

Verbesserung der
Eigenkapital-Finanzierung von
jungen Hightech-Unternehmen
in Baden-Württemberg

München, März 2010

Die vorliegende Studie wurde im Auftrag von Stuttgart Financial durchgeführt. Der Auftraggeber hat keinen Einfluss auf die Darstellung und Interpretation genommen. Die Studie liegt in der inhaltlichen Verantwortung der Autoren.

Die Autoren danken Stuttgart Financial für die Diskussionsbereitschaft und die Überlassung von Sekundär-Daten für die Durchführung der Analyse.

München, 10.03.2010

Fleischhauer, Hoyer & Partner

- FHP Private Equity Consultants -

Nördliche Auffahrtsallee 25

80638 München

Telefon: +49 89 15 92 79 0

E-mail: office@fhpe.de

Internet: www.fhpe.de

Inhaltsverzeichnis

1.-Einleitung..	Seite 1
2.-Analyse des deutschen Venture Capital Marktes..	Seite 3
2.1. Die Anbieterstruktur	Seite 3
2.2. Venture-Capital-Investitionen in der Frühphase.....	Seite 6
2.2.1 VC-Investitionen in Baden-Württemberg	Seite 8
2.3 Merkmale und Anforderungen an VC-finanzierte Unternehmen	Seite 10
2.4. Gründe für die Zurückhaltung der Investoren	Seite 12
2.5 Kapitalausstattung und (zukünftige) Strategie deutscher VC-Fonds	Seite 17
3.-Empfehlungen für die Verbesserung der Finanzierungs- bedingungen junger High-Tech-Unternehmen aus Baden-Württemberg..	Seite 24
3.1. Investitionsstrategie	Seite 24
3.2. Organisatorische Ausgestaltung	Seite 27

1. Einleitung

Die Gründung von High-Tech-Unternehmen ist in Deutschland rückläufig. Laut einer im Juli 2009 veröffentlichten Studie des ZEW¹ ergibt sich für das Jahr 2008 ein Rückgang um 11 Prozent auf rund 15.300 Unternehmensgründungen. Dieser Wert entspricht einem neuen Tiefpunkt seit Aufzeichnung des Gründungsgeschehens durch das ZEW.

Das Land Baden-Württemberg ist von dieser Entwicklung besonders stark betroffen. Während die Gründungsintensität (Anzahl der Gründungen pro erwerbsfähige Bewohner) innerhalb der letzten zehn Jahre im industriellen High-Tech-Bereich deutschlandweit um 12 Prozent zurückging, halbierte sie sich in Baden-Württemberg². Die einstige Spitzenposition des Bundeslandes wurde zwischenzeitlich an Bayern und Thüringen abgegeben.

Die Gründe für den Rückgang der Unternehmensgründungen sind vielschichtig und hinsichtlich ihrer Ursachen bisher nicht genau analysiert. Eine wesentliche Rolle dürfte jedoch die Verfügbarkeit von (Eigen-) Kapital spielen. Dies gilt insbesondere für junge High-Tech-Unternehmen, die in der Regel sehr hohe Ausgaben für Forschung & Entwicklung aber auch für die Markteinführung erster Produkte aufbringen müssen. Die Eigenmittel der Gründer reichen dazu bei weitem nicht aus, noch sind nennenswerte Umsätze respektive Sicherheiten für eine Bankenfinanzierung vorhanden.

Der Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) konnte innerhalb der letzten Jahre eine Belebung der Frühphaseninvestitionen verzeichnen. Möglich war dies insbesondere durch die Geschäftsaufnahme des High-Tech-Gründerfonds im Jahr 2005. Der in der Gründungsphase (Seed-Phase) von High-Tech-Unternehmen investierende Fonds führte zu einer deutlichen Belebung des Marktes. Unternehmen aus Baden-Württemberg konnten von diesen Investitionen nur unterdurchschnittlich partizipieren. Mit gut sechs Prozent aller Finanzierungen rangiert Baden-Württemberg auf Platz sechs der Zusagen. Investitionen durch private Beteiligungsgesellschaften sind in der Seed-Phase – wie auch bundesweit – die Ausnahme.

Vor dem Hintergrund der Finanz- und Wirtschaftskrise reagiert die VC-Branche mit einem Rückgang ihrer Investitionstätigkeit. Im Jahr 2009 ging das Investitionsvolu-

¹ High-Tech-Gründungen in Deutschland, ZEW, 2009

² ZEW Gründungsreport, ZEW, 2008

men deutscher Venture Capital Gesellschaften im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 16 Prozent zurück. Viele der VC-Gesellschaften befürchten zudem Probleme bei der anstehenden Auflegung neuer Fonds und halten ihr noch verbleibendes Kapital zurück. Andere Gesellschaften haben bereits keine freien Mittel mehr für neue Beteiligungen.

Aus Sicht der Startup-Unternehmen kommt diese Entwicklung zur Unzeit. Die meisten der Unternehmen erzielen noch keine Gewinne und benötigen weiteres Kapital. Alternative Finanzierungsquellen (Innen- und Fremdkapitalfinanzierungen durch Banken) sind in dem derzeitigen Marktumfeld noch schwieriger als bisher darzustellen. Angesichts ungünstiger Perspektiven für die Anschlussfinanzierung der Unternehmen ist zu befürchten, dass Neugründungen weiter abnehmen werden.

Der Innovationsrat Baden-Württemberg beabsichtigt, die Finanzierungsbedingungen für innovative Unternehmen in Baden-Württemberg zu verbessern. Eine beim Wirtschaftsministerium eingerichtete Arbeitsgruppe soll klären, ob in Baden-Württemberg ein Marktversagen in der Venture-Capital-Finanzierung besteht und wie ggfs. eine entsprechende Lücke geschlossen werden kann.

Die Untersuchung beinhaltet folgende Themenschwerpunkte: Zunächst erfolgt eine Analyse des Venture-Capital-Marktes, insbesondere in Baden-Württemberg. Hierzu gehört die Darstellung der VC-Investitionen in junge High-Tech-Unternehmen aber auch der Anbieterstruktur. Ebenfalls wird eine Abschätzung des noch für neue Investitionen zur Verfügung stehenden VC-Kapitals vorgenommen, um Aussagen hinsichtlich der künftigen Marktentwicklung treffen zu können.

Aus den Erkenntnissen der Marktanalyse wird eine Investitions-Strategie entwickelt. Es wird aufgezeigt, mit welchen Instrumenten und Investitionsvolumina wirkungsvoll ein Impuls in der Frühphasenfinanzierung in Baden-Württemberg gesetzt werden kann.

Aus den strategischen Vorgaben wird schließlich eine adäquate organisatorische Umsetzung abgeleitet. Im Vordergrund steht dabei die Einbeziehung bestehender Strukturen (z.B. staatliche Finanzierungsangebote), um ein Höchstmaß an Synergien zu aktivieren. Gleichzeitig sollte es jedoch auch möglich sein, Finanzierungen eigenständig vornehmen zu können, ohne dabei auf dritte Investoren angewiesen zu sein.

2. Analyse des deutschen Venture Capital Marktes

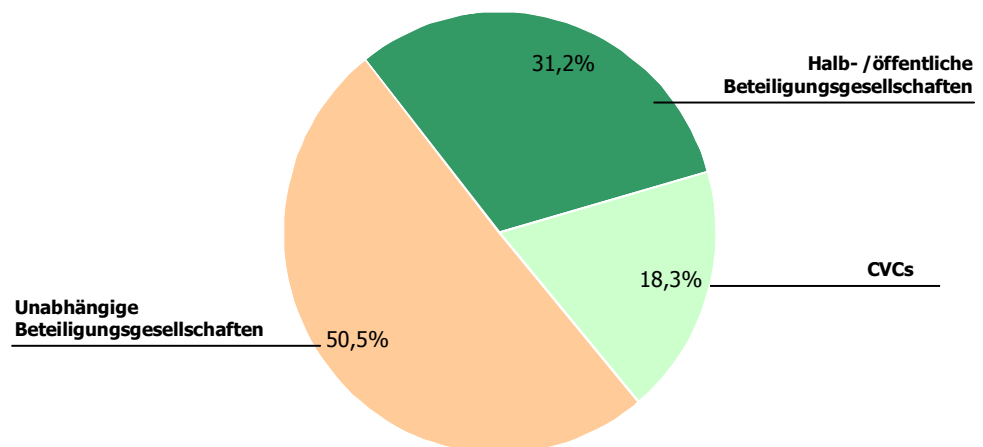
Der deutsche VC-Markt ist in den letzten Jahren erheblichen Veränderungen ausgesetzt gewesen. Deutlich wird dieser vor allem anhand der sich verändernden Anbieterstruktur.

2.1 Die Anbieterstruktur

Heute sind in Deutschland im Bereich Venture Capital 109 Beteiligungsgesellschaften aktiv. Etwa die Hälfte der Gesellschaften verwaltet unabhängige Fonds, die ihr Kapital überwiegend von institutionellen aber auch privaten Investoren einwerben. An zweiter Stelle folgen mit 31 Prozent öffentliche bzw. halböffentliche Beteiligungsgesellschaften. Hierzu gehören die Landesbanken und Sparkassenbeteiligungsgesellschaften. Ferner fallen in diese Gruppe der bundesweit investierende High-Tech Gründerfonds und die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) mit dem Beteiligungsfonds ERP-Startfonds sowie weitere, oftmals regionale Beteiligungsfonds, die überwiegend aus staatlichen respektive europäischen Mitteln gespeist werden. Die dritte Gruppe sind Corporate-Venture Capital-Einheiten (CVC) von Industriebetrieben. Diese Investoren versprechen sich durch die Beteiligung an High-Tech-Unternehmen neben dem finanziellen Erfolg vor allem einen strategischen Mehrwert. Der Investitionsfokus liegt daher vorwiegend auf Unternehmen in reiferen Phasen (Fleischhauer, Hoyer & Partner, Corporate Venture Capital – Window on the World, 2003).

Anbieter-Struktur des deutschen Venture Capital-Marktes

► 109 Beteiligungsgesellschaften, 2009 (2007: 105)



Quelle: FHP Private Equity Consultants, 2009

Die Anzahl der Beteiligungsgesellschaften hat sich im Vergleich zum Jahr 2007, als diese Analyse zuletzt durchgeführt wurde, nur geringfügig verändert. Eine tiefere Betrachtung zeigt jedoch, dass sowohl die Zusammensetzung als auch Struktur der Gruppe signifikanten Änderungen unterlag. So sind rund 20 Prozent der Gesellschaften, die noch im Jahr 2007 registriert wurden, heute nicht mehr aktiv. In den meisten Fällen (rund 60 Prozent) wurde die Investitionstätigkeit eingestellt, weil kein neuer Fonds aufgelegt werden konnte. Andere Gesellschaften haben hingegen einen Strategiewechsel vollzogen und konzentrieren sich heute auf Wachstums- und Buyout-Finanzierungen oder investieren gar nicht mehr in Deutschland.

Von den ausgeschiedenen Gesellschaften sind 80 Prozent unabhängige Gesellschaften. Gleichzeitig konnte innerhalb der letzten zwei Jahre ein Zuzug von ausländischen Gesellschaften registriert werden, so dass der Anteil der unabhängigen Gesellschaften nahezu konstant geblieben ist. Die Mehrzahl der ausländischen Gesellschaften ist in Deutschland jedoch nur mit einem Büro vertreten. Die Fondsmittel werden nur zu einem kleinen Teil in Deutschland investiert, während der Schwerpunkt der Investitionstätigkeit im Heimatland der Gesellschaft liegt. Insgesamt stieg der Anteil ausländischer Investoren an allen Beteiligungsgesellschaften von 4 Prozent im Jahr 2007 auf heute 11 Prozent.

Bei den Corporate Venture-Capital-Gesellschaften kam es ebenfalls zu Geschäftsaufgaben. Jedoch wurden mehr neue CVC-Programme ins Leben gerufen als eingestellt, so dass ihre Gesamtzahl anstieg. Die Anzahl öffentlicher Investoren blieb hingegen weitgehend konstant und wird nachwievor durch die mittelständischen Beteiligungsgesellschaften bestimmt.

