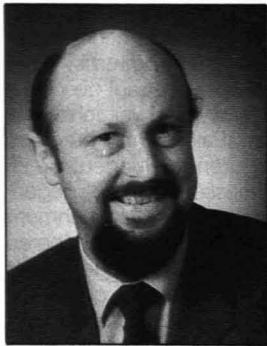


## Venturekapital

### Eine Finanzierungsform für Senkrechtstarter



Harald K. WAGNER, Dipl.-Ing. Dr.techn. MBA, WIV, Jahrgang 1940 studierte Wirtschaftsingenieurwesen/Maschinenbau an der TU Graz, an der er 1966 auch promovierte. Nach dem Postgraduate-Studium am INSEAD in Fontainebleau, mehrere Jahre für eine internationale Unternehmensberatung in London und Frankfurt/Main tätig, von 1974 — 1982 Leiter der deutschen Aktivitäten der englischen Elektronikgruppe Eurotherm International, danach als President European Operations für die europäischen Tochterfirmen des amerikanischen High-tech-Konzerns Ransburg Corporation verantwortlich. 1986 kehrte er als Geschäftsführer der Horizonte Venture Management GmbH und der Venture FinanzierungsgesmbH nach Österreich zurück.

**Diese aus den USA kommende Form der Eigenkapitalfinanzierung für Wachstumsunternehmen unterscheidet sich von herkömmlicher Bankfinanzierung dadurch, daß sie nicht auf Sicherheiten, die in der Vergangenheit erworben wurden, sondern im Hinblick auf Chancen zukünftiger Gewinne und Wertsteigerungen getätigt wird. Neben der Hingabe von Kapital nimmt der Venture-Kapitalist auch am mittelfristigen bis langfristigen strategischen Management-Entscheidungsprozeß im Unternehmen teil und zieht sich nach einem Zeitraum von typischerweise 3 bis 5 Jahren durch den gewinnbringenden Verkauf seines Unternehmensanteils an Dritte wieder zurück.**

Wo Chancen gesucht werden, sind auch Risiken, die ein Venture-Kapitalist sorgfältig abwägen muß, ehe er sich zur Investition entschließt. Dies bedeutet, daß die Venture-Finanzierung hohe Ansprüche an die Art des Projektes selbst und an das sie tragende Management stellen muß. Obwohl amerikanische Methoden im allgemeinen für Österreich nicht direkt übernehmbar sind, bietet das österreichische Umfeld doch sowohl für Kapitalgeber wie für Kapitalsuchende erwiesenermaßen verwertbare Ansätze.

### Die Entwicklung der Venturekapital-Idee

Venturekapital entwickelte sich als selbständige Finanzierungsform in den USA nach dem »Sputnik-Schock«, als die Nation aufgerufen war, den scheinbaren Technologievorsprung des Ostens durch Mobilisierung des geistigen und unternehmerischen Potentials der Amerikaner ins Gegenteil zu kehren. Erfahrungsgemäß fehlte vielen Gründungswilligen das Kapital, um eine tragfähige Idee in eine erfolgreiche, unternehmerische Form umzusetzen. Ohne Eigenkapital oder Stellung von Sicherheiten ist oft der Zugang zu Fremdkapital und auch Förderungsmitteln erschwert, so daß sich hier ein Teufelskreis darzustellen scheint.

Venturekapital ist eine besondere Form von Eigenkapital. Sie wird meist kleinen, aber innovativen, und damit gewissermaßen risikoreichen, aber erfolversprechenden Unternehmen angeboten, wobei der Kapitalgeber damit entweder eine höhere Rendite als bei herkömmlichen Kapitalanlagen erzielen oder Einblick in neue Technologien und Innovationen oder aber auch beides bekommen will. Venturekapital schließt somit eine Lücke zwischen der klassischen

Bankfinanzierung für Fremdkapital und dem Kapitalmarkt zur Aufbringung von Eigenkapital.

