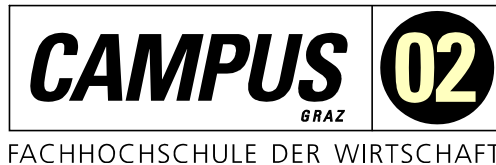


MASTERARBEIT

STARTUP-INVESTMENTS IN ÖSTERREICH – EINE ANALYSE DER ERFOLGSFAKTOREN

ausgeführt am



Studiengang
Informationstechnologien und Wirtschaftsinformatik

Von: Marco Vitula
Personenkennzeichen: 1510320039

Graz, am 08. Dezember 2016

.....
Unterschrift

EHRENWÖRTLICHE ERKLÄRUNG

Ich erkläre ehrenwörtlich, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne fremde Hilfe verfasst, andere als die angegebenen Quellen nicht benützt und die benutzten Quellen wörtlich zitiert sowie inhaltlich entnommene Stellen als solche kenntlich gemacht habe.

.....

Unterschrift

DANKSAGUNG

Die Arbeitswelt unterliegt in breiten Teilen unserer Welt einem Wandel, der durch einen regelrechten „Startup-Hype“ gekennzeichnet ist. Vor allem im letzten Jahrzehnt war diese Bewegung auch stark in Österreich zu spüren.

Begleitet durch diesen Wandel ergeben sich für junge Unternehmen zahlreiche Aufgabenstellungen auf dem Weg zu einem profitablen Unternehmen. Wissenschaftliche Untersuchungen und Erkenntnisse, welche als leicht „konsumierbare“, subsumierte und verifizierte Resultate bereitgestellt werden, können dem Unternehmensgründer behilflich sein, um die Vielzahl an riskanten Entscheidungen auf Basis von Leitfäden treffen zu können.

Speziell die Finanzierung und das damit einhergehende „Fundraising“ begleitet junge Startups meiner Erfahrung nach über einen Zeitraum von einigen Jahren und das Management solcher Jungunternehmen ist deshalb angetan die notwendigen Maßnahmen zu einer geeigneten Finanzierung zu setzen, um den Erfolg ihres „Ventures“ sicherzustellen.

Ich bin dankbar, dass ich mit dieser Arbeit einen Beitrag leisten konnte und hoffe, dass die Resultate von österreichischen Gründern unterstützend eingesetzt werden können.

An dieser Stelle möchte ich mich für die Unterstützung aller Freunde, Kollegen und Experten bedanken, ohne die die Fertigstellung nicht möglich gewesen wäre. Insbesondere möchte ich Philipp Thurn und Taxis, Michael Schuster, Bernhard Lehner und Philipp Stangl für die detaillierten Einblicke in deren täglichen Alltag als institutionelle Investoren danken. Besonderer Dank gilt auch Maximilian- und Joyce Schnödl, die im Rahmen von offenen Interviews dabei geholfen haben, die Motivation von amerikanischen Private-Equity-Gesellschaften einerseits und aufstrebenden jungen Startups in den USA andererseits zu skizzieren.

Für deren Geduld und vor allem seelische Unterstützung möchte ich meiner Familie, meinen Freunden und meiner Freundin danken, die überhaupt erst die Grundlage für diese Arbeit geschaffen haben.

KURZFASSUNG

Startups stehen in den letzten Jahren – nicht zuletzt durch deren starke mediale Präsenz – im Rampenlicht der politischen Diskussion. Es steht außer Zweifel, dass diese jungen Unternehmen die Unternehmenslandschaft des 21. Jahrhunderts maßgeblich mitgestalten werden.

Die Finanzierungsbedürfnisse von Startups werden jedoch durch existierende Finanzinstitute (z.B. Banken) auf Grund der regulierten Vergaberichtlinien von Unternehmenskrediten vermehrt durch alternative Finanzierungsinstrumente aus dem privaten Sektor gedeckt. Diese Instrumente sind als solche zwar nicht neu, jedoch stehen Startup-Gründer vor der Herausforderung, einerseits vergleichsweise anspruchsvolle Finanzierungsinstrumente und deren Auswirkungen auf das Unternehmen zu verstehen und andererseits an das nötige Kapital heranzukommen.

Diese Arbeit unternimmt den Versuch, relevante theoretische Grundlagen zu diesem Themengebiet zu beleuchten, um im Anschluss die Frühphasenfinanzierung und relevante Erfolgsfaktoren zu identifizieren und deren Relevanz zu quantifizieren. Somit steht dem Praktiker und dem Unternehmensgründer ein Leitfaden zur Verfügung, der in Ergänzung zu bestehender Literatur herangezogen werden kann

Dabei werden Erkenntnisse, welche einerseits auf qualitativen Untersuchungen durch die Einbeziehung von österreichischen Experten im Bereich Venture Capital und andererseits auf quantitativen Erhebungen unter Startup-Gründern beruhen, gewonnen.

Die gewonnenen Erfolgsfaktoren gliedern sich dabei in die Bereiche Geschäftsführung, Gründungsmitglieder, Geschäftsmodell, Unternehmensauftritt und Investmentprozess. Dabei hat sich gezeigt, dass Variablen, welche aus dem Humankapitaltheorieansatz gewonnen wurden, von hoher Relevanz sind. Diese stehen in Zusammenhang mit den Attributen der Gründungsmitglieder und den Geschäftsführern und beziehen sich vordergründig auf deren emotionale Bindung zum Unternehmen und deren Erfahrung in der Unternehmensgründung, der jeweiligen Branche und Berufserfahrung generell.

Erstmalig wurde im Rahmen dieser Arbeit auch die Corporate Governance untersucht, wobei speziell die Gesellschafterstruktur und die Anzahl der Gesellschafter und deren Einfluss auf den Erfolg zur Erlangung einer Frühphasenfinanzierung unter österreichischen Startups und Investoren erhoben wurde. Dabei wurde festgestellt, dass die Anzahl der Gesellschafter eines Startups indirekt proportional zum Abschluss einer Frühphasenfinanzierung steht. Diese These wurde durch österreichische Experten in diesem Fachgebiet untermauert.

ABSTRACT

Due to their strong media coverage in the last years, startups have been the focus of the political debate in Austria. There is no doubt that these young companies will shape the corporate landscape of the 21st century.

The financing needs of start-ups, however, are only covered by alternative financing instruments, whereas traditional financial institutions (e.g. banks) don't act as financial partners for startups anymore – mainly due to highly regulated credit restrictions, which startups can hardly meet. These financing tools are not new as such, but startup founders face the challenge to comprehend highly complex financing instruments and their impact on the company and, on the other hand, to get the necessary capital from private investors.

This thesis attempts to highlight relevant theoretical foundations on this subject in order to subsequently identify relevant success factors related to the receipt of an early-stage-funding and to quantify their relevance. This provides the practitioner and the company's founder with a guide that can be used in addition to existing literature.

In doing so, findings which are based on qualitative research by the inclusion of Austrian experts in the field of venture capital and, on the other hand, on quantitative surveys among startups.

The resulting success factors are divided into the areas management, founding members, business model, company appearance and investment process. It has been shown that variables derived from the human capital theory approach are of high relevance. These are linked to the attributes of the founders and the managers and relate primarily to their emotional attachment to the company and their experience in founding companies, the respective industry and professional experience in general.

For the first time, corporate governance was also examined in this work, with a particular focus on the shareholder structure and the number of shareholders and their influence on the success in obtaining early-stage financing among Austrian start-ups and investors. It was found that the number of shareholders of a start-up is indirectly proportional to the obtainment of an early-stage financing. This finding was underpinned by Austrian experts in this field.

INHALTSVERZEICHNIS

1	AUFGABENSTELLUNG & ZIELSETZUNG	2
2	FORSCHUNGSFRAGE	3
3	GEWÄHLTE METHODEN	4
3.1	Experteninterviews.....	4
3.2	Umfragen.....	4
4	DAS STARTUP – DEFINITION UND EIGENSCHAFTEN.....	6
5	FINANZIERUNGSFORMEN FÜR HOCHTECHNOLOGIE-STARTUPS – EIN GRUNDRISS.....	7
5.1	Grundlegende Gliederung von Außenfinanzierungsformen nach Rechtsstellung der Kapitalgeber	7
5.1.1	Die Fremdfinanzierung	7
5.1.2	Die Eigenfinanzierung	8
5.1.3	Die Mezzaninfinanzierung	11
5.2	Die Gliederung von relevanten Außenfinanzierungsformen nach Herkunftsart.....	12
5.2.1	Die Business-Angel-Finanzierung	12
5.2.2	Die Venture Capital Finanzierung	13
5.2.3	Die Finanzierung durch öffentliche Förderprogramme	15
6	DER INVESTITIONSPROZESS.....	17
6.1	Der Business Plan	19
6.1.1	Executive Summary	20
6.1.2	Das Team.....	21
6.1.3	Die Organisation.....	21
6.1.4	Das Geschäftsmodell	21
6.1.5	Der Markt	22
6.1.6	Die Ziele und die Strategie	23
6.1.7	Die Produkte, Leistungen und Verfahren.....	23
6.1.8	Marketing & Vertriebsaktivitäten	24
6.1.9	Finanzplanung.....	24

6.2	Termsheet / Der „Letter of Intent“	25
6.2.1	Das Founder-Vesting	26
6.2.2	Mitverkaufsrecht – „Tag-Along-Right“	26
6.2.3	Mitverkaufspflicht – „Drag-Along-Right“	26
6.2.4	Vorkaufsrecht – „Right of first refusal“	26
6.3	Due Diligence	27
6.4	Bewertungsverfahren von Startups	28
6.4.1	Problemstellung.....	28
6.4.2	Die Substanzwertmethode	30
6.4.3	Die Ertragswertmethode.....	31
6.4.4	Discounted-Cash-Flow-Verfahren	31
6.4.5	Unternehmensbewertung von österreichischen Business Angels und VCs in der Praxis	32
6.5	Die Kapitalerhöhung	33
6.5.1	Begriffsdefinition.....	33
6.5.2	Die Durchführung der Kalkulation an Hand eines Beispiels	34
7	DIE STARTUP-PHASEN UND IHRE KAPITALANFORDERUNGEN	40
7.1	Frühphasenfinanzierung	42
7.1.1	Seed-Finanzierung	42
7.1.2	Startup-Finanzierung.....	42
7.1.3	First-Stage-Finanzierung	42
7.1.4	Fazit	43
7.2	Die Wachstumsfinanzierung	44
7.2.1	Second-Stage-Finanzierung.....	44
7.2.2	Third-Stage-Finanzierung.....	44
7.3	Die Reifephasenfinanzierung	45
7.3.1	Bridge-Finanzierung	45
7.3.2	Management Buy-Out / Management Buy-In.....	45
7.3.3	Leveraged-Buy-Out	46
8	EINORDNUNG DER ARBEIT IN DIE EXISTIERENDE FORSCHUNG	47
8.1	Kategorisierung der Erfolgsdeterminanten	47

8.2	Bestehende gründerbezogene Theorieansätze.....	48
8.3	Bestehende unternehmens- und umweltbezogene Theorieansätze	49
9	FORSCHUNGSDESIGN.....	50
9.1	Forschungsfrage & Hypothesen.....	50
9.2	Forschungsmethoden	51
9.2.1	Die Experteninterviews.....	52
9.2.2	Die Umfrage	54
10	ERGEBNISSE DER EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG	56
10.1	Merkmale der vorliegenden Stichproben.....	56
10.1.1	Merkmale der vorliegenden Stichprobe der Umfrage.....	56
10.1.2	Merkmale der vorliegenden Stichprobe der Experteninterviews	63
10.1.3	Vorgehensweise bei der Auswertung der quantitativen Ergebnisse.....	63
10.2	Die Gründer	65
10.2.1	Deskriptive Statistiken	65
10.2.2	Identifizierte Erfolgsfaktoren	66
10.2.3	Vergleich der Ergebnisse mit den qualitativen Ergebnissen	66
10.3	Die Geschäftsführung	69
10.3.1	Deskriptive Statistiken	69
10.3.2	Identifizierte Erfolgsfaktoren	69
10.3.3	Vergleich der Ergebnisse mit den qualitativen Ergebnissen	71
10.4	Das Geschäftsmodell und die Gesellschaft.....	72
10.4.1	Deskriptive Statistiken	72
10.4.2	Identifizierte Einflussfaktoren.....	73
10.4.3	Vergleich der Ergebnisse mit den qualitativen Ergebnissen	74
10.5	Der Unternehmensauftritt und der Investmentprozess	76
10.5.1	Deskriptive Statistiken	76
10.5.2	Identifizierte Erfolgsfaktoren	77
10.5.3	Vergleich der Ergebnisse mit den qualitativen Ergebnissen	77
10.6	Vertragliche Bedingungen.....	80
10.6.1	Deskriptive Statistiken	80

10.6.2	Identifizierte Erfolgsfaktoren	80
10.6.3	Vergleich der Ergebnisse mit den qualitativen Ergebnissen	81
10.7	Empirische Analyse der Hypothesen.....	83
10.7.1	Deskriptive Statistiken der strukturierten Fragen	84
10.7.2	Analyse der Stichprobe auf die Zugehörigkeit zu einem Hochtechnologiemarkt	85
10.7.3	Zusammenfassung und Auswertung	85
11	CONCLUSIO	88
	ANHANG A – INTERVIEW MICHAEL SCHUSTER	91
	ANHANG B - INTERVIEW PHILIPP STANGL	97
	ANHANG C - INTERVIEW BERNHARD LEHNER.....	100
	ANHANG D - INTERVIEW PHILIPP THURN UND TAXIS	105
	ANHANG E – FRAGEBOGEN	110
	ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....	115
	TABELLENVERZEICHNIS	116
	LITERATURVERZEICHNIS	117

1 AUFGABENSTELLUNG & ZIELSETZUNG

In den letzten Jahren hat sich in Österreich ein Startup-Ökosystem etabliert, welches auch medial an Präsenz gewann. Während vor einem Jahrzehnt noch wenige Vorbilder im Startup-Bereich vorhanden waren, scheint die Bereitschaft das Risiko einer Unternehmensgründung auf sich zu nehmen, nun vermehrt von Gründern eingegangen zu werden. Die Erfolge der letzten Jahre – beispielsweise die Unternehmensübernahmen von Runtastic und Shpock - wurden medial einer breiten Masse zugänglich gemacht und schufen somit eine neue Perspektive auf die Möglichkeiten, die potentiell jedem Unternehmensgründer offenstehen. Durch die vermehrte Gründung von Hochtechnologie-Startups und der damit in Zusammenhang stehenden Verlagerung von Innovation in kleine Unternehmen, steigt auch der Bedarf an passenden Finanzierungsformen. Die klassische, bankengestützte Fremdkapitalfinanzierung rückt auf Grund der Erhöhung der Kapitalanforderungen für Kredit- und Marktrisiken mehr in den Hintergrund, während staatliche Förderungen und Private-Equity-Finanzierung im weiteren Sinne mehr an Bedeutung gewinnen. Auf Grund dieser neuen Entwicklung sind Gründer bereits sehr früh gefordert, sich mit möglichen Ausgestaltungen dieser Finanzierungsformen, deren Planung und Umsetzung zu beschäftigen. Im Rahmen dieser Arbeit werden alternative Finanzierungsformen beleuchtet, wobei ein besonderer Fokus auf Frühphasenfinanzierungen gelegt wird. Initial werden Begriffsdefinitionen vorgenommen und die Grundzüge einzelner Finanzierungsformen beleuchtet, um im Anschluss die Erfolgsfaktoren für erfolgreiche Startup-Investments zu identifizieren, zu behandeln und deren Relevanz zu quantifizieren. Um diese Fragen wissenschaftlich zu untermauern, wurden auf der einen Seite Experten aus dem Finanzierungssektor im Rahmen von Experteninterviews befragt und auf der anderen Seite Gründer von Startups im Rahmen einer strukturierten Befragung herangezogen.

2 FORSCHUNGSFRAGE

Im Rahmen dieser Arbeit wird folgende Forschungsfrage bearbeitet:

Welche Dimensionen determinieren den Erfolg einer positiven privaten Eigenkapitalfinanzierung eines Startups innerhalb der ersten 5 Jahre nach Gründung in Österreich unter besonderer Berücksichtigung von wachstumsorientierten Hochtechnologiestartups.

Dabei liegen folgende Hypothesen vor:

- H1:** Je länger der Unternehmer bereits vor der Gründung in derselben Branche tätig war, desto wahrscheinlicher ist der Abschluss eines Frühphaseninvestments.
- H2:** Jene Startups, deren Geschäftsmodell einem Wachstumsmarkt auf Basis des Gartner Hype Cycles 2015 zuzuordnen sind, können eher ein Investment erhalten als jene, die einem anderen Markt zuzuordnen sind.
- H3:** Je höher die Anzahl der Gesellschafter vor der Kapitalrunde ist, desto unwahrscheinlicher ist der Abschluss eines positiven Investments.

3 GEWÄHLTE METHODEN

Es werden zwei unterschiedliche Methoden ausgewählt („Multi-Method-Approach“), die sich in Kombination gegenseitig ergänzen, um ein bestmögliches Gesamtergebnis zu erzielen. Die zwei Methoden werden gewählt, um Erkenntnisse der ersten Methode innerhalb der zweiten Methode zu validieren bzw. zu falsifizieren. Sie beleuchten die Thematik auch aus zwei unterschiedlichen Perspektiven - einerseits aus der Perspektive der Startups und andererseits aus der Perspektive der Investoren. Von hohem Interesse dabei ist dabei der Vergleich und die Überlagerung der Ergebnisse.

3.1 Experteninterviews

Die Interviews werden offen geführt, beinhalten jedoch auch gegen Ende hin strukturierte Teile, um einen Vergleich mit den Startups vornehmen zu können. Es werden bekannte Experten aus dem privaten Finanzsektor ausgewählt, die sowohl aus Investorensicht als auch als Unternehmenssicht praktische Erfahrung mit Startup-Finanzierungen sammeln konnten.

An folgendem Leitfaden orientierte sich das Interview mit den Investoren:

- Vorstellung der Person und des Backgrounds
- Vorstellung des Unternehmens und der Tätigkeit des Unternehmens
- Phasen des Investmentprozesses und Vorgehensweise
- Erfolgsfaktoren der einzelnen Phasen
- Dealflow – Menge und Art des Zustandekommens
- Ausschlusskriterien bei der Auswahl der Startups

3.2 Umfragen

Im Rahmen einer quantitativen, strukturierten Umfrage, welche sich an Gründer von österreichischen Startups richtet, sollen die Hypothesen durch eine entsprechend hohe Anzahl an Befragungen validiert werden. Die Umfragen werden gezielt Startup-Gründern einerseits über einschlägige Foren und soziale Medien und andererseits per E-Mail bereitgestellt. Um eine Verfälschung der Ergebnisse zu verhindern, werden die Umfragen anonym durchgeführt, da nicht zu erwarten wäre, dass Startups sensible Informationen ohne Anonymität im Rahmen einer Umfrage preisgeben würden.

Die Umfragen stellen die Grundlage für fortführende deskriptive statistische Untersuchungen dar, welche zur Identifikation von Einflussfaktoren dienen. Zur genauen

Priorisierung und Einstufung der untersuchten Faktoren werden die Befragten aufgefordert, die Variablen (potentielle Einflussfaktoren) nach deren Relevanz auf einer Likert-Skala einzustufen. Diese Einstufungen dienen in weiterer Folge als Grundlage für die oben genannten statistischen Auswertungen, die einerseits Antworten auf die Hypothesen geben und andererseits Erfolgsfaktoren hervorbringen sollen.

4 DAS STARTUP – DEFINITION UND EIGENSCHAFTEN

Die Definition von Startups variiert in der einschlägigen Literatur sehr stark, wodurch keine eindeutige Definition aus den Quellen entnommen werden kann. Im weiteren Sinne ist ein Startup ein neu gegründetes Unternehmen (Gründerszene, 2016b), im engeren Sinne werden mit einem derartigen Unternehmen häufig folgende Eigenschaften verbunden (Forschungsförderungsgesellschaft, 2015):

- junges Unternehmen meist unter 5 Jahre alt
- hochtechnologischer Fokus steht im Vordergrund der Geschäftsidee
- das Unternehmen hat hohes Wachstumspotential

Diese Eigenschaften stellen die Grundpfeiler eines Startups dar, deren Ausprägung auch auf die Investitionsfähigkeit hohen Einfluss haben (Stefan Mey, 2015).

Reiter geht bei der Definition soweit, dass er Startups als Subjekte sieht, die das Kundenverhalten aktiv ändern, indem Sie nicht bestehende Märkte und deren Zugang bedienen, sondern „Disruptive Innovation“ betreiben und somit Wege und Zugänge testen, um bestehende Märkte substantiell zu erschüttern – was sehr häufig mit Produktivitätsgewinnen verbunden ist, die dem Kunden preisliche Vorteile verschaffen (Reiter, 2016, S. 8–12).

Im Rahmen dieser Arbeit folge ich einer gemäßigten Begriffsdefinition, die ein Startup als junges, hochtechnologisches und skalierbares Unternehmen versteht.

5 FINANZIERUNGSFORMEN FÜR HOCHTECHNOLOGIE-STARTUPS – EIN GRUNDRISS

Startups bestimmen bereits in ihrer frühen Phase einen Teil ihrer Gesamtstrategie durch die Bestimmung der jeweiligen Finanzierungsform (Kollmann & Kuckertz, 2003, S. 11).

Mit Venture Capital werden speziell aus dem US-amerikanischen Raum große Unternehmenserfolge verbunden – die Entwicklung von Apple, Intel, Hewlett Packard, Google, Facebook, Tesla und vielen weiteren großen Unternehmen wäre ohne Venture Capital nicht möglich gewesen. Die Investition in sehr junge Unternehmen ist jedoch auch mit sehr großem Risiko verbunden, was jedoch hohen Renditemöglichkeiten gegenübersteht (Löntz, 2007, S. 7).

In den folgenden Kapiteln werden die Finanzierungsformen nach Rechtstellung der Kapitalgeber und nach Herkunft strukturiert und im Detail definiert, um auf eine einheitliche Terminologie und Begriffsdefinition aufbauen zu können.

5.1 Grundlegende Gliederung von Außenfinanzierungsformen nach Rechtsstellung der Kapitalgeber

Die Rechtsstellung der Kapitalgeber hat für den Unternehmer einen erheblichen Einfluss, wodurch die einzelnen Außenfinanzierungsformen aus dieser Perspektive beleuchtet werden. Dazu zählen (Löntz, 2007, S. 7):

- Die Fremdfinanzierung
- Die Eigenfinanzierung, wobei zwischen der klassischen Beteiligungsfinanzierung und der atypisch stillen Gesellschaft unterschieden wird
- Die Mezzaninfinanzierung als Mischform der Fremd- und Eigenfinanzierung

5.1.1 Die Fremdfinanzierung

Eine Fremdfinanzierung zeichnet sich dadurch aus, dass sie im Gegensatz zur Eigenfinanzierung auf die Zuführung von Kapital durch Gläubiger beruht. Die Gläubiger treten dabei in eine schuldrechtliche Beziehung mit dem Unternehmen und verfügen in der Regel über keine Mitspracherechte. Das Entgelt für die Kapitalüberlassung heißt Zins und stellt neben der Rückzahlung des Kapitals eine ständige Liquiditätsbelastung für das Unternehmen dar. Im Gegensatz zur Eigenfinanzierung müssen die Zinsen auch bedient werden, wenn das Unternehmen Verluste generiert. Gläubiger verfügen gegenüber den Eigenkapitalgebern somit über einen priorisierten Anspruch auf das von ihnen eingesetzte Kapital und tragen somit in der Regel ein geringeres Risiko, ihr Renditepotential ist im

Vergleich zu Eigenkapitalgebern jedoch vor allem im Erfolgsfall geringer. (Wöhe, 2013, S. 217).

Die Außenfinanzierung durch Fremdkapital kann grundsätzlich in vier unterschiedliche Kriterien eingeteilt werden (Wöhe, 2013, S. 218–220):

- [1] Gliederung nach Herkunft des Kapitals nach Kreditgebern, wobei auf oberster Ebene zwischen Kreditgebern unterschieden wird, die am Leistungsprozesses des Betriebes mitwirken (z.B. Lieferanten) und jenen, die in keiner unmittelbaren Verbindung zum Unternehmen stehen (z.B. Banken).
- [2] Gliederung nach dem Gegenstand der Übertragung. Hier wird zwischen dem Geldkredit, dem Lieferantenkredit (bzw. Sachkredit) und den Sicherheiten unterschieden.
- [3] Über die Dauer der Kapitalüberlassung wird zwischen kurzfristigen, mittelfristigen und langfristigen Fristigkeiten unterschieden, wobei Fremdkapital mit langen Fristigkeiten als Darlehen bezeichnet werden.
- [4] Die rechtliche Sicherheit stellt ein weiteres Unterscheidungsmerkmal dar, wobei die Art der Sicherheit (z.B. Hypothek) eine rechtliche Sicherheit für den Kapitalgeber darstellt, wodurch sich dessen Risiko reduziert. Eine Kapitalüberlassung ohne Sicherheit wird als Blankokredit bezeichnet. Die Sicherheiten gliedern sich in schuldrechtliche und sachenrechtliche Sicherungen.

5.1.2 Die Eigenfinanzierung

Die Zuführung von Kapital durch die Eigentümer oder Anteilseigner (z.B. Aktionäre oder GmbH-Gesellschafter) wird als äußere Eigenfinanzierung bezeichnet und erfolgt im Rahmen einer Beteiligungsfinanzierung oder Einlagenfinanzierung. Eine Eigenfinanzierung kann auch im Rahmen der Innenfinanzierung (z.B. Gewinnthesaurierung) in Erscheinung treten, bei der durch den betrieblichen Umsatzprozess Eigenkapital aufgebaut wird.

Die Rechtsform des Unternehmens spielt eine erhebliche Rolle bei der Evaluierung des Risikoprofils eines Eigenkapitalgebers (Wöhe, 2013, S. 75–77).

Art der Kapitalzuführung	Privat- Vermögen	Atypisch stille Gesellschaft	Beteiligungs- Finanzierung	Börsengang
Rechtsform				
Einzelunternehmen	x	x		
OG		x		
KG		x	x ¹	
GmbH		x	x	
AG		x	x	x

Tabelle 1: Mögliche Kapitalzuführungen auf Basis der gewählten Rechtsform des Unternehmens

Tabelle 1 zeigt die möglichen Formen der Kapitalzuführungen auf Basis der gewählten Rechtsform. Daraus ist ersichtlich, dass die Flexibilität von Einzelunternehmen bei der Zuführung von Kapital deutlich geringer als diese bei der Aktiengesellschaft ausfällt. Die Personengesellschaften gliedern sich in Österreich in die Offene Gesellschaft und die Kommanditgesellschaft. Die Kommanditgesellschaft bietet als Gesamthandgesellschaft erste Möglichkeiten der Beteiligungsfinanzierung für Kommanditisten bieten, deren Haftung mit der Haftsumme begrenzt ist (Wöhe, 2013, S. 150).

Die Gesellschafter der Offenen Gesellschaft haften gemäß § 105 UGB zur gesamten Hand – eine Haftungsbeschränkung existiert hier somit für keinen Gesellschafter. Das notwendige Kapital wird von den Gesellschaftern in Form einer Einlage aufgebracht.

Die Möglichkeiten einer Eigenfinanzierung von Offenen Gesellschaften sind eingeschränkt, da ein externer Kapitalgeber als Offener Gesellschafter eintreten und somit auch eine unbeschränkte Haftung eingehen würde.

Die GmbH und die AG stellen die beiden Kapitalgesellschaften dar – sie werden auch als juristische Personen bezeichnet.

Die GmbH wird im GmbHG und im UGB geregelt und besteht aus zumindest zwei Organen – der Generalversammlung und der Geschäftsführung. Der Aufsichtsrat ist bei der GmbH gemäß § 29 GmbHG erst ab einer gewissen Größe bzw. unter bestimmten Bedingungen verpflichtend, kann jedoch freiwillig bestellt werden. Die GmbH sieht nach § 6 GmbHG ein Mindeststammkapital von EUR 35.000 vor, das zumindest zur Hälfte in bar eingebracht werden muss. Die Gesellschafter der GmbH haften nur mit ihrer Stammeinlage, die in das Vermögen der Gesellschaft übergeht. Der Anteil der Stammeinlage am Stammkapital stellt die Beteiligung der GmbH-Gesellschafter dar, welche Auswirkungen auf deren Gewinnanteil (Dividendenanspruch) und ihre Mitspracherechte hat. Weitere Gesellschafter können durch eine Kapitalerhöhung und einer Beitrittserklärung aufgenommen werden.

¹ Die Haftungssituation des Kommanditisten einer Kommanditgesellschaft ergibt sich aus § 171 UGB Abs. 1 und ist auf die im Firmenbuch eingetragene Haftsumme beschränkt. Die Stellung des Kommanditisten zeigt starke Parallelen zur Stellung des Gesellschafters einer GmbH, wobei dessen Mitspracherechte deutlich eingeschränkt sind.

Der Aktiengesellschaft liegt das Aktiengesetz zu Grunde. Die Aktiengesellschaft sieht drei verpflichtende Organe vor – die Hauptversammlung, den Aufsichtsrat und den Vorstand. Die Gründer werden als Aktionäre bezeichnet und müssen gemäß § 7 AktG ein Mindestgrundkapital von EUR 70.000 aufbringen.

Im Gegensatz zur GmbH ist im Rahmen der Aktiengesellschaft ein Aufsichtsrat bereits bei der Gründung verpflichtend (§ 23 AktG). Dem Aufsichtsrat kommen weitreichende Kontrollrechte gegenüber dem Vorstand und Pflichten gegenüber der Gesellschaft zu. Der Vorstand vertritt die Gesellschaft nach außen hin und ist das Äquivalent zum Geschäftsführer einer GmbH.

Der Aktiengesellschaft kommen weitreichende Möglichkeiten zur Kapitalbeschaffung zu. Sie wird grundsätzlich in zwei unterschiedliche Kategorien eingeteilt, mit der auch unterschiedliche gesetzliche Regulierungen einhergehen – in die börsennotierte und die nicht-börsennotierte AG. Während die nicht-börsennotierte AG in ihren Möglichkeiten zur Kapitalbeschaffung einer GmbH gleichkommt, kann die börsennotierte AG nach einem Börsengang (engl. „Initial Public Offering (kurz: IPO)) Kapital am öffentlichen Kapitalmarkt beschaffen (Brix, 2014, S. 21–23). Im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung, welche von der Hauptversammlung mit einer Dreiviertelmehrheit beschlossen werden kann, werden neue Aktien geschaffen, die von neuen Aktionären erworben werden können. (Wöhe, 2013, S. 80–87)

Die stille Gesellschaft stellt eine Sonderform dar, welche sich an einem Unternehmen beteiligt und nicht nach außen in Erscheinung tritt. Die Haftung einer stillen Gesellschaft ist auf die Haftsumme beschränkt. Die stille Gesellschaft wird grundsätzlich in eine typische und atypische stille Gesellschaft unterteilt, wobei der stille Gesellschafter in der zweiten Form auch an dem Firmenwert des Unternehmens beteiligt ist. Die stille Gesellschaft stellt somit eine Finanzierungsmöglichkeit für jede Unternehmensform – auch für Einzelunternehmen und Personengesellschaften – dar, da mit ihr eine Haftungsbeschränkung der stillen Gesellschafter ermöglicht wird (Bundeskanzleramt - Unternehmensserviceportal, 2016).