Der starke Rückgang der Gesamtzahl der Beteiligungsgesellschaften, der noch im Jahr 2007 registriert wurde (-25 Prozent im Vergleich zum Jahr 2004), setzte sich also in den letzten zwei Jahren nicht fort. Gleichwohl kam es zu einem Wandel der Anbieterstruktur, der zu Lasten unabhängiger, deutscher Fonds ausfiel.

Der Sitz der Beteiligungsgesellschaften respektive des zentralen Büros weist von Bundesland zu Bundesland große Unterschiede auf. In Bayern und Nordrhein-Westfalen sind mit 18 Prozent bzw. 16 Prozent die meisten Gesellschaften angesiedelt. Nordrhein-Westfalen konnte in den letzten Jahren stark von der Ausweitung öffentlicher Gesellschaften profitieren. So wurden beispielsweise im Rahmen der NRW.Bank Seed-Fonds-Initiative sechs Fonds ins Leben gerufen. Der Anteil der überwiegend aus

öffentlichen Mitteln gespeisten Fonds liegt mit 47 Prozent deutlich über dem Bundesdurchschnitt.

An dritter Stelle liegt Baden-Württemberg mit 14 Prozent aller Gesellschaften. Der Anteil unabhängiger Gesellschaften beträgt davon 53 Prozent und liegt damit über dem Bundesdurchschnitt. Die in den letzten Jahren erfolgte Marktkonsolidierung unter den unabhängigen Fonds hat Baden-Württemberg besonders getroffen. Von den nicht mehr am Markt aktiven Gesellschaften kam der überwiegende Teil aus dem Bereich der unabhängigen Gesellschaften.

VC-Investoren in Baden-Württemberg

Aktive Beteiligungsgesellschaften

DH Capital (Hopp)
 Gracia Private Equity
 Leonardo Venture
 NGN Capital
 SHS Gesellschaft für Beteiligungsmanagement
 TechnoStart
 ZFHN Zukunftsfonds Heilbronn
 Chancenkaptal Biberach (KSPK)
 LBBW Venture
 MBG Baden-Württemberg**
 MicroMountains Venture*
 S-Kap Unternehmensbeteiligungsges. **
 Wagniskaptalgesellschaft d. Kreisspark. Reutlingen
 Robert Bosch Venture Capital

Ort	Typ
Heidelberg	unabhängig
Stuttgart	unabhängig
Mannheim	unabhängig
Heidelberg	unabhängig
Tübingen	unabhängig
Ludwigsburg	unabhängig
Heilbronn	unabhängig
Biberach	öffentlich
Stuttgart	öffentlich
Stuttgart	öffentlich
Villingen-Schw.	öffentlich
Pforzheim	öffentlich
Reutlingen	öffentlich
Stuttgart	Corporate

Ausgeschiedene (oder nicht investierende) Gesellschaften

3i
 Dt. Balaton
 EMBL Ventures
 First Ventury
 Heidelberg Innovation
 Maier & Partner
 Innotech
 LEA-Seed
 Süd Venture Capital
 Accera Venture Partners
 DaimlerChrysler Venture
 Dürr Corporate Venture

Stuttgart	unabhängig
Heidelberg	unabhängig
Heidelberg	unabhängig
Heidelberg	unabhängig
Heidelberg	unabhängig
Reutlingen	unabhängig
Karlsruhe	unabhängig
Karlsruhe	öffentlich
Stuttgart	öffentlich
Mannheim	Corporate
Stuttgart	Corporate
Stuttgart	Corporate

*Geschäftstätigkeit noch nicht aufgenommen; ** Venture Capital ist kein Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit

Quelle: FHP Private Equity Consultants Analyse

Maßgebend für die Investitionsaktivität einer VC-Gesellschaft ist die Verfügbarkeit von Kapital in Form von neu aufgelegten Fonds. Betrachtet man die in den letzten vier Jahren (typische Investitionsperiode eines VC-Fonds) neu aufgelegten Fonds, so war es nur für eine unabhängige Beteiligungsgesellschaft (SHS) und eine Corporate VC-Gesellschaft (Bosch) aus Baden-Württemberg möglich einen neuen Fonds aufzulegen.

Neuaufgelegte Fonds 2006 – 2009 aus privaten Mitteln

VC-Gesellschaft	Fonds	Jahr	Volumen (Mio. €)	Bundesland
SHS	Dritte SHS Technologiefonds	2009	50,0	Baden-Württemberg
Target Partners	Target Partners Fund II	2009	113,0	Bayern
Bon Venture	Bon Venture II	2008	9,4	Bayern
Earlybird	Earlybird IV	2008	127,0	Bayern/Hamburg
Hasso Plattner Ventures	HPV-Fonds II	2008	100,0	Brandenburg
Life Science Partners	LSP IV	2008	75,0	Bayern
Neuhaus Partners	IncomIII Technofund	2008	52,0	Hamburg
eCapital	eCapital Tech Fonds II	2007	40,2	Nordrhein-Westfalen
Wellington Partners	Wellington Partners IV Technology	2007	265,0	Bayern
Wellington Partners	Wellington Partners III LS	2007	78,3	Bayern
Creathor	Creathor Venture Fund II	2006	50,0	Hessen
Hasso Plattner Ventures	HPV-Fonds	2006	50,0	Brandenburg
Life Science Partners	LSP III	2006	150,0	Bayern
Munich Venture Partners	MPV-Fonds	2006	51,0	Bayern
Triangle	Triangle IV	2006	50,0	Nordrhein-Westfalen

Quelle: FHP Private Equity Consultants Analyse

Deutlich schlechter stellt sich Baden-Württemberg bei der Auflegung von Fonds aus (vorwiegend) öffentlichen Mitteln dar. Durch die Verfügbarkeit von Mitteln aus dem Europäischen Fonds für Regionale Entwicklung (EFRE) haben zahlreiche Bundesländer innerhalb der letzten Jahre regionale Fonds aufgelegt. Im Gegensatz zu den Fonds unabhängiger Gesellschaften investieren diese Fonds in der Regel nur in dem jeweiligen Bundesland und haben somit unmittelbaren Einfluss auf das lokale Investitionsgeschehen. Baden-Württemberg konnte im Herbst 2009 mit der Auflegung des Seedfonds-BW nachziehen.

Neuaufgelegte Fonds 2005 – 2009 aus überwiegend öffentlichen Mitteln

Bundesland	Anzahl Fonds	Gesamt Volumen (Mio. €)
Baden-Württemberg	1	1
Bayern	5	99
Berlin	3	102
Brandenburg	1	30
Hamburg	1	im Aufbau
Hessen	1	75
Niedersachsen	2	31
Nordrhein-Westfalen	3	100
Schleswig-Holstein	1	20
Thüringen	3	>70

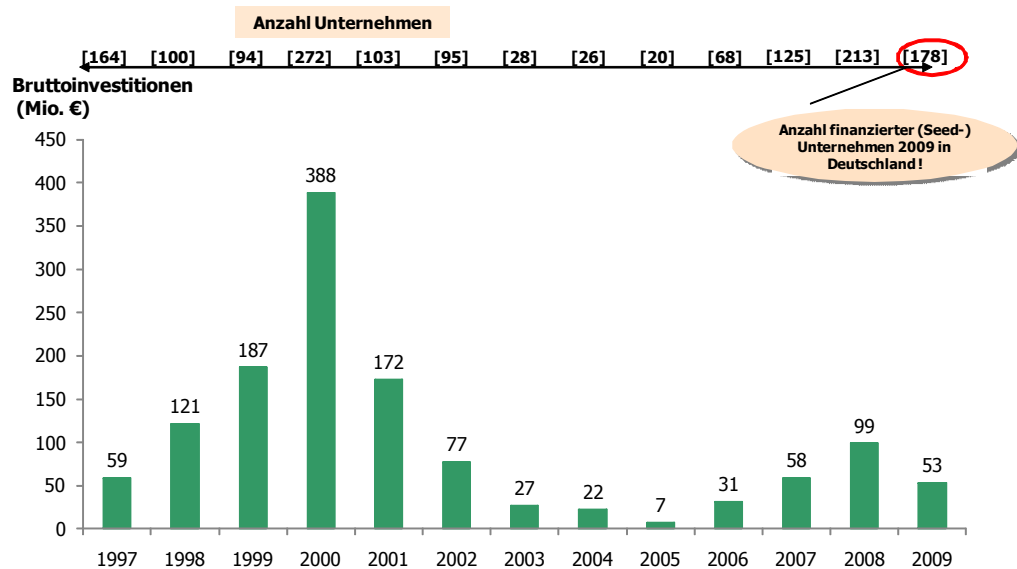
Quelle: FHP Private Equity Consultants Analyse

2.2 Venture-Capital-Investitionen in der Frühphase

Die Venture-Capital-Investitionen im Bereich der Unternehmensgründungen und jungen Unternehmen (Seed- und Startup) konnten der Statistik des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) zu Folge in den Jahren 2007 bis 2008 wieder zulegen, gingen jedoch im Jahr 2009 wieder zurück. Auch konnte bei weitem nicht das Niveau früherer Jahre erreicht werden.

Der Seed-Bereich konnte sich seit dem Tiefpunkt der Investitionen im Jahr 2005 in den folgenden drei Jahren deutlich erholen. Von 7 Mio. Euro stieg das Investitionsvolumen auf 99 Mio. Euro im Jahr 2008. Im gleichen Zeitraum stieg die Anzahl der finanzierten Unternehmen von 20 auf 99. Für das Jahr 2009 wurde jedoch ein deutlicher Einbruch verzeichnet: Insgesamt wurden nur noch 53 Mio. Euro in 178 Unternehmen investiert. Die durchschnittliche Investitionshöhe fiel somit auf unter 0,3 Mio. Euro pro Unternehmen.

Der Seed-Markt: Die Marktentwicklung in Deutschland



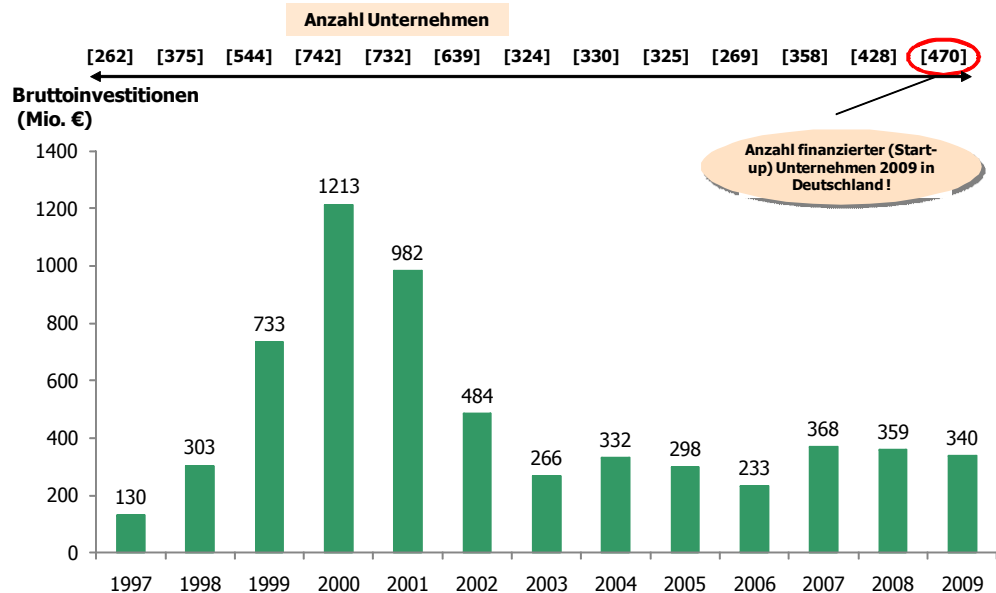
Quelle: BVK; FHP Private Equity Consultants Analyse

Im Startup-Segment konnte, ausgehend von dem „Negativ-Jahr“ 2006, im Jahr 2007 zunächst ein deutlicher Anstieg der Investitionsaktivität verzeichnet werden. Das investierte Kapital stieg in diesem Jahr auf 368 Mio. Euro an, bevor dann wieder ein kontinuierlicher Rückgang zu verzeichnen war. Gegenläufig hierzu war die Entwicklung hinsichtlich der Anzahl der Finanzierungen. Diese stieg überproportional auf 428 bzw. 470 an. Ähnlich wie im Seed-Segment hatte diese Entwicklung eine Absenkung der durchschnittlichen Investitionshöhe pro Unternehmen zu Folge. Zuletzt, im Jahr 2009 lag diese bei rund 0,7 Mio. Euro pro Unternehmen.

