

VENTURE CAPITAL

Mehtap ULUKUŞ (*)

ÖZET

"Venture Capital"; emisyon yeteneği olmayan gelişmeye açık, küçük ve orta ölçekli işletmelere yatırımcıların, yani VC-Şirketlerinin aktif bir yönetim himayesi getirdikleri spesifik bir katılım finansmanı türüdür. Genelde katılım beş ile on yıl arasında sürmektedir. İşletmenin finansman gereksinimini kendi kaynaklarından karşılamaya başlamasıyla, VC-Şirketi borsada kendi katılım payını satarak anlaşmayı sona erdirmektedir. Günümüzde ticari deneyimi olmayan, ancak teknoloji bilgisi olan birçok orta ölçekli işletme bu yolu izleyerek anonim şirket statüsüne geçmektedir. Ülkemiz açısından değerlendirilecek olursa; teknolojik açıdan geri kalma ile bağlantılı olarak öz kaynak güclüğü içerisinde olan işletmeler ve ayrıca artan işsizlik için "Venture Capital" bir çözüm olarak düşünülebilir.

1- Die Merkmale der Venture Capital Finanzierung

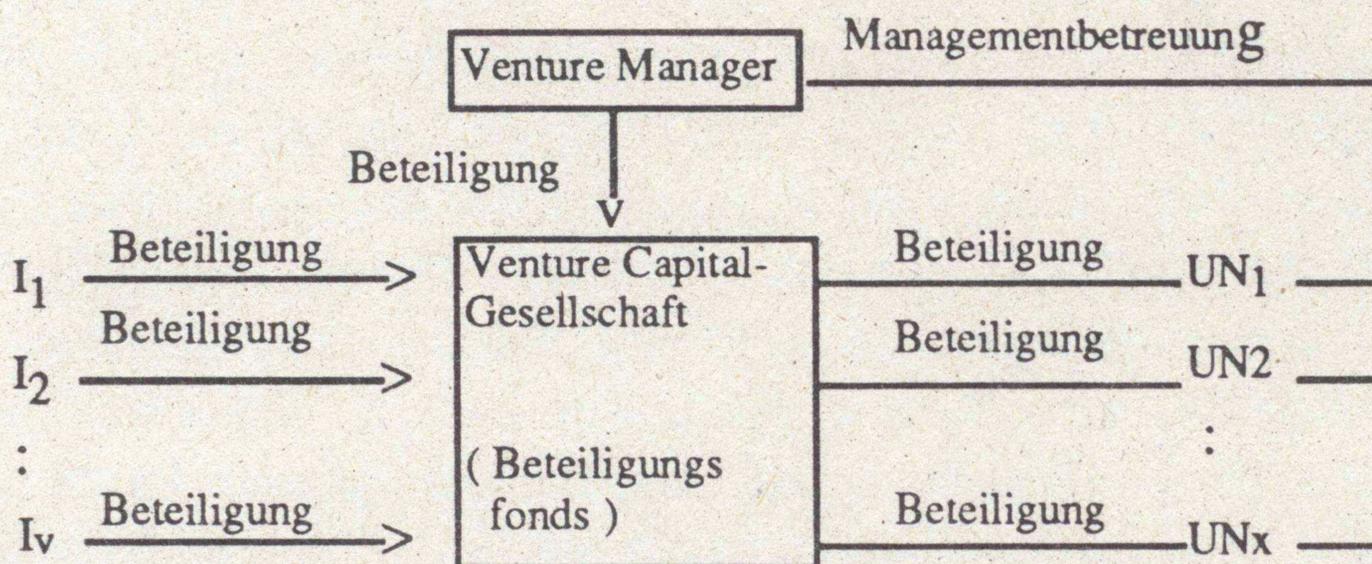
Venture Capital ist eine spezielle Form der Beteiligungsfinanzierung, die zur Finanzierung von Innovationen dient. Joseph Schumpeter, der den Begriff der Innovation in den dreißiger Jahren in die Wirtschaftswissenschaften eingeführt hat, versteht darunter "Jeders Andersmachen im Gesamtbereich des Wirtschaftslebens" und die "Durchsetzung neuer Kombinationen". L.B. Mohr fasst Innovation als die "erfolgreiche Einführung von Mitteln und Zwecken in einem Anwendungsbereich, für den sie neu sind (Niopek, 1986, S.37).

