmenswertsteigerung im Rahmen des Ausstiegs aus ihrem Unternehmen (Exit) als Gewinn zu realisieren. Hierbei stehen den Investoren verschiedene Optionen zur Verfügung.

Nachfolgend werden die grundlegenden Ausstiegs- bzw. Exitmöglichkeiten Initial Public Offering (IPO), Trade Sale und Buy Back im Überblick erläutert:

Initial Public Offering (IPO)

Unter Initial Public Offering (IPO) wird die erstmalige Emission von Unternehmensanteilen (Aktien) auf dem organisierten Kapitalmarkt verstanden, d.h. der erstmalige Börsengang einer Kapitalgesellschaft. Diese Exitmöglichkeit wird auch als der Königsweg unter den De-Investitionsstrategien bezeichnet: Zum einen ist der erzielbare Preis für

den oder die Risikokapitalgeber meist höher als bei den anderen Alternativen, und zum anderen bietet der Börsengang Zugang zu neuen Finanzierungsmitteln, welche die Unternehmung für die zukünftige Wachstumsfinanzierung (sowohl für das Eigenwachstum als auch für das Wachstum über Akquisition) und zur Stärkung der Eigenkapitalbasis benötigt.

Neben diesen Hauptargumenten sind allerdings noch weitere Vor- und Nachteile zu berücksichtigen. So sind mit dem Börsengang umfangreiche Publizitätspflichten verbunden, die auf der einen Seite für mehr Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit und potenziellen Investoren sorgen, andererseits aber auch als Informationsquelle für Wettbewerber dienen können. Des Weiteren kann durch die Beteiligung eines breiteren Investorenkreises die unternehmerische Selbständigkeit gesteigert und abgesichert werden, da der dominante Risikokapitalgeber durch eine Vielzahl neuer Aktionäre mit deutlich niedrigeren Gesellschaftsanteilen ersetzt wird und so der Einfluss einzelner Kapitalgeber abnimmt. Demgegenüber erhöht sich der Druck auf das Management durch die verschärfte öffentliche Kontrolle, insbesondere bei einer schlechten Performance des Unternehmens bzw. der Unternehmensführung.

In Bezug auf die Rekrutierung und Motivation von qualifizierten Mitarbeitern stellt der Börsengang einer Unternehmung ein weiteres Attraktivitätsmerkmal dar. Durch die Beteiligung der Belegschaft oder der Führungskräfte am Unternehmen, z.B. über Aktienoptionen als erfolgsabhängiger Vergütungsbestandteil, kann ein höherer Identifikationsgrad mit den Unternehmenszielen sowie eine gesteigerte Leistungsbereitschaft erreicht werden. Weitere Vorteile ergeben sich aus der Aufwertung des Standings der Gesellschaft aufgrund des höheren Bekanntheitsgrades, welcher zu einem Imagegewinn gegenüber Kunden, Lieferanten und Ban-

ken führt. Die leichtere Bewertung der Unternehmung durch die Verfügbarkeit von Aktienpreisen ermöglicht zu guter Letzt auch das problemlosere Finden von Interessenten im Falle einer Unternehmensnachfolge.

Als ein wesentlicher Nachteil sind die mit einem Börsengang verbundenen Kosten anzuführen. Hier müssen einmalige Emissions- und Beratungskosten bei Börseneinführung und laufende Folgekosten aufgrund der Börsennotiz (etwa für die Jahresabschlussprüfung, Durchführung der Hauptversammlung oder Investor Relations) berücksichtigt werden. Die Gesamtkosten sind nicht zu unterschätzen (diese liegen meist zwischen fünf und zehn Prozent des Emissionsvolumens), sollten aber auch als Investition zur Erreichung wichtiger Unternehmensziele betrachtet werden. Ein weitaus gravierenderer Nachteil besteht in der leichten Handelbarkeit von Aktien. Dies kann zu einem schwer kontrollierbaren Fremdeinfluss bis hin zur feindlichen Übernahme führen.

Generell kann nicht gesagt werden, ob die Vorteile oder die Nachteile überwiegen. Ein erfolgreicher Börsengang setzt die spezifische Prüfung der Unternehmung sowie der ihr zugrundeliegenden Strategie voraus, um die notwendige Börsenreife festzustellen.

Trade Sale

Der Ausstieg des Risikokapitalgebers im Rahmen des Trade Sale beschreibt den Verkauf des Unternehmens bzw. der Anteile an Unternehmen an industrielle Investoren aus der gleichen oder einer verwandten Branche bzw. an Finanzinvestoren (dann auch secondary purchase genannt). Dabei ist der erzielbare Preis beim Verkauf an einen industriellen Investor in der Regel höher als bei einem Finanzinvestor. Dies lässt sich durch die unterschiedliche Zielsetzung der Investoren erklären. Während Finanzinvestoren daran interessiert sind, das Unternehmen so ge-