Zurückzuführen ist der Anstieg der VC-Investments seit dem Jahr 2005 vor allem auf das Engagement der öffentlichen Fonds. Auf den größten Investor im Startup-Segment, die KfW, entfielen allein 28 Prozent aller Beteiligungen im Jahr 2008. Im Seed-Segment kommt der High-Tech Gründerfonds sogar auf einen Marktanteil von

76 Prozent! (Anmerkung: Entsprechende Statistiken für das Jahr 2009 standen im März 2010 noch nicht zur Verfügung)

Der Startup-Markt: Die Marktentwicklung in Deutschland



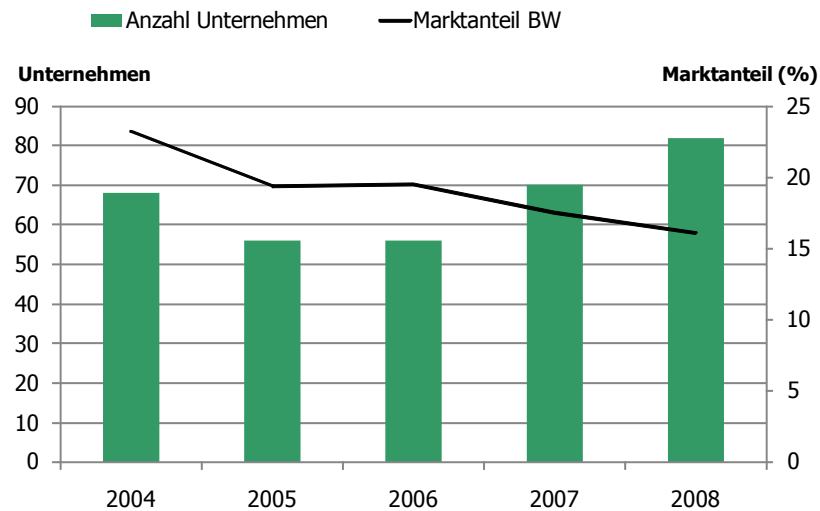
Quelle: BVK; FHP Private Equity Consultants Analyse

2.2.1 Die Early Stage Investitionen in Baden-Württemberg

Der BVK weist für einzelne Bundesländer keine Statistiken aus, die zwischen Startup- und Seed-Phase differenzieren. Es wird lediglich die Summe beider Segmente als Early Stage-Investitionen veröffentlicht. Vor das Jahr 2009 lag eine entsprechende Teilstatistik zum Zeitpunkt der Erstellung der Studie noch nicht vor, so dass die Zahlen des Jahres 2008 herangezogen wurden:

Im Jahr 2008 wurden laut BVK in Baden-Württemberg 33 Mio. Euro in 82 Unternehmen investiert. Auf Basis des investierten Kapitals liegt Baden-Württemberg deutschlandweit auf Platz 3; hinsichtlich der finanzierten Unternehmen sogar auf Rang 2. Trotz einer Zunahme der Investitionstätigkeit konnte Baden-Württemberg von dem Aufschwung der VC-Branche der letzten drei Jahre nicht vollständig partizipieren. Der Marktanteil der finanzierten Unternehmen fiel von 23 Prozent im Jahr 2004 stetig auf 16 Prozent in 2008.

Entwicklung der VC-Investitionen in Baden-Württemberg

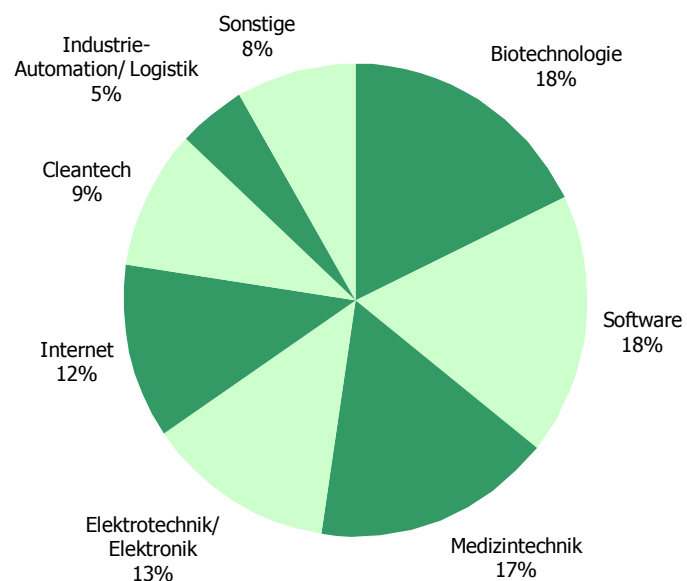


Quelle: BVK, FHP Private Equity Consultants

Die Analyse der Branchen, in die in Baden-Württemberg bevorzugt investiert wird, zeigt hinsichtlich der favorisierten Sektoren keine Unterschiede zu dem Gesamtmarkt. Auch deutschlandweit werden die meisten VC-Beteiligungen in den Branchen Biotechnologie, Software und Medizintechnik abgeschlossen. Auffällig ist jedoch, dass in Baden-Württemberg vergleichsweise viele Beteiligungen in den Branchen Elektrotechnik und Industrieautomation abgeschlossen werden.

Early-Stage Venture Capital-Investitionen Baden-Württemberg

► Basis: 84 Beteiligungen 2007 – Q3-2009



Quelle: VC-Panel, FHP Private Equity Consultants

Größter Investor war mit einem Anteil von rund einem Drittel aller Finanzierungen im Jahr 2008 die MBG Baden-Württemberg. Weitere große Investoren waren die KfW-Bankengruppe (ERP-Startfonds), LEA-SEED, LBBW Venture und der High-Tech Gründerfonds. Der Anteil unabhängiger VC-Fonds verteilt sich über eine Reihe von Gesellschaften und liegt jeweils bei rund 2 Prozent³. Ein Großteil dieser Gesellschaften ist außerhalb Baden-Württembergs angesiedelt und zeigt, dass unabhängige Fonds durchaus überregional investieren.

Deutlich wird, dass das Investitionsgeschehen in der Frühphase vorwiegend von öffentlichen Fonds geprägt ist. Gleichwohl fallen die Aktivitäten der bundesweit größten öffentlichen Investoren der KfW und dem High-Tech-Gründerfonds in Baden-Württemberg allenfalls durchschnittlich aus: Nur 8,9 Prozent der Finanzierungen der KfW entfallen auf Baden-Württemberg, dies entspricht Rang vier in Deutschland. Der Anteil der bis dato durch den High-Tech Gründerfonds zugesagten Beteiligungen liegt für Baden-Württemberg bei nur 6,6 Prozent und damit bundesweit an sechster Stelle.

Anteil der VC-Investitionen durch Öffentliche Investoren

Zusagen High-Tech Gründerfonds		Zusagen KfW (ERP-Startfonds)	
Bayern	23,2%	Bayern	26,0%
Nordrhein-Westfalen	15,5%	Nordrhein-Westfalen	19,7%
Berlin	11,6%	Rheinland-Pfalz	9,4%
Hamburg	11,0%	Baden-Württemberg	8,9%
Sachsen	8,8%	Hessen	6,0%
Baden-Württemberg	6,6%	Sachsen	6,0%
Hessen	5,5%	Niedersachsen	5,3%
Thüringen	4,4%	Hamburg	4,1%
Niedersachsen	3,3%	Berlin	3,9%
Schleswig-Holstein	2,8%	Brandenburg	2,9%
Brandenburg	2,2%	Thüringen	2,4%
Rheinland-Pfalz	2,2%	Sachsen-Anhalt	2,2%
Bremen	1,1%	Mecklenburg-Vorpommern	1,7%
Sachsen-Anhalt	1,1%	Schleswig-Holstein	1,2%
Saarland	0,6%	Bremen	0,2%
Mecklenburg-Vorpommern	0,0%	Saarland	0,2%

Quelle: KfW, HTGF, FHP Private Equity Consultants

2.3 Merkmale und Anforderungen an VC-finanzierte Unternehmen

Für die Analyse des Reifegrads und der Merkmale von Venture Capital finanzierten Unternehmen wurde auf eine repräsentative Umfrage unter deutschen Frühphaseninvestoren zurückgegriffen. Die Umfrage erfolgte im August des Jahres 2009 im Rah-

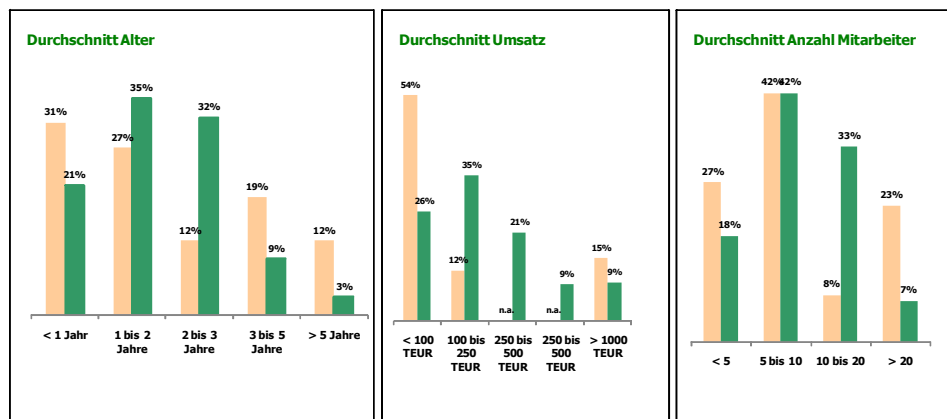
³ Quelle: VC-Panel 2008, Fleischhauer, Hoyer & Partner

men des Venture Capital Panels⁴. Insgesamt wurden 34 VC-Gesellschaften befragt. Die Verteilung des Panels weist im Vergleich zum Marktdurchschnitt (*s.o.*) mit 67 Prozent eine Übergewichtung der unabhängigen VC-Gesellschaften auf und betont damit die Sicht des privatwirtschaftlichen Marktes. Zweitgrößte Gruppe sind die halb-/öffentlichen Investoren (24 Prozent), darunter auch die KfW und der High-Tech Gründerfonds. Der Anteil an Corporate Venture Capital (CVC) -Gesellschaften einzelner Industrieunternehmen entsprach neun Prozent der Teilnehmer. Gesellschaften mit Sitz in Baden-Württemberg entsprechen rund 15 Prozent des Panels. Auf Basis des von den Beteiligungsgesellschaften verwalteten Fondsvolumens repräsentiert der befragte Kreis rund 70 Prozent des deutschen Venture Capital-Marktes. Zieht man nur die Anzahl der unabhängigen VC-Gesellschaften heran, werden über 80 Prozent des Marktes abgedeckt.

Die Analyse ergab folgendes Bild: 21 Prozent der Investoren investierte in Unternehmen, die durchschnittlich jünger als ein Jahr waren, also der Seed-Phase zuzurechnen sind. Das Gros der Investoren (35 Prozent) bevorzugte innerhalb der letzten 12 Monate Unternehmen mit einem Alter zwischen ein und zwei Jahren. Folglich wiesen die meisten der neu finanzierten Unternehmen auch schon erste Umsätze auf. Bei 35 Prozent der Startups lag der Umsatz zum Zeitpunkt der Finanzierung zwischen 100 und 250 Tausend Euro. Weitere 39 Prozent der Unternehmen erzielten einen Umsatz von über 250 Tausend Euro.

Unternehmensgröße VC-finanzierter Unternehmen

Wie hoch war das durchschnittliche Alter, die Größe nach Umsatz und Mitarbeiter der Unternehmen, in die Sie in den letzten 12 Monaten investiert haben?



Quelle: VC Panel, FHP Private Equity Consultants 2009

2008 2009

⁴ Das Venture Capital Panel wurde 1999 von Fleischhauer, Hoyer & Partner (FHP) und den vdi-nachrichten initiiert. Rund 40 führende deutsche Wagnisfinanzierer berichten vierteljährlich über ihre Aktivitäten in der Frühphasenfinanzierung.