Hier soll unter "Innovation" ein neues Produkt bzw. Produktideen, neue Marketingverfahren bzw. Marketingideen oder eine neue Dienstleistung verstanden werden. Der Zweck des Venture Capital besteht darin, einem jungen, kleinen innovationen Unternehmen mit neuer Technik oder neuen Dienstleistung, Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, damit es wachsen kann, und damit der Venture Capital-Anlager seinen Unternehmungsanteil bei der Börseneinführung des Unternehmens mit grösstmöglichem Gewinn wieder verausern kann.

(*) Arş.Gör.D.E.Ü.İ.I.B.F., İşletme Bölümü

Venture Capital ist ein Lösungsvorschlag für Finanzierungsprobleme junger, riskanter und besonders technologisch innovativer Unternehmen. Das überlassene Eigenkapital, das von vielen Financiers bereitgestellt wird, wird in einem Fonds gesammelt. Die in diesem Fonds gesammelten Mittel, die für Innovationen benötigt werden, können durch Banken sowie Gesellschaften, ausländische Investoren oder Privatpersonen aufgebracht werden.

Abbildung 1: Beziehungen zwischen den Beteiligten eines Venture Capitals-Beteiligungs fonds



I_u = Investoren (Venture Capital-Geber); $u=1,2,\dots,v$

UN_w = Portefeuille-Unternehmen (Venture Capital-Nehmer); $w=1,2,\dots,x$

Quelle: Schwilling, 1989, S.32

Von diesem Fonds wird man die Unternehmen finanzieren, von denen man grosse Wachstums- und Erfolgchancen erwartet. Die Financiers übernehmen eine aktive Rolle in der Unternehmensführung durch erfahrene professionelle, in ihren Entscheidungen von den Financiers unabhängige Fondsmanager.

In erster Linie eröffnet Venture Capital hohe Gewinnchancen nach einer Reifenzzeit der Unternehmen durch Ankauf der entsprechenden Beteiligungen; daneben aber auch hohes Risiko der VC-Gesellschaft ist je Beteiligung auf die Höhe der gewährten VC-Finanzierung beschränkt, die Renditechancen sind jedoch unbegrenzt (Seicht, 1985, S.53).

"Überall, wo ein Kapitalgeber im Austausch gegen Zahlungsmittel einen durch eine Kapitalform festgelegten Anspruch gegen einen Kapitalgeber er-

wirbt, liegt ein Finanzmarkt vor (Süchting 1989,S.53). So kann man sagen, dass VC-Gesellschaften Bestandteile der Finanzmärkte sind. Unterteilt man die Finanzmärkte in einen Primärmarkt und einen Sekundärmarkt, so sind aus der Sicht der VC-Gesellschaft die Kapitalgeber und die Beteiligungsunternehmen Teilnehmer des Primärmarktes, weil die Kapitalform erstmalig direkt vom Emittenten erworben bzw. veraussert wird. Die VC-Gesellschaft verkauft wiederum im Sekundärmarkt ihre ersterworbenen Kapitalformen an Interessenten. Es ist also interessant, inwieweit der Primär- bzw. Sekundär-Finanzmarkt den VC-Prozess beeinflusst. Um ihre Venture Capital Investitionen zu streuen, müssen die VC-Gesellschaften eine gesunde Beteiligungspolitik zwischen neugründeten, älteren und jüngeren wachsenden Unternehmen finden, um eingefahrene Verluste durch grössere Gewinne auf der anderen Seite abdecken zu können. Dabei muss man beachten, dass der Schwerpunkt an dieser Beteiligungspolitik bei jungen, wachsenden Unternehmen liegt. Ausserdem soll diese Beteiligungspolitik auch eine Streuung nach unterschiedlichen Branchen, Märkten und Entwicklungsstufen der Beteiligungen berücksichtigen. Es ist also erforderlich, dass Portefeuille eines Fonds von VC-Gesellschaften bzw. der Risikokapitalgeber aus 20-30 Beteiligungen besteht. Von 10 Beteiligungen gehen ca. 2 bis 3 bald wieder ein; 5 bis 7 gehen gerade schlecht und recht und 1 bis 2 Beteiligungen werden grosse Erfolge (Seicht, 1985, S.56).

