

Alternative Finanzierungsformen bei Start-up's und jungen Wachstumsfirmen

Dr. Torsten Petersen
geschäftsführender Gesellschafter der SÄNTIS
Investment AG
www.saentis-investment.ch

Gliederung

1. Die Finanzierung junger Unternehmen in wirtschaftlich schweren Zeiten muss gesichert werden
2. Der Königsweg für junge Unternehmen: Alternative Finanzierungen
3. Venture Capital, ein Finanzierungsweg für junge Unternehmen u.a.
 - In welcher Unternehmensphase welche Finanzierungen?
 - Venture Capital vs. Fremdkapital und
 - Voraussetzungen und die entscheidenden grundsätzlichen Fragen zur Erlangung dieser Finanzierungsform.
4. Trotz alternativer Finanzierungen: Überlebenswichtig, professionelles Liquiditätsmanagement
5. Interessante Links

1. Die Finanzierung junger Unternehmen in wirtschaftlich schweren Zeiten muss gesichert werden

Zur Realisierung einer dynamischen Unternehmensplanung bedarf es einer geeigneten Finanzierung. Im Spannungsfeld des Wachstumsdreiecks von Organisation, Strategie und Finanzierung ist dieser Faktor derjenige, der Visionen von der Wirklichkeit unterscheidet. „Ohne Moos nichts los“, - bei jungen Wachstumsfirmen das Hauptproblem.

Die dramatischen Verluste bei Banken und institutionellen Investoren im Kreditgeschäft mit Unternehmern und im Beteiligungsgeschäft in den letzten Jahren haben zu modifizierten Strukturen und Kriterien in der Bonitätsprüfung und bei der Unternehmensbewertung geführt, - bekannt und in der aktuellen Diskussion sind die bei den Banken jetzt eingeführten diversen Ratingsysteme geworden.

Aber auch die sog. VCs und Beteiligungsgesellschaften in Europa und US sind in ihrem Investitionsverhalten bei jungen Unternehmen deutlich zurückhaltender und restriktiver geworden (begründet wird das intern mit dem generellen Rückgang der Ausgaben für Technologie, schrumpfenden Märkten, Exits nur mit niedrigen Bewertungen etc.).

Graphik 1: Entwicklung der Erstrundenfinanzierungen in USA



Graphik 2: Investitionen deutscher VC-Gesellschaften im 3. Quartal 2002

VG-Gesellschaft	Anzahl / Erstinvestment	Beteiligungs- volumen in Mio. €	VC-Gesellschaft	Anzahl / Erstinvestment	Beteiligungs- volumen in Mio. €
T-VENTURE	9 (0)	4.5	BV CAPITAL /	3 (1)	6.2
BERLIN CAPITAL FUND	6 (1)	2.39	S-UBG	2 (2)	1
TVM	5 (2)	15.15	GERMANINCUBATOR / G1 VENTURES	2 (1)	0.7
DVC DEUTSCHE CENTURE CAPITAL	5 (1)	7.05	TECHNOMEDIA	2 (1)	0.6
IBB	5 (1)	1.49	IMH INDUSTRIE MANAGEMENT HOLDING	2 (0)	1.65
B-BUSINESS PARTNERS	5 (0)	14.4	INNOTECH	2 (0)	4.19
ATILA VENTURES	4 (2)	12.1	BAYTECH VENTURE CAPITAL	1 (1)	3
WELLINGTON PARTNERS	4 (2)	3.68	E.ON VENTURE PARTNERS	1 (1)	2
TARGET PARTNERS	4 (1)	5	SÜD VC	1 (1)	1.5
BMP	4 (0)	0.3	CAPITAL STAGE	1 (0)	0.25
ENJOYVENTURE	4 (0)	0.65	ALLIANZ VENTURE PARTNERS	0 (0)	0
HOLTZBRINCK NETWORKS	4 (0)	0.54	IVC VENTURE CAPITAL	0 (0)	0
TFG VENTURE CAPITAL GRUPPE	4 (0)	1.82	WGZ VENTURE CAPITAL	0 (0)	0

Angesagt sind jetzt bei den institutionellen Investoren und Beteiligungsgesellschaften Buyouts und Nachfolgeregelungen, das erscheint risikoärmer, hier müssen die Fehler erst noch gemacht werden.

Probleme bei der Erlangung einer passenden Finanzierung bekommen so besonders junge Firmen ohne bestätigten proof of concept und tätig in bestimmten Branchen wie Bau-, Gastrobereich, Finanzdienstleistungen, Medien, Life Style, Software/IT-Services, Telekommunikation oder Internet, für die es ein mehr oder minder klares no go bei Banken und Investoren gibt.

Besonders herb sind in den US die Einbrüche in den früheren „Darling“-Bereichen Biotechnologie - 51.9%, Medien – 35.9% und Telekommunikation – 32% im dritten Quartal 2003 gegenüber dem Vorjahr (3. Quartal 2002), was sich zeitverzögert auch in Europa fortsetzen wird.