Im Vergleich zu der Erhebung zum Vorjahr fällt auf, dass eine Verlagerung der Investitionen von unter einjährigen Unternehmen zu Unternehmen der Altersgruppe von ein bis zwei Jahren respektive zwei bis drei Jahren stattgefunden hat. Gleiches lässt sich anhand der Umsatzgröße feststellen.

Von sieben Investoren (entspricht 21 Prozent), die auch in Unternehmen mit einem Alter von unter einem Jahr bzw. einer Umsatzgröße von unter 100 Tausend Euro investierten, waren lediglich drei unabhängige Gesellschaften. Die übrigen vier Gesellschaften kamen aus dem öffentlichen Bereich (3) und dem Corporate-Bereich (1).

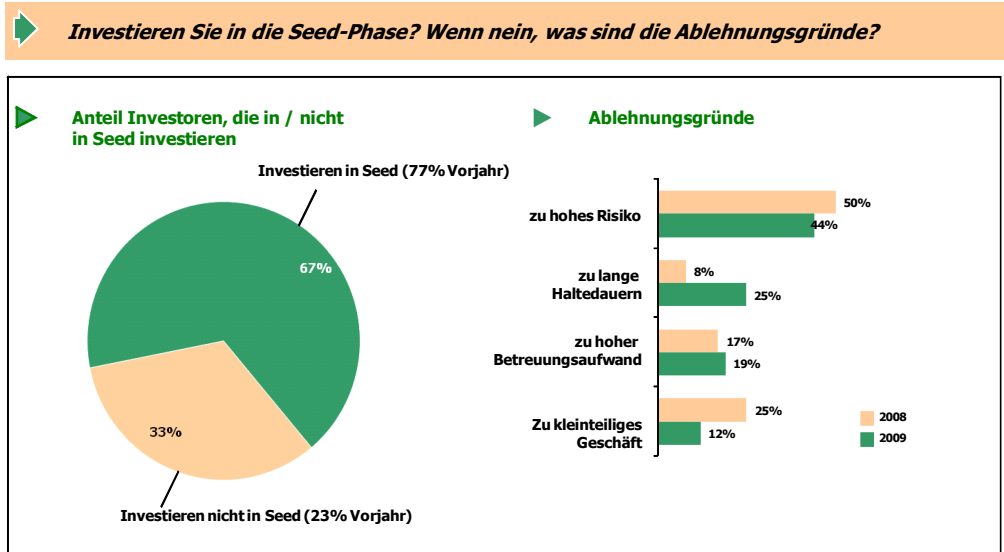
Eine Auswertung der Investments der drei unabhängigen Gesellschaften kam zu dem Ergebnis, dass in einem Zeitraum von 12 Monaten lediglich acht Unternehmen erstmals finanziert wurden (sogenannte A-Runden-Finanzierungen). Gemessen an allen A-Runden-Finanzierungen der Grundgesamtheit entspricht dies einem Anteil von zehn Prozent. Unabhängige VC-Gesellschaften bevorzugen demzufolge Unternehmen, die einen höheren Reifegrad aufweisen, als dies typischerweise bei Unternehmen in der Seed-Phase der Fall ist.

2.4 Gründe für die Zurückhaltung im Frühphasen-Segment

Die tatsächliche Anzahl der Seed-Investments steht im Widerspruch zu der strategischen Positionierung der Investoren, nachdem Zweidrittel der Befragten angibt, grundsätzlich auch in Unternehmen in der Seed-Phase zu investieren. Dieser Wert lag noch geringfügig unter dem Wert der Befragung im Jahr 2008.

Diejenigen Gesellschaften, die sich grundsätzlich gegen die Seed-Phase aussprechen, führen vor allem ein zu hohes Risiko an. Hierbei handelt es sich sowohl um Technologierisiken als auch um Marktrisiken. Technologierisiken beinhalten, dass eine Technologie nicht zu einem funktionsfähigen Produkt weiterentwickelt werden kann. Marktrisiken implizieren, dass Produkte oder aber auch das Geschäftsmodell nicht oder nur in geringem Maße kommerzialisiert werden können. Das Eintreten eines solchen Risikos kann oftmals den Ausfall der ganzen Beteiligung mit sich bringen. In jedem Fall kann der Businessplan nicht erfüllt werden, welches mit einem weiteren Kapitalbedarf und einer Verlängerung der Haltedauer einhergeht (*vgl. unten*).

Anteil Seed-Investoren / Ablehnungsgründe



Quelle: VC Panel, FHP Private Equity Consultants 2009

Bevor eine Beteiligung erfolgreich durch einen Fonds veräußert werden kann, muss diese in der Regel eine signifikante Umsatzgröße erreicht haben. Für einen Börsengang wird beispielsweise ein (Mindest-) Umsatz im zweistelligen Millionenbereich erwartet. Neugegründete Unternehmen benötigen für die Erreichung einer kritischen Größe jedoch oft länger als geplant. Nicht selten wird eine entsprechende Umsatzgröße erst nach über fünf Jahren erreicht. Demgegenüber steht eine Regellaufzeit der VC-Fonds von 10 Jahren. Die Beteiligungen eines Fonds sollten in diesem Zeitraum alle veräußert werden. Hieraus folgt, dass Beteiligungen, die gegen Ende der Fondslaufzeit abgeschlossen werden, meist eher „reifere“ Unternehmen sind. Der Lebenszyklus eines Fonds hat somit unmittelbar Einfluss auf seine Investitionsstrategie.

Der Ablehnungsgrund „zu hoher Betreuungsaufwand“ resultiert aus der Erfahrung, dass Unternehmen, die von weniger erfahrenen Gründern geführt werden, oftmals eine intensive Betreuung durch den Investor benötigen. Gerade kleinere VC-Gesellschaften halten die personellen Kapazitäten nicht vor, um diesem Mehraufwand gerecht zu werden.

Das Argument „Kleinteiligkeit des Geschäftes“ resultiert aus dem Verhältnis zwischen dem möglichen Ertrag aus dem Verkauf einer Beteiligung und dem Aufwand zur Prüfung einer Beteiligung (due diligence). Die Prüfung und die laufende Kontrolle einer kleinen Beteiligung erfordern in den meisten Fällen nicht wesentlich weniger Aufwand als bei einer großen Beteiligung. Der erzielbare Erlös bei dem Verkauf eines Seed-Unternehmens ist jedoch deutlich kleiner, so dass sich ein ungünstigeres Ertrags-

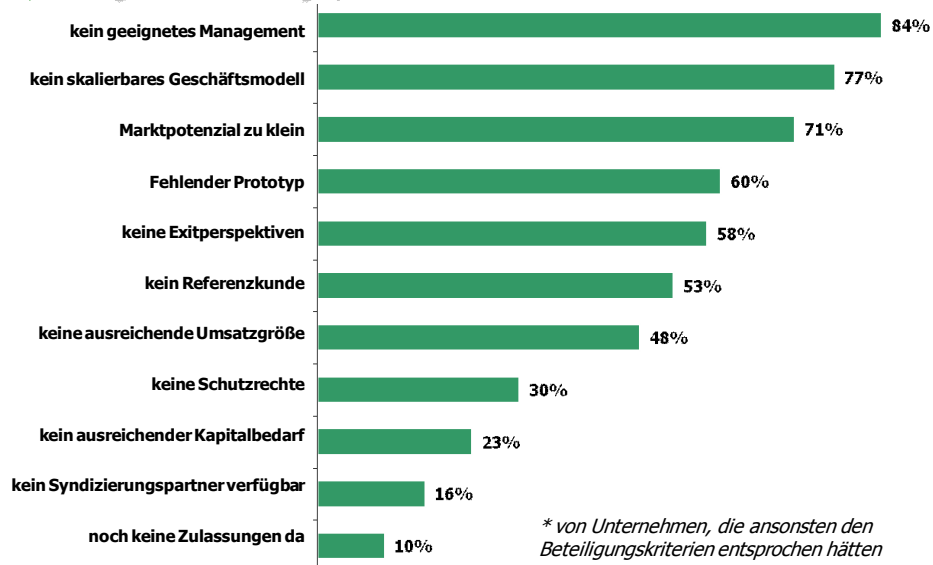
Kosten-Verhältnis ergibt. Deutlich wird dieses Problem auch bei der Betrachtung der durchschnittlichen Fondsgröße von institutionellen Venture-Capital-Fonds. Diese sollte, international gesehen, über 100 Mio. Euro betragen. Das Kapital wird in 10 bis 20 Unternehmen investiert, welches zu durchschnittlichen Investitionen von 5 bis 10 Mio. Euro pro Unternehmen führt und somit deutlich kleinere Beteiligungen unwirtschaftlicher erscheinen lässt.

Neben strategischen Gründen gibt es jedoch auch konkrete Ablehnungsgründe von Beteiligungsanfragen, die dem Geschäftsmodell von Venture Capital Investoren entspringen.

Als häufigsten Ablehnungsgrund nennen VC-Investoren in diesem Zusammenhang eine nicht ausreichende Qualifikation des Gründerteams bzw. des Managements. Insbesondere unabhängige VC-Gesellschaften messen diesem Punkt höchste Bedeutung zu und erwarten in dieser Position erfahrene Unternehmerpersönlichkeiten, die idealerweise bereits einschlägige Erfolge vorweisen können. Öffentliche Investoren zeigen sich in dieser Frage „großzügiger“ und billigen dem Unternehmerteam eine gewisse Lernzeit zu. Jedoch wird auch hier bei zunehmender Unternehmensentwicklung ein professionelles Management erwartet. Gerade sehr junge Unternehmen in der Seed-Phase haben es schwer, sich in diesem Stadium durch externe Manager zu ergänzen. Reifere Unternehmen habe es in dieser Hinsicht in der Regel leichter.

Gründe für die Ablehnung von Beteiligungsanfragen* (I)

► Häufigkeit von Ablehnungen, da...



Quelle: Umfrage FHP Private Equity Consultants 2007; Basis 36 Antworten; Mehrfachnennungen möglich

In 77 Prozent der Fälle wird als Ablehnungsgrund das Fehlen eines „skalierbaren“ Geschäftsmodells genannt. Die hohen Renditeziele institutioneller Investoren für die Anlageklasse Venture Capital setzen Unternehmen voraus, die in kurzer Zeit mit einem übersehbaren Kapitalbedarf hohes Umsatzwachstum generieren. Dies erklärt, warum vorzugsweise in Sektoren wie die Informationstechnologie oder Biotechnologie investiert wird. Viele traditionelle Branchen, wie beispielsweise der Maschinenbau, weisen diese Skalierbarkeit nur eingeschränkt auf und stehen damit nicht im Fokus der meisten Venture Capital-Gesellschaften.

Gleiches gilt für das Marktpotenzial, welches von potenziellen Beteiligungsunternehmen adressiert werden sollte. Gerade paneuropäische VC-Gesellschaften, und dies sind oftmals diejenigen, die in jüngster Vergangenheit erfolgreich neue Fonds aufgelegt haben, suchen Unternehmen, die eine relevante Bedeutung im Weltmarkt einnehmen können. Typischerweise bedienen diese Unternehmen einen Markt von mindestens 500 Mio. Euro. Nischenanbieter - selbst wenn erfolgversprechend - bleiben folglich auf der Strecke.

Ebenso VC-spezifisch ist der Ablehnungsgrund aufgrund fehlender „Exitperspektiven“. Venture Capital Gesellschaften achten heute mehr denn je darauf, schon zu Beginn einer Beteiligung ein greifbares Szenario für den Ausstieg zu entwickeln. Für viele (Seed-) Unternehmen ist dies zunächst noch nicht möglich, so dass eine Venture Capital Gesellschaft nicht der geeignete Finanzierungspartner ist.

Wird eine Beteiligungsanfrage aufgrund eines fehlenden Produkt-Prototyps (60%), Referenzkundens (53 Prozent) oder eines noch zu geringen Umsatzes (48 Prozent) abgewiesen, handelt es sich hierbei um Gründe, die in der Reife des Unternehmens liegen und nicht grundsätzlich etwas über die Eignung für Venture Capital-Gesellschaften aussagen.