5.1.3 Die Mezzaninfinanzierung

Die Mezzaninfinanzierung wird in der einschlägigen Literatur nicht einheitlich definiert, jedoch ist folgende Eigenschaft dieser Finanzierungsform allen Definitionen gleich: Die Mezzaninfinanzierung positioniert sich zwischen Eigen- und Fremdfinanzierung und trägt beide Eigenschaften in sich. Sie stellt einen Oberbegriff für eine aus diesen beiden Formen hybride Finanzierungsformen dar, die unterschiedlich ausgestaltet werden können (Wöhe, 2013, S. 197). Abbildung 1 visualisiert diesen Sachverhalt innerhalb der Bilanz eines Unternehmens, in der sich Mezzaninkapital auf der Seite der Passiva zwischen Eigenkapital und Fremdkapital positioniert.

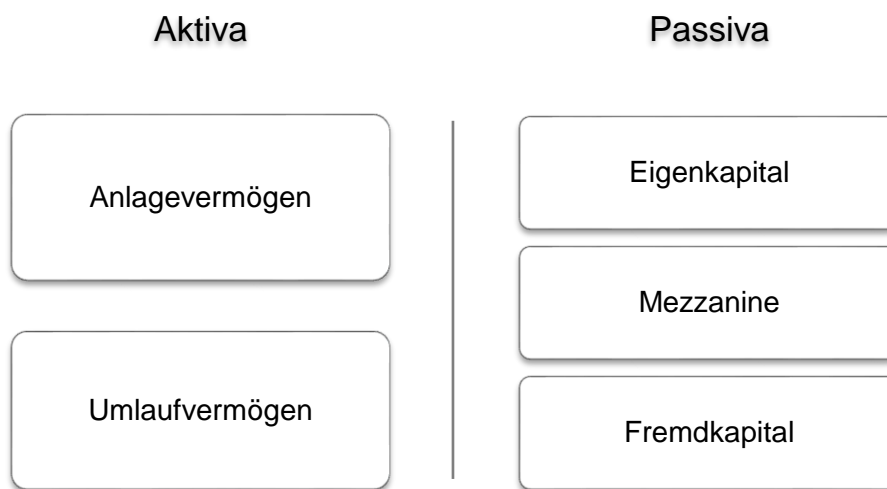


Abbildung 1: Einordnung von Mezzanine-Kapital in die Bilanz in Anlehnung an (Wöhe, 2013, S. 198)

Mezzanine-Finanzierungen sind vertraglich sehr flexibel und können in zwei weitere granulare Ebenen unterteilt werden (Wöhe, 2013, S. 198):

- Equity Mezzanine
- Debt Mezzanine

Während Equity Mezzanine stärkere Eigenkapitalähnlichkeit aufweist, ist das Gegenteil bei der Debt Mezzanine Finanzierung der Fall.

Folgende Elemente und Eigenschaften der Eigen- und Fremdfinanzierung können kombiniert werden (Wöhe, 2013, S. 199):

- Zinsen
- Feste Rückzahlungen
- Laufzeiten

- Entscheidungsbefugnisse
- Gewinnabhängige Auszahlungen

Speziell „Convertible Bonds“ (kurz: „Convertibles“) haben in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen. Dabei stellt der Investor dem Unternehmen ein verzinstes Fremdkapital zur Verfügung, wobei ihm ein zusätzliches Wandelrecht eingeräumt wird, welches gegen Ende der Laufzeit des Darlehens oder zu einem vereinbarten Zeitpunkt (z.B. weitere Kapitalrunde) schlagend wird. Das Wandelrecht, welches eine Obligation des Unternehmens darstellt, sieht dabei davor, dass der Investor investiertes Kapital in Geschäftsanteile umwandeln kann (engl. „equity kicker“). Die Terminologie und rechtliche Ausgestaltung dieses Finanzierungsinstruments kann von Land zu Land unterschiedlich sein (Barthold, 2001, S. 13–14).

Die typische stille Gesellschaft wird auch dem Mezzaninkapital zugeordnet. Damit die Einlage als Eigenkapital buchmäßig geführt werden kann, verzichtet der stille Gesellschafter auf die Auszahlung seiner Einlage im Insolvenzfall (Hofmann & Schmolz, 2014, S. 128–129).

5.2 Die Gliederung von relevanten Außenfinanzierungsformen nach Herkunftsart

Im Rahmen der folgenden Kapitel werden für Startups relevante Außenfinanzierungsformen definiert und im Detail beschrieben. Dem Leser soll klar der Unterschied der einzelnen Formen aufgezeigt werden. Dabei wird der Versuch unternommen dem Leser durch theoretische Grundlagen und praktische Anwendungsfälle Handlungsmöglichkeiten aufzuzeigen.

5.2.1 Die Business-Angel-Finanzierung

Als Business Angels werden in der Regel private Investoren verstanden, die sich an nicht-börsennotierten Unternehmen beteiligen. Neben reinem Geld bringen Sie zudem auch Know-How ein, das Sie mitunter auf Grund ihrer unternehmerischen Vorerfahrung bereitstellen können. Business Angels können keinem eindeutigen Profil zugeordnet werden, verfügen jedoch selbst häufig über einen unternehmerischen Hintergrund (Redweik, 2013, S. 4).

Business Angels beteiligen sich zumeist in einer frühen Unternehmensphase, in der das Risiko und die Ertragsmöglichkeiten des getätigten Investments äußerst hoch sind. Die durchschnittliche Investitionssumme einer Business-Angel-Finanzierung lag in Österreich 2014 bei EUR 117.000 und somit unter Deutschland (EUR 150.000) (David Sternbauer, 2014, S. 11).

Da Startups auf Grund ihrer geringen Eigenkapitalausstattung zumeist nicht in der Lage sind, ihre Investitionsvorhaben durch Fremdkapital zu decken und frühe Umsätze unsicher sind, ist es die Aufgabe der Business Angels diese Lücke zu füllen (Löntz, 2007, S. 3).

Gemäß des *European Business Angel Networks* (kurz: EBAN) investierten Business Angels in Österreich im Jahr 2013 in Summe EUR 2,6 Mio.

Gemessen am Bruttoinlandsprodukt investieren österreichische Business Angels um den Faktor 380 weniger als ihre US-amerikanischen Kollegen. Um mit den USA gleichauf zu sein, wäre ein investiertes Business-Angel-Kapital von ca. EUR 1 Mrd. in Österreich notwendig (Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft Wien, 2015, S. 70).

5.2.2 Die Venture Capital Finanzierung

Zu Venture Capital zählt im weiteren Sinne jegliche Art von Risikokapital, *Wöhe* differenziert zwischen dem informellen Venture Capital und dem formellen Venture Capital. Dem informellen Venture Capital werden jene nicht institutionalisierte Kapitalgeber zugerechnet, die über keine Intermediäre verfügen – beispielsweise auch Business Angels, Familienmitglieder und Freunde. Im Rahmen dieser Arbeit wird unter Venture Capital formelles, nicht-öffentliches Venture Capital verstanden, welches nun in weiterer Folge strukturell näher ausgeführt wird (*Wöhe*, 2013, S. 172–173).

Venture-Capital-Unternehmen (kurz: VCs) zählen im Gegensatz zu Business Angels zum formellen Markt für Beteiligungskapital. VCs investieren in private Unternehmen und unterstützen Startups häufig mit Know-How. Sie verfügen in der Regel über einen eigenen Fonds, der durch externe Kapitalgeber – sogenannten „Limited Partners“ (kurz: LPs) – finanziert wird, fungieren somit als Intermediäre zwischen Kapitalgeber und Investitionsobjekten. Zumeist sind diese Fonds auf eine gewisse Lebensdauer ausgelegt (z.B. 10 Jahre), wobei in dieser Zeit Investitionen und Desinvestitionen (z.B. durch Exit) vorgenommen werden, um die Rendite spätestens nach diesem Zeitraum in vollem Umfang zu konsumieren. Venture-Capital-Unternehmen weisen einen hohen Professionalisierungsgrad auf und zielen auf eine hohe Unternehmenswertsteigerung ab, um in Konsequenz in einem Exit-Szenario nach drei bis sieben Jahren das eingesetzte Kapital zu vervielfachen. Eine Ausnahme stellen Corporate-Venture-Capital-Unternehmen dar, welche auch mit strategischen Absichten in Startups investieren (*Kollmann*, 2014, S. 443–445).

Metrick definiert einen VC über folgende fünf primäre Eigenschaften (*Metrick*, 2007, S. 3)

- [1] Ein VC ist Intermediär zwischen Investoren und Startups.
- [2] Ein VC investiert lediglich in nicht-börsennotierte Unternehmen.
- [3] Ein VC nimmt eine aktive kontrollierende und unterstützende Rolle bei seinen Portfolio-Firmen ein.

- [4] Das Hauptziel eines VCs ist die Maximierung seiner Rendite durch den Verkauf seiner Beteiligung oder durch einen Börsengang.
- [5] Ein VC investiert, um das interne Wachstum des Unternehmens zu fördern.

Daraus lassen sich auch für den Praktiker folgende determinierte Ableitungen treffen:

- Venture Capital Unternehmen agieren auf Grund ihrer Struktur im Interesse der Kapitalgeber und verfolgen mit Ausnahme der Corporate-Venture-Capital-Unternehmen über klare finanzielle Ziele.
- Das Ausfallsrisiko eines Startups wird in Kauf genommen und entweder durch hohe Branchenkenntnis oder hohe Diversifikation minimiert (Kollmann, 2014, S. 445).
- Der VC wird im Interesse seiner Kapitalgeber Kontrollrechte ausüben und dies abhängig von der Größe des Startups diese gegebenenfalls in Form eines Aufsichtsrates institutionalisieren.
- Das Startup ist oder wird darauf ausgelegt, hohe jährliche Wachstumsraten vorzuweisen, um die Unternehmenswertsteigerung in der Investitionsphase des VCs zu maximieren. Eine hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells wird folglich relevant sein.
- Kapital eines VCs wird beispielsweise in Form einer Kapitalerhöhung in das Startup eingebracht, jedoch ist es kein Ziel eines VCs Anteile eines Gesellschafters in Form einer Abtretung zu erwerben, da auf diese Weise Kapital zum Gesellschafter, jedoch nicht in die Gesellschaft fließt und somit in der Regel keinen wachstumsfördernden Einfluss hat.
- VCs sind in der Regel nicht als Finanzpartner für jene Jungunternehmen geeignet, die kein Exit-Szenario anstreben.
- Nicht auf schnelles Wachstum ausgelegte Startups sind im Umkehrschluss für einen VCs in der Regel von sehr geringem Interesse.

5.2.3 Die Finanzierung durch öffentliche Förderprogramme

Die in Österreich installierten Förderprogramme verfolgen das Ziel, Startups vor allem in frühen Phasen mit Kapital und Wissen zu unterstützen. Die mitunter vielschichtige Förderstruktur kann nach Herkunft (EU, Bund, Länder, Gemeinden, Wirtschaftskammer) und nach Art der Förderung (Zuschüsse, Darlehen, Haftungsübernahmen, Beteiligungskapital, Steuerbegünstigungen, Beratungen) unterschieden werden.

Bei staatlichen Fördergeldern handelt es sich unmittelbar oder mittelbar um Steuergelder, die vorwiegend den Zweck verfolgen, den Einstieg in die Selbständigkeit zu erleichtern, um den Wirtschaftsstandort nachhaltig zu stärken (Wirtschaftskammer Österreich, 2015).

Im Rahmen dieser Arbeit werden im Anschluss ausgewählte Förderungen angeführt, um deren Nutzen praktisch zu beleuchten und dem Leser einen praktischen Überblick zu verschaffen. Die aufgezählten Förderungen wurden auf Basis ihrer Verbreitung, welche innerhalb der Vorerhebung der quantitativen Erhebung ermittelt wurden, ausgewählt.

AWS Preseed

Phase: Vorgründungsphase

Förderart & Höhe: Zuschuss bis zu EUR 200.000

Im Rahmen von AWS Preseed werden Projekte in ihrer Vorgründungsphase gefördert, die einen Hochtechnologie-Schwerpunkt im Bereich IKT, Physical Sciences, Life Sciences oder Nanotechnologie vorweisen.

Quelle: <https://www.awsg.at/Content.Node/hochtechnologie/foerderungen/46919.php>

AWS Impulse XS

Phase: in Gründung oder Projekt innerhalb von KMU

Förderart & Höhe: Zuschuss von max. 70% der Projektkosten in der Höhe von EUR 50.000

Mit Hilfe von AWS Impulse XS werden Machbarkeitsanalysen von innovativen Projekten gefördert, die generell ein hohes Potential vorweisen und deren Innovation über einen kreativwirtschaftlichen Fokus verfügt.

Quelle: https://www.awsg.at/Content.Node/66897_1.php

AWS Impulse XL

Phase: in Gründung oder Projekt innerhalb von KMU

Förderart & Höhe: Zuschuss von max. 50% der Projektkosten in der Höhe von bis zu EUR 200.000

AWS Impulse XL richtet sich im Gegensatz zu AWS Impulse XL an innovative Produkte, Verfahren und Dienstleistungen, die bereits nachvollziehbar dargestellt werden können, wodurch deren Machbarkeit klar ersichtlich ist. Auch bei AWS Impuls XL steht der kreativwirtschaftliche Fokus im Vordergrund.

Quelle: https://www.awsg.at/Content.Node/66898_1.php

AWS Seedfinancing

Phase: Gründung & Aufbau eines High-Tech-Unternehmens

Förderart & Höhe: im Erfolgsfall rückzahlbarer Zuschuss von bis zu EUR 800.000

AWS Seedfinancing richtet sich an High-Tech-Unternehmen und kann mit anderen Förderungen (z.B. AWS Preseed) kombiniert werden. Häufig folgt auf eine AWS Preseed-Förderung die AWS Seedfinancing-Förderung. Die Förderung richtet sich an Startups, deren Fokus im Bereich IKT, Physical Science und Life Sciences liegt.

Quelle: <https://www.awsg.at/Content.Node/hochtechnologie/foerderungen/48257.php>

FFG Startup-Förderung

Phase: nach Gründung / Forschungsphase

Förderart & Höhe: Zuschuss (max. 60% der Projektkosten) + Darlehen/Haftung (mind. 10% der Projektkosten) in der Höhe von bis zu EUR 3 Mio.

Im Rahmen der FFG-Startup-Förderung, welche Bestandteil des FFG Basisprogramms ist, werden forschungslastige Projekte innerhalb von Unternehmen gefördert, die nicht älter als 5 Jahre sind. Es werden Projekte bevorzugt, die in Kooperation mit einem Forschungs- und Entwicklungspartner erfolgen.

Quelle: <https://www.ffg.at/Start%20up%20F%C3%B6rderung>

FFG Markt.Start

Phase: Marktüberleitung nach Forschungsförderung

Förderart & Höhe: 100% Darlehen, welches eine Finanzierungslücke überbrückt

FFG Markt.Start ist jenen Startups vorenthalten, die bereits eine FFG-Forschungsförderung (z.B. Basisprogramm) erfolgreich abgeschlossen haben und ein Produkt, ein Verfahren oder eine Dienstleistung in den Markt überleiten wollen.

Quelle: <https://www.ffg.at/marktstart>

6 DER INVESTITIONSPROZESS

Aus Sicht eines Startups und eines Venture Capital Unternehmens gliedert sich die Investitionsphase in folgende Unterphasen (Bieg & Kussmaul, 2009, S. 60–61):

- Kontaktphase
- Grobanalyse
- Detailanalyse
- Vertragsabschlussphase

Die einzelnen Phasen bringen besondere Anforderungen an Startup und Venture Capital Unternehmen mit sich. Der VC befindet sich in der Regel gegenüber dem Startup in einer mächtigeren Position.

Die Investoren der Venture Capital Unternehmen verfolgen das Interesse, dass das von ihnen bereitgestellte Kapital zügig in passende Unternehmen investiert wird. Aus diesem Grund ist der VC bestrebt die Anzahl an evaluierten Startups – den sogenannten „Dealflow“ zu maximieren.

Innerhalb der Grobanalyse fokussiert sich der VC auf die Unternehmerpersönlichkeit, die Aussagekraft und das Potential des Business Plans. In der Detailanalyse führt der VC eine sogenannte Due Diligence durch, in der rechtliche und finanzielle Aspekte des Startups geprüft werden. Innerhalb dieser Phase legt das Startup sämtliche Daten offen. Nach einer erfolgreich durchgeführten Due Diligence folgt die Verhandlungsphase mit der Vertragsabschlussphase im Anschluss. Dazwischen ist es üblich, eine Absichtserklärung in Form eines Term-Sheets zu unterschreiben, in dem die relevanten Eckpunkte der Finanzierung enthalten sind. Zu den relevantesten Parametern der Verhandlung zählen die Unternehmensbewertung, die Finanzierungsform und die vertraglichen Details, die andere Gesellschafter und vor allem Gründer erheblich einschränken können (Bieg & Kussmaul, 2009, S. 60).

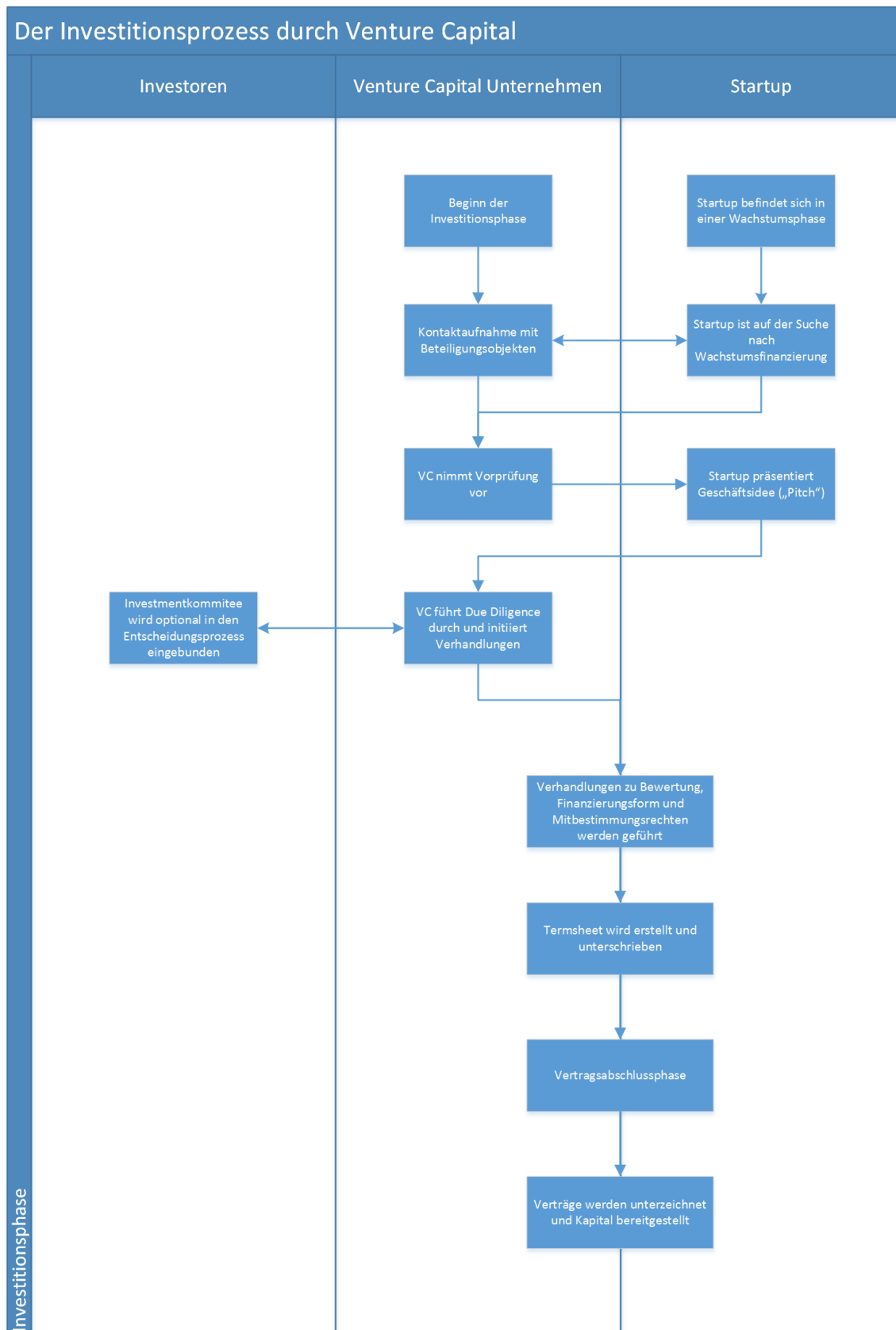


Abbildung 2: Der optimale Investitionsprozess in der Dreiecksbeziehung Investor – VC – Startup (eigene Abbildung)

In Abbildung 2 wurde der oben beschriebene Investitionsprozess vereinfacht dargestellt. Der Tatsache, dass ein Venture Capital Unternehmen als Intermediär zwischen Investoren und Startups fungiert wurde dabei visuell Rechnung getragen. Die letzten vier Aktivitäten bis zum Vertragsabschluss wurden als kooperative Elemente verstanden und als solche zwischen den beiden Gruppen – nämlich den Startups und den VCs – abgebildet.

6.1 Der Business Plan

Der Business Plan kann als Dokument verstanden werden, das bei der Interaktion mit unterschiedlichen Stakeholdern – speziell auch Kapitalgebern – eine erhebliche Rolle spielt. Er wird auf eine Dauer von drei bis fünf Jahren angelegt und im Rahmen dieser Arbeit mit dem Unternehmensplan gleichgesetzt, obwohl der Begriff im weiteren Sinne auch für Projekte innerhalb von bestehenden Unternehmen in Gebrauch ist (Nagl, 2015, S. 3).

Innerhalb des Fundraising-Prozesses eines Startups kann ein Kapitalgeber zu Beginn einen Business Plan anfordern. In sehr frühen Phasen, in denen das Geschäftsmodell noch nicht klar ist, verzichten manche Kapitalgeber auf einen umfangreichen Business Plan. Ein Business Plan kann Teil eines „Investor Decks“ sein, das sämtliche für einen Kapitalgeber relevante Informationen enthält. Häufig wird der Business Plan für den jeweiligen Adressaten, aber auch im Laufe der Zeit adaptiert (Wöhe, 2013, S. 191–192).

Folgende Elemente sind in der Regel innerhalb eines Business Plans enthalten (Nagl, 2015, S. 1):

- [1] Executive Summary
- [2] Team, Management
- [3] Organisation
- [4] Geschäftsmodell
- [5] Markt
- [6] Ziele und Strategie
- [7] Produkte, Dienstleistungen, Verfahren
- [8] Marketing & Vertriebsaktivitäten
- [9] Finanzplanung

In Bezug auf eine Finanzierung spielt speziell eine plausible Planrechnung eine Rolle, die wiederum die Basis für die Unternehmensbewertung darstellt. Für die Unternehmensbewertung werden vor allem die Multiplikatoren-Methode und Discounted-Cash-Flow-Methode (kurz: DCF) angewendet, wobei die zukünftige Entwicklung und der

damit verbundene erzielbare Exit-Erlös bei der Bewertung eine erhebliche Rolle spielen (Wöhe, 2013, S. 191–192).

Um unterschiedliche Entwicklungen simulieren und beleuchten zu können, werden häufig im Rahmen von Szenarioanalysen „Best Cases“, „Real Cases“ und „Worst Cases“ herausgearbeitet, in denen einzelne angenommene Planungsparameter variiert werden (Wöhe, 2013, S. 192).

6.1.1 Executive Summary

Das Executive Summary stellt eine Zusammenfassung des Business Plans dar und wird am Ende der Entwicklung eines Business Plans erstellt. Ziel einer Executive Summary ist die klare und prägnante Erläuterung der relevanten Inhalte innerhalb von wenigen Seiten. Folgende Punkte sollten innerhalb eines Executive Summaries abgebildet sein (Nagl, 2015, S. 7–8):

- Zielsetzung des Unternehmens
- Produkte und Leistungen
- Zielkunden
- Marktzugang
- Marktpotential
- Unique Selling Proposition (kurz: USP)
- Team
- Umsatzplanung
- Kapitalbedarf

6.1.2 Das Team

Das Management-Team bzw. die Unternehmerpersönlichkeit stellen einer der relevantesten Faktoren in der Bewertung von Unternehmen in frühen Phasen dar. Neben den fachlichen Qualitäten werden vor allem die soziale Kompetenz und die Motivationsfähigkeit des Management-Teams beleuchtet.

Vom Management-Team wird insbesondere auch ein hohes Maß an Durchhaltevermögen erwartet, um das Unternehmen in weiterer Folge auch bei besonders hohen Herausforderungen führen zu können.

Kapitalgeber werden in besonderem Maß prüfen, ob sämtliche Kompetenzen im Team vorhanden sind, die für die erfolgreiche Durchführung des Plans notwendig sind. Fehlt eine Hauptkompetenz (z.B. zur Entwicklung für die zu Grunde liegende Technologie) wird dieses erhöhte Risiko unter Umständen nicht in Kauf genommen (Ottersbach, 2012, S. 53–61).

6.1.3 Die Organisation

Die gut geplante Organisation beeinflusst die Effizienz der betrieblichen Leistungserstellung. Dem zu Grunde liegt eine Analyse der Wertschöpfungskette, an Hand der Einsparungs- und Optimierungspotentiale identifiziert werden können. Vor allem kann und muss auch entschieden werden, welche Leistungen innerhalb des Unternehmens abgebildet werden und welche Leistungen über Kooperationen zu Stande kommen. Das Startup sollte sich bei diesen Überlegungen auf seine Kernkompetenzen fokussieren (Nagl, 2015, S. 52–53).

6.1.4 Das Geschäftsmodell

Das Geschäftsmodell stellt den Kern des Business Plans dar, da dieser die Frage klärt, wie die Geschäftsidee erfolgreich umgesetzt wird (Ottersbach, 2012, S. 47). Somit werden innerhalb dieses Bereichs folgende Punkte bearbeitet (Nagl, 2015, S. 12):

- Geschäftsfeld
- Vision und Mission
- Wertschöpfung
- Strategie (Zielerreichung)
- Produkt-und Leistungsportfolio
- Unique Selling Proposition
- Finanzielles Potential

6.1.5 Der Markt

Ein hohes Marktverständnis ist erforderlich, um eine Vielzahl an Parametern besser einschätzen zu können. Durch eine Marktanalyse wird der Zielmarkt detailliert beleuchtet. In erster Linie gilt es zu verstehen, in welchem Markt und in welchem Marktsegment sich das Startup befindet (Nagl, 2015, S. 13).

Dabei haben sich drei hierarchisch in Verbindung stehende Marktpotentiale etabliert, welche in

Abbildung 3 visualisiert wurden (Graham Horton, 2016):

- **TAM (Total Addressable Market):** Hier handelt es sich um das Marktpotential, welches theoretisch möglich wäre, wenn das Startup eine Monopolstellung einnehmen würde und den größtmöglichen Kundenkreis ansprechen würde. Einschränkungen (z.B. finanzielle, geographische) werden hier nicht berücksichtigt.
- **SAM (Serviceable Addressable Market):** Im Gegensatz zum TAM werden beim SAM Kundensegmente ausgeschlossen, welche auf Grund anderer Bedürfnisse nicht in Frage kommen.
- **SOM (Serviceable Obtainable Market):** Der SOM ist Teil des SAM und für das Startup am aussagekräftigsten, da auch evaluiert werden muss, welcher Teil des Marktes mit den Vertriebs- und Marketingaktivitäten (z.B. Internetverbreitung bei Online-Sales) bedient werden kann und zudem wird die Wettbewerbssituation berücksichtigt.

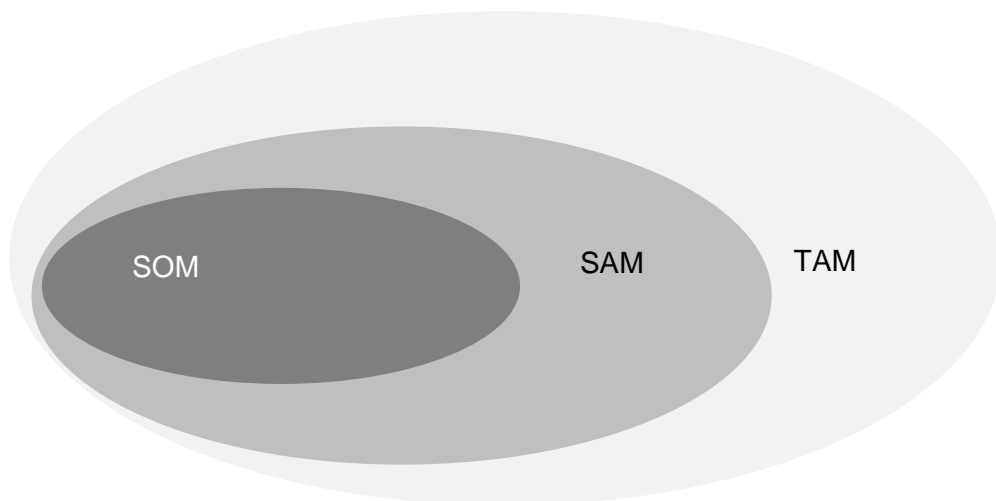


Abbildung 3: Marktpotential in drei relevanten Kategorien (eigene Zeichnung in Anlehnung an (Graham Horton 2016))

Wenn der Markt und das dazugehörige Potential ausgearbeitet wurden, gilt es die Mitbewerber im Rahmen einer Wettbewerbsanalyse zu beleuchten. Dabei werden neben den finanziellen Erfolgen auch die Stärken und Schwächen der Wettbewerber analysiert.

Als Quellen können je nach Größe des Unternehmens, Auszüge aus dem Firmenbuch, die Webseite, Broschüren oder Pressemitteilungen dienen.

Bei der Wettbewerbsanalyse ist zu beachten, dass hier auch Unternehmen beleuchtet werden sollten, die andere Ansätze (z.B. Vertrieb) verfolgen.

Es ist zwischen folgenden Gruppen zu unterscheiden (Nagl, 2015, S. 15–16):

- **Direkte Mitbewerber:** Mitbewerber, die sich mit sehr ähnlichen Produkten und Vertriebsmodellen am gleichen Zielmarkt befinden.
- **Indirekte Mitbewerber:** Anbieter, die mit anderen Produkten am Markt auftreten, die das eigene Produkt substituieren können. (z.B. Markt für Butter und Margarine)
- **Potenzielle Wettbewerber:** Unternehmen, die sich noch nicht am Markt befinden, auf Grund ihrer Kernkompetenzen jedoch dazu in der Lage wären.