Die besonderen Sparten, in die VC-Fonds investiert haben, sind Elektronik, Computertechnik, Biotechnologie und Gentechnologie.

II- Alternativen der VC-Finanzierung

Nach der Investitionsentscheidung erfolgen VC-Finanzierungen auf unterschiedliche Alternativen : Direkte und Indirekte VC-Finanzierung.

Bei der direkten VC-Finanzierung erwirbt der Kapitalgeber eine Beteiligung am finanzierten Unternehmen. Wenn die Träger der Investitionsentscheidung und die Kapitalgeber rechtlich und wirtschaftlich identisch bzw. direkt verbunden sind, so besitzen die Kapitalgeber umfangreiche Eingriffsrechte und können selbst Anlageobjekte auswählen und Anlageentscheidungen treffen (Graf von Hagenberg, 1989, S.68).

Für Kapitalgeber , die an finanzierten Unternehmen ein aktive Manage-

mentbetreuung haben, stehen spekulative Motive im Vordergrund. Sie haben grosse Erwartung überdurchschnittlich Kurssteigerungen mit Technologieaktien zu erzielen und warten darauf, dass in der Zukunft nach einem bestimmten Zeitraum, diese Vereuserungsgewinne an sie zuruckfliessen. Hier stehendes Problem besteht darin, dass diese Beteiligungen dem Kapitalgeber in der Zukunft diese Wertzuweachse nicht garantieren können. Also hat der Kapitalgeber ein grosses Risiko bzgl. Kapitalverlusten, weil er sich finanziell langfristig an die innovativen Unternehmen gebunden hat.

Typischerweise wird bei den indirekten VC-Finanzierung ein intermediar eingeschaltet, der als Beteiligungsfonds bezeichnet wird. Die für innovativen benötigten Mittel, die vom Risikokapitalgeber aufgebracht worden sind, werden in diesem Fonds eingezahlt. Financiers haben keine Entscheidungsbezugnis darüber, an welchen Unternehmen das Kapital gebunden werden soll. Die professionellen Venture Manager oder Fonds Manager, die in ihren Entscheidungen von dem Kapitalgeber unabheanging sind, verwalten diese Fonds und treffen die Beteiligungsentscheidungen nach aufgebrachtem Kapital. Sie bringen eine aktive Managmentunterstützung in das Beteiligungsverhealtnis ein.

IV- Die Formen der VC-Finanzierung

Die idealtypische VC-Finanzierung erfolgt in einer Abfolge von sechs Finanzierungsstufen.