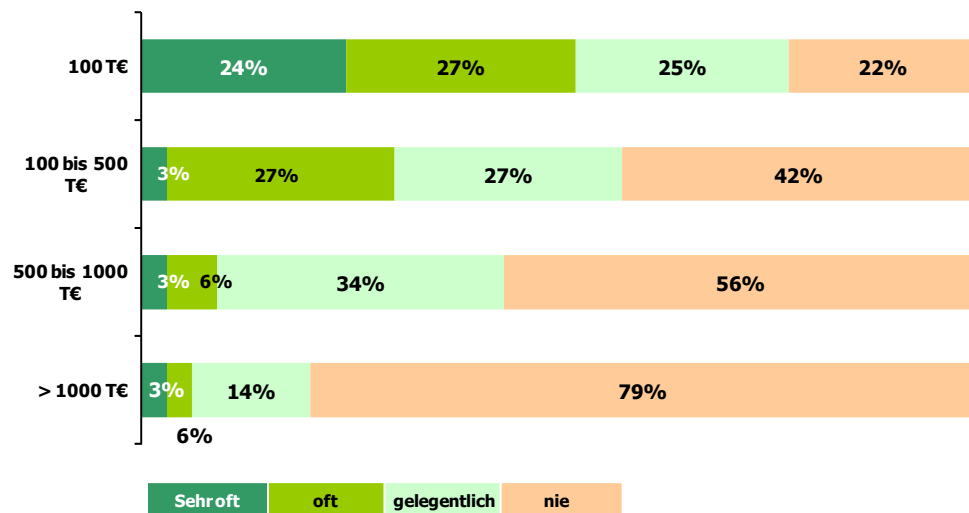
Die Tatsache, dass bis zu 60 Prozent der befragten Investoren Beteiligungsanfragen aufgrund der mangelnden Reife der Unternehmen ablehnen, lässt folgende Rückschlüsse zu: 1. Das Angebot an Seed-Finanzierungen ist, trotz der Belebung des Marktes durch öffentliche Initiativen, nicht ausreichend. Dies dürfte insbesondere für Baden Württemberg zutreffen (*vgl. Abschnitt Anbieterstruktur*). 2. Unternehmen, die bereits eine Seed-Finanzierung erhalten haben, weisen noch nicht die Reife auf, die von (privaten) VC-Gesellschaften für eine Anschlussfinanzierung erwartet werden. In diesem Fall besteht im Markt für Eigenkapital eine „Lücke“ zwischen der Seed- und Startup-Phase.

Belegt wird dieser Sachverhalt auch durch die Tatsache, dass mit zunehmender Umsatzgröße potenzieller Beteiligungsunternehmen die Ablehnung entsprechender Beteiligungsanfragen drastisch zurückgeht.

Hat ein Unternehmen noch keinen Umsatz von 100 TEUR erreicht, kann dies für 79 Prozent der Investoren ein Grund sein, nicht zu investieren. Bei einer Umsatzgröße zwischen 100 und 500 TEUR ist die mangelnde Umsatzgröße nur noch für 58 Prozent der Investoren von Relevanz, während bei noch größeren Umsätzen dieses Kriterium bei der Mehrzahl der Investoren praktisch keine Rolle mehr spielt.

Gründe für die Ablehnung von Beteiligungsanfragen* (II)

► Häufigkeit der Ablehnungsgründe aufgrund fehlender Umsätze von...



* von Unternehmen, die ansonsten den Beteiligungskriterien entsprochen hätten

Quelle: Umfrage FHP Private Equity Consultants 2007; Basis 36 Antworten; Mehrfachnennungen möglich

Venture Capital ist offenkundig nicht für jedes Unternehmen eine Finanzierungsalternative. VC-Investoren stellen hohe Anforderungen an das wirtschaftliche Potenzial des Geschäftsmodells eines Zielunternehmens. Häufig werden reifere Unternehmen mit keinem oder zumindest kalkulierbarem Technologie- und Marktrisiko bevorzugt. Insbesondere harmonisieren solche Investments besser mit den (Ziel-) Größen und Laufzeiten von VC-Fonds. Die Reife einer Fondsgeneration spielt ebenfalls eine wichtige Rolle. Fonds, die ihr Kapital zu wesentlichen Teilen investiert haben, bevorzugen für neue Investments kurzfristig veräußerbare Beteiligungen. Frühphasen-Investments sind im Gegensatz nur für neu aufgelegte Fonds sinnvoll.

2.5 Kapitalausstattung und (zukünftige) Strategie deutscher VC-Fonds

Um eine Anhaltsgröße für die Kapitalausstattung der untersuchten VC-Gesellschaften zu erhalten, wurde deren aktuelle Fondsgeneration zu Grunde gelegt. Frühere Fonds gelten als abgeschlossen, aus denen nur noch vereinzelt Folgeinvestments vorgenommen werden. Als Faustregel gilt, dass etwa 30 Prozent des Fondsvolumens als Reserve für das bestehende Portfolio zurückgestellt werden. Dieser Ansatz wurde auch bei der Bestimmung des aktuellen, für neue Investments noch frei verfügbaren Fondsvolumens getroffen.

Insgesamt verwaltet das Sample (VC-Panel) in der aktuellen Fondsgeneration rund 2,7 Mrd. Euro. „Evergreen-Fonds“, das heißt Fonds, die über kein festes Fondsvolumen verfügen, sondern sich aus Einzahlungen respektive Rückflüssen aus Beteiligungsverkäufen finanzieren, wurden nicht berücksichtigt. Konkret war dies bei drei Fonds der Fall, darunter zwei Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften. Auch floss das Fondsvolumen von drei ausländischen VC-Gesellschaften nicht mit in die Berechnung ein. Die Gesellschaften sind in Deutschland mit einem Büro vertreten und investieren in der Regel nur einen kleinen Teil ihrer Fondsmittel in deutsche Unternehmen. Umgekehrt gilt, dass die unabhängigen, deutschen Fonds bis zu 30 Prozent ihrer Mittel im Ausland investieren. Der Anteil ausländischer Investments wird also durch die Investments deutscher Gesellschaften im Ausland (über-) kompensiert.

Von den 2,7 Mrd. Euro verwalteten Fondsvolumen stehen derzeit noch 890 Mio. Euro an freien Mitteln zur Verfügung. Das entspricht in etwa dem Volumen der vom BVK ausgewiesenen Venture-Capital-Investitionen (Seed und Startup: 965 Mio. Euro) innerhalb der letzten zwei Jahre.

61 Prozent von den verbliebenen 890 Mio. Euro werden von den sechs größten Fonds des Samples verwaltet. Lediglich ein Drittel der Panelteilnehmer verfügt noch über mehr als 70 Prozent des ursprünglichen Fondsvolumens. Typischerweise handelt es sich dabei um Fonds, die in den Jahren 2007 bis 2009 geschlossen wurden und sich jetzt in ihrer Investitionsperiode befinden.

Zieht man nur die Gruppe der unabhängigen Gesellschaften heran, beläuft sich das noch frei verfügbare Kapital auf nur noch 568 Mio. Euro. Davon werden 347 Mio. Euro von Investoren verwaltet, die grundsätzlich auch – zumindest einen Teil des Kapitals – in die Seed-Phase investieren würden. Diejenigen unter ihnen, die in den letzten 12 Monaten tatsächlich auch Seed-Investments abgeschlossen haben, verfügen jedoch

nur noch über ein freies Volumen von 56 Mio. Euro. Gut 40 Prozent davon entfallen auf den größten Fonds!

Die dank öffentlicher Investoren starke Zunahme der Seed-Beteiligungen innerhalb der letzten zwei Jahre wird in den nächsten Jahren zu einem erheblichen Bedarf an Folgeinvestitionen führen. Nachdem die Investitionsrichtlinien der meisten öffentlichen Investoren, insbesondere die der KfW und des High-Tech Gründerfonds, sehr stark auf die Einbindung privater Investoren setzen (Co-Investorenmodell), ist die Existenz unabhängiger Fonds von essentieller Bedeutung.

Die befragten VC-Investoren gehen davon aus, dass ein Technologieunternehmen bis zu seiner Realisierung (Exit) durchschnittlich einen Kapitalbedarf von 5 Mio. Euro (Median) aufweist. Bei Biotech-Unternehmen werden sogar 12 Mio. Euro eingeplant. Die durchschnittliche Haltedauer bis zum Exit wird mit fünf bis sechs Jahren kalkuliert⁵. Vereinfacht lässt sich somit der Kapitalbedarf eines Unternehmens auf mindestens eine Mio. Euro pro Jahr abschätzen (tatsächlich flossen einem Unternehmen gemäß den Aufzeichnungen des VC-Panels zuletzt durchschnittlich 2,2 Mio. Euro zu).

Auf Basis dieser Zahlen lässt sich der Kapitalbedarf der A-Runden-Finanzierungen aus den Jahren 2007 bis zum ersten Halbjahr 2009 abschätzen: Insgesamt erhielten in diesem Zeitraum 327 Unternehmen erstmals Venture Capital. Geht man davon aus, dass 30 Prozent der Unternehmen ausfallen, bleiben noch Folgefinanzierungen für rund 230 Unternehmen respektive ein Kapitalbedarf von (mindestens) 230 Mio. Euro pro Jahr. Für die nächsten drei Jahre entspräche dies einem Betrag von 690 Mio. Euro bzw. 78 Prozent des derzeit noch frei verfügbaren Fondsvolumens (890 Mio. Euro). Folgefinanzierungen für Portfoliounternehmen aus den Jahrgängen vor 2007 dürften in einer ähnlichen Größenordnung liegen.

Auch wenn davon auszugehen ist, dass die Investoren des Panels dritte Investoren, beispielsweise aus dem Ausland oder dem Corporate-Bereich, für die Syndizierung von Beteiligungen mobilisieren können, dürfte sich für die nächsten Jahre eine sehr angespannte Lage für die Anschlussfinanzierung von Venture-Unternehmen ergeben. Entsprechend gering wird der Spielraum für Seed-Investments.

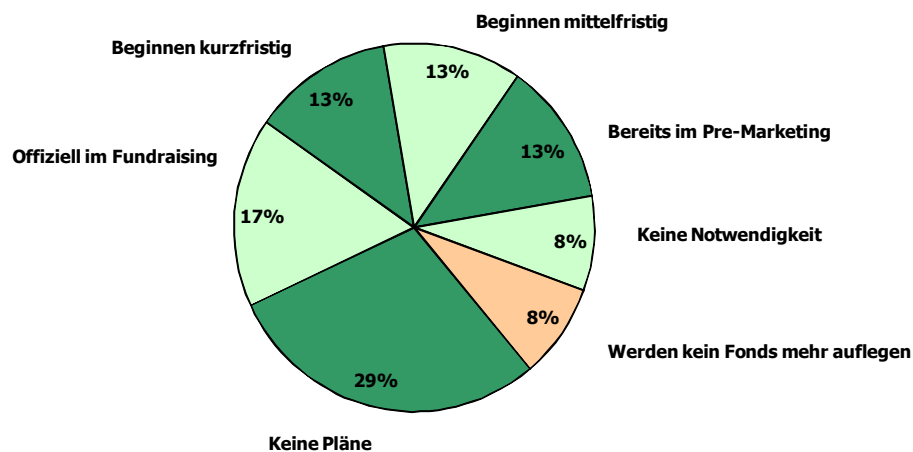
In Baden-Württemberg ist die Mehrzahl der dort ansässigen Fonds vollständig investiert. Gleichzeitig wurden kaum neue (öffentliche) Fonds aufgelegt werden, so dass

⁵ Fleischhauer, Hoyer & Partner, VC-Panel, April 2009

insbesondere in diesem Bundesland mit einer angespannten Situation für die Seed-Finanzierung zu rechnen ist.

Der Großteil der (unabhängigen) Beteiligungsgesellschaften muss sich mit der Auflage eines neuen Fonds beschäftigen. Laut den Erhebungen des VC-Panels im Oktober 2009 sind 56 Prozent der Befragten im Fundraising oder bereiten sich darauf vor, während 45 Prozent keine unmittelbaren Pläne hegen respektive Bedarf für die Auflegung eines neuen Fonds haben. Für Baden-Württemberg gilt, dass drei der fünf befragten Gesellschaften einen neuen Fonds auflegen müsste.