6.1.6 Die Ziele und die Strategie

Ziele stellen die operative Erweiterung der Vision dar und sind konkrete Zustände, die durch gesetzte Maßnahmen erreicht werden sollen. Die Unternehmensziele dürfen nicht mit kurzfristigen operativen Zielen verwechselt werden, sondern stellen langfristige unternehmensglobale Zustände dar (z.B. Marktführer im Bereich Home-Security) (Schwetje & Vaseghi, 2004, S. 36). Strategien wiederum sind Regelungen, die mittelfristig- und langfristig von Bedeutung sind und fungieren als Schnittstelle zu den operativen Maßnahmen. Die Strategien müssen regelmäßig hinterfragt werden. Als unterstützendes Werkzeug hat sich die SWOT-Analyse etabliert (Nagl, 2015, S. 23).

6.1.7 Die Produkte, Leistungen und Verfahren

Das Produkt- und Leistungsportfolio steht für den Nutzen, den ein Unternehmen am Markt generiert. Aus dem Nutzen wiederum kann auch ein erzielbarer Wert und Preis abgeleitet werden. Dabei sind wiederum gleichartige Produkte und Leistungen am Markt zu beleuchten und die Einzigartigkeit des eigenen Portfolios ist zu evaluieren (Schwetje & Vaseghi, 2004, S. 65). Diese damit in Zusammenhang stehende „Unique Selling Proposition“ ist besonders herauszuarbeiten. Im Business Plan sollte das Portfolio ausreichend beschrieben und visualisiert werden (Nagl, 2015, S. 29–32)

6.1.8 Marketing & Vertriebsaktivitäten

Als Marketing wird ein breites Aufgabenfeld verstanden, das sich mit der Planung, Koordination und dem Controlling von auf den Kunden ausgerichteten Unternehmensaktivitäten beschäftigt (Schwetje & Vaseghi, 2004, S. 83). Im Rahmen einer langfristigen Marketingplanung sind folgende Punkte zu berücksichtigen (Nagl, 2015, S. 37):

- Absatzplanung
- Eingesetzte Marketinginstrumente
- Budgetplanung
- Prüfung der Pläne

6.1.9 Finanzplanung

Im Rahmen der Finanzplanung werden Planbilanzen, Plan-Gewinn-und Verlustrechnungen und Cash-Flow-Berechnungen erstellt, die je nach Phase des Unternehmens bis zu fünf Jahre oder sogar weiter hinaus geplant werden. Die Finanzplanung ist neben ihrer Rolle als Teil im Business Plan auch ein unternehmensweites Steuerungswerkzeug, das sich dynamisch den neuen Erkenntnissen anpasst.

Zur plausiblen Ermittlung der Pläne ist es erforderlich, dass sich der Unternehmer mit der Mechanik seines Absatzes auseinandersetzt und im Rahmen von Einzelplänen (z.B. Absatzpläne, Produktionspläne, Personalplan, Investitionsplan) die Gesamtpläne plausibilisiert.

Für Startups sind die Cash-Flow-Berechnungen von zentraler Bedeutung, da Sie auch Rückschlüsse auf den Kapitalbedarf und Finanzierungslücken geben (Schwetje & Vaseghi, 2004, S. 117–124).

6.2 Termsheet / Der „Letter of Intent“

Da ein Investitionsprozess einige Monate andauern kann, wird häufig vor den eigentlichen Beteiligungsverträgen ein Termsheet unterzeichnet, welches in anderen Quellen auch folgende Bezeichnungen trägt:

- Letter of Intent / Absichtserklärung
- Memorandum of Understanding
- Heads of Agreement

Ziel dieser frühzeitigen Unterzeichnung ist es, dass beide Parteien in wesentlichen Punkten eine Einigung finden, welche später auch in die Hauptverträge übernommen werden soll. Die Unterfertigung eines Termsheets kann somit als wesentlicher Meilenstein innerhalb des Investitionsprozesses gesehen werden (Brehm, 2012, S. 23).

Das Termsheet beinhaltet bereits vorvertragliche, großteils jedoch unverbindliche Komponenten aus den folgenden zwei Kategorien (Feld, Mendelson & Costolo, 2013, Chapter3):

- Wirtschaftliche Elemente
- Kontroll- und Mitbestimmungsrechte

Die wirtschaftlichen Elemente des Termsheets betrachten wiederum folgende Perspektiven:

- Unternehmensbewertung
- Vertragliche Verhältnisse zwischen Gründern und Investoren
- Gehälter der Gründer

Die rechtlichen Elemente des Termsheets beinhalten unter anderem folgende Punkte:

- Zusammensetzung eines Aufsichtsrats oder Beirats
- Vetorechte
- Investorenschutzrechte

In den folgenden Kapiteln wird auf Elemente und Vertragsbestandteile eines Beteiligungsvertrags eingegangen, die bereits im Termsheet Anwendung finden (Feld et al., 2013, Chapter3).

6.2.1 Das Founder-Vesting

Das Founder-Vesting stellt ein Schutzinstrument dar, welches eine Bindung des Gründerteams oder von sogenannten Schlüsselpersonen ermöglichen soll.

Dabei verpflichten sich diese Schlüsselpersonen im Zuge eines Investments, sämtliche oder Teile ihrer Geschäftsanteile an einen Dritten oder an den Kapitalgeber abzutreten, falls diese vor einer vereinbarten Zeit („Vesting-Period“) das Unternehmen verlassen.

Diese Klausel wird im Beteiligungsvertrag, im Syndikatsvertrag, zumeist jedoch nicht im Gesellschaftsvertrag geregelt, um zu vermeiden die detaillierten Regelungen in einem öffentlichen Dokument offenzulegen (Hahn, 2015, S. 36).

6.2.2 Mitverkaufsrecht – „Tag-Along-Right“

Das Tag-Along-Right oder das Mitverkaufsrecht stellt sicher, dass Minderheitsgesellschafter ihre Anteile im Rahmen eines Unternehmensverkaufs auch verkaufen dürfen. Diese Klausel beruht auf der Grundannahme, dass Unternehmensgründer häufig über einen Informationsvorteil verfügen, wodurch sie als erste mit potentiellen Exit-Partnern in Kontakt treten und diese Informationsasymmetrie für sich nutzen können (Hahn, 2015, S. 33).

6.2.3 Mitverkaufspflicht – „Drag-Along-Right“

Die Mitverkaufspflicht wird häufig in Verbindung mit dem Mitverkaufsrecht vertraglich vereinbart und stellt im Gegensatz zum Mitverkaufsrecht sicher, dass kleine Gesellschafter bei entsprechender Beschlussmehrheit verpflichtet werden können, ihre Anteile auch zu verkaufen. Es ist zu empfehlen, diese Klausel an Mindestbewertungen oder an eine Liquidation Preference zu knüpfen (Hahn, 2015, S. 33).

6.2.4 Vorkaufsrecht – „Right of first refusal“

Das Vorkaufsrecht stellt sicher, dass jene Gesellschafter, die ihre Anteile verkaufen wollen, ihre Anteile den bestehenden Gesellschaftern zuerst anbieten müssen. Wenn diese die Anteile zu gleichen Konditionen erwerben, sind die verkaufenden Gesellschafter verpflichtet ihre Anteile an die bestehenden Gesellschafter abzutreten (Hahn, 2015, S. 32).

6.3 Due Diligence

Ziel einer sogenannten Due Diligence ist die detaillierte Risikoprüfung des Unternehmens, wobei folgende Perspektiven betrachtet werden (Hasenauer & Stingl, S. 1–8):

- Wirtschaftliche Betrachtungsweise
- Rechtliche Betrachtungsweise
- Technische Betrachtungsweise

Je nach Unternehmensphase wird der Investor die einzelnen Komponenten selbst prüfen oder Experten mit der Prüfung beauftragen. Vordergründig sind die Gründer in dieser Zeit gefordert, sämtliche vom Investor angeforderten Dokumente bereitzustellen.

Die Altgesellschafter oder die Gründer werden häufig im Zuge der Erstellung des Beteiligungsvertrags Garantien für Risiken abgeben müssen, welche durch die Due Diligence erkannt wurden.

Die Gründer sind innerhalb dieser Phase gefordert, sämtliche Informationen offenzulegen – auch wenn antizipiert werden kann, dass diese Information zum Abbrechen der Verhandlungen führen kann.

In der Praxis kann sich speziell im Rahmen der Due Diligence die Herausforderung ergeben, dass die Gründer, die in der Kontaktphase mit dem Investor bisher nur die positiven Aspekte ihres Unternehmens hervorgehoben haben, nun auch aktiv negative Informationen bereitstellen müssen, um keine rechtliche Konsequenzen zu riskieren. (Hahn, 2015, S. 4)

6.4 Bewertungsverfahren von Startups

6.4.1 Problemstellung

Klassische Bewertungsverfahren setzen ihren Blick vorwiegend in die Vergangenheit, um einen Wert weitestgehend basierend auf bestehenden Kennzahlen zu ermitteln. Die Substanzwertmethode geht methodisch in der oben genannten Weise vor und ist somit für sehr junge Unternehmen denkbar ungeeignet, da diese über keinerlei Vergangenheitsdaten verfügen (Buhr, 2014, S. 1–2).

Klassische Bewertungsmethoden folgen weitestgehend der objektiven Wertetheorie. Die objektive Wertetheorie nimmt an, dass einem Objekt zu einem Betrachtungszeitpunkt ein Wert anhaftet und diese nicht vom Betrachtungssubjekt abhängig ist. Dies macht jedoch erforderlich, dass die Bewertungsgrundlagen auf vergangenen oder bestehenden Daten basieren. Seit den 1950er Jahren sank die Relevanz der objektiven Wertetheorie jedoch, da diese die oftmals vorrangigen subjektiven Betrachtungsweisen komplett vernachlässigt (Buhr, 2014, S. 4). Zudem sind gemäß *Pummerer* die Nutzungsmöglichkeiten von Vermögensgegenständen auch vom Betrachtungssubjekt abhängig, wodurch selbst der Wert dieser Assets nicht objektivierbar ist (Pummerer, 2015, S. 3).

Ab den 1960er Jahren rückte die subjektive Wertetheorie in den Vordergrund, welche auf dem Paradigma beruht, dass der Wert vom Betrachtungssubjekt abhängig ist. Diese Wertvorstellung richtet sich somit mehr in die Zukunft und berücksichtigt die individuellen Risiken, Synergien und Potentiale eines Investors. Das Ertragswertverfahren beruht auf diesem Paradigma (Buhr, 2014, S. 5).

Ernst gliedert die Bewertungsverfahren in folgende Hauptkategorien:

- Gesamtbewertungsverfahren (z.B. DCF-Verfahren, Multiplikatorverfahren)
- Mischverfahren (z.B. Mittelwertverfahren)
- Einzelbewertungsverfahren

Diese Kategorien wurden in Abbildung 4 zur besseren Veranschaulichung dargestellt.

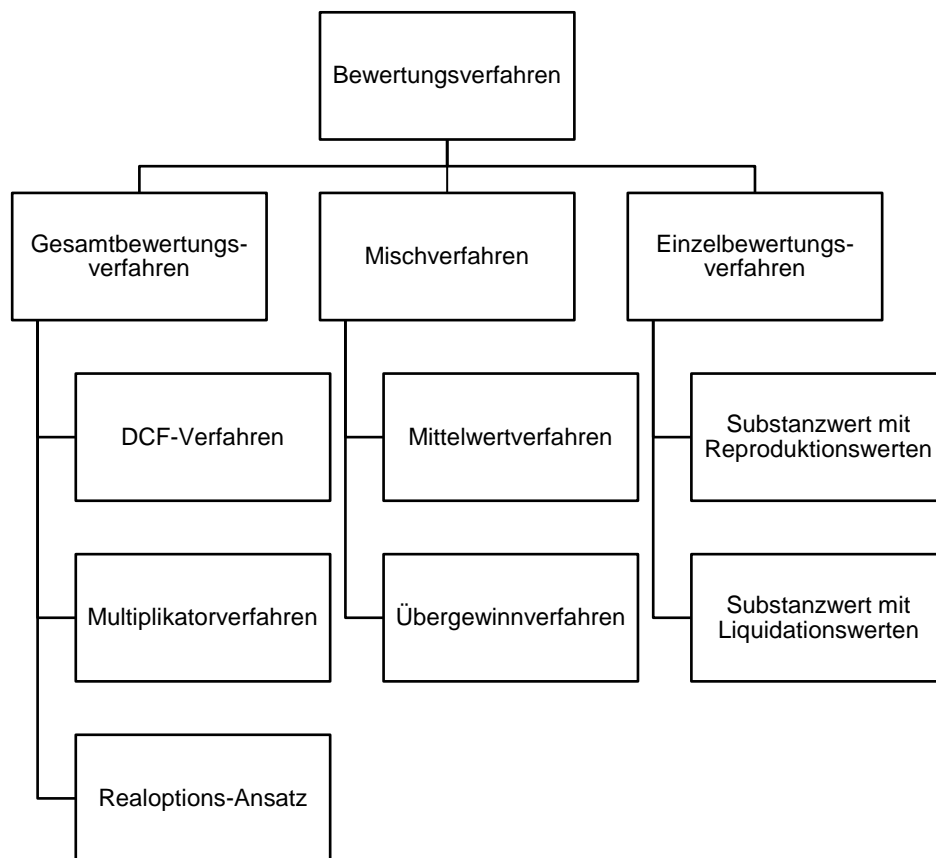


Abbildung 4: Übersicht und Kategorisierung von Verfahren zur Unternehmensbewertung (Eigene Abbildung in Anlehnung an (Ernst, Schneider & Thielen, 2010, S. 2))

In Österreich werden offizielle Unternehmensbewertungen häufig von Personen, die den Wirtschaftstreuhandberufen angehören, durchgeführt. Ein von der österreichischen Kammer der Wirtschaftstreuhänder im Jahr 2014 publiziertes Fachgutachten zur Unternehmensbewertung mit dem Namen KFS BW1 (Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder, 2014) schafft einen Rahmen, der für Gutachter herangezogen werden sollte. Dieses Fachgutachten gibt dem Sachverständigen einen breiten Spielraum, definiert jedoch unterschiedliche Ansätze und Verfahren für folgende Bewertungszwecke (Pummerer, 2015, S. 2):

- Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts
- Ermittlung eines subjektivierte Unternehmenswerts
- Ermittlung eines Schiedswerts

Der subjektivierte Unternehmenswert, welche Synergien und zukünftige Potentiale berücksichtigt und somit am ehesten für die Unternehmensbewertung von Startups in Frage kommt, sieht das Diskontierungsverfahren der zukünftigen Überschüsse vor.

Die Verfahren dienen dazu, Preisgrenzen zu definieren und diese zu plausibilisieren (Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder, 2014).

Im Anschluss werden gängige Bewertungsverfahren grob beleuchtet, um dem Leser einen Überblick über die Ansätze und Grundprinzipien zu verschaffen. Für detaillierte Fragestellungen und der konkreten Anwendung sei an dieser Stelle auf die gängige Literatur, vor allem auf (Ernst et al., 2010) verwiesen.

6.4.2 Die Substanzwertmethode

Die Substanzwertmethode richtet sich in die Vergangenheit und wird grob nach folgendem Prinzip ermittelt:

$$\begin{aligned} & \sum \text{Wiederbeschaffungswerte der Vermögensgegenstände} \\ & \quad - \sum \text{Verbindlichkeiten} \\ & \quad = \text{Substanzwert} \end{aligned}$$

Formel 1: Rudimentäre Kalkulation der Substanzwertmethode

Dadurch unterscheidet sie sich von der Buchwertmethode dadurch, dass auch stille Reserven von Vermögensgegenständen berücksichtigt werden, deren marktüblichen Preise sich von den Buchwerten unterscheiden. In der Praxis wird diese Bewertung häufig für Wertuntergrenzen verwendet. Für Startups hat diese Methode jedoch geringe Relevanz, da Startups häufig über geringfügige Wertgegenstände, jedoch über hohes zukünftiges Potential verfügt (Witzenhausen, 2016b). Die Substanzwertmethode hat nach Ansicht der Kammer für Wirtschaftstreuhänder an Bedeutung verloren, da diese gemäß des Fachgutachtens KFS BW1 nur mehr bei Zerschlagung relevant ist (Pummerer, 2015, S. 2).

6.4.3 Die Ertragswertmethode

Die Ertragswertmethode gehört zu den gängigsten Verfahren zur Ermittlung des Unternehmenswerts und ist im Gegensatz zur Substanzwertmethode in die Zukunft gerichtet.

Die Ertragswertmethode wird folgendermaßen ermittelt:

$$\text{Ertragswert} = \frac{\text{zukünftiger Ertragsüberschuss} \cdot 100}{\text{Kapitalisierungszins}}$$

Formel 2: Ermittlung des Ertragswerts

Die zukünftigen Ertragsüberschüsse werden über die vergangenen Gewinne geschätzt und hochgerechnet. Der Kapitalisierungszins setzt sich aus üblichen Zinssätzen für die Ermittlung von Risiko und Potential des Unternehmens zusammen. Je höher dieser Zinssatz ausfällt, desto geringer fällt der Ertragswert aus. Dem Kapitalisierungszins liegen zahlreiche subjektive Annahmen zu Grunde (Witzenhausen, 2016a).

6.4.4 Discounted-Cash-Flow-Verfahren

Im Gegensatz zum Ertragswertverfahren, bei dem der Kapitalisierungszins stark subjektiven Kriterien unterliegt, wird bei den Discounted-Cash-Flow-Verfahren (kurz: DCF) auf unabhängige Kapitalmarktdaten zurückgegriffen. Das DCF-Verfahren zählt auch zur Gruppe der Diskontierungsverfahren und wird somit im Rahmen der Ermittlung eines subjektivierten Unternehmenswerts herangezogen (Pummerer, 2015, S. 79).

Auch hier werden die zukünftig zu erwarteten Cash-Flows auf den heutigen Zeitpunkt abgezinst und stellen den ermittelten Wert und somit den Nutzen für das Betrachtungsobjekt dar. Bei dem Kapitalisierungszins, der für die Diskontierung herangezogen wird, wird das sogenannte Capital Asset Pricing Model (kurz: CAPM) herangezogen.

Die DCF-Verfahren werden in drei Hauptkategorien gegliedert (Ernst et al., 2010, S. 9):

- Entity-Ansatz (Bruttoverfahren)
- Equity-Ansatz (Nettoverfahren)
- Adjusted Present Value-Ansatz (APV-Ansatz)

Dadurch, dass der DCF-Ansatz von der zukünftigen Ertragslage des Unternehmens abhängig ist, können individuelle Synergien, Potentiale und Risiken aus der Perspektive des Betrachtungsobjekts (z.B. Käufer eines Unternehmens oder Investor eines Startups)

berücksichtigt werden, weil diese die Zukunftsentwicklung des Unternehmens beeinflussen können.

6.4.5 Unternehmensbewertung von österreichischen Business Angels und VCs in der Praxis

Im Rahmen der in dieser Arbeit durchgeführten Experteninterviews mit österreichischen Frühphaseninvestoren hat sich gezeigt, dass vor allem bei frühen Investments stark heuristisch vorgegangen wird. In der Regel werden keine Sachverständigen beauftragt bzw. eine umfangreiche interne Unternehmensbewertung durchgeführt.

Dies liegt vor allem an folgenden Gründen:

- Durchgeführte, umfangreiche und komplexe Bewertungsverfahren sind im Verhältnis zum Investment häufig zu teuer.
- Verfahren, die der objektiven Wertetheorie folgen (z.B. Substanzwertmethode) liefern deutlich zu geringe Werte und sind somit völlig ungeeignet; diese Verfahren würden zu außergewöhnlich hoher Verwässerung der Gründer führen, wenn diese für eine Kapitalerhöhung herangezogen werden.
- Verfahren, die der subjektiven Wertetheorie folgen, verwenden die Planrechnung der Startups als Basis, welche wiederum in hohem Maße von unbekanntem Parametern abhängig ist

Somit bedienen sich Frühphaseninvestoren zwar der Konzepte der subjektiven Wertetheorie mit dem Blick in die Zukunft, führen jedoch kaum detaillierte Bewertungskalkulationen durch.

Das Venture-Capital-Unternehmen Speedinvest investiert bei Startups gemäß Eigenangaben bis zu TEUR 500 und erhält dabei einen Geschäftsanteil zwischen 10% und 30%, wodurch ein Startup in einer Seed-Phase eine maximale Post-Money-Bewertung von EUR 5 Mio. erreichen kann.

Diese relativ zum Substanzwert hohen Bewertungen können gemäß *Schuster* (siehe Anhang A) als Versprechen in die Zukunft interpretiert werden, da der Substanzwert von Startups in frühen Phasen häufig gegen Null tendiert. Deshalb sichern sich Investoren immer im Rahmen des sogenannten Founder-Vestings auch dahingehend ab, dass Gründer vertraglich verpflichtet sind eine Mindestzeit von 2-3 Jahren („Vesting-Period“) für das Unternehmen zu arbeiten. Ein früheres Verlassen des Unternehmens hätte eine Abtretung von Unternehmensanteilen an den Investor als Strafvergütung zur Folge („Bad-Leaver-Regelung“) (Leong, Leong & Tan, 2014, S. 282).

6.5 Die Kapitalerhöhung

6.5.1 Begriffsdefinition

Im Rahmen von Frühphasenfinanzierungen wird in der Regel Eigenkapital, manchmal auch Mezzaninkapital („Convertibles“) in das Unternehmen eingebracht. Eigenkapital wird bei GmbHs, der in Österreich am häufigsten gewählten Rechtsform von Startups (Quelle: Erhebung im Rahmen dieser Arbeit), im Rahmen einer Kapitalerhöhung eingebracht. Im Rahmen dieser Arbeit wird die Kapitalerhöhung immer in Bezug zu einer österreichischen GmbH gesetzt. An dieser Stelle sei auch auf die Kapitalerhöhung der AG verwiesen, die für österreichische Startups auf Grund ihrer geringen Verbreitung von geringerem Interesse und in der gängigen Literatur umfangreich beschrieben ist (siehe dazu (Wöhe, 2013, S. 86–97)).

Die Kapitalerhöhung einer GmbH setzt gemäß §52 Abs. 1 GmbHG eine Änderung des Gesellschaftsvertrags voraus, welche gemäß §50 GmbHG nicht-dispositiv von mindestens 75% der abgegebenen Stimmen in Form einer notariellen Beurkundung erfolgen muss. Neue Investoren können im Rahmen einer Übernahmserklärung gemäß §52 Abs 4 und 5 GmbHG als Gesellschafter eintreten und sich zur Übernahme des Investments verpflichten. Da die Kapitalerhöhung im rechtlichen Sinne nur die Erhöhung des Stammkapitals vorsieht, verpflichtet sich der Investor in der Regel zur Zahlung eines Agios, deren Verhältnis zum Nominalkapital in einem proportionalen Verhältnis zur Unternehmensbewertung zur steht (Wöhe, 2013, S. 112).

Im Rahmen einer Kapitalerhöhung sind zwei weitere Begriffe, die Pre-Money- und die Post-Money-Bewertung, in den Sprachgebrauch übergegangen, welche die Bewertungen jeweils unmittelbar vor und unmittelbar nach der Transaktion darstellen. Die Post-Money-Bewertung setzt sich somit zusammen aus der Pre-Money-Bewertung zuzüglich des getätigten Investments (Gründerszene, 2016a).

Die kalkulatorischen Grundlagen und die Änderung der „Cap-Table“ werden im folgenden Kapitel exemplarisch durchgeführt, um dem Leser einen Überblick über die rechnerischen Grundlagen eines klassischen Startup-Investments zu verschaffen.

6.5.2 Die Durchführung der Kalkulation an Hand eines Beispiels

Im Rahmen dieses Kapitels soll die Dynamik und der Ablauf einer Kapitalerhöhung an Hand einer beispielhaften Kalkulation veranschaulicht werden. Ziel ist die Ermittlung der neuen Anteilsstruktur, der jeweiligen Stammeinlagen, der prozentuellen Anteile und des Agios der Investoren.

Dazu werden folgende konkrete Annahmen getroffen:

- Die österreichische Startup-GmbH verfügt über drei Gründer, welche jeweils über sämtliche Geschäftsanteile (siehe Tabelle 2) verfügen.
- Das Stammkapital vor der Kapitalerhöhung beträgt EUR 35.000.
- Zwei Investoren (Investor 1, Investor 2) treten als Gesellschafter ein und verpflichten sich im Rahmen einer Kapitalerhöhung zu einer Zahlung von jeweils EUR 100.000 und EUR 200.000, also in Summe EUR 300.000 zu denselben Konditionen.
- Die Gründer und Neugesellschafter einigen sich auf eine Pre-Money-Bewertung in der Höhe von EUR 1,5 Mio.
- Die Gründer nehmen von ihrem Bezugsrecht nicht Gebrauch.

Innerhalb von Tabelle 2 wird diese Kalkulation vorgenommen. Im Rahmen dieses Kapitels wird die Kalkulation schrittweise erläutert. Aus der Stammeinlage eines Gesellschafters lässt sich einfach der prozentuelle Anteil ermitteln. Dazu wird die Stammeinlage durch das Stammkapital zu einem spezifischen Zeitpunkt dividiert (siehe Formel 3).

$$A_i = \frac{SE_{t_i}}{SK_{t_i}}$$

SE_{t_i} ... Stammeinlage zum Zeitpunkt t_i

SK_{t_i} ... Stammkapital der Gesellschaft zum Zeitpunkt t_i

Formel 3: Berechnung des prozentuellen Anteils eines einzelnen Gesellschafters zum Zeitpunkt i

	Spalte I Stamm- einlagen vor KE	Spalte II Geschäfts- anteil vor KE	Spalte III Investment	Spalte IV Stamm- einlagen nach KE	Spalte V Geschäfts- anteil nach KE	Spalte VI Agio
Gründer 1	10.000,00 €	28,57 %	0,00 €	10.000,00 €	23,81 %	0,00 €
Gründer 2	10.000,00 €	28,57 %	0,00 €	10.000,00 €	23,81 %	0,00 €
Gründer 3	15.000,00 €	42,86 %	0,00 €	15.000,00 €	35,71 %	0,00 €
Investor 1	0,00 €	0,00 %	100.000,00 €	2.333,33 €	5,56 %	97.666,67 €
Investor 2	0,00 €	0,00 %	200.000,00 €	4.666,67 €	11,11 %	195.333,33 €
Prüfsumme	35.000,00 €	100%	300.000,00 €	42.000,00 €	100%	293.000,00 €

Tabelle 2: Darstellung einer Capitalization Table vor und nach einer Kapitalerhöhung auf Basis eines fiktiven Beispiels

Um nun auf Basis dieser vorliegenden Daten die neue *Capitalization Table* (kurz: „Cap Table“) und somit die neue Anteilsverteilung zu ermitteln, sind folgende Schritte nötig:

[1] Ermittlung der Post-Money-Bewertung

Zur Ermittlung der Post-Money-Bewertung p_{post} wird das Investment beider Investoren I_i zu der Pre-Money-Bewertung p_{pre} addiert und ergibt in diesem Beispiel eine Summe von EUR 1,8 Mio (Hahn, 2015, S. 16).

$$p_{post} = p_{pre} + \sum_{i=1}^n I_i$$

p_{post} ... Post – Money – Bewertung

p_{pre} ... Pre – Money – Bewertung

I_i ... Investment I des jeweiligen Investors i

n ... Anzahl an Investoren

Formel 4: Berechnung der Post-Money-Bewertung

[2] Ermittlung des neuen Stammkapitals

Das neue Stammkapital SK_{post} verhält sich zum alten Stammkapital SK_{pre} genauso wie die Post-Money-Bewertung p_{post} zur Pre-Money-Bewertung p_{pre} (Hahn, 2015, S. 16). Aus diesem Grund lässt sich das neue Stammkapital einfach aus diesem Verhältnis ermitteln.

$$\frac{SK_{post}}{SK_{pre}} = \frac{p_{post}}{p_{pre}} \rightarrow SK_{post} = SK_{pre} \cdot \frac{p_{post}}{p_{pre}}$$

SK_{post} ... Stammkapital nach der Kapitalerhöhung

SK_{pre} ... Stammkapital vor der Kapitalerhöhung

p_{post} ... Post – Money – Bewertung

p_{pre} ... Pre – Money – Bewertung

Formel 5: Berechnung des Stammkapitals nach der Kapitalerhöhung

In diesem Beispiel stehen Post- und Pre-Money-Bewertung in einem Verhältnis von $\frac{1,8}{1,5} = 1,2$ zueinander. Das ursprüngliche Stammkapital von EUR 35.000 erhöht sich somit um 20%, also um EUR 7.000 auf gesamt EUR 42.000.

[3] Ermittlung der Stammeinlagen der Investoren

Aus Punkt 2 ergibt nun die Differenz zwischen dem neuen Stammkapital und dem alten Stammkapital die eigentliche Stammkapitalerhöhung bzw. Kapitalerhöhung. In diesem Beispiel sind dies EUR 7.000, wobei sich die Stammeinlage der Gründer nicht ändert, da diese an der Kapitalerhöhung nicht teilnehmen. Diese Stammkapitalerhöhung teilt sich auf alle Gesellschafter aliquot auf Basis ihrer Investitionssumme auf. Im Rahmen dieses Beispiels sind dies die beiden Investoren Investor 1 und Investor 2.

$$SE_{i_{post}} = (SK_{post} - SK_{pre}) \cdot \frac{I_i}{\sum_{i=1}^n I_i}$$

SK_{post} ... Stammeinlage des jeweiligen Investors i

$(SK_{post} - SK_{pre})$... Erhöhung des Stammkapitals

I_i ... Investment des Investors i

$\sum_{i=1}^n I_i$... Gesamtinvestment aller n Investoren

Formel 6: Berechnung der Stammeinlage eines einzelnen Investors nach der Kapitalerhöhung

Mit Formel 6 lassen sich die Stammeinlagen der Investoren ermitteln, für Investor 1 ergibt dies $(42.000 - 35.000) \cdot \frac{100.000}{300.000} = 2.333,33$. Für Investor 2 lässt sich dessen Stammeinlage analog ermitteln. Da dessen Investment EUR 200.000 beträgt, ergibt dessen Stammeinlage EUR 4.666,67.

[4] Ermittlung der Stammeinlagen der Gründer

Da die Gründer im Rahmen dieses Beispiels innerhalb der Kapitalerhöhung kein Investment vorgenommen und somit an der Kapitalerhöhung nicht teilgenommen haben, ändert sich ihre Stammeinlage nicht und bleibt jeweils EUR 10.000 EUR, EUR 10.000 und EUR 15.000. Hätten die Gründer auch an der Kapitalerhöhung teilgenommen, wäre Punkt 3 für Sie analog aliquot zu ihrem Investment anzuwenden.

[5] Ermittlung der prozentuellen Anteile der Gesellschafter

Mit Hilfe von Formel 3 lassen sich nun sehr einfach die prozentuellen Anteile der Gesellschafter ermitteln, die das jeweilige Verhältnis aus der Stammeinlage zum Stammkapital darstellen.