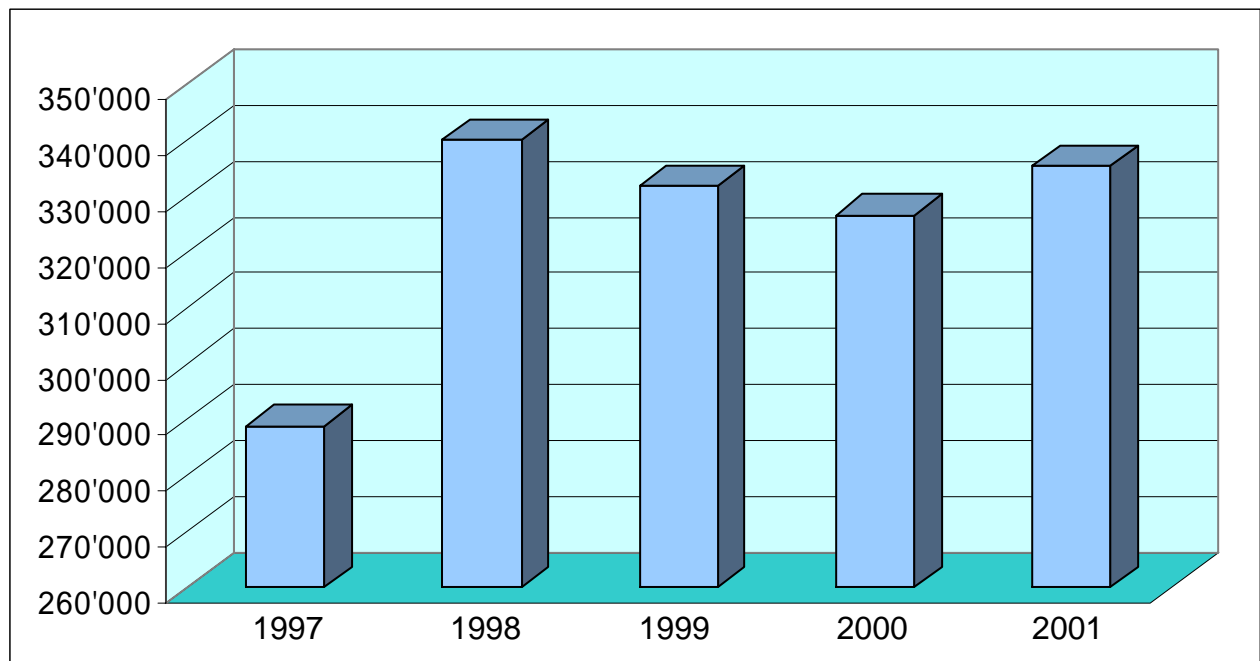
Allerdings ist es falsch von einer drastischen Reduzierung der Kreditvergabe z. B. bei Schweizer Banken zu sprechen, diese steuern nur um zu mehr Hypothekenkrediten, Krediten an grössere Firmen, Auslands- und Konsortialkredite.

Grundsätzlich möchte ich klarstellen, dass ohne kooperierende Banken und deren spezialisierte Töchter alternative Finanzierungen so gut wie gar nicht umzusetzen sind.

Bei den notwendigen Bankengesprächen muss berücksichtigt werden, dass Banker nicht unternehmerisch denken, - diese halten sich an ihre Richtlinien -, dass muss schon der Unternehmer selber tun.

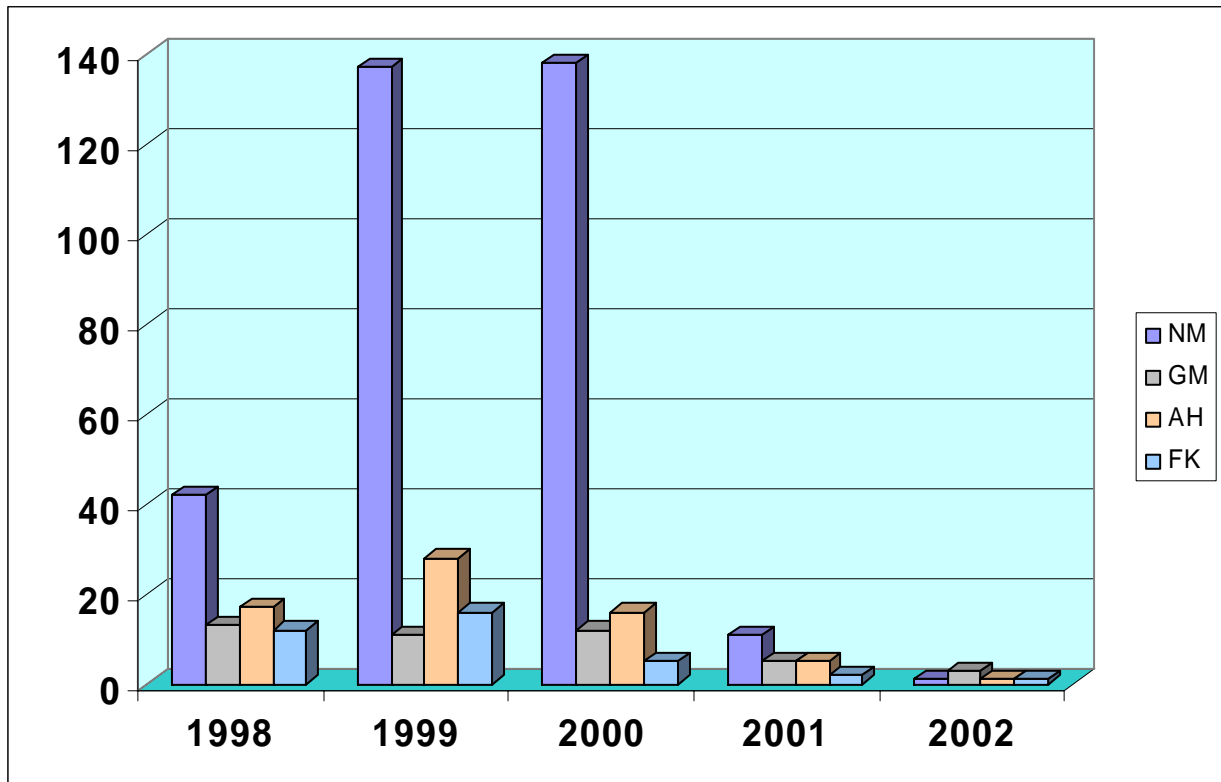
Graphik 3: Kreditvergabe von Banken im Schweizer Markt

	1997	1998	1999	2000	2001
Kantonalbanken	48'371	48'323	47'426	53'812	53'064
Grossbanken	226'549	278'596	271'782	258'550	268'125
Regio- & Sparkassen	8'401	7'841	7'378	7'348	6'972
Raiffeisen	5'667	5'481	5'270	7'030	7'320
Total	288'988	340'241	331'856	326'740	335'481



Auch das Ende des Börsenbooms, der allen Beteiligten zeitweise viel Geld eingebracht hat, verschlechterte die Liquiditätssituation vieler Banken und Risikokapitalgeber, die jetzt nur noch ihr Portfolio pflegen und keine Neuinvestments tätigen.