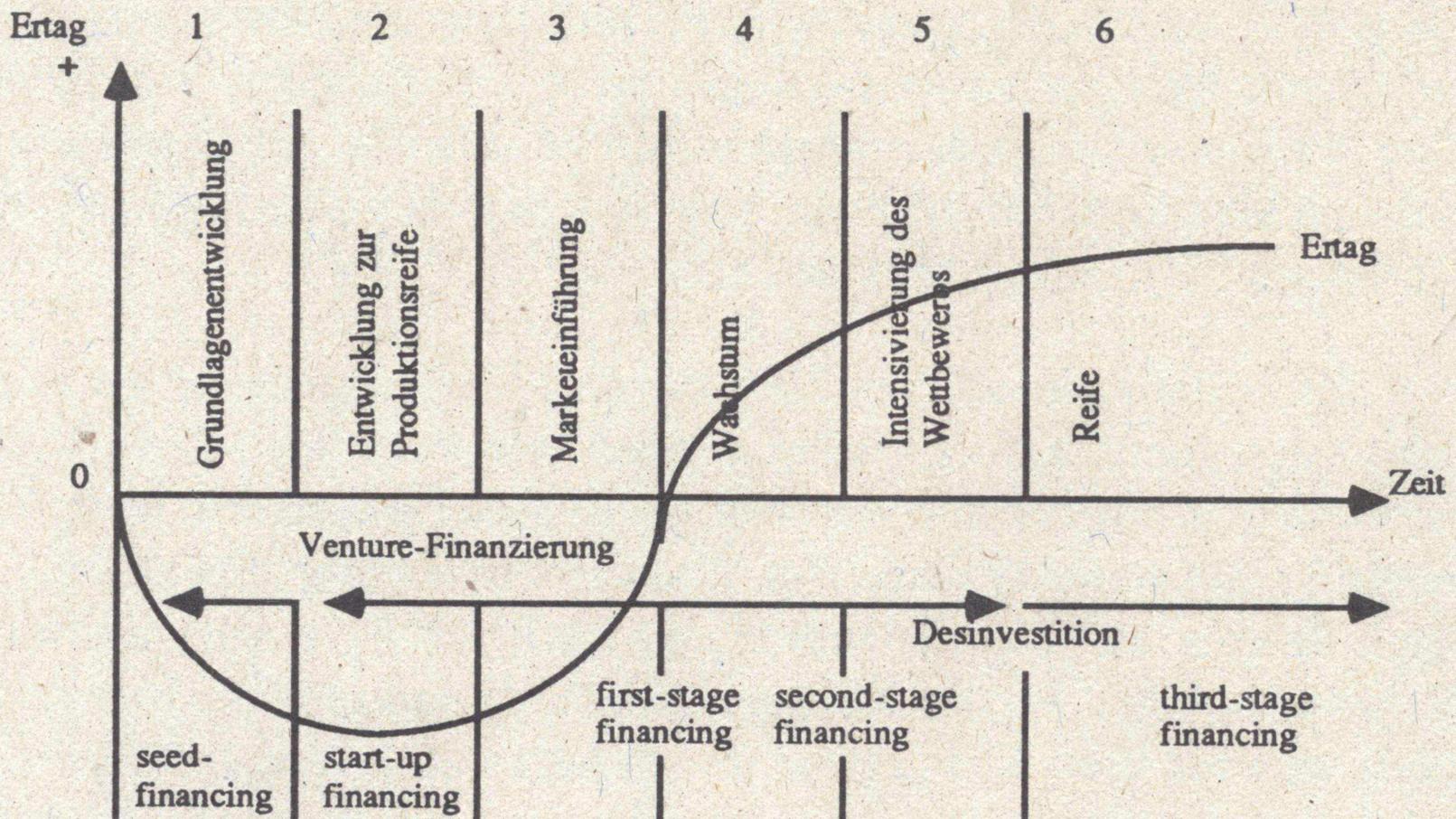
Early-Stage Finanzierung

Unter dem Begriff der Early-Stage Finanzierung werden drei aufeinander folgende Phasen unterschieden:

1.Phase; Seed Financing

Das Wesenmerkmal dieser Phase ist die Bereitstellung von einem relativ geringen Kapitalbetrag an einem Unternehmer zur Finanzierung der Erstellung eines Produktionskonzept. In dieser Vorbereitungsphase erfolgt die Unternehmensanalyse bzw. das Formulieren der unternehmerischen Ziele ; Marktanalyse bzw. Definiton der anvisierten Markt. Den grossen Gewinnchancen des VC-Anlagers stehen auch höhe Verlustrisiken gegenüber. In dieser Phase weiss man nicht genau, ob das Unternehmen langfristig am Markt verbleibt.