	Geschäftsanteile vor KE	Geschäftsanteile nach KE	Verwässerung absolut
Gründer 1	28,57 %	23,81 %	-4,76 %
Gründer 2	28,57 %	23,81 %	-4,76 %
Gründer 3	42,86 %	35,71 %	-7,14* %
Investor 1	0,00 %	5,56 %	-
Investor 2	0,00 %	11,11 %	-
Prüfsumme	100%	100%	100%

Tabelle 3: Darstellung der Geschäftsanteile vor und nach der Kapitalerhöhung und Ermittlung der Verwässerung in prozentuellen Geschäftsanteilen (Rundung durch Rundungsfolgefehler notwendig)*

Tabelle 3 stellt die alten und neuen Anteilsverhältnisse dieses Beispiels dar. In der letzten Spalte wird der Verwässerungseffekt kalkuliert und veranschaulicht. Der Verwässerungseffekt lässt sich über die Differenz der alten zur neuen Beteiligungsquote ermitteln (Hahn, 2015, S. 17). Hieraus ist eindeutig erkennbar, dass Gründer 3, der über die höchsten Geschäftsanteile verfügt mit -7,14% die höchste Verwässerung konsumiert.

[6] Ermittlung des Agios der Investoren

Sobald die Pre-Money-Bewertung über dem Stammkapital der Gesellschaft liegt, setzt sich das Investment eines Investors aus einer Stammeinlage und einem Agio zusammen (Hahn, 2015, S. 15). Das Agio stellt gemäß § 299 Abs. 2 und Abs. 5 UGB eine ungebundene Kapitalrücklage dar und wird in der Unternehmensbilanz somit separat ausgewiesen.

$$AG_i = I_i - SE_{i_{post}}$$

AG_i ... Agio des Investors i

I_i ... Investment des Investors i

SE_{i_{post}} ... Stammeinlage des Investors nach der Kapitalerhöhung

Formel 7: Ermittlung des Agios eines Investors

Innerhalb von Formel 7 wird dieser Zusammenhang dargestellt. In unserem Beispiel – wie in Tabelle 2 ersichtlich – beträgt das Agio von Investor 1 $100.000 - 2.333,33 = 97.666,67$ und von Investor 2 $200.000 - 4.666,67 = 195.333,33$.

7 DIE STARTUP-PHASEN UND IHRE KAPITALANFORDERUNGEN

Abhängig von der zeitlichen Phase eines Startups entstehen unterschiedliche Anforderungen, denen durch unterschiedliche Investorengruppen und Investmentsummen, aber auch unterschiedlichen vertraglichen Reglementierungen Rechnung getragen wird. Beteiligungsfinanzierungen gliedern sich nach *Wöhe* grob in folgende zwei Kategorien (*Wöhe*, 2013, S. 170):

- [1] Frühphasenfinanzierungen (engl. „Early-Stage-Investments“)
- [2] Spätphasenfinanzierung (engl. „Later-Stage-Investments“)

Im Rahmen dieser Arbeit wird Bezug genommen auf die von *Schultz* publizierte Abgrenzung in folgende Phasen (*Schultz*, 2011, S. 56):

- [1] Frühphasenfinanzierung („Early Stage“)
- [2] Wachstumsfinanzierung („Expansion Stage“)
- [3] Reifphasenfinanzierung („Later Stage“)

Ein besonderer Fokus wird auf die in Punkt 1 genannte Frühphasenfinanzierung gelegt, die nach *Wöhe* und *Schultz* definitionsgemäß deckungsgleich ist. Die einzelnen Phasen nach *Schultz* werden in den folgenden Kapiteln näher ausgeführt. Abbildung 5 stellt die einzelnen Finanzierungsphasen im zeitlichen Ablauf dar und visualisiert auch den tendenziellen Gewinn- und Verlustverlauf des Startups in der jeweiligen Phase.

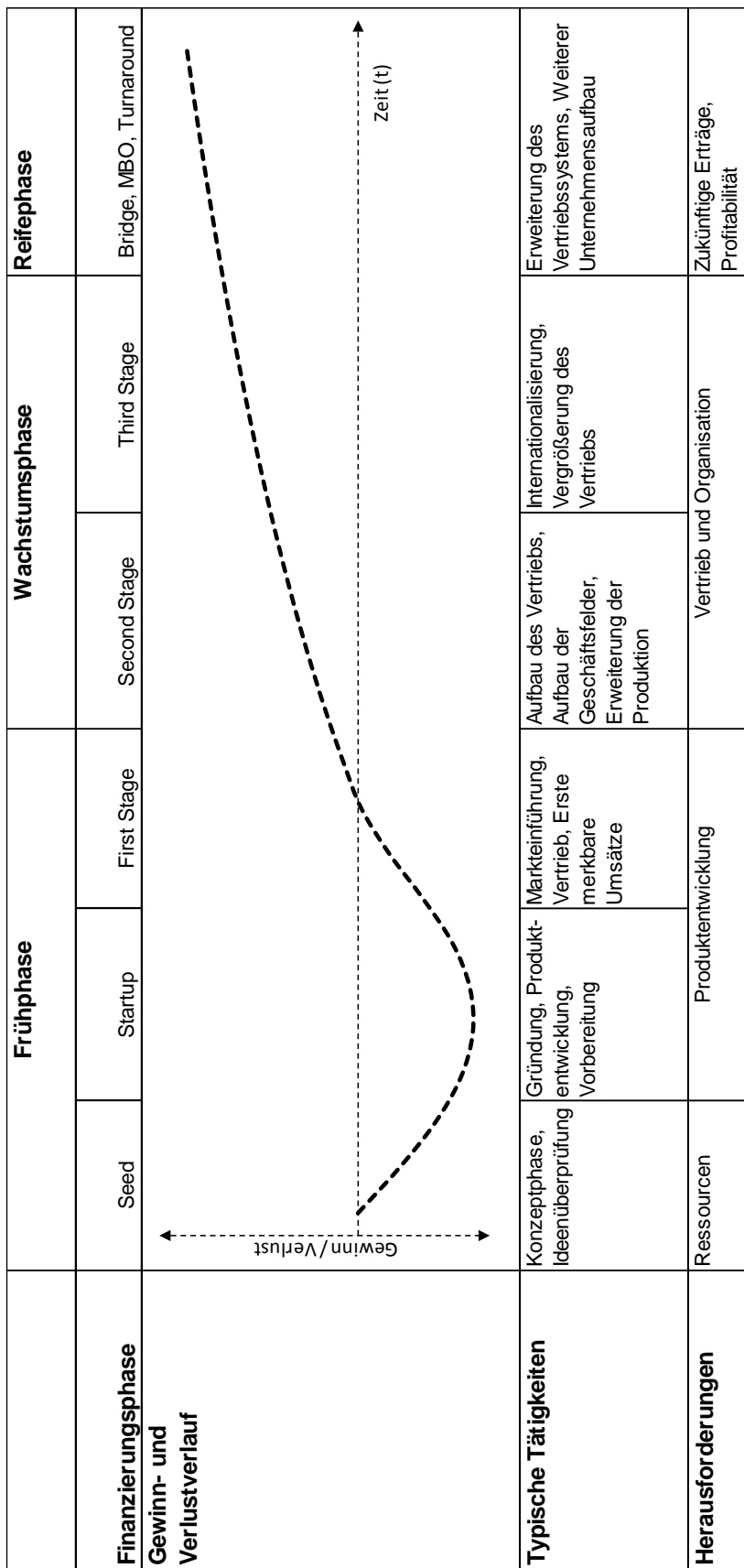


Abbildung 5: Veranschaulichung der Finanzierungsphasen im zeitlichen Ablauf (Eigene Abbildung in Anlehnung an (Schultz, 2011, S. 56))

7.1 Frühphasenfinanzierung

In den folgenden Abschnitten werden die Phasen der Frühphasenfinanzierung („Early Stage“) beleuchtet. In diesen Phasen erwirtschaften Startups häufig noch geringe Umsätze und sehr selten Gewinne, wodurch ein hoher Kapitalbedarf besteht (Schultz, 2011, S. 54).

7.1.1 Seed-Finanzierung

Diese Phase stellt die Vorgründungsphase dar, in der das Geschäftsmodell noch nicht detailliert ausformuliert wurde. Es bestehen noch große Fragen bezüglich der Machbarkeit und der Umsetzung, das Gründerteam ist häufig noch nicht final. Die Geschäftsidee wird entwickelt und ein Business-Plan wird erarbeitet (Schultz, 2011, S. 53).

In dieser Phase kann das Startup in der Regel noch kein formelles Venture-Capital-Unternehmen für sich gewinnen, jedoch wird häufig eigenes Kapital, Geld von Familie und Freunden oder von Business Angels eingebracht. Fördermittel spielen in diesem Zeitraum auch eine große Rolle. Aus Sicht des Investors ermöglicht ein Investment in dieser Phase die höchsten Renditen bei höchstem Risiko (Wöhe, 2013, S. 171).

7.1.2 Startup-Finanzierung

In dieser Phase wurde zumeist bereits gegründet oder es steht die Gründung unmittelbar bevor und das Geschäftsmodell ist bereits ausformuliert. Es werden operative Maßnahmen geplant – im Vordergrund steht die Produkt- und Prototypenentwicklung bis zur Serienreife. Häufig werden in dieser Phase geeignete Mitarbeiter mit einem für das Startup passenden Profil gesucht (Schultz, 2011, S. 54).

In dieser Phase wird das Unternehmen von Business Angels oder bereits ersten Venture-Capital-Unternehmen finanziert, die bereits einen detaillierten und plausiblen Business-Plan anfordern. Die Marktgröße, Skalierbarkeit des Geschäftsmodells und die Kompetenz des Gründerteams stehen bei der Evaluierung der Investoren im Vordergrund. Die Innovationshöhe, die „Unique Selling Proposition“ und die daraus abgeleiteten und plausibilisierten Marktchancen haben hohe Relevanz (Wöhe, 2013, S. 171).

7.1.3 First-Stage-Finanzierung

In dieser Phase setzt das Unternehmen erste vertriebliche Maßnahmen und erzielt merkbare Umsätze. Die im Rahmen der Startup-Finanzierungs-Phase entwickelten Prototypen sind bereits marktreif und können am Markt verkauft werden (Wöhe, 2013, S. 171).

Startups erreichen in dieser Phase häufig bereits positive Cash-Flows (Schultz, 2011, S. 54). In dieser Phase wächst das Unternehmen bereits stark und die Gründer stehen vor

neuen Herausforderungen bezüglich der sich schnell wandelnden Organisation (Wöhe, 2013, S. 171).

7.1.4 Fazit

Die drei Phasen der Early-Stage-Finanzierung können folgendermaßen zusammengefasst werden.

Phase	Verlustrisiko	Kapitalbedarf	Investorengruppen
Seed	hoch	niedrig	Gründer, Business Angels
Startup	hoch	mittel-hoch	Business Angels, VCs
First-Stage	mittel	hoch	VCs

Tabelle 4: Zusammenfassung der Phasen der Frühphasenfinanzierungen

Die in Tabelle 4 dargestellten Phasen werden auf Basis des Verlustrisikos, des Kapitalbedarfs und der Investorengruppen auf Basis von Informationen von Wöhe analysiert (Wöhe, 2013, S. 172).

7.2 Die Wachstumsfinanzierung

In den folgenden Kapiteln werden die Phasen der Wachstumsfinanzierung („Expansion Stage“) näher beleuchtet.

7.2.1 Second-Stage-Finanzierung

Im Rahmen der Second-Stage-Phase setzt das Startup erstmalig weitreichende Skalierungsmaßnahmen um, damit sich die Umsätze weiter steigern und eine Stagnation verhindert wird. Typische Aktivitäten sind die Erweiterung und der Aufbau des Vertriebs, die Erweiterung der Produktion und die Planung von neuen Produkten bzw. Geschäftsfeldern (Schultz, 2011, S. 54).

7.2.2 Third-Stage-Finanzierung

Die Third-Stage-Finanzierung zeichnet sich dadurch aus, dass Internationalisierungsmaßnahmen gesetzt werden und eine Erweiterung der Produktion und des Vertriebs angestrebt wird (Schultz, 2011, S. 54).

7.3 Die Reifephasenfinanzierung

Innerhalb der Reifephase („Later Stage“) reduziert sich das Wachstum des Unternehmens. Es ist bereits am Markt etabliert und ist kritische Phasen beim Unternehmenswachstum bereits durchlaufen. Häufig werden sich Unternehmen durch eine Diversifikation und den Blick auf neue Potentiale zukünftige Profitabilität sichern. Finanzierungen in dieser Phase können deshalb unterschiedlichste Zwecke verfolgen (Schultz, 2011, S. 55). In den folgenden Abschnitten werden gängige Anlässe beschrieben.

7.3.1 Bridge-Finanzierung

Die Bridge-Finanzierung ist anlassbezogen und stellt ein Überbrückungskapital zur Vorbereitungsmaßnahmen für den Börsengang dar. Da die Vorbereitung des Börsengangs mit hohen zusätzlichen Kosten verbunden ist, ist häufig diese anlassbezogene Finanzierung notwendig, um diesen überhaupt vollziehen zu können. Neben des Kapitals für den eigentlichen Prozess, verfolgt diese Finanzierung auch den Zweck, dem Unternehmen eine höhere Flexibilität zu geben und es nicht dem Druck auszusetzen bei schlechten Börsenbedingungen an die Börse gehen zu müssen (Wöhe, 2013, S. 178). Im weiteren Sinne stellt eine Bridge-Finanzierung eine Zuführung von Liquidität dar, die vor einem weiteren Finanzierungsanlass vorgenommen wird – beispielsweise vor einer Wachstumsfinanzierung. Diese wäre jedoch nicht der Reifefinanzierung zuzuordnen (Investopedia, 2016).

7.3.2 Management Buy-Out / Management Buy-In

Der Management Buy-Out (kurz: MBO) und der Management Buy-In (MBI) stellen Transaktionen dar, bei denen das bestehende Management (MBO) oder ein neues Management (MBI) Unternehmensanteile erwerben. Häufig werden diese mit Leverage-Maßnahmen über einen mehrheitlichen Fremdkapitalanteil verbunden, die beim Leveraged Buy-Out (LBO) auch eine wesentliche Rolle spielen (Wöhe, 2013, S. 179).

7.3.3 Leveraged-Buy-Out

Leveraged Buy-Outs (kurz: LBO) sind Übernahmen durch Investoren – in der Regel Private-Equity-Firmen, die sich dadurch auszeichnen, dass deren Fremdkapitalanteil bei über 50% liegt. Das Management hält nach einer derartigen Transaktion in der Regel unter 10% der Geschäftsanteile. Das Fremdkapital und die Zinsen werden durch den Cash-Flow des Zielunternehmens getilgt. Das Zielunternehmen muss somit bei der Transaktion oder unmittelbar danach einen positiven Cash-Flow generieren, damit ein sicherer Rückzahlungsplan des Fremdkapitalanteils gewährleistet ist (Gündel & Katzorke, 2007, S. 88).

8 EINORDNUNG DER ARBEIT IN DIE EXISTIERENDE FORSCHUNG

Die Gründungsforschung kann als ein interdisziplinärer Bereich mit volkswirtschaftlichen, betriebswirtschaftlichen, rechtlichen, psychologischen, sozialpsychologischen und politischen Perspektiven mit dem Ziel verstanden werden, die Entstehung von neuen Unternehmen zu untersuchen (Barth, 1995, S. 24).

Dieser empirische Zugang steht jedoch in der Kritik, die angewandten Methoden nicht auf theoretischen Modellen zu stützen und im Gegenzug auch noch keine „Theorie der Unternehmensgründung“ hervorgebracht zu haben. *Hinkel* sieht die Begründung darin, dass diese „Theorielücke“ vor allem in der Interdisziplinarität des Forschungsgebiets liegt. Er betont jedoch auch, dass die in der gängigen Literatur vorliegende Gesamtheit aller Erkenntnisse der Erfolgsfaktoren von Unternehmensgründungen Theorieansätze in ausreichendem Maße hervorbringt. Diese oben genannte Gesamtheit wiederum stellt seiner Ansicht nach ein solides Fundament unterschiedlicher Disziplinen und Perspektiven auf diese Thematik dar (Hinkel, 2001, S. 40–41).

Diese Arbeit beschäftigt sich perspektivisch mit beinahe deckungsgleichen Fragestellungen der Gründungsforschung, versucht jedoch Erfolgsdeterminanten zur Erlangung einer Frühphasenfinanzierung zu identifizieren und deren Bedeutung zu quantifizieren. Da davon auszugehen ist, dass Frühphaseninvestoren beabsichtigen in Unternehmen mit hohen Erfolgsaussichten zu investieren, bedient sich diese Arbeit der theoretischen Grundmodelle der Gründungsforschung.

8.1 Kategorisierung der Erfolgsdeterminanten

Die herrschende Literatur gliedert die determinierenden Erfolgsfaktoren in drei wesentliche Kategorien (Hinkel, 2001, S. 41):

[1] Gründer

[2] Umwelt

[3] Unternehmen

8.2 Bestehende gründerbezogene Theorieansätze

In der Gründungsforschung wird der Gründer häufig dem „Entrepreneur“ gleichgestellt, welcher am ehesten dem deutschen Äquivalent des „Existenzgründers“ gleichkommt und weniger dem Unternehmer des deutschen Sprachgebrauches entspricht (Barth, 1995, S. 25).

Kritisch kann angemerkt werden, dass der Gründer als Individuum zwar bereits Gegenstand zahlreicher Untersuchungen war (Raaij, Veldhoven & Wärneryd, 1988, 412ff.), jedoch die Homogenität bzw. Inhomogenität unterschiedlicher Charakteristika des Gründerteams und damit einhergehende Dynamiken hier kaum Berücksichtigung findet. Vielmehr wird hier der „Entrepreneur“ als zentrale Leitfigur versinnbildlicht und dessen Attribute in Verbindung mit dem Erfolg eines Unternehmens gebracht.

Folgende charakteristischen und erfolgsversprechenden Attribute eines „Entrepreneurs“ sind dabei hervorzuheben (Hinkel, 2001, S. 42):

- [1] **„Need for achievement“:** Gemäß McClelland verfügen Existenzgründer über ein höheres Leistungsniveau, welches durch die Übernahme von Verantwortung und einem hohen Maß an Entscheidungsspielraum gekennzeichnet ist (McClelland, 1976, S. 259–300).
- [2] **Kontrollüberzeugung:** Dieses Konzept geht davon aus, dass Gründer davon ausgehen, dass sie durch ihre Handlungen einen hohen Einfluss auf ihre Umwelt nehmen können.
- [3] **Risikobereitschaft:** Erfolgreiche Existenzgründer verfügen über ein hohes Maß an Risikobereitschaft. Der Umgang mit riskanten Situationen wird als positiv oder neutral wahrgenommen.
- [4] **Positiver Umgang mit unklaren Zuständen:** Existenzgründer sollten mit unstrukturierten und ambivalenten Zuständen gut umgehen können.

Die angeführten Punkte können als psychologische Eigenschaften verstanden werden. Brüderl, Preisendörfer und Ziegler definieren zusätzliche Perspektiven, nämlich sie untergliedern die personenbezogenen Einflüsse in allgemeines und spezifisches Humankapital. Diese Theorie rückt die Gründerqualifikation ins Blickfeld, welche in Zusammenhang mit dem Erfolg von Unternehmen gesehen wird (Brüderl, Preisendörfer & Ziegler, 2009, S. 106–138).

Nach wie vor konnte jedoch noch kein charakteristisches, eindeutiges Gründerprofil ermittelt werden, welches als heuristische Grundlage zur Qualifizierung von Gründerpersönlichkeiten dient, jedoch bieten diese bestehenden Merkmale bereits einen breiten und guten Überblick (Strauß, 2015, S. 22).

8.3 Bestehende unternehmens- und umweltbezogene Theorieansätze

Die Organisationsökologie, eine von *Hannan* und *Freeman* entwickelte Theorie, basiert auf Parallelen zur Darwinistischen Biologie, in der das Verhältnis zwischen Unternehmen und Umwelt ähnlich dem Verhältnis von Spezies und Umwelt in der Biologie gesehen wird. Die Umwelt wird dabei als dominante Komponente gesehen, an die sich Unternehmen schnellstmöglich anpassen müssen, um überlebensfähig zu bleiben. Durch „Variation“ oder „Selektion“ ist die Entwicklung geprägt, welche neuen Gründungen und der Auflösung von Unternehmen gleichkommt (Brüderl et al., 2009, S. 59–65).

Diese Theorie zieht hier einen großen Bezugsrahmen, welcher dem Einflussbereich oder in weiterem Sinne dem Markt, in dem sich ein Unternehmen befindet, entspricht. Sie vernachlässigt somit komplett den menschlichen Faktor, der sich hinter der Organisationseinheit verbirgt (Hinkel, 2001, S. 48–50).

Der Transaktionskostenansatz bietet eine weitere relevante Grundlage, um den Erfolg von Unternehmensgründungen zu analysieren. Gemäß dieser Theorie sind Unternehmen definitionsgemäß Integratoren von Transaktionen und das Maß der Integration gibt über die Unternehmensgröße Aufschluss. Ein Startup sollte somit die Transaktionen und dazugehörigen Transaktionskosten minimieren, um erfolgreich sein zu können. Der Erfolg des Startups steht hier in Zusammenhang mit der Fähigkeit zur Minimierung der Transaktionskosten (Hinkel, 2001, S. 51).

„Disruptive Innovationen“ werden der Transaktionskostentheorie gerecht, da diese durch komplett neue Ansätze und Herangehensweisen Transaktionen in der Regel stark minimieren können und somit die Gesamttransaktionskosten deutlich senkt (siehe Kapitel 4).

9 FORSCHUNGSDESIGN

Die Arbeit basiert auf einem „Multi-Method“-Ansatz, der als Basis zur Untersuchung von Erfolgsdeterminanten der privaten Finanzierung – speziell der Frühphasenfinanzierung – dient. Zwischen August 2016 und November 2016 wurden dazu sechs Experteninterviews, darunter zwei Interviews zur Hypothesenbildung und vier Experteninterviews zur Untermauerung der Ergebnisse, durchgeführt. Im November 2016 wurde eine quantitative Erhebung unter österreichischen Startup-Gründern durchgeführt, die dazu diente, einzelne Faktoren und deren Relevanz zu benennen, um diese im Anschluss auszuwerten.

9.1 Forschungsfrage & Hypothesen

Im Rahmen dieser Arbeit wird folgende Forschungsfrage bearbeitet:

Welche Dimensionen determinieren den Erfolg einer positiven privaten Eigenkapitalfinanzierung eines Startups innerhalb der ersten 5 Jahre nach Gründung in Österreich unter besonderer Berücksichtigung von wachstumsorientierten Hochtechnologiestartups.

Dabei liegen folgende Hypothesen vor:

- H1:** Je länger der Unternehmer bereits vor der Gründung in derselben Branche tätig war, desto wahrscheinlicher ist der Abschluss eines Frühphaseninvestments.
- H2:** Jene Startups, deren Geschäftsmodell einem Wachstumsmarkt auf Basis des Gartner Hype Cycles 2015 zuzuordnen sind, können eher ein Investment erhalten als jene, die einem anderen Markt zuzuordnen sind.
- H3:** Je höher die Anzahl der Gesellschafter vor der Kapitalrunde ist, desto unwahrscheinlicher ist der Abschluss eines positiven Investments.

9.2 Forschungsmethoden

Folgende Methoden wurden zur empirischen Durchführung dieser Arbeit gewählt:

- [1] Experteninterviews mit Investoren mit Unterteilung in 2 Teile
 - a. Offenes Interview mit Leitfragen
 - b. Strukturierte Fragen, welche mit Teilen der Umfrage unter Gründern übereinstimmten
- [2] Umfrage unter österreichischen Startup-Gründern

Durch die Durchführung von Experteninterviews mit Investoren, die über langjährige Erfahrung in der Durchführung von Frühphasenfinanzierungen verfügen, konnte evaluiert werden, ob die potentielle Überrepräsentanz von erfolgreichen Startups einen Einfluss auf das Gesamtergebnis hat. Hierbei wurden folgende Annahmen zu den Experten getroffen:

Annahme 1: Frühphaseninvestoren begleiteten bei entsprechend hoher Anzahl an Portfoliounternehmen auch gescheiterte Startups, wodurch Sie Heuristiken für Investmententscheidungen ableiten konnten

Annahme 2: Frühphaseninvestoren werden effiziente Entscheidungsprozesse anwenden, welche durch explorative Beobachtung von Ähnlichkeitsmustern abgeleitet wurden

Die Umfrage bezweckte die definierten Kategorien und Einflussfaktoren zu quantifizieren und aus Sicht der Startup-Gründer deren Relevanz einzuschätzen.

Die strukturierten Fragen an die Experten wurden mit den Fragen an die Startup-Gründer gegenübergestellt, um zu evaluieren, ob eine einheitliche und realistische Einschätzung vorgenommen wurde. Abweichungen davon wurden identifiziert und in den folgenden Kapiteln behandelt.

9.2.1 Die Experteninterviews

Zwischen August 2016 und November 2016 wurden folgende Experten befragt (siehe Tabelle 5):

	Name	Position
1	Dr. Maximilian Schnödl, MBA	COO Accela Inc. San Ramon (USA)
2	Joyce Demonteverde, MBA	Partner Castle Harlan, San Francisco (USA)
3	MMag. Michael Schuster	Partner Speedinvest, Wien
4	Philipp Stangl BSc.	Geschäftsführer Pioneers Ventures GmbH, Wien
5	Mag. Bernhard Lehner	Vorstand / Gründer Startup300 AG, Linz
6	Mag. Philipp Thurn und Taxis, MBA	Geschäftsführer Constantia New Business GmbH, Wien

Tabelle 5: Auflistung der befragten Experten

Die Experteninterviews 1 und 2 wurden sehr offen geführt, um Einflussfaktoren und Erfolgsfaktoren einerseits aus Sicht eines Unternehmers (Maximilian Schnödl) und andererseits aus Sicht eines Private-Equity-Unternehmens (Joyce Demonteverde) zu identifizieren und die Hypothesenbildung zu unterstützen.

Die Experteninterviews 3 bis 6 wurden in 2 Teilbereiche, in offene und strukturierte Fragen geteilt, wobei der Fokus auf die offenen Fragen gelegt wurde.

Für den offenen Teil wurde ein Leitfaden entwickelt, der dazu diente das Gespräch durch gezielte Fragen zu moderieren und zu lenken. Der Leitfaden hatte folgende Struktur:

- Vorstellung der Person und des Backgrounds
- Vorstellung des Unternehmens und der Tätigkeit des Unternehmens
- Phasen des Investmentprozesses und Vorgehensweise
- Erfolgsfaktoren der einzelnen Phasen
- Dealflow – Menge und Art des Zustandekommens
- Ausschlusskriterien bei der Auswahl der Startups

Die daran anschließenden strukturierten Fragen gliederten sich in 4 Teilkategorien mit 3 zusätzlichen Fragen, die auf einer benannten Likert-Skala zu bewerten waren.

Folgende 4 Teilkategorien wurden gewählt (siehe Anhang E – Fragebogen):

- [1] Einflussfaktoren in Bezug auf den Geschäftsführer (siehe Abbildung 17)
- [2] Einflussfaktoren in Bezug auf das Gründerteam (siehe Abbildung 18)
- [3] Einflussfaktoren in Bezug auf die Gesellschaft und das Unternehmen (siehe Abbildung 19)

[4] Einflussfaktoren in Bezug auf den Unternehmensauftritt und den Investmentprozess (siehe Abbildung 20)

Die Befragten konnten den einzelnen Faktoren aus Abbildung 17 bis Abbildung 20 eine Relevanz auf folgender Skala zuordnen, die ihnen vorher detailliert geschildert wurde:

sehr relevant (negativ; -2)	dieser Faktor hat eine sehr hohe negative Relevanz und somit einen sehr negativen Einfluss auf das Zustandekommen einer Frühphasenfinanzierung
relevant (negativ; -1)	dieser Faktor hat eine negative Relevanz und somit negativen Einfluss auf das Zustandekommen einer Frühphasenfinanzierung
neutral (ohne Relevanz; 0)	dieser Faktor hat weder einen positiven noch einen negativen Einfluss auf das Zustandekommen einer Frühphasenfinanzierung
relevant (positiv; 1)	dieser Faktor hat eine positive Relevanz und somit positiven Einfluss auf das Zustandekommen einer Frühphasenfinanzierung
sehr relevant (positiv; 2)	dieser Faktor hat eine sehr hohe positive Relevanz und somit einen sehr positiven Einfluss auf das Zustandekommen einer Frühphasenfinanzierung

Tabelle 6: Definition und Beschreibung der eingesetzten Skala

Im Anschluss wurden folgende drei Fragen gestellt:

- [1] Wie schätzt du folgende Aussage ein: Je mehr GesellschafterInnen in einem Startup vor einer Frühphasenfinanzierung vorhanden sind, desto unwahrscheinlicher ist der Abschluss eines Investments.
- [2] Wie schätzt du folgende Aussage ein: Je mehr Branchenerfahrung der/die GeschäftsführerIn hat, desto wahrscheinlicher ist der positive Abschluss einer Frühphasenfinanzierung.
- [3] Wenn sich ein Startup in einem aktuellen Hochtechnologie-Markt bewegt, erhöht dies die Wahrscheinlichkeit einer Frühphasenfinanzierung.

Diese waren auf der Skala gemäß Abbildung 6 einzuordnen.

1 2 3 4 5

trifft
überhaupt
nicht zu ○ ○ ○ ○ ○ trifft völlig zu

Abbildung 6: Likert-Skala (Antwortmöglichkeiten: (1): trifft überhaupt nicht zu, (2): trifft nicht zu, (3): neutrale Haltung, (4): trifft zu, (5): trifft völlig zu

9.2.2 Die Umfrage

Im November 2016 wurde eine anonyme Umfrage durchgeführt, welche sich an österreichische Gründer richtete. Die Anonymisierung wurde bewusst gewählt, um den Rücklauf zu erhöhen, da auch sensible Daten – wie der aktuelle Umsatz – erhoben wurden. Die im Fragebogen beinhalteten Fragen sind im Anhang E – Fragebogen in den Abbildung 17 bis Abbildung 21 ersichtlich.

Zudem wurden folgende Basisdaten zur Kategorisierung der Startups erhoben:

- [1] Geschlecht
- [2] Altersgruppe
- [3] Rolle innerhalb des Startups
- [4] Gründungsjahr
- [5] Bundesland des Geschäftssitzes
- [6] Anzahl der Mitarbeiter
- [7] Operativer Cash-Flow positiv/negativ
- [8] Umsatz des letzten Kalenderjahres
- [9] Anzahl der Gründer
- [10] Anzahl der Geschäftsführer
- [11] Höchste abgeschlossene Ausbildung des Geschäftsführers
- [12] Berufserfahrung des Geschäftsführers in Jahren
- [13] Branchenerfahrung des Geschäftsführers in Jahren
- [14] Studienrichtung des Geschäftsführers
- [15] Hochtechnologie-Startup (ja/nein) an Hand des Gartner Hype Cycles 2015
- [16] Rechtsform des Startups
- [17] Bereits erhaltene staatliche Förderungen
- [18] Bereits erhaltenes Beteiligungskapital
- [19] Investorengruppe des Beteiligungskapitals
- [20] Anzahl der gesamten Kapitalrunden
- [21] Gesamtsumme der Investments im Rahmen von Kapitalrunden
- [22] Anzahl der Gesellschafter vor der letzten Kapitalrunde

Abschließend wurden auch folgende drei Fragen erhoben, deren Antwortmöglichkeiten auf eine Likert-Skala gemäß Abbildung 6 begrenzt waren:

- [1] Je mehr GesellschafterInnen in einem Startup vor einer Frühphasenfinanzierung vorhanden sind, desto unwahrscheinlicher ist der Abschluss eines Investments.
- [2] Je mehr Branchenerfahrung der/die GeschäftsführerIn hat, desto wahrscheinlicher ist der positive Abschluss einer Frühphasenfinanzierung.
- [3] Wenn sich ein Startup in einem aktuellen Hochtechnologie-Markt bewegt, erhöht dies die Wahrscheinlichkeit einer Frühphasenfinanzierung.