Graphik 4: Ende des Börsenbooms



	1998	1999	2000	2001	2002
Neuer Markt	42	137	138	11	1
Geregelter Markt	13	11	12	5	3
Amtlicher Handel	17	28	16	5	1
Freiverkehr	12	16	5	2	1

Fazit dieser ernüchternden Standortbestimmung:

Auch mit dem sich aus diversen, wenig schönen Börsenstories ergebendem Gegenwind im Gesicht gilt es jetzt für Firmengründer pragmatisch, kreativ, glaubwürdig und gut beraten neue Wege der Finanzierung für junge

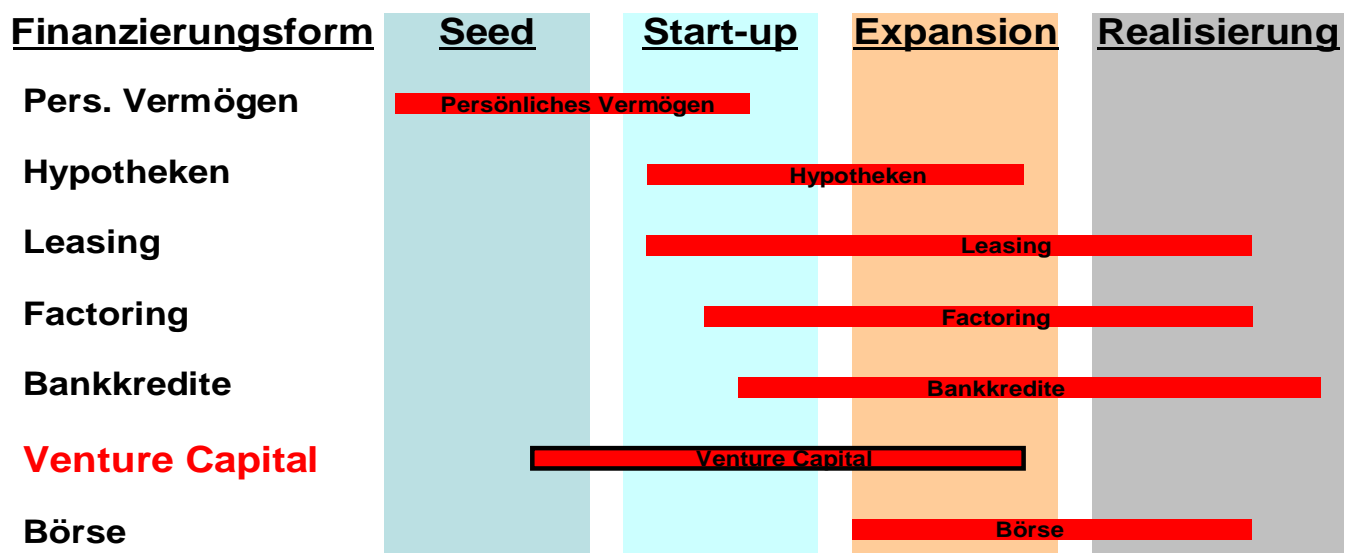
wachstumsorientierte Unternehmen zu erschliessen, denn diese (Firmengründer) gibt es Gott sei Dank immer noch.

2. Der Königsweg für junge Unternehmen: Alternative Finanzierungen

Probleme hier immer klassisch genannte Finanzierungsformen wie Factoring, Leasing, Sale & Lease-back zu nutzen, liegen im meistens noch nicht getätigten Umsatz- und Ertragsvolumen junger Unternehmen, - Factoring mit Firmen unter SFr 1 Mio. Umsatz wird z.B. von Factors, einer UBS-Tochter in der Schweiz, generell abgelehnt. Leasing bedarf einer ähnlichen Kreditwürdigkeitsprüfung wie im klassischen Kreditgeschäft und welches junge Unternehmen hat schon Immobilien oder werthaltige Rechte oder Marken, die es verleasen kann?