Abbildung 2: Phasen des Lebenszyklus von innovativen Angeboten und Finanzierungsarten



Quelle: Schmeisser / Mattick; 1986, S.501

2. Phase; Start-up-Financing

Die der Grundlageentwicklung folgende Start-up-Finanzierung dient dazu, die Unternehmensgründung durchzuführen. In dieser Phase ist die Produktionvorbereitung abgeschlossen. Die Entwicklungsphase ist weiterhin gekennzeichnet durch die technologische Reifung des Produkt bis zur Herstellung von Prototypen (Busse, 1989, S.75).Zur späteren Markteinführung wird ein detailliertes Marketing-Konzept ausgearbeitet. Sowohl das Kapitalverlustrisiko als auch die Gewinnchancen von VC-Anlagern ist in dieser Phase erheblich.

3. Phase; First-Stage-Financing

In der First-Stage Phase werden die hergestellten Produkte auf dem Markt eingeführt. Der innovationsprozess braucht in dieser Phase die höchsten Mittel.

Mit diesen drei Phasen ist das First-Stage-Financing abgeschlossen.

Expansion-Stage-Finanzierung

Die Finanzierung der Unternehmensexpansion wird wieder in drei Phasen unterteilt;

1. Phase; Second-Stage-Financing

Die ersten Prototypen werden erfolgreich auf dem Markt eingeführt. Der Absatz steigt stark an und es entsteht Kapitalbedarf für den Ausbau der Absatzwege.

2. Phase; Third-Stage-Financing

Das Second-Stage-Financing ermöglicht es, dem Marktwachstum zu folgen. Das Problem ist hier ein relativ neu entstehender Kapitalbedarf für die Erhöhung der Produktionskapazität. Die anvisierten Marktpotentiale wurden strategisch ausgeschöpft.

3. Phase; Fourth-Stage-Financing

Bei dem auch als Bridge Financing bezeichneten Fourth-Stage-Financing erlebt das Unternehmen eine weitere Absatzexpansion und benötigt neu aufgebaute Kapazitäten, weil mit der Börseneinführung die Phase der Desinvestition des Venture Capitals beginnt. Der Wert des Unternehmens ist erheblich gestiegen. Die Venture Capitalgeber werden versuchen, diesen Wertzuwachs des von ihnen angelegten Kapitals durch einen Verkauf ihrer Beteiligungen an der Börse zu realisieren.

V- Die Auswahl der Beteiligungsunternehmer

Eigenkapital ist das Fundament, um die Ideen zu vermarkten. Meist sind die Ideen und das Geld nicht zusammen. Die Banken sind nicht immer bereit zur Realisierung des Projektes eines neugründeten Unternehmens, das nötige Geld zur Verfügung zu stellen. In diesem Punkt füllen die VC-Gesellschaften diese Lücke und finanzieren die innovativen Unternehmen, von denen sie eine überdurchschnittliche Rendite erwarten. Hier ist die wichtigste Frage, welche Kriterien bei der Auswahl der Beteiligungsnehmer eine Rolle spielt. Denn es gibt für die VC-Gesellschaft kein zurück mehr, wenn die Pläne des innovati-

ven Unternehmens in Angriff genommen wurden. Sie treagt bis zum Entschluss die Risiken der Innovation. So ist das leicht zu verstehen, warum die Kriterien rigoros sind.