10 ERGEBNISSE DER EMPIRISCHEN UNTERSUCHUNG

Im Folgenden wurden Variablen gewählt, die im Rahmen der empirischen Analyse untersucht wurden.

10.1 Merkmale der vorliegenden Stichproben

Zur weiteren Begutachtung werden im Rahmen der folgenden Kapitel die Merkmale der untersuchten quantitativen (Umfrage) und qualitativen (Experteninterviews) Erhebung deskriptiv dargestellt.

Ziel der Darstellung ist ein tiefergehendes Verständnis der Stichprobe, um dem Leser eine Nachvollziehbarkeit der abgeleiteten Aussagen zu bieten.

10.1.1 Merkmale der vorliegenden Stichprobe der Umfrage

Die Umfrage wurde mit Hilfe eines Online-Umfrageformulars durchgeführt, welches Informationen über den Befragten und dessen Startup erhob und in einem weiteren Schritt potentielle Erfolgsfaktoren quantitativ bestimmte. Im Rahmen dieses Kapitels sollen jene Informationen über den Befragten und dessen Startup analysiert werden, die ein Bild über die gesamte Stichprobe verschaffen.

Die Gesamterhebung

Die Online-Umfrage wurde von 42 Personen beantwortet, eine Antwort wurde durch fehlerhafte Angaben gestrichen. Dadurch ergibt sich ein Gesamtgröße der verwertbaren Stichprobe von 41.

Die Rolle der Befragten

Die Umfrage richtete sich nur an Startup-Gründer. Als Gründer wurde eine Person definiert, die im Rahmen der Gründung des Unternehmens als Gesellschafter ins Firmenbuch oder in ein äquivalentes Register eingetragen wurde oder ein äquivalentes Rechtsverhältnis eingegangen ist. Diese sehr breite Definition machte es erforderlich die Stellung und Rolle des Befragten noch weiter zu spezifizieren.

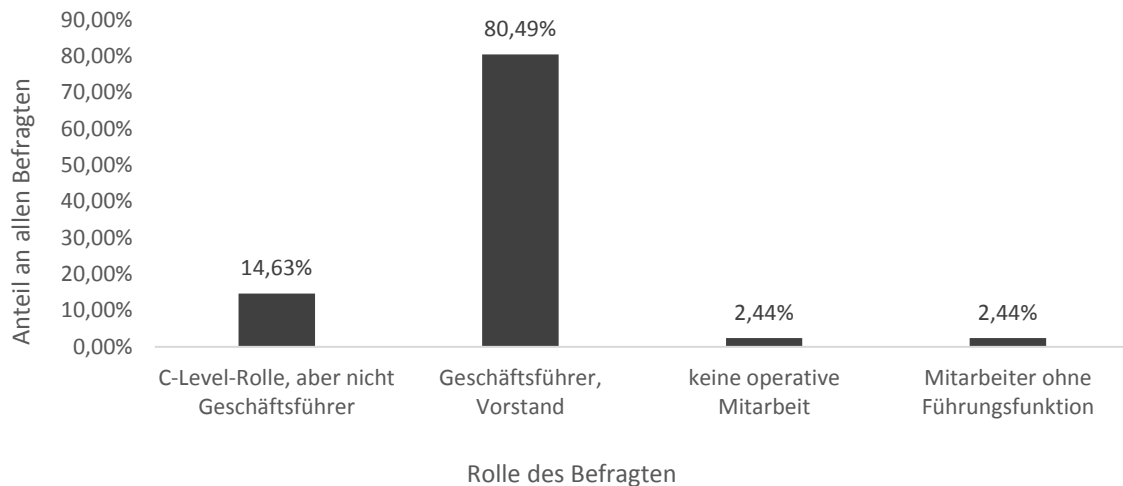


Abbildung 7: Rolle der Befragten im Startup

Abbildung 7 zeigt die Rollenverteilung der Befragten innerhalb der Unternehmen. Daraus ist eindeutig ersichtlich, dass es sich mit über 80% mehrheitlich um die geschäftsführenden Organe des Unternehmens handelte. Über 95% der Befragten befinden sich in einer operativen Managementrolle, wodurch erwartet werden kann, dass diese Personen über einen sehr detaillierten Einblick in das Geschehen des Startups verfügen.

Das Alter der Befragten

Die Befragten wurden aufgefordert ihr Alter in entsprechenden Alterskategorien anzugeben. Über 92% aller Befragten waren zwischen 25 und 44 Jahre alt, wobei sich ein erheblicher Anteil der Befragten (43,90%) in der Altersgruppe zwischen 30 und 34 Jahren befand. Im Rahmen der Erhebung gab es keinen Startup-Gründer, der jünger als 20 und älter als 59 Jahre alt war.

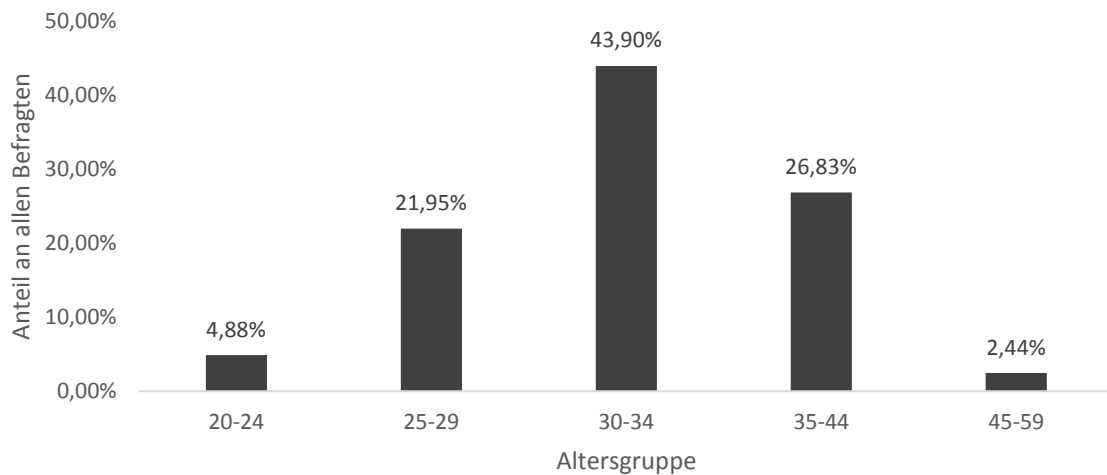


Abbildung 8: Verteilung des Alters innerhalb der Stichprobe

Das Geschlecht der Befragten

Bei der Erhebung des Geschlechts der Befragten wurde ein stark erkennbarer Überhang verzeichnet. Über 95% der Befragten gaben an, männlich zu sein.

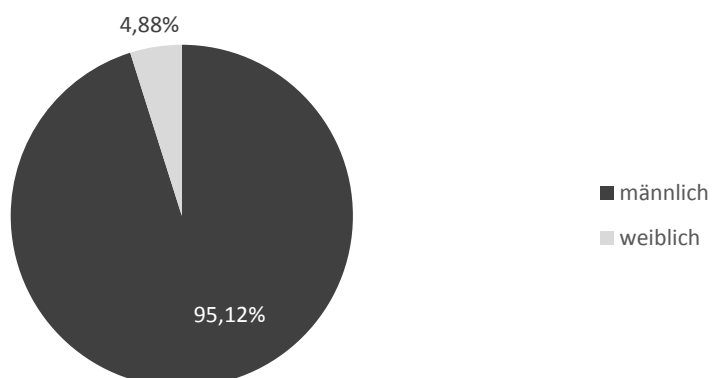


Abbildung 9: Das Geschlecht der Befragten

Anzahl der Mitarbeiter innerhalb der Startups

Unter den befragten Startups ergab sich eine in Abbildung 10 visualisierte Verteilung. Über 82% der Befragten Gründer arbeiteten in einem Startup mit unter 20 Mitarbeitern. Eine eindeutige Korrelation zwischen der Anzahl an Mitarbeitern und dem Umsatz konnte nicht ermittelt werden, es war jedoch eine Tendenz ersichtlich, dass Startups mit höheren Umsätzen tendenziell über eine höhere Anzahl an Mitarbeitern verfügten.

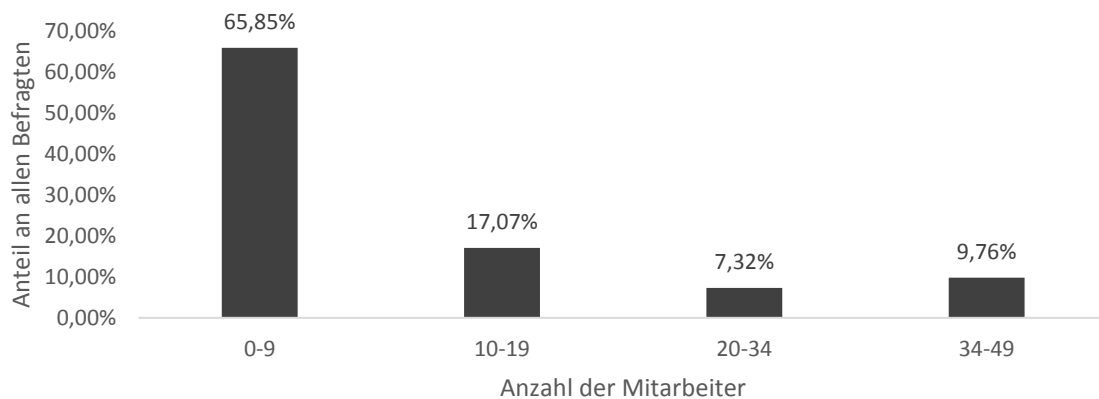


Abbildung 10: Verteilung der Anzahl an Mitarbeitern innerhalb der erhobenen Startups

Die Anzahl der Gründer innerhalb der Startups

Aus Abbildung 11 lässt sich erkennen, dass ca. $\frac{3}{4}$ aller Startups von drei oder weniger Personen gegründet wurden und die Anzahl der Unternehmen mit zwei Gründern bei 19 liegt, was einem relativen Anteil von 46% entspricht.

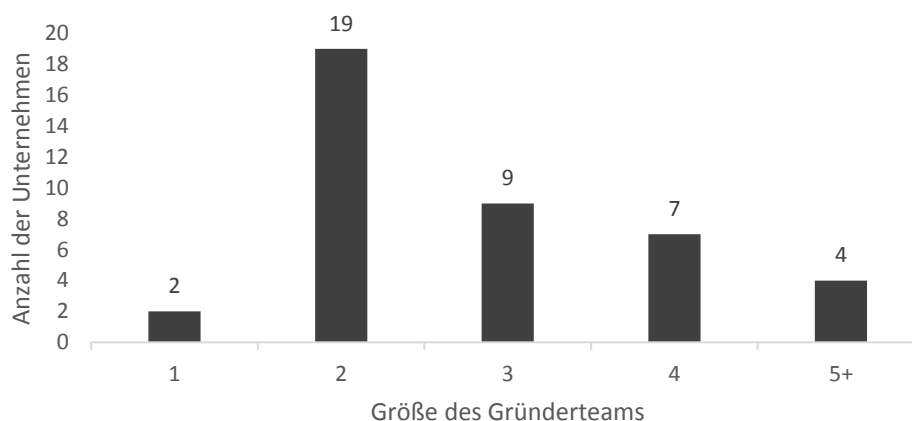


Abbildung 11: Verteilung der Größe des Gründerteams

Das arithmetische Mittel liegt bei 2,8² und es ist zu beobachten, dass weniger als 10% aller Startups über mehr als 4 Gründer verfügen. Die befragten Startups, die von Einzelpersonen gegründet wurden, sind mit unter 5% einer absoluten Minderheit zuzuordnen.

Das Alter der Startups

Abbildung 12 zeigt das Gründungsjahr der befragten Startups. Das Alter der erhobenen Startups schwankte stark zwischen 0 Jahren und 13 Jahren (2003-2016), jedoch ist zu erkennen, dass sich unter den befragten Startups mehrheitlich junge Unternehmen mit einem Alter unter 3 Jahren befanden.

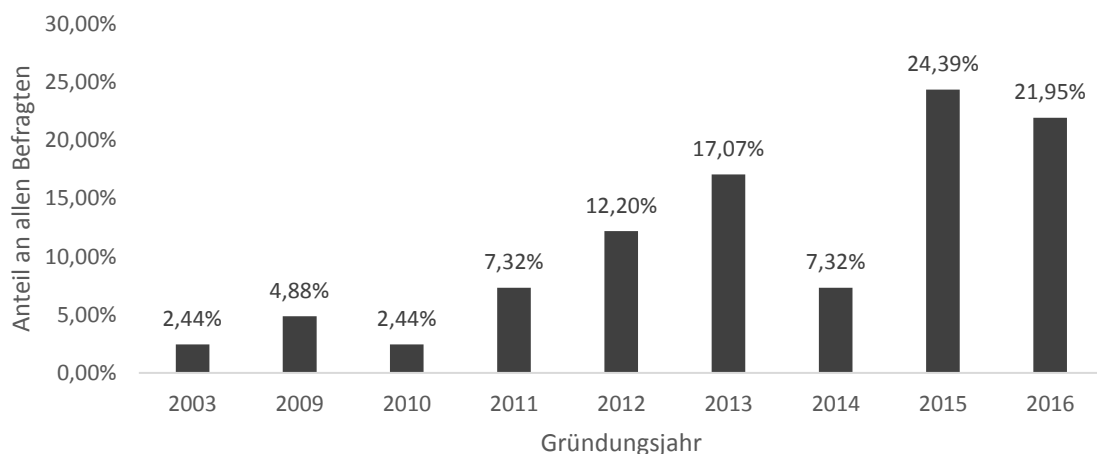


Abbildung 12: Gründungsjahr der befragten Startups

² Die Kategorie 5+ wurde zur Ermöglichung einer Kalkulation einer 5 zugeordnet

Regressionsmodell auf Basis der erhobenen Umsatzzahlen

Da das Gründungsjahr und der Umsatz des letzten Kalenderjahrs erhoben wurde, konnte ein Regressionsmodell entwickelt werden, welches mit möglichst hohem Bestimmtheitsmaß (R^2) den Umsatzverlauf über die Zeit auf Basis der Stichprobe wiedergibt.

Während ein exponentielles Modell lediglich ein Bestimmtheitsmaß von 0,75 ergab, wurde ein Regressionsmodell auf Basis einer Polynomfunktion 3.Grades ($R^2=0,81$) folgender Struktur gewählt:

$$f(x) = \alpha \cdot x^3 + \beta \cdot x^2 + \gamma \cdot x + \delta$$

Formel 8: Struktur der Regressionsfunktion auf Basis einer Polynomfunktion 3.Grades

Als Randbedingung wurde die Regressionskurve durch den Nullpunkt gelegt, wodurch $\delta = 0$ definiert wurde. Wie an Hand von Formel 8 nun erkennbar ist, schneidet diese Funktion die Abszisse im Nullpunkt, was auch dem realen Sachverhalt der Befragung entspricht (Umsatz des letzten Kalenderjahrs).

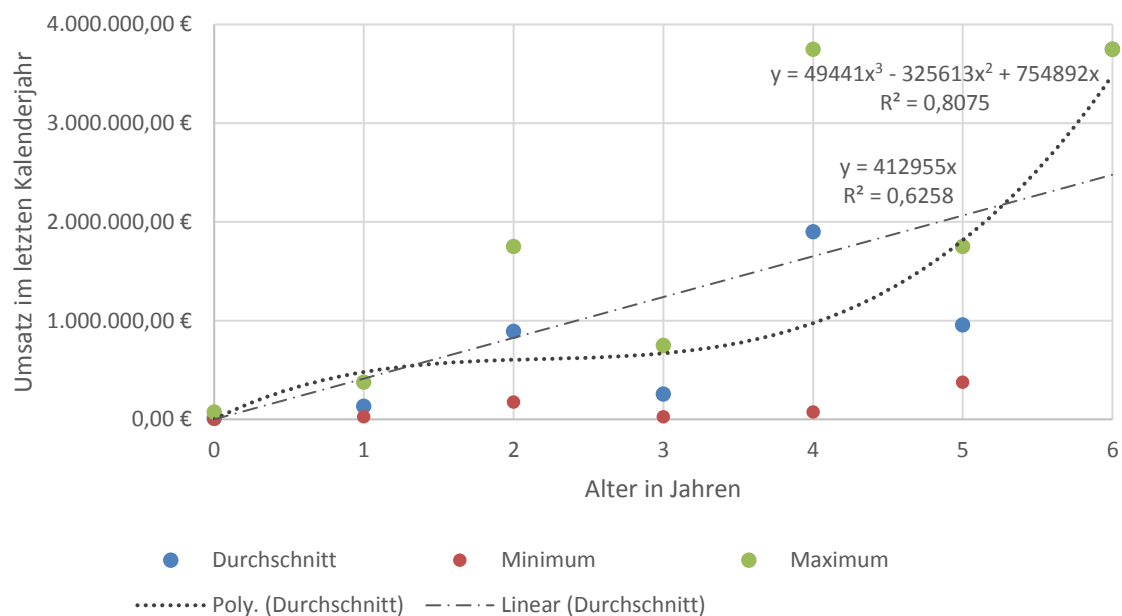


Abbildung 13: Regressionsmodell zur Schätzung des Umsatzes in Abhängigkeit des Alters des Unternehmens (eigene Abbildung auf Basis der erhobenen Daten)³

Abbildung 13 zeigt die Regressionsfunktion (Poly. (Durchschnitt)), welche auf den arithmetischen Mittelwerten der einzelnen Umsatzwerte der Startups in den jeweiligen

³ Bei der Erhebung wurde das Gründungsjahr abgefragt. Eine Alter von Jahren bedeutet, dass das Unternehmen im Jahr 2016 gegründet wurde. Es wurde der Umsatz des letzten Kalenderjahrs erhoben. Eine Ermittlung der Verschiebung der errechneten Kurve entlang der Ordinate im Nullpunkt ($x=0$) ist somit obsolet.

Alterskategorien beruht. Als Zeitraum wurden die ersten 6 Jahren gewählt. Zum Vergleich wurde auch ein lineares Modell (Linear (Durchschnitt)) dargestellt, welches jedoch für diesen Zeitraum ein geringeres Bestimmtheitsmaß vorweist ($R^2 = 0,63$). Zudem wird das spezifische arithmetische Mittel, das Minimum und das Maximum der einzelnen Alterskategorie dargestellt.

Die erhobenen Umsatzdaten, welche dem Modell als Grundlage dienten, unterlagen einer großen Streuung, wodurch dieses Modell eine nur bedingte Aussagekraft hat.

Die Regression bezweckt, dem Leser einen groben Überblick über den Umsatz in Abhängigkeit vom Alter der befragten Startups zu verschaffen, ist jedoch kaum für die Extrapolation und zukünftige Hochrechnung geeignet.

Cash-Flow-Situation der Startups

Um sich einen Überblick über die Liquiditätssituation der Startups zu verschaffen, wurde ermittelt, ob diese in den letzten sechs Monaten kumuliert einen positiven oder negativen operativen Cash-Flow erwirtschafteten. Davon waren somit speziell die Zuführungen von Eigenkapital und Förderzuschüssen ausgenommen.

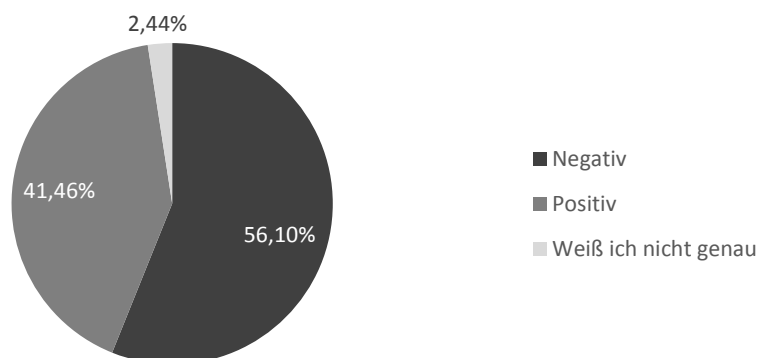


Abbildung 14: Operativer Cash-Flow der befragten Startups kumuliert innerhalb der letzten 6 Monate

Wie in Abbildung 14 ersichtlich, verfügen über eine deutliche Mehrheit von 56% der befragten Startups über einen negativen operativen Cash-Flow. Es ist somit davon auszugehen, dass jene Startups auf die Zuführung von außenfinanzierten liquiden Mitteln angewiesen sind.

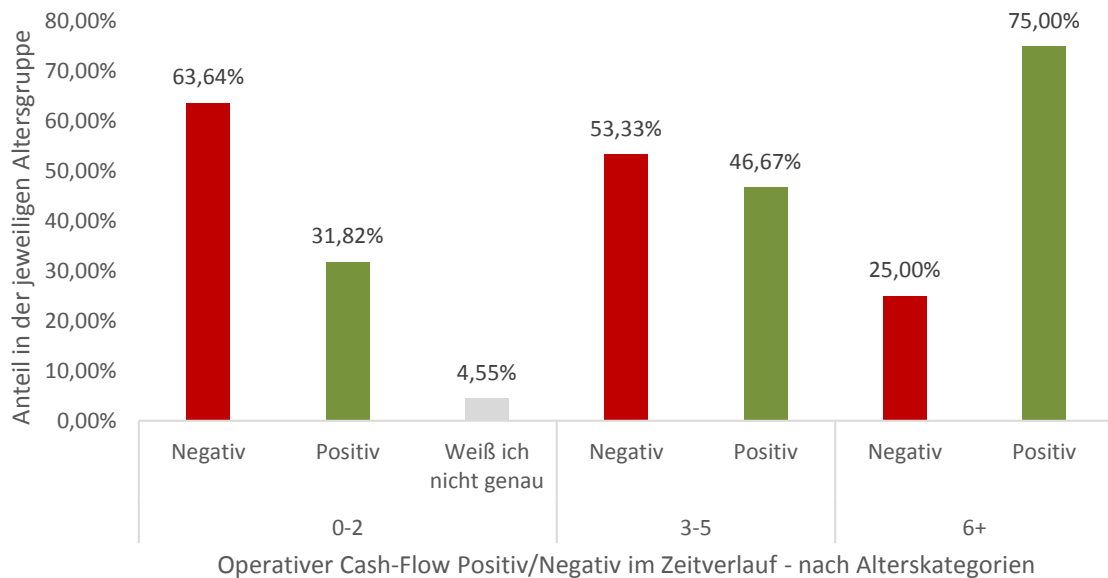


Abbildung 15: Operativer Cash-Flow innerhalb der Alterskategorien der Startups

Wie innerhalb von Abbildung 15 ersichtlich, ist ein Trend zu erkennen. Unter den befragten Startups verfügen tendenziell ältere Startups eher über einen positiven operativen Cash-Flow. Auf Grund zahlreicher Ausreißer und einer hohen Schwankungsbreite kann jedoch kein signifikanter Zusammenhang festgestellt werden. Markant jedoch ist, dass noch ein mehrheitlicher Anteil der Startups, welche zwischen 3 und 5 Jahre alt sind, keinen positiven operativen Cash-Flow generieren und somit anzunehmen ist, dass diese in hohem Maße auf Außenfinanzierungsinstrumente (z.B. Beteiligungskapital) angewiesen sind.

10.1.2 Merkmale der vorliegenden Stichprobe der Experteninterviews

Die Experten wurden an Hand folgender Kriterien ausgewählt:

- Mehrjährige Berufserfahrung im Bereich Private-Equity und Venture-Capital
- Führende Funktion innerhalb des Unternehmens (Partner, Geschäftsführer, C-Level)
- Hoher Bezug zu Österreich

Die ausgewählten Experten sind in führenden Funktionen von namhaften österreichischen institutionellen Venture-Capital-Unternehmen tätig. Sie verfügen über ein breites Portfolio an bereits getätigten Investments und verfügen über einen detaillierten Einblick in die Kennzahlen und die Entwicklung der Investitionsobjekte.

10.1.3 Vorgehensweise bei der Auswertung der quantitativen Ergebnisse

Im Rahmen der Umfrage wurde der Einfluss von vorab definierten Variablen auf eine Frühphasenfinanzierung auf Basis einer Relevanzskala - wie in Abbildung 18 ersichtlich –

erhoben, welche zu einer weiteren kalkulatorischen Verarbeitung in metrische Variablen auf einer Skala von -2 bis 2 umgewandelt wurde. Der Punkt „neutral“ wurde mit 0 versehen. Das ermittelte arithmetische Mittel jeder einzelnen Variable wurde ermittelt und der jeweiligen Kategorie zugeordnet.

Intervall		Bedeutung	Farbe
-2	-1,2	sehr negativer Einfluss	
-1,2	-0,4	negativer Einfluss	
-0,4	0,4	kein Einfluss	
0,4	1,2	positiver Einfluss (Erfolgsfaktor)	
1,2	2	sehr positiver Einfluss (starker Erfolgsfaktor)	

Tabelle 7: Einteilung der Variablen zur Identifikation von Einfluss- und Erfolgsfaktoren

Es wurden folgende statistische Kenngrößen ermittelt (siehe Tabelle 8):

- Arithmetisches Mittel (\bar{x})
- 1.Quartil ($Q_{0,25}$)
- Median (Med)
- 3.Quartil ($Q_{0,75}$)
- Arithmetisches Mittel \pm Konfidenzintervall (ϑ) bei einem Konfidenzniveau von 95%

Eigenschaften der Gründer	Statistische Auswertung (n=41)				
Variablenname	\bar{x}	$Q_{0,25}$	Med	$Q_{0,75}$	$\bar{x} \pm \vartheta$ ($\gamma = 0,95$)

Tabelle 8: Beschriftung der statistischen Kenngrößen

Um eine Aussage aus den untersuchten Hypothesen abzuleiten und deren Güte zu analysieren, wurde das 95%-Konfidenzintervall des arithmetischen Mittels kalkuliert. Bei höherer Streuung und geringer Anzahl der Befragungen fällt das Konfidenzintervall höher aus, wodurch es unter Umständen nicht mehr eindeutig einer Kategorie (z.B. hohe Relevanz) zugewiesen werden konnte.

10.2 Die Gründer

Um die Variable „Gründer“ zu beleuchten, wurden einige Untervariablen untersucht, die dieser Kategorie zugeordnet wurden.

10.2.1 Deskriptive Statistiken

Eigenschaften der Gründer	Statistische Auswertung (n=41)				
	\bar{X}	$Q_{0,25}$	Med	$Q_{0,75}$	$\bar{X} \pm \sigma$ ($\gamma = 0,95$)
Gründungserfahrung im Gründerteam	1,27	1	1	2	[1,07;1,47]
Führungserfahrung im Gründerteam	0,90	1	1	1	[0,68;1,12]
Berufserfahrung des Gründerteams	1,05	1	1	1	[0,84;1,26]
Branchenerfahrung des Gründerteams	1,10	1	1	2	[0,88;1,32]
Das Gründerteam verfügt über Kompetenzen aus gleichartigen Fachrichtungen	-0,12	-1	0	1	[-0,49;0,25]
Das Gründerteam verfügt über Kompetenzen aus unterschiedlichen Fachrichtungen	1,32	1	1	2	[1,13;1,50]
Kernkompetenzen für den Unternehmensaufbau im Gründerteam vorhanden	1,44	1	2	2	[1,27;1,61]
Hohes Privatvermögen der einzelnen Gründer vorhanden	-0,22	-1	0	0	[-0,49;0,05]
Familiäres oder soziales Auffangnetz der Gründer	0,17	0	0	1	[-0,11;0,45]
Bereitschaft der Gründer privates Kapital in das Startup zu investieren	0,68	0	1	1	[0,39;0,97]
Durchschnittsalter des Gründerteams unter 30 Jahre	0,00	0	0	0	[-0,22;0,22]
Durchschnittsalter des Gründerteams über 30 Jahre	0,12	0	0	1	[-0,09;0,34]

Tabelle 9: Deskriptive statistische Analyse der Eigenschaften der Gründer (blau: positiver Einfluss, weiß: kein Einfluss, rot: negativer Einfluss)

Tabelle 9 stellt die Eigenschaften der Gründer dar, welche als potentielle Einflussfaktoren untersucht und quantifiziert wurden.

10.2.2 Identifizierte Erfolgsfaktoren

Im Rahmen der Erhebung konnten folgende positive Einflussfaktoren, somit Erfolgsfaktoren ermittelt werden:

- [1] Die **Gründungserfahrung im Gründerteam** stellt einen entscheidenden Erfolgsfaktor dar, der mit einem arithmetischen Mittel von 1,3 einen relevanten, positiven Einfluss auf den Erfolg einer Frühphasenfinanzierung hat.
- [2] Die **Führungserfahrung im Gründerteam** stellt einen positiven Einfluss dar, der mit einem arithmetischen Mittel von 0,9 relevant ist.
- [3] Die **Berufserfahrung des Gründerteams** stellt einen positiven Erfolgsfaktor dar, der mit einem arithmetischen Mittel von 1,0 relevant ist.
- [4] Die **Branchenerfahrung des Gründerteams** stellt einen Erfolgsfaktor dar und beeinflusst den Erfolg einer Frühphasenfinanzierung mit einem arithmetischen Mittel von 1,1 positiv.
- [5] Wenn das Gründerteam über **interdisziplinäre Kompetenzen** verfügt und unterschiedliche Fachrichtungen abdeckt, stellt dies einen erheblichen Vorteil für den Erfolg einer Frühphasenfinanzierung dar. Es wurde ein arithmetisches Mittel von 1,3 gemessen.
- [6] Das **Vorhandensein der Kernkompetenzen im Gründerteam** stellt bei einem arithmetischen Durchschnitt von 1,4 die relevanteste Eigenschaft des Gründerteams dar und wurde als wichtigster Erfolgsfaktor in Bezug auf das Gründerteam identifiziert.
- [7] Die **Bereitschaft der Gründer privates Kapital in das Unternehmen zu investieren**, konnte als leichter positiver Einflussfaktor identifiziert werden.

10.2.3 Vergleich der Ergebnisse mit den qualitativen Ergebnissen

Im Rahmen der Umfrage wurden keine negativen Einflussfaktoren identifiziert. Im Rahmen der Experteninterviews wurden deckungsgleiche Ergebnisse ermittelt, wobei das Vorhandensein der Kernkompetenzen im Gründerteam von allen Befragten als sehr relevant und äußerst positiv eingestuft wurde und auch bei weitem die höchste Relevanz in Bezug auf das Gründerteam hatte. Dagegen wurde ein Gründerteam mit gleichartigen Kompetenzen von den Experten als tendenziell negativ evaluiert.