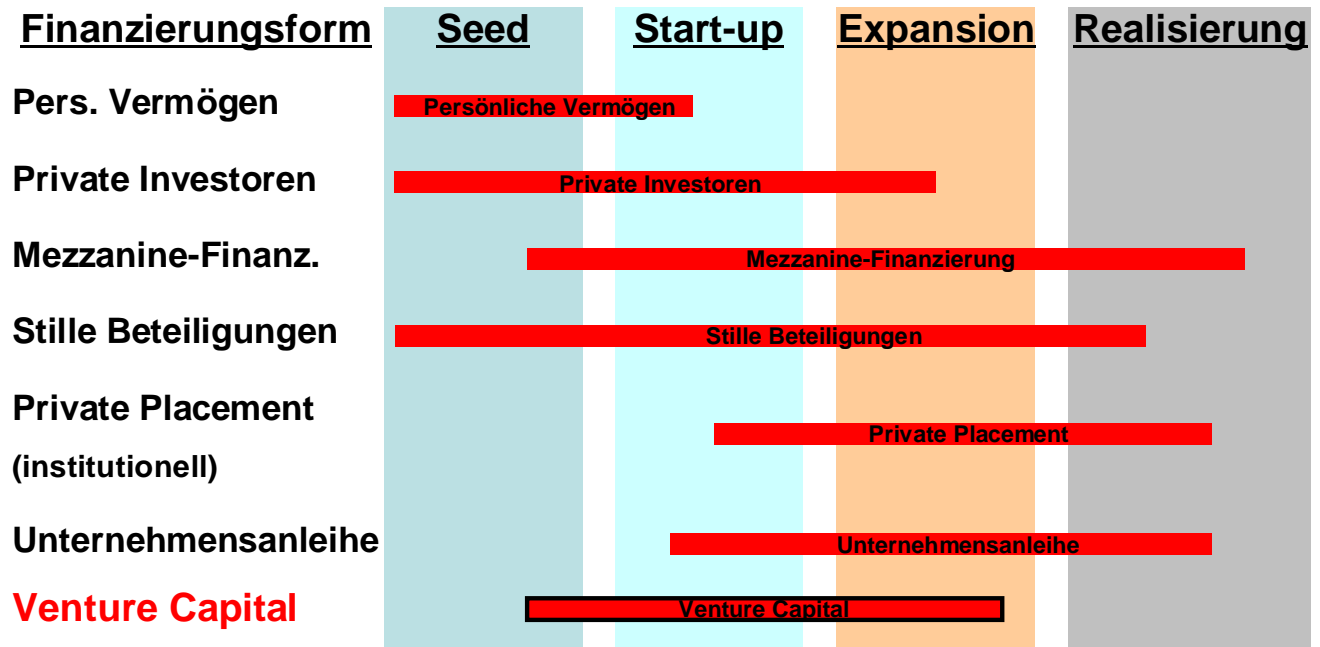
Wann ist welche alternative Finanzierungsform auf der Zeitachse sinnvoll?

Graphik 5: In welcher Unternehmensphase welche Finanzierung?



Ich möchte im weiteren über Vor- und Nachteile flexibler Formen der Private Equity Finanzierung, wie etwa Venture Capital- oder Mezzanine Finanzierungen und über neue mittelstandsorientierte kapitalmarktbezogene Finanzierungsformen sprechen.

Graphik 6: Übersichtsdarstellung: Der passende Einsatz von alternativen Finanzierungsformen in den Unternehmensphasen



- **Venture Capital:**

Dabei beteiligt sich ein Venture Capital-Fonds in der Regel als GmbH-Gesellschafter oder Aktionär (also mit Eigenkapital) häufig mit einer Minderheitsbeteiligung am Unternehmen. Die beratende Managementgesellschaft empfiehlt und begleitet die Investitionen. Diese Eigenkapitalfinanzierung kann auch durch hochverzinsten Darlehen ergänzt werden (Leverage-Effekt). Renditeerwartungen p.a. zwischen 15 und 25% auf das eingezahlte Kapital beim Exit.

Vorteile: Keine laufenden Tilgungen. Ein erfahrener Venture Capitalist, sofern dieser als Partner gewonnen werden konnte, wird zudem das Unternehmen mit seinen Kontakten und seinem Wissen unterstützen und sorgt auch für eine laufende begleitende Kontrolle des Rechnungswesens (eine häufige Schwachstelle).

Nachteile: Für seinen Kapitaleinsatz fordert der Venture Capitalist natürlich wesentliche Mitspracherechte und eine weitestmögliche Sicherstellung der erwarteten Rendite (etwa über bevorzugte Möglichkeit zum Verkauf von Aktien bei einem Börsengang oder anderen Art der Veräußerung von Anteilen, bevorzugte Gewinnzuweisungen etc). Ausserdem sind junge Unternehmen häufig sehr billig in der vom Investor erstellten Bewertung. Es gibt nur wenige in der unternehmerischen Praxis erfahrene VCs, die dem Unternehmen auch in schwierigen Zeiten weiterhelfen können.

- **Mezzaninefinanzierungen:**

Dabei handelt es sich um zwischen Eigen- und Fremdkapital angesiedelte Finanzierungsformen. Beispiele hierfür sind etwa (partiarische) nachrangige Darlehen oder Genussscheine. Auch im Bereich der Unternehmensförderung findet diese Finanzierungsform Anwendung. In Deutschland wurde von der IKB/KfW ein € 100 Mio. dotierter Fonds aufgelegt, der über atypisch stille Beteiligungen auch junge Unternehmen mit Tranchen von € 3-8 Mio. finanziert

Vorteile: Flexible Gestaltungsmöglichkeiten (z.B. auch gewinnabhängige statt fixer Verzinsung als partiarisches Darlehen). Durch den Einsatz von Mezzanine-Kapital werden die operativen Cash flows des Unternehmens in Zeiten starker Investitionstätigkeit und Wachstum geschont, die Innenfinanzierungskraft gestärkt und das haftende EK erhöht. Aufgrund der Nachrangigkeit kann eine bei einem normalen Kredit drohende insolvenzrechtliche Überschuldung vermieden werden.

Nachteile: Der Geldgeber lässt sich das Risiko durch eine entsprechend höhere Verzinsung abgelden. Zudem gibt es für solche ausschliesslich cash flow orientierte Finanzierungen, anders als für klassische Kredite, nur wenige leistungsfähige Anbieter.

- **Unternehmensanleihe:**

Dabei emittiert das Unternehmen eine Anleihe und bietet diese im Rahmen eines "Private Placements" oder öffentlich am Kapitalmarkt an. Hier bedarf es einer Bank, eines guten Konzepts und eines entsprechenden Volumens nicht unter 10 Mio. SFr.

Vorteile: Man ist nicht von einem kreditgewährendem Institut abhängig und muss keine Sicherheiten anbieten. Grundsätzlich flexibel gestaltbar (ähnlich den erwähnten Mezzaninedarlehen).

Nachteile: Fremdkapital (auch wenn eine nachrangige Ausgestaltung denkbar wäre), es sind laufend Zinsen zu bezahlen. Bei einem öffentlichen Angebot am Kapitalmarkt entstehen zudem nicht unerhebliche Kosten wegen der Notwendigkeit zur Erstellung eines Prospekts und dessen Veröffentlichung.