Die zunehmende Popularität von Venturekapital in den USA läßt sich daran erkennen, daß beispielsweise im Jahre 1977 rund 3 Milliarden Dollar an Venturermitteln verwaltet wurden, während im Jahr 1984 bereits über 20 Milliarden Dollar an aktivem Venturekapital im Einsatz standen, wobei allein 1983 runde 5,4 Milliarden Dollar eingebracht wurden. Obwohl Venturekapital vom Umfang her relativ klein ist — es macht nur 3% der Außenfinanzierung aus — leistet es qualitativ einen wesentlichen Beitrag, da es die marktwirtschaftliche Finanzierung von Projekten mit mittlerem bis hohem Risiko ermöglicht.

Vor etwa 4 bis 5 Jahren faßte Venturekapital auch in Europa Fuß, zuerst in Großbritannien, den skandinavischen und Benelux-Ländern, danach in Deutschland. Im Jahre 1985 wurden auch in Österreich die ersten zwei Venturekapital-Gesellschaften gegründet, zu denen sich 1986 noch eine dritte gesellt [1].

**In den USA standen 1984 bereits über 20 Milliarden US-Dollar an Venturekapital im Einsatz.**

### Das Wesen von Venturekapital

Venturekapital ist eine Form der Finanzierung, die weit über die reine Hingabe von Kapital hinausgeht und eher als eine Partnerschaft zwischen Unternehmer und Venturekapital-Gesellschaft anzusehen ist. Folgende Merkmale charakterisieren eine Venturekapital-Beteiligung:

— **Zukunftsorientierung:** Ausschlaggebend für eine Venturekapital-Beteiligung

ist das zukünftige Wachstums- und Gewinnpotential des zu finanzierenden Unternehmens. Herkömmliche Sicherheiten spielen keine oder eine untergeordnete

**Venturekapital bedeutet Partnerschaft zwischen Unternehmer und Venturekapital-Gesellschaft.**

nete Rolle. Eine Venturekapital-Gesellschaft investiert also in die Zukunft eines Unternehmens, die stets mit Unwägbarkeiten und schwer abschätzbaren Risiken behaftet ist. Gelingt es dem Unternehmen seine Pläne und wirtschaftlichen Möglichkeiten zu realisieren, dann nimmt die Venturekapital-Gesellschaft auch an diesem Erfolg teil.

— **Management-Unterstützung:** Der Unternehmer in einer kleinen, innovativen, sich dynamisch entwickelnden Firma sieht sich durch eine Unzahl von Aufgaben, Schwierigkeiten und manchmal auch Krisen immer wieder von neuem gefordert und manchmal überfordert. In Unternehmen im Hochtechnologie-Sektor kommen die Unternehmer häufig aus dem technischen Bereich mit verhältnismäßig geringer Erfahrung in kaufmännischen Angelegenheiten, wie etwa Marketing, Vertrieb oder Rechnungswesen. Hier steht der Venturekapital-Manager dem Unternehmer als unterstützender Partner zur Seite. Er fungiert als Gesprächspartner des Unternehmers, ohne sich jedoch ins Tagesgeschäft einzumischen. Diese Unterstützung kann auch die Form der Hilfe beim Suchen zusätzlichen Managementtalents oder die Herstellung von Kontakten, das Finden von Vertriebspartnern etc. sein. Die meisten Venturekapital-Gesellschaften streben auch nur Min-



derheitsbeteiligungen an, damit aus Gründen der Motivation die Kapitalmehrheit beim Unternehmer oder dem Unternehmerteam bleibt.

- **Investition auf Zeit:** Venturekapital-Geber bleiben nicht permanent investiert, sondern verkaufen typischerweise nach einer gewissen Zeit — im allgemeinen zwischen 3 bis 7 Jahren — ihre Anteile an Dritte, auch wenn sich das Unternehmen sehr gut entwickelt.
- **Wertsteigerung statt laufender Gewinne:** Venturekapital-Gesellschaften entziehen dem Unternehmen während der Aufbauphase keine liquiden Mittel in Form von Dividenden, Zinsen oder Rückzahlungen, sondern erzielen ihren Gewinn durch die Wertsteigerung ihres investierten Kapitalanteils zum Zeitpunkt der Veräußerung (»Abschichtung«), vergleichbar also dem Kursgewinn im traditionellen Börsenhandel.