Es konnten zudem weiterführende ergänzende Aussagen zum Gründerteam ermittelt werden, die an dieser Stelle angeführt werden:

- [1] Ein „**Single-Founder-Startup**“, also ein Unternehmen mit einem einzigen Gründungsmitglied, wird von Frühphaseninvestoren als zu riskant betrachtet. *Lehner* nennt hier Ausnahmen, die jedoch äußerst selten auftreten. *Thurn und Taxis* sieht die Begründung darin, dass Gründer eine Vertrauensperson benötigen, mit der sie sich über operative und teilweise unternehmensvertrauliche Informationen regelmäßig austauschen können. *Stangl* und *Schuster* sehen dies sogar als Ausschlusskriterium für eine Frühphasenfinanzierung.
- [2] Während ein Unternehmen mit einem einzelnen Gründer von manchen Experten als Ausschlusskriterium betrachtet wird, kann **eine höhere Anzahl an Gründern auch als Problem** betrachtet werden. *Schuster* meint, dass sich das Engagement der einzelnen Personen ab vier Gründern unterscheidet, was häufig zu internen Konflikten führt. In solchen Fällen tritt der Investor auch als Sanierer auf und versucht die Verteilung der Geschäftsanteile so anzupassen, dass Schlüsselpersonen in höherem Maße incentiviert sind. Laut *Thurn und Taxis* wird der sogenannte „Founder-Clash“, also eine persönliche Auseinandersetzung innerhalb des Gründerteams, welcher aus seiner Sicht bei größeren Gründerteams häufiger auftritt als bei kleinen Gründerteams, eher in Kauf genommen als ein „Single-Founder-Startup“. *Schuster* sieht die **optimale Gründeranzahl zwischen zwei und drei**, was auch durch andere Experten bestätigt wurde.
- [3] Dass die **Kernkompetenzen im Gründerteam vorhanden** sind, wurde auch im Rahmen der Experteninterviews als kritischer Faktor identifiziert. Gemäß *Stangl* sind Unternehmen, deren Kerntechnologie in Drittunternehmen liegt, als Investitionsobjekt unfinanzierbar. Auch *Schuster* erachtet es als notwendig die „Intellectual Property“, also das geistige Eigentum an Kerntechnologien, innerhalb des Unternehmens zu wissen. Laut seinen Angaben wird im Rahmen des Investitionsprozesses bei potentiellen Investitionsobjekten versucht, dieses Problem zu sanieren. Falls dies nicht gelingt, stellt dies ein Ausschlusskriterium dar.
- [4] Auch die Experten erachten Gründer, die bereits andere Startups gegründet haben - sogenannte „Serial Entrepreneurs“ - als erfahrener als „First-Time-Founders“ und dies unabhängig davon, ob sie dabei gescheitert sind oder erfolgreich waren.
- [5] Im Gegensatz zu den Umfragen unter Startups, welche ergaben, dass **Gründerteams mit gleichartigen Kompetenzen** weder negativen noch positiven Einfluss auf eine Frühphasenfinanzierung haben, haben die Experten diesen Umstand als leicht negativ bis negativ angesehen.
- [6] Das **Commitment, also das zeitliche und emotionale Involvement** der Gründer, wurde von den Experten als sehr relevant angesehen. *Lehner* qualifizierte jene

Gründer, die nicht in vollem zeitlichen Umfang an ihrem Startup arbeiten, als „Vanity-Founder“, welche zumeist von Frühphasenfinanzierungen ausgeschlossen sind.

10.3 Die Geschäftsführung

Als zusätzliche relevante Variablen wurden Eigenschaften des Geschäftsführers beleuchtet und diese unter den Startup-Gründern abgefragt.

10.3.1 Deskriptive Statistiken

Tabelle 10 stellt Eigenschaften des Geschäftsführers dar. Erhoben wurde, ob und in welchem Ausmaß diese Eigenschaften einen Einfluss auf eine Frühphasenfinanzierung haben. Dabei wurden vor allem berufliche Eigenschaften dieser Person beleuchtet. Persönliche und charakterliche Eigenschaften wurden mit der Variable „Emotionale Verbundenheit mit dem Unternehmen“ erhoben und auf diese begrenzt.

Eigenschaften der Geschäftsführung	Statistische Auswertung (n=41)				
	\bar{X}	$Q_{0,25}$	Med	$Q_{0,75}$	$\bar{X} \pm \vartheta$ ($\gamma = 0,95$)
Hochschulausbildung (FH, Universität) der Geschäftsführung	0,61	0	1	1	[0,39;0,83]
Berufserfahrung des Geschäftsführers	1,24	1	1	2	[1,02;1,47]
Branchenerfahrung des Geschäftsführers	0,88	0	1	1	[0,61;1,15]
Führungserfahrung des Geschäftsführers	0,66	0	1	1	[0,44;0,88]
Geschäftsführer hat bereits ein Unternehmen aufgebaut, ist jedoch gescheitert	0,20	0	0	1	[-0,07;0,46]
Geschäftsführer hat bereits ein Unternehmen erfolgreich aufgebaut	0,88	0	1	2	[0,58;1,17]
Emotionale Verbundenheit des Geschäftsführers mit dem Unternehmen	1,39	1	2	2	[1,12;1,66]

Tabelle 10: Deskriptive statistische Analyse der Eigenschaften des Geschäftsführers (blau: positiver Einfluss, weiß: kein Einfluss, rot: negativer Einfluss)

10.3.2 Identifizierte Erfolgsfaktoren

Es konnten folgende Erfolgsfaktoren identifiziert werden:

- [1] Die **Hochschulausbildung des Geschäftsführers** hat bei einem arithmetischen Mittel von 0,61 einen kleinen positiven Einfluss, auf Grund des Konfidenzintervalls von 0,39 bis 0,83 ist dies jedoch eher als Bonus und leichter Erfolgsfaktor zu interpretieren. Eindeutig ersichtlich ist, dass dieser Faktor im Vergleich zu allen anderen abgefragten Eigenschaften des Geschäftsführers eine deutlich geringere Bedeutung hat.
- [2] Die **Berufserfahrung des Geschäftsführers** wurde bei einem arithmetischen Mittel von 1,24 und einem Konfidenzintervall von 1,02 bis 1,47 als relevanter bis

sehr relevanter Erfolgsfaktor identifiziert. Während die Berufserfahrung von dem gesamten Gründerteam mit einem arithmetischen Mittel von 1,0 als weniger relevant eingestuft wurde, wird hier eindeutig ersichtlich, dass die berufliche Vorerfahrung des Geschäftsführers von hoher Bedeutung ist.

- [3] Die **Branchenerfahrung des Geschäftsführers** kann bei einem Durchschnitt von 0,88 eindeutig als Erfolgsfaktor, jedoch nicht als starker Erfolgsfaktor eingeordnet werden. Aus dem Konfidenzintervall von 0,61 bis 1,15 ist die Güte der Aussage ersichtlich. Die befragten Gründer sehen somit die Berufserfahrung des Geschäftsführers als Basis einer Unternehmensgründung bei weitem wichtiger an als dessen Branchenerfahrung, um eine Frühphasenfinanzierung zu erhalten.
- [4] Die **Führungserfahrung des Geschäftsführers** kann bei einem arithmetischen Mittel von 0,66 als Erfolgsfaktor eingeordnet werden und ist somit als Bonus zu verstehen. Die Bedeutung dieser Eigenschaft ist signifikant, jedoch für den positiven Ausgang einer Frühphasenfinanzierung von eher geringerer Relevanz.
- [5] Wenn der **Geschäftsführer bereits ein Unternehmen erfolgreich aufgebaut hat**, ist dies als leichter Erfolgsfaktor zu verstehen. Bei einem arithmetischen Mittel von 0,88 und einem Konfidenzintervall von 0,58 bis 1,17 hat die Bedeutung dieser Eigenschaft die gleiche Gewichtung wie die Branchenerfahrung des Geschäftsführers. Aus der Umfrage konnte zudem ermittelt werden, dass ein bereits gescheiterter Geschäftsführer weder positiven noch negativen Einfluss auf eine Frühphasenfinanzierung hat.
- [6] Die **Emotionale Verbundenheit des Geschäftsführers** wurde bei weitem als die wichtigste Eigenschaft des Geschäftsführers angesehen. Bei einem arithmetischen Mittel von 1,39 kann diese Eigenschaft als starker Erfolgsfaktor angesehen werden.

10.3.3 Vergleich der Ergebnisse mit den qualitativen Ergebnissen

Die Experteninterviews ergaben gleichartige Aussagen, wobei der Führungserfahrung des Geschäftsführers weniger Bedeutung beigemessen wurde, jedoch die Berufserfahrung und Branchenerfahrung als deutlich relevanter eingestuft wurde. Zudem wurde ein Scheitern von Seiten der Investoren als positiver Einflussfaktor identifiziert, wohingegen dieser Faktor von Seiten der befragten Gründer als neutral angesehen wurde.

Im Rahmen der Experteninterviews wurden folgende zusätzliche Informationen gesammelt:

- [1] **Die Unternehmerpersönlichkeit sollte über operative und organisatorische Fähigkeiten verfügen.** Laut *Lehner* ist die operative Leistung vor allem zu Beginn sehr relevant, weil strategische Überlegungen vom Investor bei Bedarf noch eingebracht werden können, jedoch die Leistung mitunter stark über den Erfolg bestimmt.
- [2] **Ein Geschäftsführer, der über Branchenerfahrung des Startups verfügt** wird von den Investoren durchwegs als glaubwürdiger eingestuft. Einer Produktidee von jemanden mit Branchenerfahrung werden höhere Erfolgchancen beigemessen, wodurch auch die Chance einer Frühphasenfinanzierung steigt.
- [3] **Die emotionale Verbundenheit des Geschäftsführers** zum Unternehmen wurde als sehr relevant eingestuft und ist ein Erfolgsfaktor. Diese Eigenschaft äußert sich laut *Stangl* und *Lehner* beim „Pitch“, einer Kurz-Präsentation des Gründers, in der er in wenigen Minuten die Geschäftsidee schildert. Der Geschäftsführer sollte somit über die Fähigkeit verfügen, das Produkt des Startups einem breiten Publikum näherzubringen.

10.4 Das Geschäftsmodell und die Gesellschaft

„Der größte Unterschied zwischen der Perspektive des Startups und der Perspektive des Investors ist, dass ein Startup einen Cap-Table als Abbildung einer Geschichte sieht und wir sehen einen Cap-Table als Werkzeug für die Zukunft.“

(Zitat: Michael Schuster, Partner Speedinvest)

Das Geschäftsmodell und die Gesellschaft – speziell die Aufteilung der Geschäftsanteile – können einen erheblichen Einfluss auf das Zustandekommen einer Frühphasenfinanzierung haben. Während das Geschäftsmodell in frühen Phasen mitunter noch geändert werden kann, sind Sanierungen der Gesellschaftsstruktur häufig komplizierter und können zum Scheitern einer Kapitalrunde führen. Die folgenden Abschnitte werden diese Aussagen untermauern.

10.4.1 Deskriptive Statistiken

Im Rahmen des in Abbildung 19 veranschaulichten Fragebogen wurden Variablen der Gesellschaft, des Unternehmens und des Geschäftsmodells beleuchtet und quantifiziert. Dabei wurden unterschiedliche Aspekte beleuchtet, die sich einerseits auf die Corporate Governance und die Gesellschaftsstruktur und andererseits auf Eigenschaften des Unternehmens und des Geschäftsmodells beziehen.

Eigenschaften des Geschäftsmodells und der Gesellschaft	Statistische Auswertung (n=41)				
	\bar{x}	$Q_{0,25}$	Med	$Q_{0,75}$	$\bar{x} \pm \vartheta$ ($\gamma = 0,95$)
Hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells	1,54	1	2	2	[1,37;1,70]
Mitarbeiterbeteiligungsprogramm	0,24	0	0	1	[0,03;0,46]
Vorhandensein eines Beirats	0,02	0	0	1	[-0,23;0,28]
Vorhandensein eines Aufsichtsrats	-0,51	-1	0	0	[-0,76;0,27]
Anzahl der Gesellschafter kleiner als 5	0,78	0	1	1	[0,53;1,03]
Anzahl der Gesellschafter liegt zwischen 5 und 10	-0,56	-1	-1	0	[-0,74;-0,38]
Anzahl der Gesellschafter größer als 10	-1,27	-2	-2	-1	[-1,53;-1,01]
Vorhandensein eines jährlichen Budgets	0,78	0	1	1	[0,55;1,01]
Vier-Augen-Prinzip innerhalb der Geschäftsführung	0,24	0	0	1	[-0,06;0,54]
Startup hat bereits staatliche Förderungen erhalten	0,29	0	0	1	[0,00;0,59]
Operatives Management besitzt die Mehrheit des Unternehmens	1,29	1	1	2	[1,08;1,51]

Tabelle 11: Deskriptive statistische Analyse der Eigenschaften des Geschäftsmodells und des Unternehmens (blau: positiver Einfluss, weiß: kein Einfluss, rot: negativer Einfluss)

10.4.2 Identifizierte Einflussfaktoren

Bei der Analyse der Aspekte, welche in Tabelle 11 abgebildet sind, konnten folgende Erfolgsfaktoren identifiziert werden:

- [1] Die **Skalierbarkeit des Geschäftsmodells** wurde als relevantester Erfolgsfaktor gesamt identifiziert. Die befragten Startups haben der Skalierbarkeit bei einem arithmetischen Mittel von 1,54 die höchste Bedeutung beigemessen. Die Güte der Aussage bei einem Konfidenzintervall von 1,37 bis 1,70 ist sehr gut.
- [2] Wenn ein **Startup vor einer Frühphasenfinanzierung unter 5 Gesellschafter** verfügt, kann dies als kleiner Erfolgsfaktor angesehen werden. Das arithmetische Mittel von 0,78 zeigt auf, dass es für Startups von Vorteil ist, wenn Sie ihre Gesellschaft vor allem anfangs sehr schlank halten.
- [3] Von hoher Relevanz stellt neben der Gesellschafteranzahl auch die Verteilung der Geschäftsanteile dar. **Dass sich die Mehrheit, somit mehr als 50% der Geschäftsanteile beim operativen Management befindet**, wird mit einem arithmetischen Mittel von 1,29 als sehr relevant eingestuft und kann als mittelstarker bis starker Erfolgsfaktor verstanden werden.

Zudem brachte die Befragung zu Aspekten der Gesellschaft auch folgende negative Einflussfaktoren zu Tage:

- [1] Wenn bei einem Startup vor der Frühphasenfinanzierung die **Anzahl der Gesellschafter zwischen 5 und 10** liegt, hat dies einen leicht negativen Einfluss auf den Abschluss einer Frühphasenfinanzierung. Mit einem arithmetischen Mittel von -0,56 ist der Einfluss als nicht hoch, aber durchaus signifikant einzustufen.
- [2] Sehr deutlich lässt sich ein Sprung ab einer **Gesellschafterzahl von 10 und mehr** erkennen, bei dem über 51% der Befragten angeben, dass dieser Umstand einen sehr relevant negativen Einfluss auf den Abschluss einer Frühphasenfinanzierung hat. Bei einem arithmetischen Mittel von 1,27 hat dieser negative Faktor hohe Relevanz und hohe Signifikanz und sollte in jedem Fall von Startups berücksichtigt werden.

10.4.3 Vergleich der Ergebnisse mit den qualitativen Ergebnissen

Sämtliche Investoren, die im Rahmen von Experteninterviews befragt wurden, qualifizierten die Skalierbarkeit als den relevantesten Faktor und wiesen diesem höchste Bedeutung zu. Ein bereits implementiertes Mitarbeiterbeteiligungsprogramm wurde als leicht positiv gesehen, wobei die nachträgliche Implementierung auch als praktikable Option gesehen wurde.

Auch deckungsgleich war die Variable „Startup hat bereits staatliche Förderungen erhalten“, wo kein Einfluss – weder positiver noch negativer – ermittelt wurde. Eine Gesellschafteranzahl größer als 10 vor einer Frühphasenfinanzierung wurde von den Investoren mehrheitlich sogar als Ausschlusskriterium qualifiziert.

Die Experten äußerten sich zu den hier behandelten Aspekten ergänzend folgendermaßen:

- [1] Startups sollten bei dem **Aufbau ihrer Gesellschafterstruktur sehr sorgsam und vorsichtig umgehen**, da dies später nur äußerst schwierig zu sanieren ist. Gemäß *Lehner* treten vor allem bei unerfahrenen Gründern diesbezügliche Probleme auf. Ein charakteristisches Beispiel ist die signifikante Beteiligung eines Dritten, der über die Unternehmensgeschichte im Verhältnis zu seiner Beteiligung nur wenig zur Unternehmenswertsteigerung beitragen kann.
- [2] Die befragten Investoren versuchen sehr häufig **Probleme in der Gesellschaftsstruktur**, wenn die sonstigen Faktoren überzeugend sind, vor der eigentlichen Beteiligung zu lösen. Dies beinhaltet essentielle vertragliche Änderungen und Änderungen an der Gesellschafterstruktur. *Schuster* sieht eine saubere Gesellschafterstruktur als sehr relevantes Kriterium an, um die Zukunftssicherheit des Startups zu gewährleisten. Wenn sich ein Startup weigert,

diese Änderungen zuzulassen, führt dies zumeist zu einem Scheitern der Frühphasenfinanzierung.

- [3] Der **von dem Startup gewählte Markt** ist auch bereits für die Frühphasenfinanzierung von hoher Bedeutung. *Lehner* betont, dass viele Geschäftsmodelle, die vor einigen Jahren noch funktioniert haben - beispielsweise Modelle, die nur auf mobilen Apps basieren - heute deutlich teurer und schwieriger in der Umsetzung sind. Auch für *Stangl*, *Schuster* und *Thurn und Taxis* stellt der Markt, in dem sich ein Startup befindet vor einem allfälligen Investment einen hohen Einflussfaktor dar.
- [4] Das **Vier-Augen-Prinzip**, welches auf Geschäftsführungsebene implementiert wird, wurde von *Schuster* und *Thurn und Taxis* als relevant angesehen. *Lehner* und *Stangl* sahen darin weder einen Vorteil noch einen Nachteil.

10.5 Der Unternehmensauftritt und der Investmentprozess

Ob der Unternehmensauftritt und die Außenwirkung eines Unternehmens einen potentiellen Investor das Investitionsobjekt höher einschätzen lassen wurde separat ermittelt. Speziell die Präsentationsfähigkeiten und der persönliche Auftritt, aber auch Dokumente, welche im Investmentprozess relevant sind, wurden analysiert.

10.5.1 Deskriptive Statistiken

Die im Rahmen von Abbildung 20 dargestellten Variablen wurden innerhalb der Befragung beleuchtet und quantifiziert. Hier wurden speziell Aspekte berücksichtigt, die im Zusammenhang mit dem Investmentprozess zwischen Startup und Investor relevant sind. Dies betrifft persönliche Berührungspunkte, Verhaltensweisen und Dokumente, die diesbezüglich von Relevanz sein können.

Eigenschaften des Unternehmensauftritts und des Investmentprozesses	Statistische Auswertung (n=41)				
	\bar{X}	$Q_{0,25}$	Med	$Q_{0,75}$	$\bar{X} \pm \sigma$ ($\gamma = 0,95$)
Professioneller Pitch	1,49	1	1	2	[1,33;1,64]
Vorhandensein eines Pitch-Decks	1,32	1	1	2	[1,15;1,49]
Vorhandensein eines Business-Plans	1,02	0	1	2	[0,78;1,27]
Vorhandensein einer mehrjährigen Planrechnung	0,49	0	0	1	[0,22;0,75]
Präsenz des Unternehmens in den Medien	0,44	0	1	1	[0,14;0,73]
Zustandekommen des Kontakts mit Investor über eine Vertrauensperson	1,02	0	1	2	[0,76;1,29]
Geringe Reaktionszeit und hohe Kommunikationsgeschwindigkeit des Startups im Investmentprozess	1,07	1	1	2	[0,85;1,30]

Tabelle 12: Deskriptive statistische Analyse der Eigenschaften des Unternehmensauftritts und des Investmentprozesses (blau: positiver Einfluss, weiß: kein Einfluss, rot: negativer Einfluss)

10.5.2 Identifizierte Erfolgsfaktoren

Die untersuchten Variablen resultierten in folgenden Erfolgsfaktoren:

- [1] **Dem professionellen Pitch** wurde sehr hohe Bedeutung beigemessen. Über 48% der Befragten gaben an, dass Sie diesen Faktor als sehr relevant einstufen und dieser einen hohen Einfluss auf das Zustandekommen einer Frühphasenfinanzierung hat. Mit dem Pitch geht auch die Fähigkeit der Gründer und des Geschäftsführers einher, das Geschäftsmodell auf kurze und prägnante Weise erläutern zu können. Die vom Geschäftsführer geforderte emotionale Verbundenheit spielt bei dieser Fähigkeit auch eine entscheidende Rolle, wodurch diese beiden Variablen höchstwahrscheinlich als nicht unabhängig zu betrachten sind. Mit einem arithmetischen Mittel von 1,49 stellt der professionelle Pitch nach der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells den zweitwichtigsten Erfolgsfaktor mit äußerst hoher Relevanz dar.
- [2] **Das Vorhandensein eines Pitch-Decks** wurde mit einem arithmetischen Mittel von 1,32 als sehr relevanter Erfolgsfaktor identifiziert. Dieses Dokument, eine Kurz-Präsentation zur prägnanten Erläuterung des Geschäftsmodells, beleuchtet vor allem die Aspekte Team, Produkt und Markt. Pitch-Decks werden häufig als Folien in entsprechenden Präsentationsprogrammen angefertigt.
- [3] **Das Zustandekommen mit einem Investor über eine Vertrauensperson** erhöht die Wahrscheinlichkeit einer Frühphasenfinanzierung. Mit einem arithmetischen Mittel von 1,02 ist ersichtlich, dass es von signifikantem positiven Vorteil ist, einen Investor über dessen Netzwerk und nicht über einen direkten Kanal zu kontaktieren. Der Faktor ist als relevant, jedoch nicht als sehr relevant einzustufen.
- [4] **Die Reaktionszeit und Kommunikationsgeschwindigkeit** kann mit einem arithmetischen Mittel von 1,07 als relevant eingestuft werden. Im Zuge des Investmentprozesses sind die Gründer angehalten, angeforderte Informationen und Dokumente somit zügig zu übermitteln und rasch auf eingehende Anfragen zu antworten, um die Wahrscheinlichkeit einer Frühphasenfinanzierung zu erhöhen.

10.5.3 Vergleich der Ergebnisse mit den qualitativen Ergebnissen

Die befragten Experten schätzten die Aspekte beinahe deckungsgleich ein. Sie stufen den Pitch auch als sehr relevant ein, wobei das Pitch-Deck als noch wichtiger qualifiziert wurde. Dem Business-Plan, der als umfassendes Dokument verstanden wurde, wurde eine geringere Bedeutung beigemessen, jedoch auch dieses wurde als positiver Erfolgsfaktor eingestuft. Analog zur Umfrage wurde im Rahmen der Experteninterviews die mehrjährige

Planrechnung für eine Frühphasenfinanzierung als „ohne Einfluss“ qualifiziert, wobei die Experten meinten, dass eine oberflächliche Planrechnung sehr wohl relevant ist und Bestandteil der bereitgestellten Informationen sein sollte.

Eine Präsenz in den Medien vor der Frühphasenfinanzierung wurde von den Investoren höher eingestuft als von den Gründern. Die Experten klassifizierten den Umstand, dass ein Startup bereits in den Medien präsent ist, als Erfolgsfaktor.

Die Investoren bestätigten, dass das Zustandekommen über eine Vertrauensperson für Startups von Vorteil ist und sie jene Geschäftsideen, welche von näheren Vertrauenspersonen stammen, auch genauer begutachten. Das Kommunikationsverhalten während des Investmentprozesses wurde von den Investoren als relevant klassifiziert.

Folgende Aussagen der Investoren können ergänzend angeführt werden:

- [1] Unmittelbar nach dem ersten Kontakt wird ein Pitch-Deck angefordert. Es sollte gemäß *Schuster* aus zehn bis fünfzehn Folien bestehen und relevante Daten zu Produkt, Markt, Wettbewerb und einen kleinen Finanzplan beinhalten.
- [2] Der Pitch gibt nicht nur darüber Aufschluss wie gut der Geschäftsführer bzw. die Gründer präsentieren können, sondern wird auch herangezogen, um das Gründerteam einer Prüfung zu unterziehen. Hier wird durch alle Investoren das Denkmodell der Gründer getestet und ob deren Modell und Annahmen „belastbar“ sind.
- [3] Es steht gemäß *Thurn und Taxis* nicht im Vordergrund, dass die Zahlen der Planrechnung tatsächlich so eintreten, sondern diese müssen plausibel argumentiert werden können. Vor allem der Umsatzplan sollte auf soliden Grundannahmen fußen. Hier steht wiederum die Vertriebs- und Vermarktungserfahrung der Gründer im Vordergrund. Diese Sichtweise deckt sich mit jeder der anderen befragten Investoren.
- [4] Die Gründer informieren sich häufig zu wenig über die Portfoliostrategie des Investors, wodurch es zu unnötigen Aufwänden auf Seiten des Investors und der Gründer kommt. Sowohl *Stangl*, *Schuster* und *Thurn und Taxis* verfügen über eine klare Zielgeographie, erhalten dennoch auch häufig Anfragen von Ländern außerhalb deren Investmentzielländer.
- [5] Investoren schließen gewisse Branchen und nichtskalierbare Geschäftsmodelle aus. Vor allem *Schuster* und *Lehner* betonten, dass das Know-How des Investors und dessen Netzwerk einen Mehrwert beim Startup schaffen sollte. Andernfalls lehnten sie Investments, für die schlichtweg Erfahrung und Know fehle, aus. Sehr kapitalintensive Branchen – wie beispielsweise Biotech-Unternehmen – waren kein

präferiertes Investitionsobjekt für die befragten österreichischen Frühphaseninvestoren.

10.6 Vertragliche Bedingungen

Ergänzend wurden unter den Startup-Gründern Variablen erhoben, die sich auf die vertraglichen Details zwischen den Gründern und dem Investor und zwischen den beiden Parteien mit der Gesellschaft beziehen. Dazu wurden exemplarisch relevante Vertragskomponenten eines Beteiligungsvertrags identifiziert und deren Relevanz ermittelt.

10.6.1 Deskriptive Statistiken

Vertragliche Komponenten	Statistische Auswertung (n=41)				
	Ø	Q _{0,25}	Med	Q _{0,75}	Ø ± <i>σ</i> (γ.. 0, 95)
Vertragliche Bindung der Gründer	1,41	1	1	2	[1,22;1,61]
Mitveräußerungsrecht (Tag-Along)	0,73	0	1	1	[0,54;0,92]
Mitveräußerungspflicht (Drag-Along)	0,56	0	1	1	[0,35;0,78]
Liquidation Preference der Investoren	0,27	0	0	1	[-0,05;0,59]
Verwässerungsschutz für Investoren	-0,12	-1	0	0	[-0,39;0,15]

Tabelle 13: Deskriptive statistische Analyse der vertraglichen Bedingungen (blau: positiver Einfluss, weiß: kein Einfluss, rot: negativer Einfluss)

Die erhobenen Punkte waren aus Sicht des Investors zu verstehen, wodurch abgefragt wurde, ob diese Bedingungen relevant für das Zustandekommen einer Frühphasenfinanzierung waren. Diese Variablen können als Auswirkung der Bereitschaft der Unternehmensgründer verstanden werden, entsprechende Klauseln zu akzeptieren.

10.6.2 Identifizierte Erfolgsfaktoren

Folgende Erfolgsfaktoren wurden ermittelt:

- [1] Die **Vertragliche Bindung der Gründer**, welches im angloamerikanischen Raum als „Founder-Vesting“ (siehe Kapitel 6.2) bezeichnet wird, ist mit einem arithmetischen Mittel von 1,41 von äußerst hoher Relevanz. Unter vertraglicher Bindung der Gründer ist neben dem „Founder-Vesting“ auch eine „Good-Leaver und Bad-Leaver“-Klausel zu verstehen. Das „Founder-Vesting“ stellt ein vertragliches Artefakt dar, welches den Anspruch auf die vereinbarten Geschäftsanteile eines Unternehmensgründers mit einer zeitlichen Anwartschaft verbindet. Ein Unternehmensgründer, der das Unternehmen unter dieser zeitlichen Anwartschaft, welche in der Regel zwischen zwei bis drei Jahren beträgt, verlässt, ist gezwungen einen Teil oder sämtliche Geschäftsanteile an den Investor oder eine andere definierte Person abzutreten. „Good-Leaver“ und „Bad-Leaver“-Klauseln regeln das

Ausscheiden der Gründer bzw. der Schlüsselpersonen und definieren Kriterien, deren Eintreten die Klassifikation des Gründers in die jeweilige Kategorie vorsieht. Diese Klauseln sehen in der Regel abhängig von der vertraglichen Ausgestaltung auch Strafbestimmungen vor, die die verlassende Schlüsselperson treffen. Strafen bei „Good-Leaver“-Klauseln fallen geringer aus als bei „Bad-Leaver“-Klauseln (Hahn, 2015, S. 36).

- [2] Die **Tag-Along-Klausel** ist relevant, wird jedoch von den Befragten bei einem arithmetischen Mittel von 0,73 bei weitem nicht so hoch eingestuft wie die vertragliche Bindung der Gründer. Die Tag-Along-Klausel ist eine Schutzbestimmung für Minderheitsgesellschafter, denen durch diese Klausel ein Mitveräußerungsrecht eingeräumt wird. Somit kann verhindert werden, dass einzelne Mehrheitsgesellschafter oder Gesellschafter, die zusammen die Mehrheit halten ihre Anteile an einen Dritten veräußern ohne, dass dem Minderheitsgesellschafter dasselbe Recht zukommt (siehe Kapitel 6.2.2)..
- [3] Die **Drag-Along-Klausel** wird von den Befragten bei einem arithmetischen Mittel von 0,56 als leicht relevant, weniger relevant als die **Tag-Along-Klausel** eingestuft. Die Drag-Along-Klausel stellt eine Schutzbestimmung für einen Mehrheitsgesellschafter bzw. für Gesellschafter dar, die die Mehrheit der Geschäftsanteile halten. Sie sieht vor, dass Minderheitsgesellschafter bei einem Exit-Event (z.B. Übernahme von 100% der Geschäftsanteile durch einen Käufer) bei einem entsprechenden Beschluss verpflichtet werden, ihre Anteile zu gleichen Konditionen mitverkaufen zu müssen. Somit kann sichergestellt werden, dass potentielle Erwerber nicht separat mit jedem einzelnen Gesellschafter verhandeln müssen (siehe Kapitel 6.2.3).