- **Wandelschuldverschreibungen:**

Dabei handelt es sich im weiteren Sinn um Anleihen, bei denen aber der Zeichner der Anleihe oder das Unternehmen ("Cash or Share-Anleihe") die Möglichkeit hat, unter zu definierenden Voraussetzungen die Anleihe in Aktien zu wandeln.

Vorteile: Flexible Gestaltungsmöglichkeiten. Gegenüber einer normalen Anleihe entfällt unter Umständen die Notwendigkeit zur Rückführung des eingezahlten Kapitals.

Nachteile: Nur bei grösseren AGs praktikabel. Wie bei der Anleihe ist ein öffentliches Angebot mit nicht unbedeutenden Kosten verbunden und daher nur

bei relativ hohem Volumen interessant.

- **Kommanditbeteiligungen / stille Beteiligungen:**

Kommanditbeteiligungen und atypisch stille Beteiligungen waren früher vor allem aus steuerlichen Gründen interessant ("Verlustbeteiligungsmodelle"). Dies wurde durch den Steuergesetzgeber weitgehend eingeschränkt (D).

Der Kommanditist oder stille Gesellschafter leistet eine Einlage und erhält dafür einen entsprechenden Anteil am Gewinn und/oder Verlust. Darüber hinaus ist er (außer bei der typisch stillen Gesellschaft) in der Regel am Unternehmenswert beteiligt und erhält bei Beendigung seiner Gesellschaftertätigkeit ein Abfindungsguthaben, das sich in der Regel am Unternehmenswert orientiert.

Vorteile: Keine Belastung durch fixe Zinsen- und Tilgungszahlungen. Auch der zurückzuzahlende Kapitalbetrag ist von der Entwicklung des Unternehmenswertes abhängig.

Nachteile: Auch hier ist bei einem öffentlichen Angebot, um eine entsprechende Anzahl von Anlegern ansprechen zu können, ein Kapitalmarktprospekt erforderlich. Aufgrund der damit und der Errichtung der KG oder der stillen Gesellschaft verbundenen Kosten ebenfalls nur bei höherem Volumen interessant. Die mögliche Abfindung verkaufswilliger Kommanditisten oder stiller Gesellschafter kann relativ kostspielig werden und zu Liquiditätsproblemen führen.

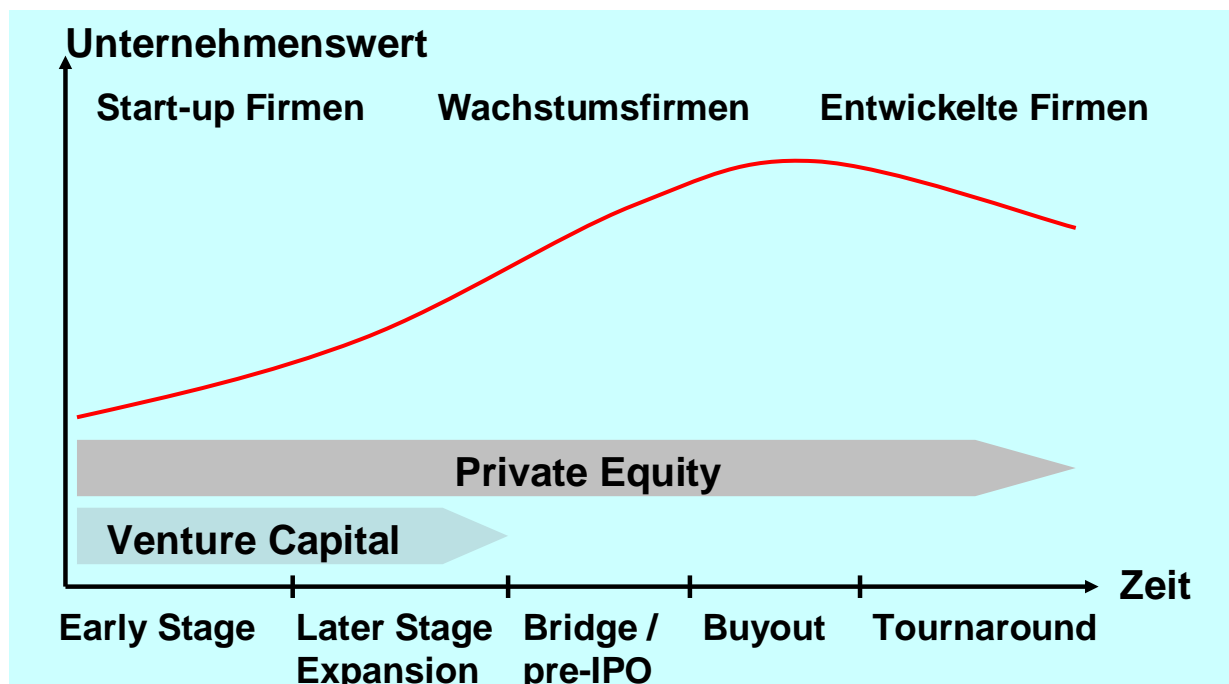
3. Private Equity und Venture Capital, ein wichtiger Finanzierungsweg für junge Unternehmen

Venture Capital ist eine Subklasse von Private Equity, welche sich definieren lässt als Finanzierungsform, bei der einem Beteiligungsnehmer Unternehmensanteile mit hohen Renditeerwartungen verkauft werden, welche zum Investitionszeitpunkt nicht an einer Börse notieren und deren Veräußerungswunsch ex ante erkennbar ist.

Als Gegenleistung für die Übertragung der Eigentumsrechte werden dem Unternehmen sowohl Kapital- als auch Managementressourcen zur Verfügung gestellt.

Venture Capital lässt sich abgrenzen von Private Equity durch den ausschliesslichen Einsatz in den Unternehmensphasen Seed, Early und Later Stage, während Private Equity in sämtlichen Unternehmensphasen investiert wird.