Die wichtigsten Entscheidungskriterien der Beteiligungsnehmer sind Management, Marketingcharakteristik, das Produkt und der Finanzplanung. Ein Unternehmen, das Wagniskapital sucht, muss typischerweise einen Geschäftsplan ("Business Plan") entwerfen und ein Managementteam aufstellen (Kau, 1983, S.25). Ein Geschäftsplan dient in erster Linie dazu, diese vier Kriterien deutlich zu machen, damit das Unternehmen günstige Konditionen enthealt. Zur Beurteilung des Beteiligungsprojekte wird die VC-Gesellschaft die folgenden Entscheidungsorientierter und auch in einem Geschäftsplan enthaltenden Kriterien analysieren:

Management

Qualiteat des Managements, z.B. die Feahigkeit andere Menschen zu überzeugen oder die Teamfeahigkeit sind ein wesentliches Prüfkriterium und spielt eine entscheidende Rolle für die speatere Zusammenarbeit.

Marketingcharakteristik

Der existirende Markt sowie die Strategie für die Erhöhung des bisherigen Marktanteils ist eines der wichtigsten Kriterien für Wagnisfinanzierer. Die Wettbewerbssituation im Markt, in dem das Unternehmen konkurriert, soll gut aufgezeigt werden.

Produkt

Vor allem muss Kapitalnachfragende Unternehmen eine vollkommene Beschreibung des Produktes, das es offengelegt hat. Dabei soll der VC-Entscheidungstreager noch die Vor-und Nachteile des Produktes gegenüber potentialen Konkurrenzprodukten, Produkteigenschaften, mögliche Anwendungsbereichen sowie Entwicklungspotential des Produktes berücksichtigen.

Finanzplanung

Hierzu bestimmt man die Auflistung aller variablen und fixen Kosten nach einzelnen Bereichen. Ausserdem muss der VC-Entscheidungstreager wissen, wieviel Kapital das Unternehmen braucht, bis die Gesellschaft "public" gehen kann. Unter diesem Gesichtspunkt muss der langfristige Kapitalbedarf des Unternehmens dargelegt werden.

Wie es deutlich gemacht wird, ist ein detailliertes Geschäftsplan für das Unternehmen und auch für den Investor von grosser Bedeutung. Wenn ein Geschäftsplan eines Unternehmens akzeptabl und erreichbar scheint, investieren VC-Gesellschaften eher in solche Projekte.

VI-Besondere Formen bei der VC-Finanzierung

Bei einer typischen VC-Finanzierung sind zwei besondere Formen zu unterscheiden: Spin-offs und Management-buy-outs. Bei den Spin-offs handelt es sich um ein Unternehmen, das durch einige Spezialisten bzw. erfahrene Manager oder Wissenschaftler neugründet wurde, die sich von ihrem alten Unternehmen gelöst haben und innovatives Potential auf ein neues Unternehmen transferiert haben, weil sie ihre Entwicklung selbst ausschöpfen wollen.

Buy-outs sind etablierte Unternehmen, die durch bisherige Manager gekauft werden.

Buy-outs und spin-offs bedürfen sehr spezifischer, massgeschneiderter Finanzierungskonzepte, die im Vorfeld auch die Optimierung des Rahmens für den Unternehmenskauf bzw. die Neugründung umfassen - so die steuer- und gesellschaftrechtlichen Fragen (Breuel, 1988, s. 588).

Diese Modelle, buy out und spin-off, sind besonders in den USA weit verbreitet, wo die VC-Finanzierung ihren Ursprung hat.

VII-Ausblick

Venture Capital ist verkettet mit Gedanken an Kreativität, Risikobereitschaft, Flexibilität und Wagemut der innovativer Unternehmen.

Die Unternehmen, an denen die Kreditinstituten teilgenommen haben,

sind oft grosse Industriebetriebe. Da die Kreditinstituten an diese Industriebetriebe teilgenommen haben, bringen sie eine aktive Managementunterstützung mit. Unter diesen Gesichtswinkel erinnert diese Beteiligungen der Kreditinstituten an Venture-Capital-Beteiligungen. So stellt sich in der Türkei die Finanzierungslücke der kleinen mittelsteandischen Unternehmen als Problem der Beschaffung langfristigen Kredit- und Beteiligungskapital dar.