10.6.3 Vergleich der Ergebnisse mit den qualitativen Ergebnissen

Bei den befragten Experten hat sich gezeigt, dass die vertraglichen Details entscheidend sind. Während Intermediäre, also Venture-Capital-Unternehmen, tendenziell eher strengere vertragliche Details fordern, ist bei Pre-Seed-Investoren mehr vertragliche Flexibilität gegeben. Vor allem bei der Liquidation Preference war zu erkennen, dass jene befragten Startups (n=7), welche auch Kapital von Venture-Capital-Unternehmen erhalten haben, die Liquidation Preference mit einem arithmetischen Mittel von 0,88 als relevant beurteilen, während Startups, die nur Kapital von Business Angels erhalten haben (n=9, $\bar{x}=0,33$), dieser Komponente weit weniger Relevanz beimessen. Folglich kann die Hypothese angestellt werden, dass das Artefakt der Liquidation Preference unter Business Angels in Österreich weit weniger in Verwendung ist als bei institutionellen Investoren. Diese Annahme wurde im Rahmen der Experteninterviews bestätigt, da sowohl *Schuster*,

Thurn und Taxis als auch *Stangl* diese vertraglichen Bedingungen als notwendige Bedingung ansehen, damit ein Investment zu Stande kommt. Diese Experten sind den institutionellen Investoren zuzuordnen und nicht als Business Angels zu klassifizieren.

Die Ergebnisse können noch durch folgende Aussagen der Experten ergänzt werden:

- [1] Eine Variable, die im Rahmen der Umfragen nicht berücksichtigt wurde, jedoch im Rahmen der Experteninterviews durchwegs betont wurde, umfasst den Bereich **Intellectual Property**. Es hat sich gezeigt, dass es für Frühphaseninvestoren von hoher Relevanz ist, dass das Unternehmen sichergestellt hat, Rechte an Schöpfungen, Werken, Patenten und anderen Rechtsartefakten erlangt zu haben. *Schuster* betont, dass solche rechtlichen Details vor einem etwaigen Investment geprüft werden. Sollte eine diesbezügliche Problemstellung vor dem Investment nicht gelöst werden können, kann dies zum Scheitern der Verhandlungen führen.
- [2] Die vertraglichen Forderungen der Frühphaseninvestoren, welche als Intermediäre agieren, umfassen Tag-Along-Klauseln, Drag-Along-Klauseln, die Liquidation Preference und ein Founder-Vesting. *Stangl*, *Thurn und Taxis* und *Schuster* betonten, dass diese Klauseln für institutionelle Investoren in Österreich erforderlich sind. Hier steht die Tatsache im Vordergrund, dass diese Investoren, das Geld von „Limited Partners“ verwalten, wodurch diese vertraglichen Komponenten als Hygienefaktoren und Schutzbestimmungen angesehen werden können (siehe Kapitel 5.2.2).

10.7 Empirische Analyse der Hypothesen

Im Rahmen der Umfrage wurden die Hypothesen H1 bis H3 durch die Fragen F1 bis F3 (siehe Tabelle 14), welche auf einer Likert-Skala von 1 bis 5 einzuordnen waren, erhoben.

Hypothesen	Erhobene Frage
H1: Je länger der Unternehmer bereits vor der Gründung in derselben Branche tätig war, desto wahrscheinlicher ist der Abschluss eines Frühphaseninvestments.	F1: Je mehr Branchenerfahrung der/die GeschäftsführerIn hat, desto wahrscheinlicher ist der positive Abschluss einer Frühphasenfinanzierung.
H2: Jene Startups, deren Geschäftsmodell einem Wachstumsmarkt auf Basis des Gartner Hype Cycles 2015 zuzuordnen sind, können eher ein Investment erhalten als jene, die einem anderen Markt zuzuordnen sind.	F2: Wenn sich ein Startup in einem aktuellen Hochtechnologie-Markt bewegt, erhöht dies die Wahrscheinlichkeit einer Frühphasenfinanzierung.
H3: Je höher die Anzahl der Gesellschafter vor der Kapitalrunde ist, desto unwahrscheinlicher ist der Abschluss eines positiven Investments.	F3: Je mehr GesellschafterInnen in einem Startup vor einer Frühphasenfinanzierung vorhanden sind, desto unwahrscheinlicher ist der Abschluss eines Investments.

Tabelle 14: Gegenüberstellung der Hypothesen mit den erhobenen Fragen

Es wurden folgende statistische Kenngrößen ermittelt

- Arithmetisches Mittel (\bar{x})
- 1.Quartil ($Q_{0,25}$)
- Median (Med)
- 3.Quartil ($Q_{0,75}$)
- Arithmetisches Mittel \pm Konfidenzintervall (ϑ) bei einem Konfidenzniveau von 95%

Das arithmetische Mittel wurde für weitere Aussagen herangezogen, wobei eine Abweichung um den Nullpunkt „3“ ermittelt und der Ausschlag und die Richtung qualifiziert wurde. Die Güte der Aussagen wurde mit Hilfe des Konfidenzintervalls bei einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 5% geprüft.

Die Einordnung der kalkulierten Mittelwerte erfolgte auf Basis der in Tabelle 15 veranschaulichten Likert-Skala, welche in eine äquivalente Intervallskala übergeführt wurde.

Intervall		Bedeutung
1	1,8	trifft überhaupt nicht zu
1,8	2,6	trifft nicht zu
2,6	3,4	keine Aussage
3,4	4,2	trifft zu
4,2	5	trifft völlig zu

Tabelle 15: Einteilung der Likert-Skala nach der Auswertung der Mittelwerte

10.7.1 Deskriptive Statistiken der strukturierten Fragen

Tabelle 16 zeigt die Ergebnisse der statistischen Auswertung. An Hand der arithmetischen Mittel ist eindeutig erkennbar, dass die deskriptive statistische Analyse einen Zusammenhang ergab und die befragten Startup-Gründer im Schnitt (Median) mit „trifft zu“ geantwortet haben. Der Interquartilsabstand IQR ($Q_{0,75} - Q_{0,25}$) aller drei Variablen zeigt eine eindeutige statistische Rechtslastigkeit der Ergebnisse auf.

Vertragliche Komponenten	Statistische Auswertung (n=41)				
	\bar{X}	$Q_{0,25}$	Med	$Q_{0,75}$	$\bar{X} \pm \vartheta (\gamma = 0,95)$
Je mehr Branchenerfahrung der/die GeschäftsführerIn hat, desto wahrscheinlicher ist der positive Abschluss einer Frühphasenfinanzierung.	3,83	3	4	4	[3,59;4,07]
Wenn sich ein Startup in einem aktuellen Hochtechnologie-Markt bewegt, erhöht dies die Wahrscheinlichkeit einer Frühphasenfinanzierung.	3,88	4	4	4	[3,61;4,14]
Je mehr GesellschafterInnen in einem Startup vor einer Frühphasenfinanzierung vorhanden sind, desto unwahrscheinlicher ist der Abschluss eines Investments.	3,93	3	4	5	[3,65;4,20]

Tabelle 16: Deskriptive statistische Analyse der Mittelwerte

Die Konfidenzintervalle ($\alpha=5\%$) liegen alle in den in Tabelle 15 definierten Skalenbereichen, wodurch die Güte der Lage der arithmetischen Mittel als gut einzuschätzen ist.

10.7.2 Analyse der Stichprobe auf die Zugehörigkeit zu einem Hochtechnologiemarkt

71% der befragten Startup-Gründer haben bereits versucht, Beteiligungskapital von Investoren zu erhalten. 83% in dieser Gruppe haben Kapital erhalten, jedoch waren davon über 58% Business Angels oder Familie und Freunde.

Um den Zusammenhang zwischen Startups, die Frühphasenfinanzierungen erhalten haben und der dichotomen Variablen „Zugehörigkeit zu einem Hochtechnologiemarkt“ zu ermitteln, wurden diese Startups gegenübergestellt, wobei nur jene Startups berücksichtigt wurden, die auch aktiv versucht haben, Beteiligungskapital zu erhalten.

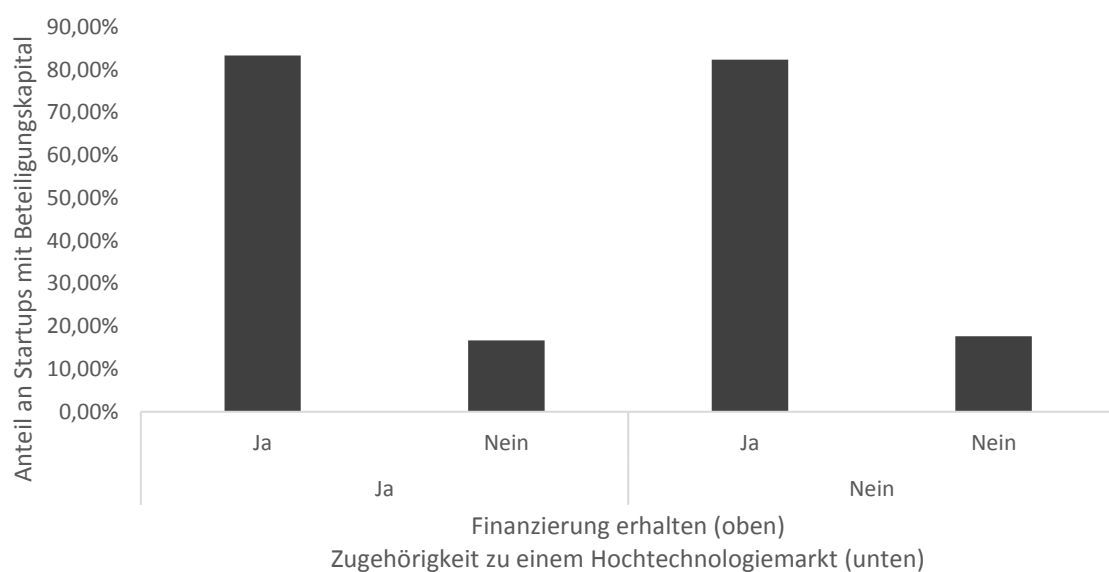


Abbildung 16: Analyse des Einflusses der Zugehörigkeit zu einem Hochtechnologiemarkt auf Basis des Gartner Hype Cycles 2015 auf eine erhaltene Frühphasenfinanzierung

Abbildung 16 zeigt, dass auf Basis der vorliegenden Stichprobe kein Zusammenhang ermittelt werden konnte. Jene Startups, die einem Hochtechnologiemarkt auf Basis des Gartner Hype Cycles 2015 zugeordnet waren, konnten beinahe in gleichem Maße (83% zu 82%) Investoren gewinnen, wie jene, die keinem dieser Märkte zugeordnet waren. Das Ergebnis kann jedoch als nicht signifikant eingestuft werden.

10.7.3 Zusammenfassung und Auswertung

Im letzten Kapitel konnte bei den Hypothesen H1 bis H3 ein positiver Zusammenhang festgestellt werden, auf dem im Rahmen dieses Kapitels zusammenfassend nochmals eingegangen werden soll. Dabei sollen die Ergebnisse auch durch die identifizierten Erfolgsfaktoren und die Erkenntnisse aus den qualitativen Ergebnissen angereichert werden.

H1: Je länger der Unternehmer bereits vor der Gründung in derselben Branche tätig war, desto wahrscheinlicher ist der Abschluss eines Frühphaseninvestments.

Die befragten Startup-Gründer wiesen dieser Aussage einen positiven Zusammenhang zu. Diese Aussage deckt sich auch mit den identifizierten Erfolgsfaktoren „Branchenerfahrung des Gründerteams“ und „Branchenerfahrung des Geschäftsführers“. Diese Faktoren wurden im Vergleich zu den Faktoren „Skalierbarkeit“ und den „Kernkompetenzen innerhalb des Gründerteams“ als weniger relevant eingestuft, wodurch die Branchenerfahrung nicht als kritisch für eine Frühphasenfinanzierung anzusehen ist. Innerhalb der qualitativen Erhebung wurde die Branchenerfahrung auch als relevant eingestuft. Die qualitativen Ergebnisse untermauern somit die Hypothese.

Ein Gründer, der vor der Gründung des Startups bereits mindestens ein Jahr in derselben Branche gearbeitet hat, wurde im Rahmen der qualitativen Erhebung bereits als „Gründer mit Branchenerfahrung“ eingestuft, jedoch wurde eine Zeitdauer von drei Jahren als noch relevanter eingestuft.

Es ist jedoch davon auszugehen, dass der Zusammenhang der Zeitdauer und der Wahrscheinlichkeit einer Frühphasenfinanzierung lediglich innerhalb eines begrenzten Zeitraums Gültigkeit hat und der Zusammenhang nicht linear ist. Vielmehr ist zu erwarten, dass der Grenznutzen aber einer gewissen Zeitdauer gegen null konvergiert. Weiters geben die Ergebnisse keine Auskunft darüber, in welchem Maße die Wahrscheinlichkeit einer Frühphasenfinanzierung konkret durch die Branchenerfahrung angehoben werden kann.

H2: Jene Startups, deren Geschäftsmodell einem Wachstumsmarkt auf Basis des Gartner Hype Cycles 2015 zuzuordnen sind, können eher ein Investment erhalten als jene, die einem anderen Markt zuzuordnen sind.

Die quantitative Erhebung ergab auch bei dieser Hypothese einen positiven Zusammenhang. Die befragten Investoren betrachten den Markt als sehr relevant, dabei sind Marktkennzahlen – wie dessen Größe, die Anzahl der Mitbewerber und deren Marktstellung – relevant. Während diese Hypothese unterstellt, dass jene Startups, welche sich in einem Trendmarkt befinden, mit höherer Wahrscheinlichkeit ein Investment erhalten, stellt die Marktgröße bzw. das Marktpotential („Total Addressable Market“) eine abhängige Variable dar.

Auffällig war, dass die dichotome Variable „ist einem Hochtechnologiemarkt auf Basis des Gartner Hype Cycles 2015 zugehörig“ keinen Einfluss auf die Frühphasenfinanzierung hatte. Vielmehr haben auch viele Startups, die keiner dieser Kategorien zugeordnet waren, Kapital im Zuge einer Frühphasenfinanzierung erhalten. Problematisch könnten in diesem Zusammenhang die unterschiedlichen Auffassungen eines „Hochtechnologiemarkts“ sein,

welche vom Gartner Hype Cycle nur rudimentär erfasst werden. Weiters könnte der Gartner Hype Cycles aus dem Jahr 2015 suboptimal gewählt worden sein, da die befragten Startups mehrheitlich älter als ein Jahr waren.

Aus diesem Grund kann diese Hypothese nur beschränkt auf den Begriff „Hochtechnologiemarkt“ werden, wobei dieser innerhalb der Untersuchung eindeutig nicht in Zusammenhang mit dem Gartner Hype Cycle steht.

H3: Je höher die Anzahl der Gesellschafter vor der Kapitalrunde ist, desto unwahrscheinlicher ist der Abschluss eines positiven Investments.

Diese Hypothese wurde im Rahmen der quantitativen Erhebung als zutreffend qualifiziert und von den Experten durchwegs untermauert. Es konnte zudem in Kapitel 10.4.2 ein Grenzwert von zehn Gesellschaftern ermittelt werden, ab dem die Anzahl als schädlich für den Abschluss einer Frühphasenfinanzierung einzustufen ist. Bereits ab einem Grenzwert von fünf Gesellschaftern war ein negativer Trend zu erkennen. Die Experten bestätigten dieses Ergebnis und begründeten es damit, dass eine höhere Gesellschafteranzahl die Entscheidungsdauer im Schnitt verlängerte und die Agilität des Startups erheblich darunter leide. Das Ergebnis berücksichtigt jedoch nicht die Qualifizierung der Gesellschafter. Durch den Umstand, dass eine mehrheitliche Verteilung der Geschäftsanteile auf der Seite des operativen Managements als starker Erfolgsfaktor eingeschätzt wurde, ist davon auszugehen, dass eine höhere Anzahl an operativen Gesellschaftern einen weniger negativen Einfluss auf das Zustandekommen einer Frühphasenfinanzierung hat als nicht-operative. Diese Fragestellung wurde im Rahmen dieser Arbeit jedoch nicht hinlänglich behandelt.

11 CONCLUSIO

Die empirische Vorgehensweise hat einige eindeutige Einflussfaktoren hervorgebracht, die im Rahmen von deskriptiven statistischen Analysen identifiziert und eingestuft werden konnten. Dabei haben sich auch manche getestete Variablen, somit potentielle Einflussfaktoren, als nicht relevant herausgestellt, bei manchen konnte kein signifikanter Einfluss festgestellt werden. Tabelle 17 gliedert die in den vorigen Kapiteln untersuchten Variablen, bei denen ein Einfluss festgestellt werden konnte, nochmals in die jeweiligen Kategorien und hebt deren Relevanz auch farblich hervor.

Bedeutung	Variablen
sehr negativer Einfluss	– Anzahl der Gesellschafter größer als 10
negativer Einfluss	– Anzahl der Gesellschafter liegt zwischen 5 und 10
positiver Einfluss (leichter Erfolgsfaktor)	<ul style="list-style-type: none"> – Führungserfahrung im Gründerteam – Berufserfahrung des Gründerteams – Branchenerfahrung des Gründerteams – Bereitschaft der Gründer privates Kapital in das Startup zu investieren – Hochschulausbildung (FH, Universität) der Geschäftsführung – Branchenerfahrung des Geschäftsführers – Führungserfahrung des Geschäftsführers – Geschäftsführer hat bereits ein Unternehmen erfolgreich aufgebaut – Anzahl der Gesellschafter kleiner als 5 – Vorhandensein eines Business-Plans – Zustandekommen des Kontakts mit Investor über eine Vertrauensperson – Geringe Reaktionszeit und hohe Kommunikationsgeschwindigkeit des Startups im Investmentprozess – Mitveräußerungsrecht (Tag-Along) – Mitveräußerungspflicht (Drag-Along)
sehr positiver Einfluss (starker Erfolgsfaktor)	<ul style="list-style-type: none"> – Gründungserfahrung im Gründerteam – Kernkompetenzen für den Unternehmensaufbau im Gründerteam vorhanden – Berufserfahrung des Geschäftsführers – Emotionale Verbundenheit des Geschäftsführers mit dem Unternehmen – Hohe Skalierbarkeit des Geschäftsmodells – Operatives Management besitzt die Mehrheit des Unternehmens – Professioneller Pitch – Vorhandensein eines Pitch-Decks – Vertragliche Bindung der Gründer

Tabelle 17: Qualitative Kategorisierung der Einflussfaktoren

Wie innerhalb von Tabelle 17 ersichtlich ist, hat das Gründerteam einen erheblichen Einfluss auf den Erfolg einer Frühphasenfinanzierung. Sowohl die Gründungserfahrung als auch Berufserfahrung konnten als kritische Erfolgsfaktoren identifiziert werden. Die Kernkompetenzen des Teams spielen zudem eine signifikante und wesentliche Rolle, da Investoren ausgelagerte „Intellectual Property“ sehr kritisch betrachten.

Die emotionale Verbundenheit, welche auch als kritischer Erfolgsfaktor identifiziert wurde, wurde von Investoren als besonders relevant eingestuft. In Hinblick auf große Herausforderungen und Belastungen, die sich Gründer von Startups stellen müssen, stellt die emotionale Verbundenheit hier sicher, dass Gründer bei kurzfristigem Wegfall von finanziellen Anreizen das Startup nicht zu schnell verlassen.

Die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells stellt den im Rahmen der Erhebung bei weitem wichtigsten Erfolgsfaktor dar, da Investoren sicherstellen müssen, dass Renditen erwirtschaftet werden können, die dem Risikoprofil derartiger Investitionsobjekte entsprechen. Obwohl die befragten Experten durchwegs der Meinung waren, in Hinblick auf die Anforderungen an die Skalierbarkeit weniger fordernd als „klassische Venture-Capital-Unternehmen“ aus dem angloamerikanischen Raum zu agieren, wird dieser Faktor auch unter österreichischen Investoren äußerst hoch bewertet.

Besonderes Augenmerk haben Startup-Gründer zudem auf die Corporate Governance zu legen. Insbesondere bei der Auswahl ihrer Gründer, weiterer Gesellschafter und der absoluten Anzahl der Gesellschafter. Ein Startup, welches vor einer etwaigen Frühphasenfinanzierung bereits über mehr als 10 Gesellschafter verfügt, wurde von Investoren als „unfinanzierbar“ bezeichnet. Innerhalb der Erhebung wurde dies von den Startup-Gründern korrekt als entsprechend hoher negativer Einflussfaktor eingestuft. Die Hypothese 3 und somit ein indirekt proportionaler Zusammenhang zwischen der Anzahl der Gesellschafter und der Wahrscheinlichkeit einer Frühphasenfinanzierung konnte somit eindeutig bestätigt und untermauert werden.

Dass das operative Management über die Mehrheit der Geschäftsanteile des Startups verfügt, wurde auch als sehr hoher Erfolgsfaktor eingestuft. Folglich sollten Startup-Gründer Geschäftsanteile mit Bedacht vergeben, wobei operative Gesellschafter in höherem Maße über Geschäftsanteile incentiviert werden sollten als jene Gesellschafter, die keine operative Rolle einnehmen. Eine vertragliche Bindung der Gründer („Founder-Vesting“) stellt zudem sicher, dass die hohe Incentivierung jener Person auch rechtlich abgesichert ist. Diese Vereinbarung, welche von Investoren auch als sehr relevant eingestuft wurde, stellt jedoch nicht nur eine Absicherung gegenüber Investoren, sondern auch eine Absicherung der operativen Gründer untereinander dar.

Die vertriebliche Kompetenz des Teams wird sehr früh im Rahmen des „Pitches“, also einer kurzen und prägnanten Vorstellung des Geschäftsmodells, geprüft. Sowohl der Pitch als auch das dazugehörige Pitch-Deck sind als hochrelevant einzustufen.

Die Ergebnisse der Hypothese 1 legen den Schluss nahe, dass eine zeitlich längere Branchenerfahrung des Geschäftsführers vor Gründung eines Startups die Wahrscheinlichkeit einer Frühphasenfinanzierung erhöht. Es ist jedoch anzunehmen, dass der Grenznutzen dieser Eigenschaft mit höherer Berufserfahrung gegen null tendiert und der Zusammenhang somit nicht linear ist.

Die Arbeit konnte neben eindeutigen Erfolgsfaktoren und negativen Einflussfaktoren auch weitere Fragen aufwerfen, die als Untersuchungsgegenstand für weiterführende Arbeiten dienen können. Zum einen sind dies die Gruppendynamischen Effekte innerhalb des Gründerteams, welche gemäß der befragten Experten auch häufig zu Konflikten innerhalb des Gründerteams führen können. Zum anderen stellt dies das Thema der Anschlussfinanzierung bzw. Wachstumsfinanzierung dar. In dieser Kategorie besteht in Österreich gemäß der *Austrian Private Equity and Venture Capital Organisation* (kurz: AVCO) großer Nachholbedarf, da das Fundraising-Volumen von EUR 111 Mio. der jeweiligen Investitionsgesellschaften beinahe ausschließlich für die Frühphase von Unternehmen verwendet wurde (AVCO, 2016). In weiteren Untersuchungen könnte ermittelt werden, welche Anreize nötig sind, damit weitere Venture-Capital-Unternehmen und Private-Equity-Gesellschaften mit dem Fokus auf Second-Stage- und Third-Stage-Finanzierungen am Standort Österreich Fuß fassen, um die Grundlage für weiteres Wachstum von Startups sicherzustellen und deren Abwanderung potentiell zu verhindern.

ANHANG A – INTERVIEW MICHAEL SCHUSTER

„Ich bin seit 2011 in einem Business-Angel-Fonds tätig, also mit dem Thema befasst und war davor in 2 Startups tätig.“

„Speedinvest ist ein Business-Angel-Fonds. Wir nennen ihn Business-Angel-Fonds, weil wir in der Regel wie ein Business Angel agieren, d.h. sowohl von der Investitionssumme sehr frühphasig bis maximal 500.000 Euro investieren und auch in dieser Phase hineingehen, wo es darum geht den Product-Market-Fit festzustellen oder wo er gerade festgestellt ist und mit diesem Geld eigentlich versucht wird herauszufinden, welche Marketingkanäle oder Vertriebskanäle skalieren.“

„Phasentechnisch sind wir ein Business-Angel oder Super-Angel, von der Haltung sind wir sehr unternehmerisch, nicht sehr finanzorientiert, also wir schauen uns wohl Business Pläne an, wissen aber, dass die in der Phase nur eine Absichtserklärung sind.“

„Wir arbeiten sehr eng mit den Unternehmen zusammen, nehmen teilweise auch Rollen im Startup ein, weil wir eben der Ansicht sind in dieser frühen Phase braucht man sehr breite Unterstützung und auch Know-How, das in der Regel Gründer in Europa, weil sie meistens First-Time-Founders sind, nicht haben. Die Lücke versuchen wir zu schließen.“

„Wir haben ein anderes Incentive-Modell wie ein typischer VC-Fonds. Wir sind nicht an extremen Outcomes interessiert, sondern für uns ist es auch schon gut, wenn es einen durchschnittlichen oder guten Outcome gibt.“

„Unsere Interessen liegen aus meiner Sicht wesentlich näher an den Unternehmen, weil wir eben nicht versuchen die „Unicorns“ zu züchten.“

„Das heißt einerseits, dass Screening ganz anders funktioniert, ... ein typischer VC sucht nach den wenigen Fällen – Market Size spielt hier eine große Rolle – man versucht hier eigentlich tendenziell weniger, aber größere Wetten einzugehen und das ist der Fehler, den man im Seed-Bereich immer gemacht hat – eben diese wenigen Wetten einzugehen und bei denen dann lang drinnen zu bleiben. Das funktioniert in dem Moment, in dem ich weiß wie meine Skalierung funktioniert, dann kann ich große Wetten eingehen und lange drinnen bleiben.“

„Unsere Herangehensweise ist es, einen vernünftigen Betrag für die Seed-Phase mit ganz klaren Meilensteinen bereitzustellen, die dann auch dem Unternehmen oder dem Startup

sehr klar Rückmeldung geben, ob es sein Ziel erreicht hat und ob es den „Product-Market-Fit“ erreicht hat.“

„Wir sind die ersten, die dann sagen, ja hast du (Bezug auf Product-Market-Fit), lass uns skalieren. Wir sind dann auch diejenigen, die darauf drängen, aber wir sagen auch ganz klar, wenn dieses Thema nicht erreicht ist, dann macht es keinen Sinn noch mehr Geld hineinzustecken, sondern dann ist entweder ein Pivot sinnvoll oder man muss schauen, was hat denn am Produkt nicht funktioniert, also wir sind hier auch ein Sanity-Check.“

„Wir sind aber gleichzeitig eben auch mit unserem Ansatz hemdsärmeliger, also wir sitzen nicht an der Außenlinie und schauen zu und warten, sondern wir sind der Legionär, der mit aufs Spielfeld geht.“

„Viele unserer Startups sagen, das hat denen entscheidend geholfen, erfolgreich zu sein.“

„Wir bekommen zusätzlich Anteile, die ganz klar mit Zielen verknüpft sind, das heißt, wenn wir die Ziele nicht erreichen, dann können die Gründer diese Anteile auch wieder „zurückcallen“ zur Nominale, aber wenn wir sie erreichen, dann gehören die Anteile uns.“

„Es beginnt meistens damit, dass wir das Startup entweder bei Veranstaltungen sehen oder ein E-Mail bekommen, ein Pitch-Deck zugeschickt bekommen, indem mal drinnen steht, worum es geht. Da ist die Präsentation das gängigste Format mit 10, 15 Folien zum Produkt, Markt, Wettbewerb und ein kleiner Finanzplan.“

„Wir haben intern eine Cluster-Struktur, wo thematisch strukturierte Gruppen von Partnern sich damit auseinandersetzen, die Startups entweder von Veranstaltungen oder eben aus E-Mails oder aus dem Netzwerk vorzusortieren und zu sagen, ob das grundsätzlich interessant ist oder nicht. Den größten Teil scheidet wir gleich aus, weil er nicht in unsere Investment-Hypothesen passt, thematisch nicht passt, von der Phase nicht passt oder von der Geographie nicht passt.“

„Harte Kriterien sind außerhalb unserer Zielgeographie. Wir investieren beispielsweise nicht in Israel, bekommen trotzdem Pitch-Decks von dort. Unsere Zielgeographie ist Europa mit Fokus auf CEE.“

„Zweites Ausschlusskriterium ist die Phase. Manchmal ist es zu früh, manchmal zu spät, manchmal gibt es noch gar kein Produkt, manche suchen schon eine Series-A-Finanzierung.“

„Wir schließen gewisse Themenbereiche aus, beispielsweise ganz intensive Hardware würden wir nicht machen oder auch Consumer Goods. Wir bekommen tatsächlich immer wieder Getränke angeboten.“

„Dann gibt's für uns Kriterien, die insgesamt für uns ein Investment schwieriger machen, „Single-Founder“ zum Beispiel, bei dem es kein Team gibt. Ich glaube zwei bis drei Gründer sind optimal, wir investieren auch in Startups mit vier oder fünf Gründern.“

„Bei 4er-Gründungsteams sind nie alle vier gleich involviert, da gibt es immer einen oder zwei Gründer, die nicht so nah dran sind, die sind aber trotzdem Gründer, wir versuchen in den Setups dann auch sehr klar darauf zu drängen, Entscheidungsstrukturen festzulegen, die auch klar hierarchisieren.“

„Ein „non-operational“ Founder, der nicht mehr operativ tätig ist, ist für mich eigentlich eher ein Business-Angel. Die versuchen wir in der Regel in dieser Phase auch auf ein absolutes Minimum zu reduzieren, weil das in der Hygiene für die weiteren Phasen sehr schwierig ist. Also, wenn dann einer 20 bis 30% hat, was man immer wieder sieht, dann ist es in Wirklichkeit nicht finanzierbar, weil es ist niemandem erklärbar, dass jemand nur aus historischen Gründen Anteile an dieser Firma hat.“

„Der größte Unterschied zwischen der Perspektive des Startups und Perspektive des Investors ist, dass ein Startup einen Cap-Table als Abbildung einer Geschichte sieht und wir sehen einen Cap-Table als Werkzeug für die Zukunft. Wir schauen wie der Cap-Table organisiert sein muss, damit er in Zukunft funktioniert, damit die Leute in Zukunft incentiviert sind.“

„Dann gibt es noch einen Unterschied, dass es eben Gründer geben kann, die nicht im Management-Team sind. Da versuchen wir in der Regel das einerseits klarzulegen. In der Regel versuchen wir dann auch auf der Gesellschafterebene das nachzuziehen oder zumindest annähernd abzubilden durch asymmetrische Anteilsverteilung, weil es immer schwierig ist, wenn ich einen wesentlichen Gesellschafter habe, der nicht im Management-Team ist, der dann zwischen diesen Stühlen sitzt.“

„Dann gibt's dazu noch sogenannte Schlüsselpersonen, das kann schon auch mal ein Mitarbeiter sein, der zentral ist für die Technologie, es kann ein Gründer sein, der nicht im Management-Team ist, der trotzdem Schlüsselperson ist, der, wenn er das Unternehmen verlässt, damit rechnen muss, dass er einen Großteil seiner Anteile abgeben muss - einfach, um die Zukunft sicherzustellen.“

„Dann gibt's meistens einen Call mit dem Startup, den macht ein Partner, da wird der Pitch nochmals mit Leben gefüllt, man testet eigentlich in der Phase das Gründerteam: können die gut pitchen? Man versucht irgendwie durch Fragen herauszufinden, wie ist deren Denkmodell, versucht die offenen Fragen zu klären, die man gemeinsam hat. Dann werden meistens noch Unterlagen nachgefordert. Finanzplan, Produkt-Roadmap, weitere Unterlagen, die beschreiben, wo sich das Unternehmen hin entwickeln soll.“