## Die Rollenverteilung

Bei einer Venture-Finanzierung sind üblicherweise drei Interessensgruppen beteiligt: die Kapitalgeber, die Venture-Managementgesellschaft und die Beteiligungsnehmer.

Venturekapital wird üblicherweise aus mehreren Händen aufgebracht, wobei dies Privatpersonen, Unternehmen oder Institutionen wie auch eine Kombination mehrerer dieser **Kapitalgeber** sein können, die ihre anzulegenden Mittel typischerweise in einen Fonds oder eine Kapitalgesellschaft einbringen. Es gibt jedoch auch Venture-Fonds, die nur von einem Kapitalgeber gespeist werden, wobei dann meistens der Zugang zu neuen Technologien gegenüber der überdurchschnittlichen Kapitalrendite im Vordergrund der Absichten steht. Die größte Gruppe von Kapitalgebern in den USA waren im letzten Jahr die sogenannten »Pension Funds«, während in Österreich die Mittel überwiegend von Banken und Industrieunternehmungen aufgebracht wurden.

Die **Venture-Managementgesellschaft** organisiert das Zustandekommen der Fondsmittel, sie betreibt Werbung und aufklärende Markterschließung zur Sicherstellung eines umfangreichen und reichhaltigen Projektangebotes, sie analysiert Investitionsprojekte, verlangt die Fondsmittel und führt die erwähnte Managementunterstützung durch. Schließlich veräußert sie die Beteiligung und führt die Gewinne entweder an die Kapitalgeber zurück oder verwendet sie, je nach Investitionsstrategie des einzelnen Fonds, zur Wiederanlage.

Die **Beteiligungsnehmer** sind juristische Personen, getragen von Einzelpersonen oder Unternehmerteams unterschiedlichster Zusammensetzung, Erfahrung und Vorstellungen. Bei den Projekten handelt es sich üblicherweise um Unternehmensgründungen, um Wachstums- und Expansions-

finanzierungen sowie um Fälle von Management Buy-Out, d.h. die Verelbständigung von konzernzugehörigen Unternehmensbereichen über den Auskauf durch sein Management.

Venturekapital ist in der Regel ungeeignet als Sanierungsmittel angeschlagener Operationen. Im Rahmen einer Venture-Finanzierungsrunde wird häufig ein Finanzierungspaket zusammengestellt, das auch Fremdkapital, Förderungsmittel, Optionen und steuerliche Aspekte beinhaltet.

## Die Kriterien zur Erlangung von Venturekapital

In den USA erzielten Venture-Fonds durchschnittlich eine Rendite von ca. 25% per annum nach Steuern, wobei es besonders erfolgreiche Einzelfälle bis auf 60% per annum gebracht haben. Obwohl Venture-Gesellschaften einen sehr strengen Ausleseprozeß unter den angebotenen Projekten durchführen, um einerseits die Risiken zu minimieren, andererseits die Chancen optimal zu erkennen und zu verwerten, erweist sich, über eine Vielzahl von Projekten gesehen, etwa ein Drittel als Mißerfolge, ein weiteres Drittel als durchschnittliche Anlagen und nur das letzte Drittel beinhaltet die Stars. Setzt man diese in Relation zur oben erwähnten Rendite, so wird daraus schon erkennbar, welche Maßstäbe der Wertzuwacherwartung ein Venturekapital-Manager an die von ihm zu finanzierenden Projekte legen muß.

**...nur 1 — 5% der herangetragenen Projekte qualifizieren sich für eine Beteiligung.**

Venturekapital-Manager wählen die von ihnen zu finanzierenden Kandidaten sehr sorgfältig aus. Nur ein sehr kleiner Prozentsatz, etwa 1 — 5% aller jener Projekte, die an eine Venturekapital-Gesellschaft herangetragen werden, qualifiziert sich letztlich auch für eine Beteiligung. Auf folgende Merkmale legen Venturekapital-Gesellschaften großes Gewicht bei der Projektprüfung:

- **Langfristiges Wachstum:** Venturekapital-Gesellschaften müssen eine längere Zeitspanne in Betracht ziehen, da sie zunächst mithelfen, ein finanziertes Unternehmen über mehrere Jahre zu entwickeln und dabei rasch zu einem gewissen Grad der Reife und Selbständigkeit zu führen. Bei ihrem Ausscheiden als Mitbeteiligte müssen die weiteren Aussichten für das Unternehmen aber immer noch sehr gut sein, damit die abgegebenen Anteile einen entsprechenden Preis erzielen. Das bedeutet, daß die Produkte des Unternehmens einen Bedarf befriedigen müssen, der langfristig gegeben sein muß und außerdem die weitere Produktentwicklung des Unternehmens in der Lage sein muß, Produkte hervorzubringen, die eine solide Basis für das langfristige Wachstum in der Firma darstellen. Auch wenn ein Produkt

kurzfristig noch so profitabel erscheint, wird es der verantwortungsvolle Venturekapital-Manager ablehnen, wenn die Zukunftsbasis ungesichert ist.

- **Vorsprung durch Know-How:** Venturekapital sucht solche Unternehmen, deren Produkte klare Wettbewerbsvorteile zeigen, daß sie entweder auf geschütztem oder schwer nachvollziehbarem Know-How bzw. Patentschutz beruhen. Produkte oder Dienstleistungen, die eine gewisse Einstiegsbarriere gegenüber Konkurrenten oder Nachahmern aufweisen, lassen sich mit einer höheren Marge verkaufen und sind eher in der Lage, einen Cash-Flow zu gewährleisten, der die rasche Wachstumsentwicklung des Unternehmens möglich macht. Venturekapital ist nicht exklusiv auf High-Tech ausgerichtet, wenngleich sich aus der Zielsetzung des Unternehmenswachstums unter diesem Begriff sehr viele Projekte anbieten. Nicht zuletzt wegen der oft leichter zu handhabenden Risiken sind Low-Tech- oder sogar No-Tech-Projekte oft erfolgreiche Bestandteile des Investitionsportfolios eines Venture-Fonds.

- **Überzeugendes Unternehmenskonzept:** Das Vorliegen einer echten wirtschaftlichen Gelegenheit allein genügt noch nicht, erst die Nutzung derselben bringt den Gewinn. Entsprechend einem Unternehmenskonzept definiert das Unternehmen seine Rolle im wirtschaftlichen Umfeld, steckt sich seine Ziele und definiert die erforderlichen Strategien, organisatorischen Strukturen und Abläufe, um die Idee zum realistischen Erfolg zu führen.

- **Management:** Venturekapital ist, wie schon erwähnt wurde, eine Investition in die zukünftigen Chancen eines Projektes. Wesentliche Bedeutung bei der Risikoabschätzung und -minimierung kommt dabei der Qualität des Unternehmers und seines Managements zu. Viele an sich gute Projekte werden abgelehnt oder scheitern, weil sie von persönlich und/oder fachlich nicht qualifizierten Individuen getragen werden, gewisse kritische Managementfunktionen unterschätzt oder nicht adäquat wahrgenommen werden. Eine Faustregel im Venturekapital ist es, daß sich eher ein zweitklassiges Projekt mit einem erstklassigen

**Abgeschichtet wird nach 3 bis 7 Jahren...**

Management zum Erfolg führen läßt als umgekehrt. Der Venturekapital-Manager muß sich und dem Mitunternehmer während der Phase der Managementbegleitung nach erfolgter Investition häufig die Frage nach den richtigen Persönlichkeiten in der richtigen Position stellen. Es ist durchaus üblich, daß der Venture-Manager Hilfestellung bei der Suche und Auswahl von Führungspersonal gibt.



## Die Bedeutung des Geschäftsplanes und der tragenden Persönlichkeiten

Eine zentrale Stellung für die Projektprüfung nimmt der Geschäftsplan eines Unternehmens ein. In ihm artikuliert der Unternehmer oder das Team in schriftlicher Form seine Unternehmensidee und seine kurz- und langfristigen Vorhaben mit Angabe der benötigten Ressourcen und des geplanten Zukunftsertrages unter Nennung der wichtigsten der Planung zugrundeliegenden Annahmen und Voraussetzungen. Der Geschäftsplan muß die relevante Information zum Verständnis der Fakten und zur Beurteilung der Chancen und Risiken darstellen und dient als Bezugsgröße für die Messung von Leistung und Erfolg. Er wirbt um Vertrauen auf die Langfristigkeit, den Realismus und die Lauterkeit der unternehmerischen Planung beim zukünftigen Kapitalgeber.