Fundraising-Pläne deutscher VC-Gesellschaften



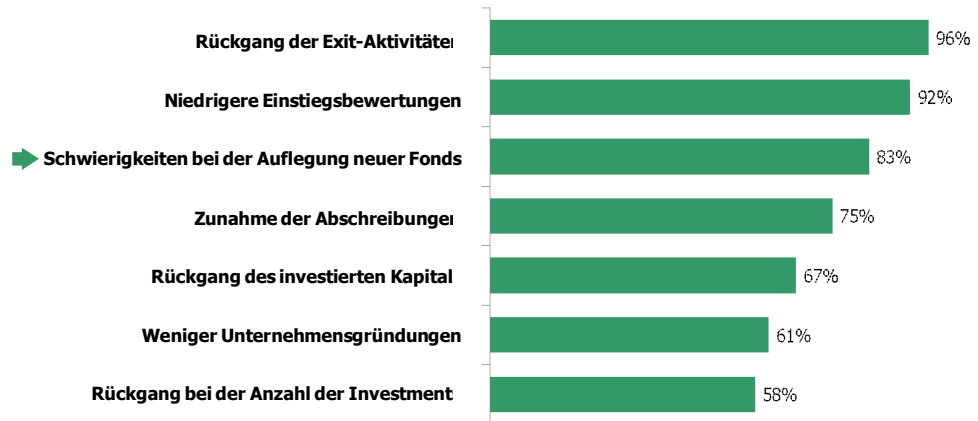
Quelle: VC Panel, FHP Private Equity Consultants Q3-2009

Für die Auflegung eines Fonds wurde in den letzten Jahren im Durchschnitt ein Zeitraum von über rund 19 Monaten benötigt. Einige Fonds haben sogar bis zu drei Jahren benötigt; andere Fonds konnten hingegen ihr Zielvolumen gar nicht erreichen. Das aktuelle Marktumfeld, geprägt durch die Finanz- und Wirtschaftskrise, deutet darauf hin, dass die Auflegung neuer Fonds sich künftig noch herausfordernder darstellt – so auch 83 Prozent der VC-Gesellschaften.

Herausforderungen VC-Markt 2009

Welchen Einfluss hat die Finanzmarkt- / Wirtschaftskrise auf den deutschen VC-Markt?

(Mehrfachnennungen möglich)



Quelle: VC Panel, FHP Private Equity Consultants Q4-2008; Mehrfachnennungen möglich

Zu den drei größten Investorengruppen in deutsche VC-Fonds gehören unserer Analyse zu Folge (institutionelle) Dachfonds, Banken und Family Offices.

Dachfonds beziehen ihr Kapital vorwiegend von institutionellen Investoren, wie Versicherungen, Pensionseinrichtungen oder Banken. Diese Investorengruppen zeigen sich derzeit sehr zurückhaltend gegenüber neuen Anlagen. Insbesondere trifft dies auf illiquide Anlagen, wie Venture Capital, zu. Andererseits bieten sich für Anleger im Sekundärmarkt sehr vielen Investitionsmöglichkeiten. Dachfonds vermarkten diese Gelegenheiten und legen entsprechende Secondary-Fonds auf. Das eigentliche Primärgeschäft tritt folglich zunehmend in den Hintergrund.

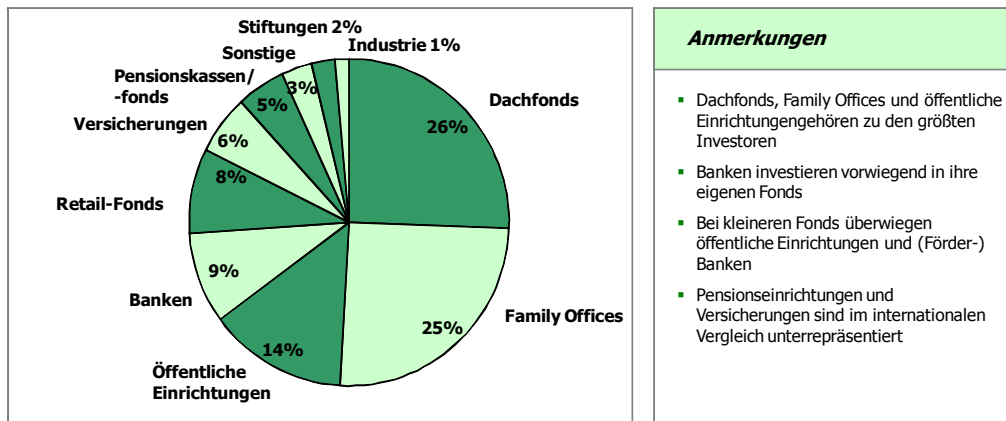
Die Investorengruppe Banken setzt sich zum größten Teil aus Landesbanken zusammen. Im Zuge der Neuordnung dieses Sektors ist es offen, inwieweit Banken künftig überhaupt als Private-Equity-Investoren auftreten werden. Zumindest solange die Konsolidierung andauert, ist von nennenswerten Engagements nicht auszugehen.

In Private Equity investierte Family Offices (Vermögensverwaltungen sehr wohlhabender Unternehmerfamilien) weisen traditionell eine hohe Allokation im Bereich Venture Capital auf. Die Zeichnung neuer Fonds wurde bisher oftmals aus den Kapitalrückflüssen bestehender Fondsbeteiligungen bestritten. Nachdem diese aufgrund der anhaltend schwierigen Exitsituation nun ausbleiben, werden auch weniger neue Fonds gezeichnet. Hinzukommt, dass durch den Verfall anderer Vermögenswerte (z.B. Aktien) die Private-Equity-Allokation relativ gestiegen ist (Denominator Effekt). Einige Family

Offices haben zudem einen erhöhten Liquiditätsbedarf für ihre eigenen Unternehmungen respektive Industriebeteiligungen. Es ist daher zu beobachten (Fleischhauer, Hoyer & Partner, Global Secondary Manager Search, August 2009), dass einerseits durch den Verkauf von Fondsbeteiligungen Überallokation abgebaut und andererseits Liquidität für das Kerngeschäft geschaffen wird.

Investoren in deutsche VC-Fonds

► **Wie verteilen sich auf Basis des zugesagten Kapitals Ihre Investoren hinsichtlich der Institution?**



Quelle: VC Panel, FHP Private Equity Consultants Q3-2009

Vor diesem Hintergrund muss davon ausgegangen werden, dass sich der Fundraisingprozess künftig nochmals verlängern wird. Im schlimmsten Fall könnte es aber erst gar nicht zu der Auflegung neuer Fonds kommen. Die unabhängigen VC-Gesellschaften würden somit vor gravierenden Refinanzierungsproblemen stehen.

Entsprechend vorsichtig fällt die künftige Anlagestrategie der befragten VC-Gesellschaften aus. Besonders zu Lasten der Frühphaseninvestments (A-Runden) ist mit einem deutlichen Rückgang der Investitionen zu rechnen: So planen 45 Prozent der Investoren weniger oder gar keine A-Runden als in 2008. Im Vorjahr betrug dieser Wert noch 18 Prozent. Weitere 23 Prozent planen genauso viele A-Runden wie im Vorjahr. Eine weitergehende Analyse dieser Antwort zeigt jedoch, dass es sich bei diesen Gesellschaften zum großen Teil um Investoren handelt, die auch schon bisher kaum oder keine A-Runden-Investments getätigt haben. Lediglich 32 Prozent planen für das laufende Jahr mehr A-Runden. Hierzu zählen insbesondere die zuletzt neu aufgelegten Fonds; aber auch öffentliche Investoren.

Fazit: Venture Capital ist nicht für jedes Unternehmen eine Finanzierungsalternative. VC-Investoren stellen hohe Anforderungen an das wirtschaftliche Potenzial des Ge-

schäftsmodells eines Zielunternehmens. In der Regel handelt es sich dabei um High-Tech-Unternehmen.

Die VC-Finanzierung entsprechender Unternehmen in der Seed- und Startup-Phase (Frühphase) hat dank öffentlicher Fonds in den letzten drei Jahren wieder deutlich zugenommen. Die hohe Akzeptanz staatlicher Initiativen wie der High-Tech Gründerfonds, unterstützt durch viele regionale Aktivitäten zeigt, dass ein großer Bedarf an Eigenkapital für Unternehmensgründer besteht.

Das Land Baden-Württemberg hat zwar ebenfalls von diesem Aufschwung profitiert, jedoch unterproportional. Dies gilt insbesondere für die Seed-Phase. Der Anteil der Zusagen des High-Tech Gründerfonds beträgt lediglich rund sechs Prozent in Baden-Württemberg. Ein Grund dürfte im dem Fehlen lokaler Fonds liegen, die als Co-Investoren zusammen mit dem High-Tech Gründerfonds investieren. Investitionen erfolgen in Baden-Württemberg vor allem durch öffentliche Investoren (MBG) in reifere Unternehmen. Private VC-Gesellschaften, die in den letzten Jahren maßgeblich zu den Investitionen beigetragen haben, sind zum Großteil aus dem Markt ausgeschieden oder stehen vor der Herausforderung neue Fonds aufzulegen.

Diese Situation ist repräsentativ für Deutschland. Private Venture-Capital-Gesellschaften haben sich bis auf einzelne Ausnahmen weitgehend aus der Seed-Finanzierung verabschiedet. Zwar schließt ein Großteil Seed-Finanzierungen nicht grundsätzlich aus, doch zeigt unsere Analyse, dass in der Regel Unternehmen mit einem Umsatz von mindestens 100 Tausend Euro bevorzugt werden.

Als wesentlicher Ablehnungsgrund wird seitens der Investoren das hohe Risiko von Seed-Investments herangeführt. Private VC-Fonds – respektive deren Investoren – sind immer weniger bereit, Technologie- oder Marktrisiken zu akzeptieren und somit auch den möglichen kompletten Ausfall einzelner Portfoliounternehmen. Ein weiterer Ablehnungsgrund liegt in der langen Haltedauer von Frühphaseninvestments. Diese harmoniert in der Praxis nicht mit der Regellaufzeit klassischer VC-Fonds. Verschärft wird die Situation dadurch, dass sich viele der unabhängigen (privaten) VC-Fonds am Ende ihrer Investitionsperiode befinden. Um sicher zu gehen, dass am Ende der Fondslaufzeit sämtliche Beteiligungen verkauft worden sind, können in dieser Phase wenn überhaupt nur „reifere“ Beteiligungen abgeschlossen werden, bei denen ein Verkauf auf absehbare Zeit möglich ist.

Neuengagements und insbesondere Seed-Investments können vor allem durch neu aufgelegte Fonds erfolgen, die am Beginn ihrer Investitionsperiode stehen. Hier zeigt sich jedoch ein strukturelles Problem im deutschen Markt. In Deutschland verfügen nur gut 30 Prozent aller unabhängigen VC-Gesellschaften über ein verbleibendes Fondsvolumen von mehr als 70 Prozent des Ausgangsvolumens. In Baden-Württemberg wurde in den letzten zwei Jahren lediglich ein neuer Fonds durch eine unabhängige VC-Gesellschaft (SHS) aufgelegt.

Angesichts eines enormen Folgefinanzierungsbedarfs für die in den letzten Jahren neu finanzierten Unternehmen (A-Runden), muss davon ausgegangen werden, dass der Mangel an (privatem) Seed-Kapital sich auch auf die Startup-Finanzierung ausweitet. Diese Entwicklung würde aufgrund der geringen Anzahl unabhängiger Fonds in Baden-Württemberg, insbesondere für die dort ansässigen Unternehmen zu treffen.

Der sich abzeichnende Kapitalmangel kann nur durch die Auflegung neuer Fonds aufgelöst werden. Kurzfristig ist hier jedoch mit keiner Entspannung zu rechnen. Die durchschnittliche Dauer für die Auflegung der unabhängigen Fonds (Fundraising) liegt aktuell bei rund 19 Monaten. In dem jetzigen Umfeld dürfte der Prozess noch länger dauern. Aufgrund der Finanzmarktkrise halten sich viele der Investoren (Banken), die bisher in Venture Capital Fonds investiert haben, zurück oder haben sich ganz zurückgezogen.