Graphik 8: Einordnung von Venture Capital als Finanzierungsform auf der Zeitachse in den jeweiligen Unternehmensphasen



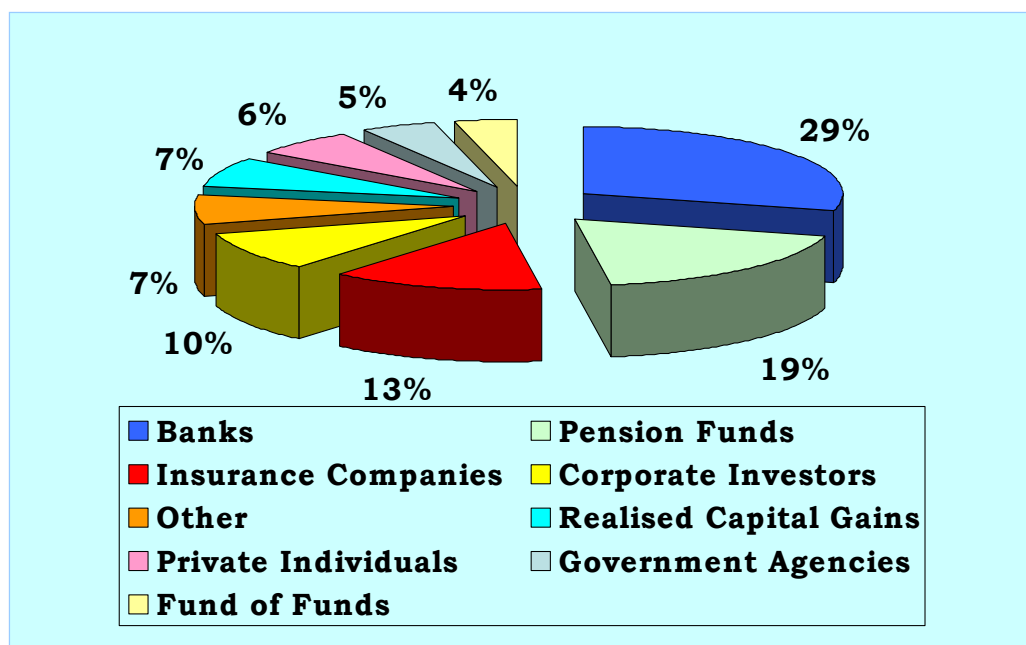
Struktur einer Private Equity Finanzierung:

Die Auflage eines Fonds (fundraising) wird von einer Beteiligungsgesellschaft initiiert und gesteuert. Für diesen Zweck holt sie bei institutionellen oder vermögenden privaten Anlegern Finanzierungszusagen ein, die den Investor verpflichten, die erforderlichen Mittel auf Abruf zur Verfügung zu stellen. In den meisten Fällen muss eine Investition durch eine Instanz genehmigt werden. Die Investitionen erfolgen dann nach Erfüllung von im Kaufvertrag gesetzten Meilensteinen durch das Target stufenweise.

Die Investoren erhalten ihr Geld zurück nach Eintritt des Geschäftserfolges (Buy Out Transaktionen, trade sale, IPO, secondary sale), der nur erfolgen kann, wenn das Jungunternehmen sein Wachstum finanzieren und seine Innovationen am Markt durchsetzen kann.

Die grössten Investoren in 2001 in Private Equity waren immer noch die Banken.

Graphik 7: Wer investiert in PE? / Investoren in 2001 in Europa



Quelle: EVCA 2001

Diese Aufteilung wird sich nach den Einbrüchen in 2001 und 2002 zu Lasten der Versicherungen und Pensionskassen verschieben.

Aussichten und Markteinschätzung des zukünftigen Private Equity Marktes

- **Corporate Venture** wird es weiter, aber stark reduziert, geben. Viele kleinere, meistens am Neuen Markt gelistete Firmen werden sich aus dem professionellen Beteiligungsgeschäft zurückziehen. Der Nutzeneffekt für das eigene Haus wird im Mittelpunkt der Investitionsentscheidung stehen. Da die operativen Abteilungen in die Entscheidungen einbezogen werden (Testreihen), ist mit langwierigen Entscheidungen für Antragsteller zu rechnen.
- **Banken** werden ihre Beteiligungsfirmen strenger kontrollieren, mit erfahrenen Unternehmern personell verstärken und insgesamt professioneller führen, aber am Markt bleiben.
- **bestehende VC-Firmen** kämpfen ums Überleben, da sie schief liegen mit den eigenen Portfolios und kein frisches Geld akquirieren können.