Überblick: De-Investitionen in- und ausländischer Beteiligungsgesellschaften

(Marktstatistik Deutschland)	2008				2009 (Stand: Jan. bis Sept.)			
Exitkanäle	Mio. EUR	Prozent	Unternehmen	Prozent	Mio. EUR	Prozent	Unternehmen	Prozent
Divestment durch Trade Sales	951,96	47,7	69	12,1	177,69	18,4	31	6,4
Divestment über die Börse	146,69	7,3	11	1,9	29,82	3,1	5	1,0
<i>davon durch IPO</i>	22,40	0,0	3	0,0	0,00	0,0	0	0,0
<i>durch Aktienverkauf nach Notierung</i>	124,29	0,0	8	0,0	29,82	3,1	5	1,0
Totalverlust	110,52	5,5	135	23,8	447,63	46,3	155	31,8
Rückzahlung Stiller Beteiligungen	74,66	3,7	292	51,4	53,29	5,5	254	52,0
Rückzahl. von Gesellschafterdarlehen	33,32	1,7	11	1,9	7,39	0,8	11	2,3
Verkauf an andere Bet.gesellschaften	522,59	26,2	31	5,5	86,16	8,9	10	2,0
Verkauf an Finanzinstitutionen	41,82	2,1	7	1,2	11,92	1,2	2	0,4
Verkauf ans Management / Buy Back	86,88	4,3	19	3,3	138,65	14,4	21	4,3
Sonstige (unbekannt)	29,09	1,5	21	3,7	3,24 (10,17)	0,3 (1,1)	6 (4)	1,2 (0,8)
Gesamt	1997,52	100,0	568	100,0	965,96	100,0	488	100,0

Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK)

winnbringend wie nur möglich weiterzuverkaufen und aufgrund dessen versuchen, den Einkaufspreis so niedrig wie möglich zu halten, sind industrielle Investoren oftmals bereit, einen höheren („strategischen“) Preis zu zahlen, da sie Synergiepotenziale berücksichtigen und somit das Unternehmen höher bewerten.

Der Trade Sale ist durch die geringeren Formalitätsvoraussetzungen und die damit verbundene schnellere und einfachere Abwicklung der Unternehmensveräußerung im Vergleich zu IPO die am weitesten verbreitete Exit-Variante. Zudem stellt ein Trade Sale die beste Lösung im Falle der mangelnden Börsenreife des Unternehmens dar.

Nachteilig anzumerken ist bei einem Verkauf an einen industriellen Investor, dass typischerweise die unternehmerische Selbständigkeit im Zuge der Verschmelzung der Unternehmungen verloren geht.

Zu unterscheiden sind bei einem

Trade Sale die zwei Grundtypen: Asset Deal und Share Deal. Der Asset Deal bezeichnet die Veräußerung der Wirtschaftsgüter des Unternehmens im Rahmen der Einzelrechtsnachfolge, d.h. es werden sämtliche Wirtschaftsgüter wie etwa Grundstücke, Gebäude, Maschinen einzeln übertragen. Der Share Deal hat hingegen die Anteile (Aktien, GmbH-Anteile, Gesellschaftsanteile an Personengesellschaften) einer Unternehmung zum Kaufgegenstand. Welche Konzeption letztlich als besser geeignet erscheint, und ob eventuell auch eine Mischform in Frage kommt, ist abhängig von haftungsrechtlichen, steuerlichen und vertragstechnischen Überlegungen.

Buy Back

Die Exitvariante mit der kleinsten Gewinnspanne für den Risikokapitalgeber bildet der Rückkauf der Unternehmensanteile durch die Gründer, der sog. Buy Back. Da in den meisten Fällen allerdings nicht die notwendigen finanziellen Mittel

zur Verfügung stehen, weil diese in der Regel im Unternehmen gebunden sind, ist diese Möglichkeit, die Unternehmensanteile zurückzukaufen, nur dann in Betracht ziehen, wenn der Preis entsprechend niedrig ist. Da die Gefahr besteht, dass Informationsasymmetrien zu Ungunsten des Risikokapitalgebers ausgenutzt werden, indem die für die Bewertung des Unternehmens relevanten Kennzahlen so gestaltet werden, dass der Rückkaufpreis so gering wie möglich ausfällt, klammern viele Risikokapitalgeber die Möglichkeit eines Buy Back bereits in den Vertragsverhandlungen bezüglich der Investition in das Unternehmen aus.

Dennoch ist die Buy-Back-Option für den Kapitalgeber oft die einzige Möglichkeit, einen Totalverlust zu vermeiden. Der Vorteil des Buy Back für Sie als Gesellschafter der Unternehmung besteht darin, dass Sie Ihre unternehmerische Selbständigkeit wahren und unerwünschte Übernahmen verhindern können.