Um Deutschland zu einem intakten VC-Standort werden zu lassen, gilt es, neue Investorengruppen zu aktivieren. So sind beispielsweise Pensionskassen und Versicherungen im internationalen Vergleich noch immer unterrepräsentiert. Verschiedene Vorschläge hierzu wurden in der Studie "Das Anlageverhalten institutioneller Investoren aus Deutschland in Venture Capital" (BMWi-Studie, Fleischhauer, Hoyer & Partner, 2008) entwickelt.

Letztlich handelt sich hierbei jedoch um langfristige Veränderungen. Um nicht Gefahr zu laufen, dass die erfolgreich aufgebauten Gründungsstrukturen sich wieder zurückbilden, sollte gerade in der Seed-Finanzierung weiter auf öffentliche Finanzierungsangebote gesetzt werden.

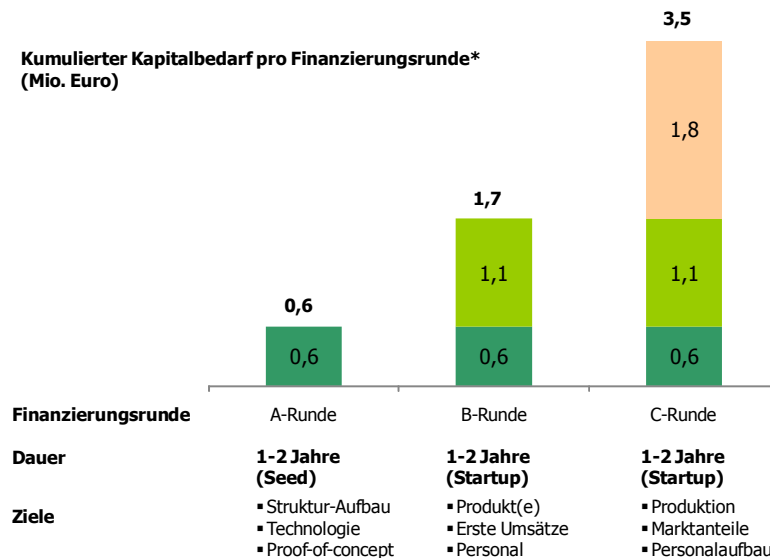
3. Empfehlungen für die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen junger High-Tech-Unternehmen aus Baden-Württemberg

Aus der Analyse der Verfügbarkeit von VC-Capital in Deutschland und Baden-Württemberg im Speziellen lassen sich zielgerichtete Rückschlüsse für Maßnahmen ableiten. Konkret sollen die Anforderungen an die Gestaltung einer „VC-Initiative Baden-Württemberg“ diskutiert werden.

3.1 Investitionsstrategie

Der Mangel an Eigenkapital für junge Hightech-Unternehmen beschränkt sich künftig nicht nur auf die Seed-Phase sondern auch auf die Startup-Phase. Während für die Seed-Phase in den letzten Jahren eine Reihe von Finanzierungsangeboten geschaffen wurde, ist derzeit eine „Finanzierungslücke“ zwischen zumeist öffentlich getragener Seed-Finanzierung und institutionellem Venture Capital zu beobachten. Es besteht somit die Gefahr, dass Seed-Unternehmen für ihren nächsten Wachstumsschritt keine Anschlussfinanzierung finden. Maßnahmen für die Stärkung der Seed-Finanzierung sollten also gleichermaßen die Möglichkeit einer Anschlussfinanzierung vorsehen.

Kapitalbedarf von Hightech-Unternehmen



Quelle: VC-Panel, FHP Private Equity Consultants, Median-Werte 2008*

Die durchschnittliche Höhe einer Seed-Finanzierung durch Venture Capital (hier gleichgesetzt mit einer A-Runden-Finanzierung) lag im Jahr 2008 auf Basis der Zahlen des Venture Capital-Panels im Durchschnitt (Median) bei 600 Tausend Euro. Die sich daran anschließende B- und C-Rundenfinanzierungen (Startup) betragen im Durchschnitt 1,1 bzw. 1,8 Mio. Euro. Einem Unternehmen fließen somit während der gesam-

ten Frühphase rund 3,5 Mio. Euro zu. Beachtet werden muss hierbei, dass diese Größen je nach Branchenzugehörigkeit des Unternehmens große Schwankungsbreiten aufweisen. Unternehmen aus den Bereichen der Informationstechnologien (Software, Internet, etc.) weisen in der Regel einen deutlich kleineren Kapitalbedarf als Biotech-, Medizintechnik- und Cleantech-Unternehmen auf.

-Exkurs Branchenfonds-

In den letzten Jahren haben sich verstärkt branchenspezifische Fonds durchgesetzt. So wurden beispielsweise Fonds aufgelegt, die ausschließlich auf Life Sciences (Biotech, Medizintechnik), Informationstechnologien (Software, Telekommunikation) oder Cleantech (Erneuerbare Energien, Umwelttechnik) spezialisiert sind. Hintergrund ist, dass das Fondsmanagement dieser Fonds über spezielle Expertise und Netzwerke in den jeweiligen Industrien verfügt. Die Einschätzung der Erfolgsaussichten potenzieller Beteiligungsunternehmen soll somit zuverlässiger beurteilt werden. Auch sollte es dem Fondsmanagement eher möglich sein, durch eine kompetente operative und strategische Unterstützung der Unternehmen, deren Entwicklung positiv zu beeinflussen. Vereinzelt deuten Beispiele darauf hin, dass dieser Ansatz erfolgversprechend ist. Eine bereite empirische Beweisführung fehlt jedoch noch.

Im Bereich der öffentlichen Fonds mit Förderauftrag wurden in den letzten Monaten zudem Fonds für die „Kreativwirtschaft“ gegründet. So wurden in Berlin und Nordrhein-Westfalen Fonds mit einem Volumen von jeweils 30 Mio. Euro aufgelegt. Zielgruppe sind Unternehmen aus den Bereichen Film, Fernsehen und Musik sowie Mode-, Werbe- oder Spiele-Designer, Verlage, Künstler und Architekten. Tatsächlich haben diese Branchen eine signifikante volkswirtschaftliche Bedeutung (Kultur und Kreativwirtschaft, 2009, M. Söndermann). So sind beispielsweise in Berlin mehr Menschen in der „Kreativwirtschaft“ beschäftigt als in der verarbeitenden Industrie. Gleichzeitig bestehen erhebliche Engpässe bei dem Zugang zu Kapital. Viele der Unternehmen sind Kleinst- oder Einzelunternehmungen, deren Produktentwicklung erheblichen Markt- bzw. Akzeptanzrisiken ausgesetzt ist. Klassische Bankenfinanzierungen sind somit kaum darstellbar. Die deutsche Filmbranche steht nach dem steuerlichen Aus von Medienfonds aufgrund ihres großen Kapitalbedarfes ebenfalls vor gravierenden Finanzierungsproblemen. Venture Capital Finanzierungen kommen hingegen nicht für Unternehmungen in Frage, denen das Skalierungs-/Umsatzpotenzial fehlt. Häufig gilt dies für Künstler, Architekten oder Designer. Im Gegensatz hierzu finden Teilbereiche wie die digitale Spieleindustrie oder Internet basierte Geschäftsmodelle aus den Bereichen Mode und Musik sehr wohl Interesse bei VC-Investoren. So gehörte das Segment „Medien/Entertainment“ im Jahr 2009 zu den zehn beliebtes-

ten Sektoren deutscher VC-Gesellschaften (VC-Panel, 2009; Fleischhauer, Hoyer & Partner).

Die bisher in Leben gerufenen Fonds der „Kreativwirtschaft“ weisen hinsichtlich des Investitionsprozesses und der Auswahlkriterien von Unternehmen, prinzipiell den gleichen Ansatz auf wie klassische VC-Gesellschaften. Auch werden in der Regel nur Co-Investments durchgeführt. Es ist somit fraglich, ob derartige Fonds tatsächlich einen Impuls bei der Finanzierung derjenigen Unternehmenstypen setzen können, die nicht ohnehin schon von klassischen VC-Investoren adressiert werden. Unserer Einschätzung zu Folge, können die Finanzierungsprobleme der heterogen geprägten „Kreativwirtschaft“ in der Breite nicht mit den derzeitigen Finanzierungsmodellen gelöst werden. Gefragt sind vielmehr neue, individuelle Konzepte, die auf einer allgemeinen Versorgung von kleinen und mittleren Unternehmen mit Eigenkapital aussetzen sollten. Wir sehen daher die Auflegung sektorspezifischer Fonds, auch in den genannten Bundesländern, vor allem als eine Arrondierung der bestehenden Förderlandschaft.

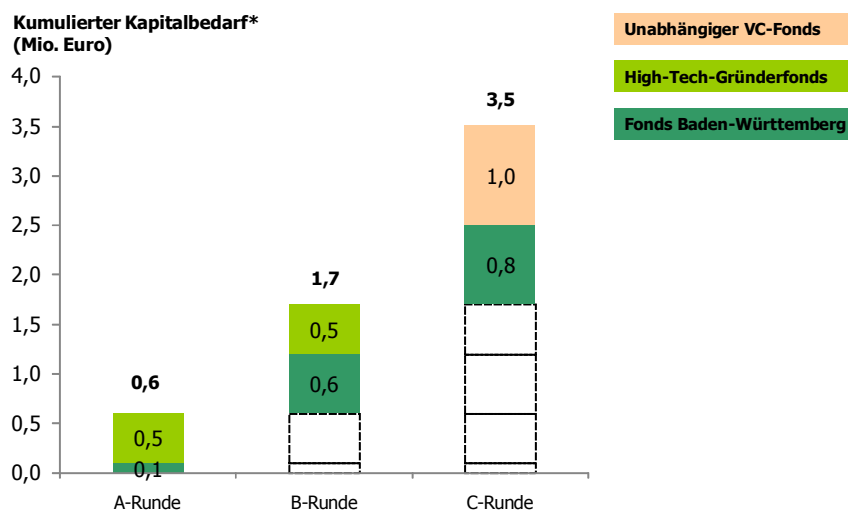
Für die Seed-Finanzierung bietet sich eine Kooperation mit dem High-Tech Gründerfonds an. Wie schon in dem Kapitel 2 beschrieben, ist dieser in Baden-Württemberg nur unterdurchschnittlich repräsentiert. Das Konzept des High-Tech-Gründerfonds sieht vor, dass lokale Investoren eingebunden werden. Der High-Tech-Gründerfonds investiert bis zu 500.000 EUR in einer Kombination aus offener Beteiligung und Darlehen. Mindestens 10 Prozent davon sollen von den Unternehmensgründern aufgebracht werden; weitere 10 Prozent bis maximal 20 Prozent können durch dritte Investoren (lokale Seed-Fonds, Business Angels) investiert werden. Die Investitionstätigkeit des High-Tech-Gründerfonds ist somit stark an die Verfügbarkeit von Eigenmitteln der Gründer bzw. lokale Finanzierungsquellen geknüpft. Insgesamt lässt sich somit ein Volumen von bis 800 Tausend Euro pro Unternehmen mobilisieren.

Für die Anschlussfinanzierung erfolgreicher Unternehmen sieht das Konzept vor, dass sukzessive dritte Investoren, in der Regel Venture Capital Gesellschaften, eingebunden werden. Der High-Tech-Gründerfonds kann sich jedoch ebenfalls noch mit bis zu 500 Tausend Euro beteiligen.

Die Fondsinitiative Baden-Württemberg sollte nach Möglichkeit ebenfalls auf das Konzept des High-Tech Gründerfonds aufsetzen. Konkret bietet sich an, bereits das Side-Investment in Höhe von bis zu 200 Tausend Euro zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung darzustellen. Im Zuge einer Folgefinanzierung (Startup- bzw. B-Rundenfinanzierung) würden dann, sofern der High-Tech Gründerfonds ebenfalls seine Option auf eine

Anschlussfinanzierung wahrnimmt, weitere 600 Tausend Euro benötigt, um den in dieser Phase durchschnittlichen Kapitalbedarf von 1,1 Millionen Euro zu decken. Spätestens in der C-Runden-Finanzierung (fortgeschrittene Startup-Phase) ist anzustreben, dritte, unabhängige Investoren mit einzubeziehen. Der High-Tech Gründerfonds hätte dann formal keine Möglichkeiten mehr zu investieren. Die Fondsinitiative Baden-Württemberg sollte sich diese Möglichkeit jedoch einräumen. Auf Basis dieses Co-Investoren-Modells (ohne Berücksichtigung eines Eigenanteils der Gründer) würde also für die Finanzierung der Frühphase eines Unternehmens ein Kapitalbedarf von 1,5 Mio. Euro bestehen.