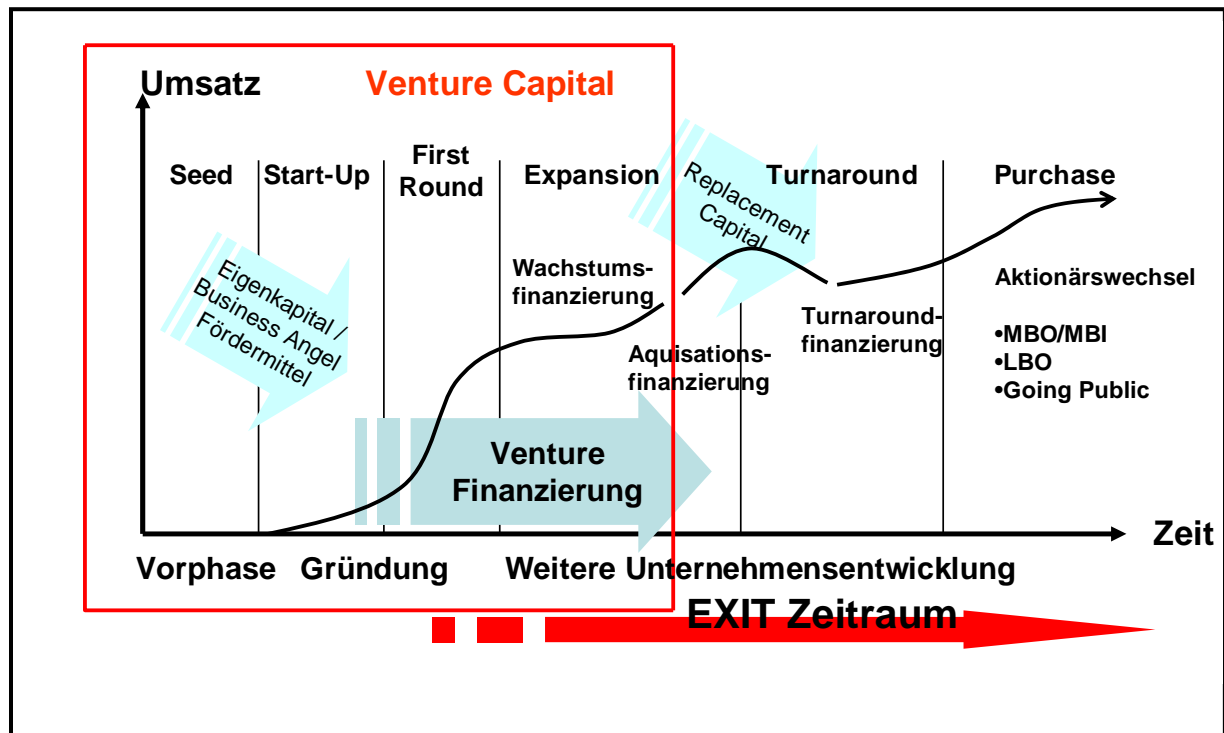
Den Beteiligungsmarkt wieder aktivieren werden:

- gesunde überlebende VC-Firmen, die jetzt günstig Beteiligungen einkaufen und durch überschaubare Verluste ihre Investoren halten können und so einen genügend langen finanziellen Atem haben.
- neue Fonds und Beteiligungsgesellschaften, die sich mit neuen Ideen und unverbrauchten Mitarbeitern unter schwierigsten Umständen Mittel am Markt beschaffen und aus Fehlern gelernt haben und
- grosse VC-Firmen aus dem angelsächsischem Raum, die langjährig die Höhen und Tiefen des Beteiligungsgeschäfts kennen und jetzt in Europa verstärkt auch in secondaries investieren (Calpers, GE Capital, Intel Capital)

Ich möchte in meinen weiteren Ausführungen detaillierter auf Venture Capital als **die**, trotz der derzeitigen Krise, zunehmend wichtiger werdende, alternative Finanzierungsform für junge Unternehmen eingehen.

Dabei soll klar gemacht werden, in welcher Unternehmensphase Venture Capital eingesetzt wird, unter welchen Voraussetzungen Sie überhaupt Erfolg haben an diese Finanzierungsform zu gelangen und welche Fragen auf dem Weg dahin gestellt und von Ihnen zwingend beantwortet werden müssen.

Graphik 9 : Venture Finanzierung in Unternehmensphasen



Graphik 10: Fremdkapital vs. Venture Capital

Kredit	VC
<ul style="list-style-type: none"> • Fremdkapital • Kredit • Risikoadäquate Preisgestaltung • Laufende Rückführung aus Cashflow • Marktreifes Produkt, „proof of concept“ mit Umsätzen • Jährliche Überwachung des Geschäftsganges • Kreditbedarf ab CHF 100'000 • Risiko der kfr. Rückzahlung 	<ul style="list-style-type: none"> • Eigenkapital • Beteiligungen • Angestrebte Rendite 15 – 30% p.a. für den VC-Investor • Exit in definiertem Zeitraum • Häufig seed money • Hightech und überdurchschnittlich wachsende Branchen • Aktive Mitarbeit bei der Geschäftspolitik • Kapitalbedarf meist mehrere Millionen

Graphik 11: Voraussetzungen einer VC-Finanzierung

Als Alternative zu den klassischen Finanzierungsformen kommt Venture Capital für KMU und junge Unternehmen durchaus in Frage. Folgende Rahmenbedingungen müssen erfüllt sein:

- **Attraktive Branche, fähiges Management**
- **Innovation mit Wettbewerbsvorteil, bereit für Markteinführung / Markterweiterung**
- **Marktpotential, erste Aufträge**
- **Wachstumspotential (Zielumsatz grösser als CHF 50 Mio. p.a.)**
- **Attraktive Beteiligungsbedingungen**
- **Möglichst konkrete Exit - Möglichkeiten**

Graphik 12: Wesentliche Fragen zum Beteiligungskonzept

- **Fliesst das Neugeld in die Firma?**
- **Wie viel Geld riskiert der Gründer / Manager?**
- **Finanzpartner als Mehrheits- oder Minderheitsaktionär?**
- **Mitsprache, Minderheitenschutz?**
- **Was passiert, wenn das Geld nicht reichen sollte?**
- **Exit - Möglichkeiten für Finanzpartner?**
- **Attraktive Rendite möglich?**

Graphik 13: Wesentliche Fragen zu Produkte / Märkte / Marketing

- Ist der Markt attraktiv / wachsend (z.B. Mikroelektronik, Robotik, Nanotechnologie)?- **leider immer wieder die Gefahr des Hinterherlaufens von „Moden und Trends“ bei den Investoren**
- Ist das Marketing finanzierbar, oder gibt es Alternativen wie z.B. Lizenzverkäufe, strateg. Partnerschaften?
- Sind die Vertriebskanäle offen?
- Ist der Wettbewerbsvorteil über längere Zeit zu halten?
- Wie präsentiert sich die Konkurrenzsituation, ist diese überhaupt im Detail bekannt?