Exit- und Ausfallwahrscheinlichkeiten

Wie bereits erwähnt, besteht das Investitionskalkül der Beteiligungsgesellschaften darin, einen möglichst hohen Gewinn durch den Exit zu realisieren. Die Renditeerwartung institutioneller Investoren liegt hierbei im Durchschnitt bei ca. 30 Prozent pro Jahr. Diese im Vergleich zu alternativen Anlagemöglichkeiten hohe Rendite resultiert aus dem wesentlich höheren Risiko, welches die Beteiligungsgesellschaften durch ihre Investitionen in Start-up-Unternehmen eingehen. So kann es teilweise zu einem Totalverlust, also zum gesamten Ausfall einzelner Investitionen kommen. So gingen in Deutschland im Jahr 2008 über 45 Prozent der Unternehmen mit einem Alter von bis sechs Jahren insolvent.

Daraus ergibt sich die Notwendigkeit, dass der Risikokapitalgeber bereits vor der Investitionsentscheidung eine konkrete Exitmöglichkeit vor Augen hat. Dadurch, dass diese jedoch zum Zeitpunkt der Investition noch nicht endgültig beschlossen werden kann, geht es für den Investor in erster Linie darum, die Wahrscheinlichkeiten der einzelnen Exitoptionen bzw. die Ausfallwahrscheinlichkeit einer Investition abzuschätzen. Zur Abschätzung der Wahrscheinlichkeit einer bestimmten Exitmöglichkeit sind umfangreiche Informationen in Bezug auf die Branche und den entsprechenden Markt notwendig.

Zusätzlich müssen weitere externe Umweltinformationen wie weltwirtschaftliches Klima, Rohstoffbeschaffungsprobleme und Börsenklima Berücksichtigung finden, um eine Prognose erstellen zu können. Da diese Zukunftsprognosen immer auch mit Unsicherheiten verbunden sind, empfiehlt es sich zudem die Faktoren zu betrachten, die dazu führen, dass Unternehmen insolvent gehen. Können diese Faktoren minimiert werden, so ergibt sich im Umkehrschluss eine höhere Wahrscheinlichkeit, dass die gewünschte Exitoption erreicht werden kann.

Zu den kritischen Punkten, die zu Insolvenzen führen können, gehören Probleme mit der Finanzierung: steigende Zinsen bei variabel verzinslichem Fremdkapital, eine unzureichende Eigenkapitaldecke zur Überbrückung von umsatzschwachen Perioden, zu schnell steigende Personalkosten, die Kürzung von Kreditlinien durch die Banken oder auch Investitionen, die letztlich das Budget übersteigen.

Diese Faktoren lassen sich im Wesentlichen auf Managementfehler zurückführen und sind im Gegensatz zu externen Einflüssen wie sinkender Nachfrage, mangelnder Zahlungsmoral und Kettenreaktionen, ausgehend von Insolvenzen anderer, nahestehender Unternehmen direkt beeinflussbar. So spielt für Risikokapitalgeber neben einem soliden Geschäftsmodell in einem Wachstumsmarkt insbesondere ein professionelles Managementteam die entscheidende Rolle, um das Ausfallrisiko zu minimieren und den gewünschten Exit zu erreichen.

Auswirkungen, Chancen und Risiken für Gründer

Bevor sich Gründer dazu entscheiden, einen Risikokapitalgeber an ihrem Unternehmen zu beteiligen, sollten sie sich über die angesprochenen Interessen der Investoren im Klaren sein. Entscheidend ist allerdings auch, dass sich die Gründer über ihren eigenen Standpunkt und ihre eigene Zielsetzung Gedanken machen und die Möglichkeiten und Folgen des Exit in ihren Planungen berücksichtigen. Generell besteht durch den Ausstieg das Risiko, dass durch den Verlust von Managementwissen die Fortführung der Unternehmung in Schwierigkeiten gerät. Demgegenüber steht jedoch die Chance auf eine selbstbestimmte Unternehmensleitung.

Basierend auf den zuvor beschriebenen Ausstiegsmöglichkeiten lassen sich folgende Chancen und Risiken zusammenfassen: Der Börsen-



Fluchtwege unnötig: Professionelles Management sorgt für einen geordneten Exit, sodass letztlich Gründer und Investor profitieren

gang eröffnet dem Gründer den Zugang zu frischen Eigenkapitalmitteln, welche im Zuge des Wachstums benötigt werden. Allerdings besteht auch die Gefahr einer feindlichen Übernahme. Der Trade Sale kann dem Gründer helfen, sich in einem schwierigen Marktumfeld – mit Hilfe des strategischen Partners – gegenüber der Konkurrenz durchzusetzen.

Es besteht allerdings auch das Risiko, dass der industrielle Investor die Führungsriege austauscht und mit eigenem Personal besetzt. Dieses Risiko ergibt sich bei einem Buy Back nicht. Hier besteht die Chance, mögliche Übernahmen zu verhindern. Jedoch können sich, durch die meist notwendige Aufnahme von Fremdkapital, in der Folge weitere Finanzierungsprobleme ergeben, die bis zur Überschuldung führen können.

Ist sich der Unternehmensgründer über die möglichen Auswirkungen eines Exits bewusst und kommuniziert entsprechend seine Vorstellungen gegenüber den potenziellen Risikokapitalgebern, so werden letztlich sowohl der Kapitalgeber als auch der Gründer von einem Exit profitieren.