Ein Geschäftsplan wird von verschiedenen Personen gelesen und ausgewertet. Er soll deshalb bei allem notwendigen fachlichen Detail in klarer und organisierter Form aufgebaut sein und allgemein verständlich präsentiert werden. Während in US-amerikanischen Venture-Projekten die Notwendigkeit und Qualität eines Geschäftsplanes allgemein anerkannt wird, stößt man in europäischen Ländern, darunter auch in Österreich, noch bei vielen Unternehmensgründern auf Unverständnis und Ablehnung. Erfahrungsgemäß zeigen sich aber in einem Geschäftsplan bereits die unternehmerischen Fähigkeiten der Gründerpersönlichkeit. Viele im Grunde interessante und wertvolle Projekte bleiben hier auf der Strecke.

## Der Beteiligungsvertrag

Nach positiv abgeschlossener Projekt- und Referenzenprüfung sowie der Unternehmensbewertung, für die sich die Venture-Gesellschaft auch außenstehender Experten bedient, werden die Eckdaten der Beteiligung verhandelt. Typischerweise legt dann der Venture-Manager einen darauf basierenden Investitionsantrag seinem Aufsichtsorgan zur Genehmigung vor. Im Beteiligungsvertrag zwischen der Venturekapital-Gesellschaft und dem Beteiligungsnehmer werden üblicherweise die rechtlichen, wirtschaftlichen und operationellen Details vereinbart, die die Basis der Beteiligung an sich sowie der zukünftigen Beziehungen und Zusammenarbeit darstellen. Venturekapital setzt anhaltendes gegenseitiges Vertrauen der Vertragspartner voraus. Nur wenn der Beteiligungsnehmer überzeugt ist, daß er trotz Hergabe eines Unternehmensanteils mit dem ihm verbliebenen Anteil in einigen Jahren deutlich besser stehen wird als ohne Hereinnahme von zusätzlichem Eigenkapital mit Managementunterstützung und Kontaktpotential, wird er Venturekapital als »fair deal« akzeptieren können. Ein Venture-Manager, der die möglicherweise schwächere Position eines

Beteiligungssuchenden über Gebühr zum eigenen Vorteil ausbeutet, betreibt eher »Vulture Capital« (vulture engl. = der Geier) und setzt damit einen wichtigen Faktor aufs Spiel, nämlich die Motivation dessen, den auch er für seinen Erfolg benötigt.

## Die Abschichtung

Venture-Situationen sind von vornherein als zeitlich begrenzt anzusehen. Auch bei sehr guter Entwicklung gibt die Venturekapital-Gesellschaft nach üblicherweise 3 bis 7 Jahren ihre Anteile wieder ab. Dafür bestehen folgende Möglichkeiten:

- **Die Altunternehmer kaufen die Anteile zurück.** Diese Möglichkeit, wenn gleich gegeben, wird in der Praxis selten verwirklicht, weil meist das Geld zu einem derartigen Rückkauf nicht zur Verfügung steht und auch aus dem Unternehmen nicht abgezogen werden kann oder soll.
- **Verkauf an ein anderes Unternehmen.** Bei erfolgreicher Entwicklung kann für das Unternehmen die Partnerschaft mit einem Konzern durchaus sinnvoll werden. Die finanziellen Möglichkeiten, das Forschungs- und Entwicklungspotential, Vertriebswege etc. des Konzerns können eine engere Verflechtung wünschenswert werden lassen. Die Venturekapital-Gesellschaft verkauft dann ihre Anteile an Konzerngesellschaften.
- **Beteiligungsfonds.** In Österreich stellen Beteiligungsfonds sicherlich eine Gruppe von Käufern von bei Venturekapital-Gesellschaften gehaltenen Unternehmensanteilen dar. Zum Zeitpunkt, an dem eine Venturekapital-Gesellschaft daran denkt, Unternehmensanteile abzutreten, sollte das Unternehmensprofil sehr weitgehend jenen entsprechen, das Beteiligungsfonds suchen.
- **Börse.** Der Gang an die Börse ist der attraktivste, weil der Unternehmer z.B. durch Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien die Kontrolle im Unternehmen voll behalten kann. Auch kann an der Börse entsprechend dem Bedarf wiederholt neues Kapital aufgenommen werden. Für junge, kleinere Unternehmen hat sich in anderen Ländern eine eigene Börse etabliert, wo die Zulassung weniger kostspielig ist und auch die Bestimmungen mehr auf die Gegebenheiten kleinerer Unternehmen abgestimmt sind, als auf der regulären Börse. In den USA ist dies der Over-the-Counter (OTC) Market, in England der Unlisted Securities Market (USM). In Österreich gibt es zur Zeit noch keinen vergleichbaren Markt.