Finanzierungsmodell Baden-Württemberg



Quelle: FHP Private Equity Consultants

Nachdem die Verfügbarkeit von Kapital unabhängiger VC-Fonds in den nächsten Jahren weiter zurückgehen dürfte, sollte es auch für die Fondsinitiative Baden-Württemberg möglich sein, Folgeinvestments allein darzustellen (als sogenannter Lead-Investor).

Ferner sollten auch Erstinvestments ohne Kooperation mit dem High-Tech Gründerfonds oder anderen VC-Gesellschaften möglich sein. Eine Vielzahl von Unternehmen wird in den nächsten Jahren eine Anschlussfinanzierung benötigen. Das derzeit (und in naher Zukunft) noch zur Verfügung stehende Beteiligungskapital wird hierzu nicht ausreichend sein. Für neue Fonds werden sich daher attraktive Anlagemöglichkeiten ergeben.

Die Möglichkeit als Lead-Investor eigenständig Beteiligungen abzuschließen, ist auch für Unternehmen erforderlich, die kein klassisches Venture Capital Profil aufweisen (*vgl. Kapitel 2*) und daher oftmals auch keine Berücksichtigung des High-Tech Gründerfonds, und insbesondere von Venture Capital Gesellschaften, erfahren. Gerade die in Baden-Württemberg stark vertretenen Industrien Maschinenbau und Automobil gehören nicht zu den klassischen VC-Sektoren.

Für den Fall, dass ein Unternehmen vollständig durch die Fondsinitiative Baden-Württemberg finanziert werden würde, ergäbe sich in der Modellrechnung ein Kapitalbedarf von bis zu 3,5 Mio. Euro. In der Praxis dürfte dieses Volumen jedoch nicht ausgeschöpft werden, da es sich bei den betreffenden Unternehmenstypen häufig um Unternehmen (z.B. aus dem Bereich Dienstleistung) handelt, die einen weitaus kleineren Kapitalbedarf aufweisen als die in dem Modell zu Grunde gelegten Venture-Unternehmen.

Als realistische Zielgröße für einen Venture-Fonds Baden-Württemberg würden wir 10 bis 20 Portfolio-Unternehmen ansehen. Diese Größenordnung entspricht der Zielgröße vergleichbarer unabhängiger Fonds und bietet ein hinreichendes Maß an Diversifizierung. Bei einer Zielgröße von 10 bis 15 Co-Investments mit dem High-Tech Gründerfonds könnte dies zu einer signifikanten Marktbelegung führen. Der Marktanteil von aktuell 6,4 Prozent (13 Unternehmen) würde damit deutlich ausgeweitet und etwa dem Niveau von Berlin und Nordrhein-Westfalen entsprechen. Auf Basis der oben vorgenommenen Modellannahmen entspräche dies einem Investitionsvolumen von 15 bis 25 Mio. Euro.

Für den Fall, dass auch Beteiligungen ohne Co-Investoren dargestellt werden sollen, ist ein durchschnittlicher Kapitalbedarf von 2 Mio. Euro pro Unternehmen realistisch (statt 3,5 Mio. Euro für Venture-Unternehmen). Fünf bis zehn derartige Beteiligungen würden einen Kapitalbedarf von weiteren von 10 bis 20 Mio. Euro hervorrufen.

Als Fondsgröße resultiert somit ein Volumen von 25 bis 45 Mio. Euro. Die Untergrenze von 25 Mio. Euro ist dabei als Mindestgröße zu sehen. Ein kleineres Fondsvolumen würde weder zu einer signifikanten Marktbelegung noch zu einer ausreichenden Diversifikation führen.

3.2 Organisatorische Ausgestaltung

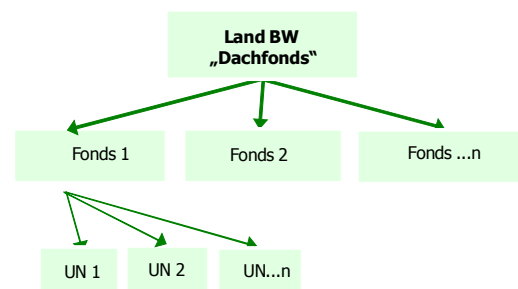
Für die organisatorische Umsetzung bieten sich grundsätzlich zwei Varianten an:

1. Das zu investierende Kapital wird auf mehrere regionale Beteiligungsgesellschaften respektive Fonds verteilt (dezentrale Lösung) oder
2. Das Kapital wird aus einem Fonds landesweit investiert (zentrale Lösung).

Bei der **dezentralen Lösung** würde jeweils in einen Fonds in einer Region mit hohem Gründungspotenzial investiert werden. Das Management des Fonds könnte durch eine Gesellschaft vor Ort übernommen werden. Viele Gesellschaften stehen derzeit vor der Herausforderung, einen neuen Fonds aufzulegen, dürften aber im aktuellen Marktumfeld erhebliche Probleme haben. Die Praxiserfahrung mit dieser dezentralen (Dach-) Fondslösung in Nordrhein-Westfalen hat zudem gezeigt, dass in den einzelnen Regionen noch weitere Investoren hinzugewonnen werden können.

Beispielsweise können dies Sparkassen, Großkonzerne oder Privatpersonen (Family Offices) sein. In Nordrhein-Westfalen konnte immerhin bis zu der Hälfte des Zielvolumens von durchschnittlich 10 Mio. Euro durch dritte Investoren eingebracht werden. Ziel dieser Fonds sind jedoch ausschließlich Seed-Investments. Folgefinanzierungen und Beteiligungen an reiferen Unternehmen dürften aufgrund der kleinen Fondsvolumina die Ausnahme bleiben.

Dezentrale Fondslösung (Dachfondsmodell)



- Land Baden-Württemberg (und ggfs. weitere Investoren) als zentraler Investor in regionale Fonds (z.B. Freiburg, Karlsruhe, Tübingen, Stuttgart)
- Auf Fondsebene Einbindung weiterer, lokaler Investoren (z.B. Sparkassen, Industrie, Family Offices)
- Fondsmanagement wird an lokale Gesellschaften delegiert

Vorteile

- ✓ „Hebeleffekt“ durch die Einbindung lokaler Investoren („NRW-Modell“)
- ✓ Nutzung vorhandener Ressourcen vor-Ort
- ✓ Hohe Eigenverantwortung des Fondsmanagement
- ✓ Instrument für aktive Strukturpolitik (Clusterbildung)

Nachteile

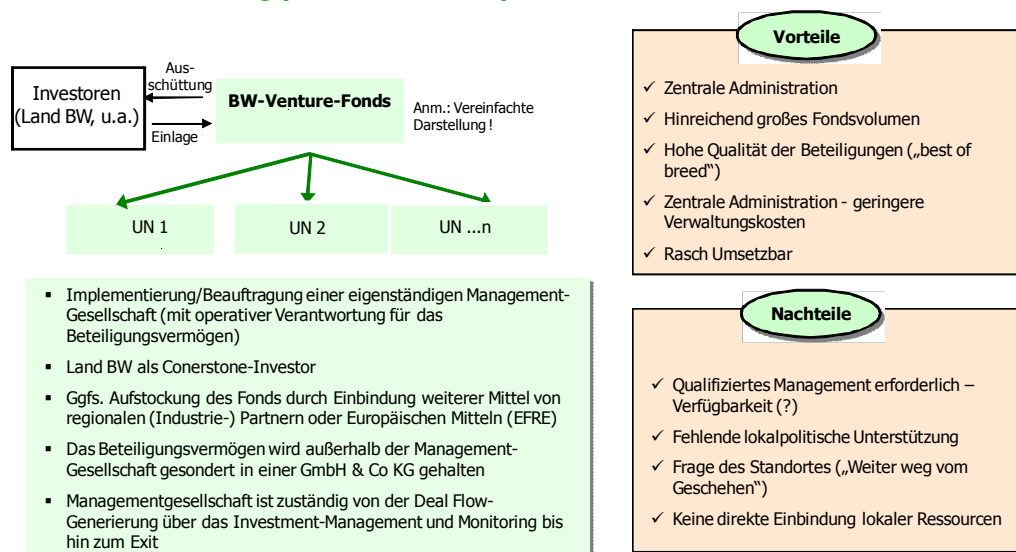
- ✓ Kleine Fondsgrößen durch Aufteilung des vorhandenen Kapitals – ggfs. unterkritisch
- ✓ Eignung vorwiegend für Seed-Investments
- ✓ Regional beschränkter Dealflow: „Best of town“ anstatt „best of breed“
- ✓ Erhöhter administrativer Aufwand
- ✓ Lange Zeitdauer für die Realisierung

Die **zentrale Lösung** wäre eine Reduzierung des Dachfondsmodells auf nur einen Fonds. Auch in diesem Fall sollte der Fonds von einer erfahrenen Managementgesellschaft geführt werden. Nachdem die Investitionsstrategie auch den eigenständigen

Abschluss von Beteiligungen vorsieht, kommt der Qualifikation der Managements größte Bedeutung zu. Die Konzentration des zu Verfügung stehenden Kapitals sollte auch die oben beschriebene Mindestgröße des Fonds ermöglichen. Die Einbindung dritter (privater) Investoren ist ebenso möglich, jedoch zeigen vergleichbare Fonds, dass dies eher die Ausnahme ist. Die Einbindung von Mitteln aus dem Europäischen Fonds für regionale Entwicklung (EFRE) war hingegen in den letzten Jahren einer ganzen Reihe von VC-Fonds möglich. Unter anderem in den Ländern Bayern, Berlin, Brandenburg, Hessen, Sachsen und Schleswig Holstein.

Alternativ zu einer „Einzelfonds-Lösung“ wäre auch jeweils ein separater Fonds für die Seed-Phase (A-Runde) und die Startup-Phase (B- und C-Runde) denkbar. Man würde damit den bestehenden Strukturen (Seed-Fonds Baden-Württemberg) Rechnung tragen. Gleichwohl sollte auch in dieser Variante die Möglichkeit bestehen, A-Runden Finanzierungen ohne den High-Tech-Gründerfonds durchzuführen.

Zentrale Fondslösung (Einzelfonds Modell)



Quelle: FHP Private Equity Consultants

Fazit: Wir gehen davon aus, dass der private Markt sich weiter zurückziehen wird und öffentliche Fonds künftig in der Lage sein müssen, eigenständig zu investieren. In dem gegenwertigen Umfeld halten wir eine **zentrale Fondslösung** für am besten geeignet. Auf Basis eines hinreichend großen Fondsvolumens und mit der Möglichkeit eigenständig Beteiligungen abzuschließen, könnte sich ein wirkungsvoller Impuls für die Frühphasenfinanzierung in Baden-Württemberg ergeben. Die Kooperation mit dem High Tech-Gründerfonds würde zu einem Hebeleffekt führen und zusätzliches Kapital für Unternehmen mobilisieren. Gleichzeitig wären Folgefinanzierungen und Investitio-

nen in Unternehmen möglich, die nicht den typischen (Branchen-) Kriterien privater VC-Gesellschaften entsprechen, aber in Baden-Württemberg stark vertreten sind.

Neben der Bereitstellung von Kapital erachten wir auch die operative Unterstützung für wichtig. Oftmals erfüllen Unternehmensgründer nicht die Anforderungen und Erwartungen von professionellen Investoren (*vgl. Kapitel 2.4*). Die Einrichtung von Coaching-Netzwerken kann hier Abhilfe schaffen und dazu beitragen das Gründer und Kapital effizienter zueinander finden. Gleiches gilt für die Betreuung bestehender Unternehmen. Für viele der Unternehmer, die zuvor keine Praxiserfahrung gesammelt haben, stellt der Aufbau eines Unternehmens eine große Herausforderung dar. Netzwerke, die den Austausch mit etablierten Unternehmern und Managern organisieren, tragen zu mehr Nachhaltigkeit bei der Gründungsfinanzierung bei.