Graphik 14: Wesentliche Fragen zu Organisation / Management

- Wirkt das Management „unternehmerisch“?
- Hat das Management schon Erfahrungen im betreffenden Produkt- / Marktbereich?
- Was passiert, wenn der Geschäftsführer „ausfällt“?
- Hat das Unternehmen bereits operative Strukturen?
- Inwieweit ist Führungserfahrung vorhanden?

Graphik 15: Wesentliche Fragen zum Thema Finanzen

- **Organisation und Qualität der Buchführung (Monats- / Quartalsabschlüsse innert wie vielen Tagen vorliegend)?**
- **Reporting (Inhalt / Häufigkeit)?**
- **Wird mit dem MIS gearbeitet?**
- **Bisherige finanzielle Entwicklung der Unternehmung?**
- **Plausibilität der Planung?**
- **Investitionen / Kapitalverbindung entsprechen dem vorgesehenen Wachstum**

Graphik 16: Wesentliche Fragen zum Thema Risiken (SWOT Analyse)

- **Sind Managementabgänge möglich?**
- **Verzögerung in der Entwicklung**
- **Produktionsprobleme (inkl. Kosten)**
- **Schwierigkeiten im Vertrieb (Vertriebspartner, Marketingeffizienz, etc.)**
- **Kapitalengpässe**
- **Änderungen marktwirtschaftlicher Rahmenbedingungen (Liberalisierung, Globalisierung, etc.)**

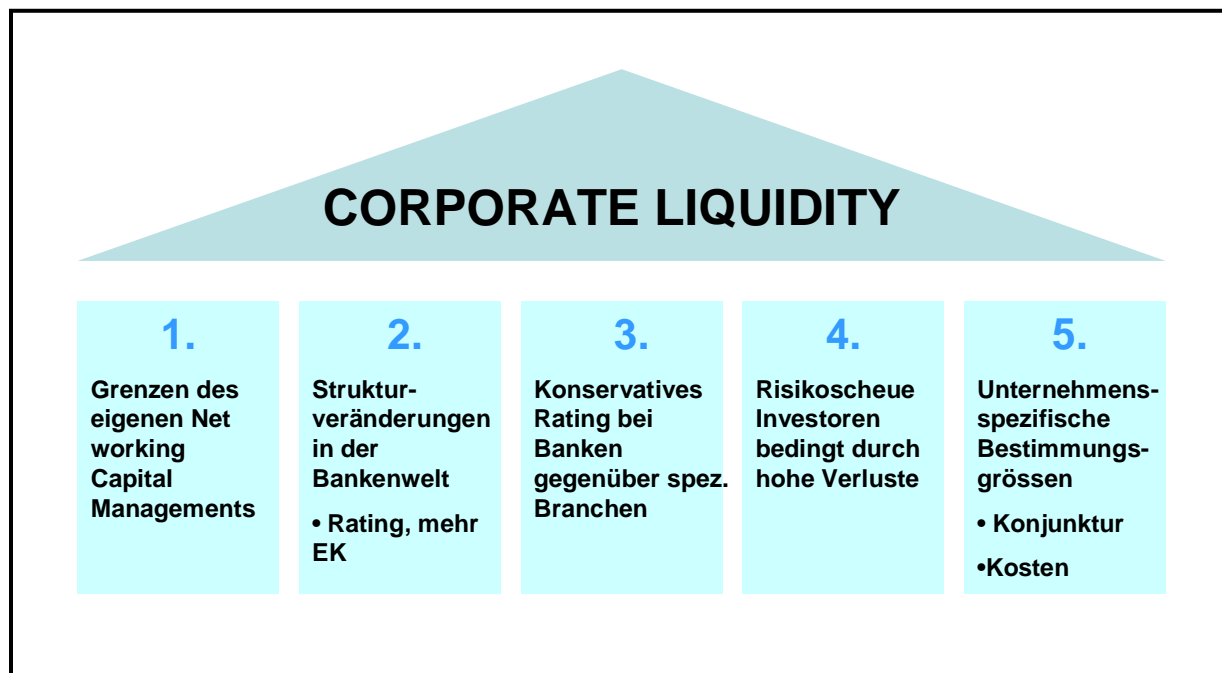
Zum Abschluss eine Anmerkung aus der unternehmerischen Praxis:

4. Überlebensnotwendig für junge Unternehmen: das frühzeitige Liquiditätsmanagement

Bei allem Aufkommen der alternativen Finanzierungsformen müssen junge Unternehmen dem Thema Liquiditätssicherung frühzeitig und kreativ höchste Aufmerksamkeit widmen. Das Zustandekommen einer alternativen Finanzierungsform dauert mehrere Monate und dieser Zeitraum muss mit anderen Finanzmitteln finanziert sein.

Über Bürgschaftsbanken, öffentliche Förderungen, frühzeitige Bankengespräche und Suche von privaten Geldgebern aus dem Bekannten- und Freundeskreis muss für eine erfolgreiche Firmengründung genügend Eigenkapital vorhanden sein. In den heutigen schwierigen Märkten bedarf es einer permanenten Überprüfung des Geschäftsmodells und manchmal längeren finanziellen Atems, um zum Erfolg zu kommen.

Graphik 17: 5 praktische Herausforderungen beim Liquiditätsmanagement



Nur das intensive, kreative und rechtzeitige Managen der eigenen Finanzen mit professionellem Controlling, Planung, engem Kontakt zur Bank / Investor / Berater und guten Dokumentationen erhält die lebensnotwendige eigene Handlungsfreiheit!

5. Interessante Links:

www.seca.ch	Swiss Private Equity & Corporate Finance Association
www.bvk.de	Dachgesellschaft der Deutschen Beteiligungsgesellschaften
www.evca.com	European Venture Capital Association
www.innonet.ch	KMU Business Portal
www.innoventure.ch	Innoventure Capital AG
www.go-ipo.ch	Go! IPO AG