## Venturekapital in Österreich

Obwohl die Rahmenbedingungen für Venturekapital in Österreich und im Ausland verschieden sind, gibt es genügend viele Gemeinsamkeiten und Ansätze, die der

Venturekapital-Idee auch in Österreich Erfolg versprechen.

Im Vergleich zu den USA treten natürlich deutlich die Unterschiede in der Größe und Art des Binnenmarktes hervor, wobei der amerikanische Markt weder politische, technische, Handels- noch Sprachbarrieren kennt. Das sozio-strukturelle Klima ist ebenfalls deutlich verschieden in seiner unterschiedlichen gesellschaftlichen Bewertung von finanziellem Erfolg, von Gewinnerzielungsabsicht, von Risikoübernahme und von Unternehmerimage im allgemeinen. Auch das Projektangebot unterscheidet sich durch die qualitativ und quantitativ unterschiedlichen Forschungsaufwendungen sowohl für erwerbswirtschaftliche Forschungsausgaben als auch für den militärischen Bereich. Daneben sind Unterschiede im Steuersystem und besonders in der Förderungslandschaft relevant.

Österreichische Venturekapital-Projekte müssen aus der Zielsetzung heraus prinzipiell international angelegt sein. Dies muß sich sowohl im Projekt selbst wie im Management, aber auch in der beteiligten Venturekapital-Gesellschaft widerspiegeln. Gerade hier kann eine solide, international tätige Venture-Gruppe Kontakte, Kapital und Know-How auch auf Drittmärkten vermitteln.

Der Erfolg der Venturekapital-Idee zeigt sich einerseits in den finanzierten Unternehmen, aber auch bei den Venturekapital-Gesellschaften selbst. Während es in Österreich derzeit drei Fonds gibt, sind es in der BRD bereits über 40 und in Großbritannien sogar schon weit über 100, die sich in ihrem Wirkungsbereich, ihrer Investitionsstrategie, aber auch in ihren Geschäftspraktiken oft deutlich voneinander unterscheiden.

## Schlußbetrachtung

Venturekapital ist ein relativ junges Finanzierungsinstrument, das sich in den meisten europäischen Ländern sicherlich noch in der Aufbau- und Lernphase befindet. Es ist nicht die Finanzierungsform für jeden, aber fallweise allein prädestiniert. Seine Hauptrolle spielt es sicherlich in Verbindung mit anderen Finanzierungsformen und in jenen Fällen, wo die Managementbegleitung durch einen erfahrenen Venture-Manager einen notwendigen Beitrag leisten kann. Venturekapital wird oft als Risikokapital bezeichnet. Dies ist nur bedingt richtig, insofern das investierte Kapital voll im Risiko steht, also im schlimmsten Fall auch komplett verloren gehen kann. Andererseits sucht es aber gerade die Investition in überdurchschnittlichem Potential und in Möglichkeiten und wäre daher vielleicht treffender als Chancenkapital zu benennen.

### Anmerkung:

- [1] CA-3 Banken VF 1 Aktiengesellschaft, Wien  
Horizonte Venture Management Gesellschaft mbH, Wien  
GZ Beteiligungsförderungsgesellschaft mbH, Wien