Für das Venture-Capital ist die wichtigste Voraussetzung die Funktionsfähigkeit der Börse. Sonst hat der Venture-Capital Geber keine Chance auf Realisierung seiner Renditewartung. Die Börsen, an denen die Venture-Capital Geber ihre Unternehmensanteile verausern werden können, müssen gut organisiert und funktionsfähig sein. Die Entwicklung des Venture-Capital-Marktes in der Türkei heangt es wesentlich davon ab, inwieweit die Börse gut organisiert und funktionsfähig ist.

ZUSAMMUNGFASSUNG

Venture Capital ist eine spezielle Form der Beteiligungsfinanzierung an überdurchschnittlich wachstumstreachtigen kleinen und mittleren, nicht emissionsfähigen Unternehmen, wobei der Financier bzw. VC-Gesellschaften aktive Managementunterstützung in das Beteiligungsverhealtnis einbringt. Im Regellfall dauert diese Beteiligung fünf bis zehn Jahre. Sobald das Unternehmen die Finanzierung aus eigener Kraft besorgen kann, löst sich die VC-Gesellschaft durch Verkauf an der Börse von seinem Engagement. Viele mittelsteandische Unternehmen, die noch nicht so viele gescheaftliche Erfahrungen, aber dennoch technologische Kenntnisse haben, beschreiten heute diesen Weg und wandeln ihr Unternehmen in eine Aktiengesellschaft. Für die eigenkapitalschwachen Unternehmungen in Verbindung mit technologischen Rückstand und zunehmende Arbeitslosigkeit der Türkei kann das Venture Capital eine Lösung sein. Wegen ihrer raschen Verbreitung und Aktualiteat verdient Venture Capital heute besondere Beachtung. Deshalb möchte ich mit diesem Beitrag erklearen, was Venture Capital ist.

QUELENNACHWEIS

- BREUEL, Birgit.; Venture Capital, in: Finanzierungshandbuch, hrsg. F. Wilhelm Christians, Wiesbaden 1988.**
- BUSSE, Franz-Joseph.; Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft, München; Wien: Oldenburg, 1989.**
- FENDEL, Andreas.; Investmententscheidungsprozesse in Venture-Capital-Unternehmungen: Darstellung u. Möglichkeiten d. Instrumentellen Unterstützung, Köln-Deutscher Wirtschaftsdienst, 1987.**
- GRAF von HARDENBERG, Colin.; Die Bereitstellung von Venture Capital durch Grossunternehmen: ein Mittel zur Sicherung und Entwicklungsmöglichkeiten, Göttingen: Vandenhoeck u. Ruprecht, 1989.**
- KAU M., Wolfgang.; Venture Capital und Going Public: Unternehmensfinanzierung in den USA; Köln; Berlin ;Bonn; München: Heyman, 1984.**
- NIOPEK, Wolfgang.; Innovationsverhalten öffentlicher Unternehmen: Determinanten, Typen und Funktionen; Baden-Baden, 1986.**
- SCHWILLING, Werner.; Venture Capital als Kapitalanlage von Versicherungsunternehmen, Bergisch Gladbach; Köln; Eul, 1989.**
- SEICHT, Gerhard.; Venture Capital, in: Journal für Betriebswirtschaft jg. 35, 1985.**
- SCHMEISSER, Wilhelm/ Mattick, Gudrun.; Das Management von Innovationen, hrsg. Erich Staudt; Frankfurt, 1986.**
- SÜCHTING, Joachim.; Finanzmanagement: Theorie und Politic der Unternehmensfinanzierung Wiesbaden, 1989.**
- WILLMS, Manfred.; Wachstumsfinanzierung mit Venture Capital; Wirtschaftsdienst, 1985.**