„Ein Großteil wird dann nochmals ausgeschieden. Wenn wir das bekommen haben und immer noch der Ansicht sind, dass das ein gutes Investment ist, dann laden wir die Gründer meistens zu einem Workshop ein – d.h. wir machen zwei, drei Stunden intensiv, da geht's dann weniger darum die zu prüfen, als irgendwie gemeinsam eine Perspektive festzulegen.“

„Wenn das Gründerteam und die Perspektive zusammenpassen, sagen wir „Ja“. Der Investmentcase wird dann meistens auch geklärt, das heißt da wird einmal grob festgehalten, wieviel wir zu welchen Bedingungen investieren und wie der Zeitplan aussieht. Dann gibt's bei uns ein Meeting, wo berichtet wird und dann wird eine Investmententscheidung getroffen. Wenn das passiert ist, wird ein Termsheet geschrieben.“

„Die Unternehmensbewertung wird sehr enttäuschend sein, das ist eine Mischung aus Pi mal Daumen, Phasenangemessenheit und Verhandlungsgeschick. Pi Mal Daumen heißt wir wissen einfach aus Erfahrung, was Seed-Startups in gewissen Bereichen wert sind.“

„Die Unternehmen sind grundsätzlich alle nichts wert, wenn sie zu uns kommen. Mit jeder gängigen Methode, egal welche Methode ich nehme, sind nichts wert. Das heißt dieser Wert ist ohnedies ein vereinbarter Wert und die Vereinbarung basiert meistens darauf, was ist die Investmentsumme und wieviel Anteile wollen wir haben.“

„Wir wollen ja immer Minderheitsbeteiligungen haben, in der Regel immer unter 30%, das heißt es gibt eine sinnvolle Range, die irgendwo zwischen 10 und maximal 30% liegt. Das zweite Thema ist Phasenangemessenheit - angenommen wir würden sagen wir würden 50% nehmen, würden wir dem Unternehmen eher schaden und damit ist die Bewertung eher ein Ergebnis als ein Input-Faktor.“

„Man denkt immer die Bewertung ist so ein Input-Faktor und alles andere leitet sich ab. Der Input-Faktor ist, wieviel Geld brauche ich, um mein Ziel zu erreichen und das Ziel ist in der Regel eine weitere Finanzierung oder Profitabilität. Diese Geldmengen muss ich planen und dann versuchen das in Phasen zerlegen. Daraus ergibt sich, in welcher Phase ich wieviel Geld benötige.“

„Die Unternehmensbewertungen, zu denen wir investieren, liegen zwischen 700TEUR und 5 Mio. und durch diese Unart Frühphasen-Convertibles zu machen geht das dann teilweise bis 6 oder 7 Mio. auch.“

„Das Zustandekommen der Unternehmensbewertung hängt am Ende des Tages auch stark mit dem Verhandlungsgeschick der Gründer zusammen.“

„Ein Startup hat ja auch immer eine Finanzierungsgeschichte und es bringt überhaupt nichts ein Startup mit einer Post-Money von 5 Mio. in der Seed-Stage zu finanzieren, wenn ich weiß ich kann die Zahlen nicht liefern, um die nächste Finanzierungsrunde dann zu einer höheren Bewertung abzuschließen.“

„Downrounds, also Kapitalrunden zu einer niedrigeren Bewertung als bei der letzten Runde, senden ein negatives Signal, da beginnt dann eine Negativspirale, das heißt ich muss als Founder in der nächsten Phase dann mit einem Convertible arbeiten und bin noch mehr unter Druck. Ich habe schon viele gute Startups gesehen, die an übersteigerten Bewertungsvorstellungen zerbrochen sind, weil der Druck auf das Startup und die Gründer viel zu groß ist.“

„In der Seed-Phase gibt's wenig Legal Documents, es gibt da auch in der Regel wenig, was man da prüfen könnte, wir machen es soweit wie möglich trotzdem, wo wir natürlich intensiver reingehen ist in Produkt und Tech und dann natürlich auch Markt und Wettbewerb, wens denn den gibt, das ist in der Regel aber eine sehr einfache Angelegenheit. So eine Due Diligence beim Frühphasenunternehmen ist in 1 bis 2 Tagen erledigt.“

„Die schwierigsten Fälle, die wir da meistens sehen, sind IP-Themen, die ungelöst sind, weil sie aus Universitätskooperationen kommen oder eine Entwicklungsfirma etwas entwickelt hat, wo man Intellectual Property nicht übertragen hat. Für uns stellt sich die Frage, können wir die Firma verkaufen und ist die ganze IP drinnen, wenn wir sie einmal verkaufen.“

„Und was noch sehr, sehr häufig ist, dass man eigentlich das Minimum an rechtlicher Absicherung nicht gemacht hat. Arbeitsverträge zum Beispiel, IP-Überlassung mit den Mitarbeitern usw.“

„Bei unserem zweiten Fonds können wir mit bis zu 3 Mio. mitgehen, in manchen Fällen sogar bis zu 5, aber eben immer nur zum pro-Rata-Anteil. Es muss in der Regel einen Co-Investor geben, um diesen Fehler zu entgehen, den viele Frühphasenfonds gemacht haben, dass sie endlos Startups finanzieren, die eigentlich von niemandem anderen

finanziert werden. Wir machen oft die Prozesse dafür (Anschlussfinanzierung), also wir stellen das her durch unser Netzwerk, das ist auch der größte Wert, sicher 50% des Gesamtwerts, den wir beitragen können, ist es, diese Finanzierung sicherzustellen.“

ANHANG B - INTERVIEW PHILIPP STANGL

„Ich habe meine Startup-Karriere begonnen bei i5invest – in Wirklichkeit bei Markus Wagner, wo wir uns ein halbes Jahr Geschäftsmodelle angeschaut haben und überlegt haben, welche wir nach Europa bringen können und haben das dann 2012 ausprobiert. Ich habe das bis 2014 gemacht und bin seit 2015 bei Pioneers Ventures. Wir sind ein Frühphasenfinanzierer, der auf Pioneers als Plattform zugreift und sowohl den Deal-Flow von Pioneers nutzt als auch den Portfolio-Companies Zugang zu den Speakern und zu dem Corporate-Netzwerk gibt.“

„Markus Lang und ich treiben das voran und wir sind da im Prinzip für die gesamte Wertschöpfungskette vom Sourcing über die Due Diligence und Deal Execution bis hin auch zur Betreuung von Portfolio-Unternehmen zuständig. Wir setzen das sehr standardisiert auf, um eben zu zweit diese große Anzahl an Deals überhaupt bewerkstelligen zu können.“

„Wir greifen stark auf den Pioneers Deal-Flow zu, das sind die Startups, die sich bei Events bewerben, wenn wir sie scouten. Wir haben somit auf eine sehr hohe Zahl an Startups Zugriff.“

„Unser Partner Speedinvest gibt uns Deals weiter - auch andere Investoren, die wir kennen, geben uns Deals weiter, die teilweise für sie zu früh sind ... oder nicht in ihren Sweet-Spot fallen und mittlerweile – eben jetzt nach 1 Jahr – haben wir jetzt in manchen Bereichen von Europa schon die Brand etabliert.“

„Wir verwalten ungefähr 8 Mio. Euro, unser Standardticket ist 100 TEUR und unsere Zielbewertung ist 1 Mio., sodass wir ca. 10% halten, wobei das von Case zu Case unterschiedlich ist. Das kleinste Ticket, das wir geschrieben haben, war 25 TEUR und das größte war 150 TEUR. Bei den 25 TEUR waren zwei oder drei andere Co-Investoren dabei, in einem Fall wars Seedcamp, die sich auch als Micro-VC sehen. Ein Co-Investment machen wir gerne.“

„150 TEUR ist dann eher etwas, was wir alleine machen, weil es sich sonst einfach mit der niedrigen Bewertung nicht ausgeht, denn die Gründer wollen natürlich nicht so viele Anteile verlieren in der ersten Runde.“

„Kriterien, die relevant sind, sind wie groß ist das Team, wie groß ist die Burn-Rate, Ziel-Runway sind immer so 6-12 Monate mit klaren Milestones, die man erreichen muss, um dann eine ordentliche Seed-Runde aufstellen zu können. Das ist im Prinzip so unsere Arbeitshypothese.“

„Wir haben immer ein erstes Screening, wo wir einmal vorfiltern und schauen, passt das einfach von der Industrie, von der Unternehmensphase, von den gesuchten Investmentgrößen. Dann gibt es einen sogenannten Virtual Pitching Day, wo ein Startup einen 30 Minuten Slot buchen kann und da schauen wir, dass wir echt sehr standardisiert zehn Startups am Tag sehen.“

„Alle, die halbwegs ins Schema passen, schauen wir uns an und danach gibt's dann innerhalb von 1 Woche auf jeden Fall ein „Go or No-Go“ und für die „Go-Kandidaten“ steigen wir dann tiefer ein und da schauen wir, dass wir eigentlich schon nach 1 Monat spätestens wissen wie es weiter geht und im Prinzip zu einem Term-Sheet kommen. Dieses 1 Monat ist zumindest das Ziel.“

„Wir haben schon, weil wir ein institutioneller Investor sind und LPs haben gewisse Anforderungen. Es wird bei uns schon Dinge geben wie eine einfache Liquidation Preference, die klassischen Klauseln wie Tag-Along, Drag-Along, Founder-Vesting, Right of first refusal usw.“

„Grundsätzlich wollen wir keine Single Founder, das ganze Founding-Team muss Full-Time sein, wir wollen keine ausgelagerte Tech, also wir würden nie irgendwo Geld investieren, wenn das dann direkt weiterfließt in eine Agentur, die dann irgendetwas programmiert.“

„Wir wollen ein Gründerteam, das die wichtigsten Dinge abdecken kann.“

„Wir bekommen ungefähr 20-30 Decks pro Woche und davon schauen wir uns dann so ein Drittel an und laden Sie ein zum Pitchen ein und davon nochmal die Hälfte kommt in eine nähere Betrachtung.“

„Wir wollen ungefähr 15 Deals im Jahr machen.“

„Unsere Zielgeographie ist Europa.“

„Wir machen das immer alles per Skype, oder elektronisch.“

„Im Normalfall wollen wir jedes Startup persönlich kennenlernen, aber wir haben auch schon Deals gemacht, wo wir die Leute nie gesehen haben, aber angenehmer ist es natürlich, wenn man sich einmal trifft.“

„Das wichtigste Dokument ist so das klassische 10-Pager Pitch-Deck.“

„Also sowohl Business-Plan als auch Pitch-Deck - und mit Business Plan meine ich ein Excel-Sheet, also Financial Model - sind für mich eigentlich ein Test, wie gut die Gründer ihre Geschichte erzählen können, wie gut verstehen sie die Dynamiken, gerade auch im Excel-Sheet, wie gut verstehen sie Unit Economics, Payback Times, Working Capital Needs.“

„Es ist völlig klar, dass das alles Zahlen sind, die nie so eintreten werden, aber es ist eben wichtig, dass wir die Gründer, die Dynamiken und die Treiber von so einem Modell verstehen.“

„Die Kerndaten sind wie groß ist der Markt, haben sie einen Plan wie sie in den Markt hineinkommen und das Team ist sehr wichtig.“

„Als erstes kommt das Team und der Markt das dritte ist dann das Produkt und wie sehr ist es verteidigbar, also differenziert es sich.“

„Wir bringen jedes Jahr sehr, sehr viele Investoren zu unseren Events und denen können wir dann auch einfach unsere Startups präsentieren und nutzen dazu die gewachsenen Beziehungen, um unsere Startups zu platzieren und versuchen auch die Pioneers Ventures Makre als eine Art Qualitätssiegel für Frühphasenstartups zu etablieren.“

ANHANG C - INTERVIEW BERNHARD LEHNER

„Ich habe Publizistik und Politikwissenschaft studiert, habe von Anfang an aber immer im Medienbereich gearbeitet, war Journalist, habe nach 2 oder 3 Jahren Journalismus-Dasein auf die PR-Seite gewechselt, habe nach 2 Jahren dann meine eigene PR-Agentur gegründet und bin seit 2011 Unternehmer. Ich bin 2005 oder 2006 zur i5invest als Partner gekommen und habe dort den Marketingagenten abgedeckt und das war auch meine Erstberührung mit dem Thema Startups als solches. Ich bin Gründer der Inkubator/Accelerator-Plattform Startup300.“

„Startup300 bezeichnen wir selbst als Business-Angel-Netzwerk, ganz bewusst nicht als Accelerator oder Inkubator, um eben nicht diesen Vergleich hervorzurufen mit klassischen Inkubatoren und Acceleratoren.“

„Wir haben es geschafft, bis Ende des Jahres 100 Business Angels und erfahrene Unternehmer und erfolgreiche Gründer auf eine Plattform zu bekommen, mittlerweile formal ist es eine AG.“

„Was wir unseren Startups anbieten ist eben ein strukturierter Zugang zu Kapital und zu Know-How von diesen 100.“

„Insgesamt ist die Gesamtticketgröße, die uns am Markt zugestanden wird um die 100 TEUR. Ein Investment von uns ist mit 100 TEUR bewertet, davon sind 25 TEUR Cash maximal und der Rest wird in Arbeit eingebracht und diese Arbeit steuern wir bei über unser Netzwerk, weil wir auf 8000 Arbeitsstunden unserer Business Angels sitzen, die uns das auch als Leistung zugesprochen haben.“

„Vorstände sind Michael Eisler und ich, wir haben 5 Aufsichtsräte, der Aufsichtsratsvorsitzende ist Michael Altrichter, die weiteren Aufsichtsratsmitglieder sind Gabriel Grabner, Alfred Luger, Roman Scharf und Markus Ertler.“

„Wir setzen von der Phase her sehr früh an, normalerweise gibt es schon ein Team, ein existierendes Produkt, Markterfolg noch nicht unbedingt. Es ist jedoch schon angenehm, wenn zumindest ein bisschen etwas an „Traction“ da ist oder ein bisschen etwas an Marktfeedback und Product-Market-Fit vorhanden ist.“

„Es gibt keine formalen Phasen, es gibt einen Deal-Flow, der passiert einfach über unterschiedliche Kanäle – entweder über unsere Members oder er passiert klassisch über

Inbound auf allen Kanälen, die offen sind, von LinkedIn über XING, über persönliche Veranstaltungen, was auch immer es gibt.“

„Das erste Screening wird von unserem Back-Office erledigt, eine ganz grobe Auslese: Erfüllt es die Formalkriterien, sind da Unterlagen dabei, die sinnvoll sind? In dieser Phase brauche ich ein Pitch-Deck und idealerweise eine Liquiditätsplanung.“

„Sobald es die Unterlagen gibt, dann werden die klar gefiltert. Michael und ich teilen uns die 50/50 nach dem Zufallsprinzip auf, dann gibt es das zweite Entscheidungskriterium – entweder geben wir eine Absage zu diesem Zeitpunkt, weil es überhaupt nicht vom Thema dazu passt, das ist ganz wichtig es muss immer thematisch zu uns passen.“

„Wir müssen Expertise im Netzwerk haben, das ist ein Ausschlussverfahren, also, wenn wir keine Expertise im Netzwerk haben, dann machen wir die Themen nicht. Die Expertise, die wir überhaupt nicht haben, ist im Life-Science-Bereich zum Beispiel, wir haben auch vergleichsweise wenig E-Commerce-Expertise oder bei Grundlagentechnologien wird es schwieriger – beispielsweise medizintechnische Ansätze.“

„Entweder es gibt eine Absage oder es schaut sich einer von uns beiden das Thema genauer an. In einem weiteren Call versuchen wir einmal ein Gefühl für die Gründer zu bekommen, wie die sind, wie spüren sich die an.“

„Es gibt gewisse Investoren-Red-Flags – also beispielsweise beim Cap-Table, wenn du als Startup beispielsweise 40% an den Steuerberater vergeben hast. So etwas ist unfinanzierbar.“

„Ein weiteres Red-Flag wären Gründer, die keine Gründer sind, sondern die ein Thema vorantreiben, aber nicht Gründer sind im Gründersinn, die nicht mit vollem Commitment arbeiten, wo du merkst, die sind nicht bereit das zu tun, was notwendig ist. Solche „Vanity-Founders“ sind aus meiner Sicht ein Ausschlusskriterium.“

„Es gibt natürlich auch Themen, bei denen du weißt, als solches funktionieren die nicht, weil du selbst diese Erfahrung hast und schon oft gesehen hast. Also jetzt mit einer Sport-App, mit einer Sport-Tracking-App in den Markt zu gehen wäre keine gute Idee. Viele App-Ideen müssen grundsätzlich schon sehr innovativ sein, dass ich mir die ein zweites Mal anschau, weil ich einfach weiß wie schwierig und teuer es mittlerweile ist in sinnvolle Download-Zahlen zu kommen.“

„Der Screening-Prozess dauert normalerweise nur ein paar Tage und dann kommt das eigentliche Entscheidungskriterium. Dann arbeiten wir mit denen und arbeiten bedeutet,

dass wir uns mit denen mindestens einen halben Tag in einen Raum setzen, mitarbeiten, die fordern, Ideen einbringen, dann schauen wie sie reagieren, um einfach so richtig zu spüren wie die ticken und für uns auch wirklich verstehen, woran die da jetzt arbeiten.“

„Und dann gibt's entweder totale Begeisterung und uns gefällt es sehr oder es gibt das nicht. Wenn es das nicht gibt, gibt es meistens einen Beobachtungszeitraum, in dem wir mit ihnen in Kontakt bleiben und schauen wie sie mit Feedback umgehen und bitten, dass sie uns am Laufenden halten.“

„Wenn wir begeistert sind, schauen wir, dass wir 2 oder 3 unserer Members finden, die Begeisterung für dieses Projekt entwickeln und sich a) vorstellen können da zu investieren und/oder auch mitzuarbeiten und wenn alle diese Kriterien erfüllt sind, dann investieren wir.“

„Wir machen aber fast immer größere Investment-Runden, weil unsere Angels dann noch mitgehen mit eigenem Kapital, also Co-Investments.“

„Also wir haben eigentlich die Rolle eines Lead-Investors, jetzt nicht auf Grund der Ticket-Size, sondern auf Grund unseres Engagements, unseres Involvements in den Prozess, wir sind meistens die, die die Verhandlungen strukturieren, die die Verträge machen, bei uns läuft alles zusammen, wir sind die ersten Ansprechpartner für die Startups, deshalb werden wir als Lead-Investor wahrgenommen, die höheren Cash-Investments kommen aber dann von den Angels, das heißt wir haben bis zu 750 TEUR, 800 TEUR Runden strukturiert.“

„Ein Convertible ist gutes Instrument, damit du einen Liquiditätsengpass kurzfristig und unkompliziert überbrückst, damit macht es schon einmal Sinn, beziehungsweise in weiterer Folge macht es natürlich sehr viel Sinn, wenn das schon Investments sind und bis zur nächsten Runde machst du ein Convertible, um genau diese Liquiditätsphase zu überbrücken.“

„Das Instrument des Convertible war vor eineinhalb Jahren bei uns am Markt noch gar nicht vorhanden, mittlerweile ist es ein gern genutztes Instrument, um eine schnelle Entscheidung zu triggern und dann in Ruhe weiter zu suchen und dann das fertig zu strukturieren. Es hat jetzt den Fall gegeben, da ist einer unserer Members mit einer Convertible in ein Startup investiert hat, um denen Liquidität zu geben, dann haben die gemeinsam mit denen den Deal fertig verhandelt und eine größere Runde strukturiert und dann ist die Convertible gewandelt worden und die Beteiligung unterschrieben worden von allen Beteiligten.“

„Reine Darlehen sind ganz schwierig. Das ist ja auch dieses Thema bei Wandeldarlehen, dass du unter Umständen ein echtes Problem bei Investitionsrunden hast, weil der zukünftige Investor will ja ins Wachstum investieren und nicht in die Bedienung von alten Schulden. Das ist ein richtiges Thema. Ich kenne schon aus dem Netzwerk Fälle, wo auf Grund von einem Nachrangdarlehen Investitionsrunden geplatzt sind.“

„In dieser frühen Phase geht es stark darum zu verstehen, wie die Menschen ticken und zu verstehen, ob die eine gute Einschätzung von dem haben, was sie tun.“

„Das Team ist das Kerntema.“

„Worin willst du denn investieren als Investor in so einer frühen Phase? Es gibt gar nichts. Der Deal ist ja in Wahrheit ein gegenseitiger Vertrauensdeal, weil in dieser Phase, wo wir investieren, kannst du dir gegenseitig alles erzählen, selbst, wenn schon ein bisschen etwas funktioniert, selbst wenn vielleicht schon 100 TEUR Umsatz da sind, aber die können ja immer noch von irgendwo herkommen und nicht belastbar sein.“

„Das heißt der Deal ist: Ich als Startup glaube dir, liebes Business-Angel-Netzwerk, dass du all das einhalten wirst, was du mir jetzt versprichst und umgekehrt glaube ich als Investor dem Team, dass sie auch alles einhalten werden, was sie mir jetzt versprechen, im besten Wissen und Gewissen und dann geht man gemeinsam diese Wette ein, dass es etwas Cooles werden kann.“

„Der Track-Record der einzelnen Beteiligten ist sehr relevant. Es ist zum Beispiel ein echtes Asset von einem Gründer mittlerweile, wenn er zeigen kann, dass er die Dinge richtig gut kann. Wenn er zum Beispiel schon einmal ein Startup gehabt hat oder ein Gründer, der irgendein Thema bearbeitet, 4, 5, 6 Jahre Berufserfahrung in dem Bereich hat und einfach sagt, ich gründe das jetzt deswegen, weil ich habe in den letzten 3 Jahren erkannt, dass da ein echtes Problem ist und gleichzeitig hat er noch unternehmerisches Feuer, dann ist das schon einmal hochvalide für mich.“

„Ein kurzes Pitch-Deck ist wichtig, durch das ich verstehe, wer sind die Gründer, was ist die Idee, welches Problem wird gelöst, wo stehen sie, was existiert schon, gibt es einen Prototypen, ein Produkt, irgendetwas, wo ich das Produkt spüren oder verstehen kann. Auf der Finanzseite benötigen wir tatsächlich einen Liquiditätsplan über einen Zeitraum von einem Jahr, alles andere ist unrealistisch.“

„Bei der Branche sind wir relativ offen, solange es Erfahrungen im Netzwerk gibt.“

„Es sollte schon eine gewisse Technologie da sein, also irgendetwas, was einen Technologievorsprung im Vergleich zum Marktüblichen hat.“

„Es sollte immer skalieren können, es muss nicht eine 50 Mio. Company werden, aber es muss potentiell irgendwann einmal eine Skalierung eintreten können.“

„Von den Gründerpersönlichkeiten müssen es immer Personen mit 100% Commitment zum Thema sein. Man muss sehen, dass sie das wirklich erreichen wollen, was sie vor haben und das ist unterschiedlich wie du das spürst, emotionale Verbundenheit kann es sein, aber auch dieses umsetzen wollen, dieses Execution Thema ist wichtig.“

„Wenn du ein Gründerteam hast, das nicht exekutiert und nicht umsetzt, dann ist es schwierig. Also mich überzeugt jemand, von dem ich, nachdem ich kurz zuvor mit ihm gesprochen habe, schon zwei E-Mails am Rechner habe. Hier habe ich das Gefühl, dass hier etwas passiert. Am Anfang beeindruckt mich das, das finde ich als Eigenschaft eines Gründers extrem wichtig.“

„Wir investieren in einer Seed-Phase, Pre-Seed-Phase.“

ANHANG D - INTERVIEW PHILIPP THURN UND TAXIS

„Ich bin Jurist, habe in Wien Jus studiert, habe einen MBA, habe in England, Deutschland, Belgien und Österreich als Unternehmensberater, als Unternehmer, als Consultant und als Manager gearbeitet und bin jetzt seit 4 Jahren als Investor tätig.“

„Ich habe Constantia New Business gegründet und von null auf entwickelt. Es ist ein Vehikel, um neues Wachstum in die Gruppe zu bringen, das nicht organisch in den Konzernunternehmen entsteht, weil die DNA des Unternehmens Constantia hat seit der Gründung nach dem zweiten Weltkrieg immer Diversifizierung in sich gehabt. Das versuchen wir zu beleben und machen das heute über ein klassisches Corporate Venturing Programm, über eine GmbH als separate „Legal Entity“, die ein Evergreen-Konstrukt ist, das heißt wir haben keine Laufzeit, somit haben wir auch keinen Exit-Druck.“

„Ich bin dort Geschäftsführer und Gründer, Co-Geschäftsführer in dieser GmbH ist auch der Eigentümer der Gruppe.“

„Die Constantia News Business GmbH ist eine 100% Tochter von der Constantia Industries Holding, das Kapital kommt von dort, das sind Industrieunternehmen, die speisen diese Aktivität, es ist somit kein Family Office, aber es ist auch kein Fonds, sondern es ist ein Corporate VC.“

„Wir haben ein „Dedicated Budget“, das in Prozent vom EBITDA der Gruppe festgelegt ist, damit gehören wir in Österreich zu den größten.“

„Wir investieren zwischen 500 TEUR Minimum und 2 Mio. Maximum in einer ersten Runde, typischerweise ist 1 Mio. ein Sweet-Spot, wir legen aber Geld auf die Seite, das wir für Follow-On-Investments markieren. Wir sind ein langfristiger Investor und würden auch in einer nächsten Runde wieder mitinvestieren, wenn wir das für sinnvoll erachten.“

„Die Bewertung hat sich in den letzten Jahren gewandelt und die Phase ist gleichgeblieben, das ist die Markteintrittsphase. Hier müssen Unternehmen erste Umsätze haben, weil für uns ist das Gespräch mit allerersten Kunden und Partnern sehr wichtig, weil wir uns aus diesem Feedback extrem viel erhoffen. Es muss noch keine großen Umsätze geben, es geht mehr darum, dass es eine Art kommerzielle Validierung gibt.“

„Die Bewertungen sind in den letzten 4 Jahren gestiegen, ich würde sagen typischerweise ist die Range zwischen 2 Mio. und 8 Mio. in einer ersten Runde, der Sweet-Spot ist bei 4 Mio.“

„Wichtig sind die Natur der Umsätze, dass es schon Umsätze sind mit dem Produkt, denn wir investieren in Produktunternehmen, nicht in Dienstleistungs- oder Projektunternehmen und das Standardprodukt muss schon verkauft worden sein. Es gibt hier Ausnahmen, beispielsweise, wenn es erste Pilotstellungen gibt.“

„Was wir gerne haben sind Umsätze im Bereich von 100 TEUR bis 1 Mio. EUR.“

„Es ist extrem wichtig, dass es ein Team gibt und das Team muss im Laufe der Zeit immer „kompletter“ werden.“

„Wir investieren nicht in Single-Founder, sondern es müssen zumindest zwei Personen sein, die sich auch gut ergänzen und nicht erst seit gestern zusammenarbeiten.“

„Ein Single-Founder stellt eigentlich ein Ausschlusskriterium dar, denn das Risiko des Founder- Clashes bei mehreren Gründern ist uns lieber als ein Single-Founder, weil wir glauben, dass du einen Buddy brauchst.“

„Es ist so schwierig ein junges Unternehmen hochzuziehen, du brauchst jemanden, mit dem du dich am Abend zusammensetzen kannst und ein Bier trinkst oder dich gegenseitig wieder aufbaust.“

„Der Investmentprozess gestaltet sich so, dass wir sehr viel Scouting betreiben, weil wir langsam eine Marke aufbauen. Wir wissen, dass daher die guten und besten Projekte nicht zu uns kommen, sondern wir müssen sie finden. Da gehen wir nicht nur zu Startup-Events, sondern wir gehen auch oft zu Messen, wo Leute sind, die schon allererste Produkte haben und sie schon verkaufen wollen und nicht nur pitchten, sondern mit Kunden reden wollen, das heißt auch Orte wie die Hannover-Messe oder Karlsruhe Institute of Technology.“

„Es gibt ungefähr sechsmal pro Jahr ein Investmentcommittee, in das die besten Projekte hineinkommen. Wir nehmen hier etwas mehr Projekte hinein als die meisten VCs.“

„Das Investmentcommittee gibt dann den Passierschein für ein Termsheet, nach dem Termsheet gibt es dann die Due-Diligence.“

„Die Due Diligence ist relativ detailliert, weil sie auch nachher eine Anweisung für den Investmentmanager ist.“

„Letztes Jahr hatten wir ein Volumen von ca. 1000 Unternehmen von unterschiedlichster Güte, die wir einmal in der Woche in einem Investmentreview besprechen.“

„Wichtig ist uns ein B2B-Fokus. Wir wollen nicht, dass das ganze Geld in Top-Line-Marketing geht, wir fokussieren uns auf Produktunternehmen, das Headquarter muss im DACH-Raum sein und ein paar ausgeschlossene Industrien dürfen nicht drinnen sein.“

„Wir investieren nicht im Pharma, Biotech, Gaming oder reinem E-Commerce-Bereich, wir wollen kein Projekt, kein Dienstleistungsgeschäft, keine sehr kapitalintensiven Unternehmen und auch nicht Modelle, die typischerweise eine Stiftung machen würde, wie ein Real-Estate-Investment. Das ist eigentlich ein sehr rudimentärer Test, der aber auch schon wieder die Hälfte entfernt.“

„Wenn dieser Test erfüllt ist, sitzen wir einmal pro Team zusammen und schauen uns genau das an. Im Deck begutachten wir die Glaubwürdigkeit, wie komplett das Team ist, hierbei fließt schon Energie in den Screening-Prozess.“

„Und danach haben wir so ein Prinzip: Bevor jemand in unser Investment-Committee kommt, gibt es einen 4 Augen On-Site Visit.“

„Wir erwarten einen Business-Plan, der kann artikuliert sein in einem Power-Point- oder in einem Word-Dokument. Es braucht auch die wesentlichsten Treiber des Plans, es geht vor allem um die Haupttreiber des Modells, was sind so die Grundannahmen, was für eine Ambition steckt dahinter, welche Kosten stellen dem gegenüber, welche Sales-Zyklen hat das Startup, welche Customer-Acquisition-Costs gibt es usw. Wir achten auch darauf, ob die Gründer die Fragen verstehen, die wir ihnen stellen.“

„Dazu brauchen wir eine Pipeline – wir gehen davon aus, dass die schon im Markt drinnen sind und wollen verstehen welche Opportunities die in den nächsten 12-18 Monaten haben. Das ist uns sehr wichtig, denn damit hängt zusammen wie sicher es ist, dass sie die Ziele im nächsten Jahr schaffen. Je unsicherer das ist und je schlechter geplant das ist, desto wackliger wird der ganze Case.“

„Wenn der Gründer sagt: „ich mache heuer 80 TEUR und nächstes Jahr 1,5 Mio.“, dann schauen wir da einfach sehr genau hin, um zu verstehen wie er das will, wie gut ist diese Pipeline dafür, wie gut kennt er alle diese Prospects schon und gibt es da schon die Budgets.“

„Was wir nicht wollen ist eine unverantwortliche oder lächerliche. Wenn der Sales-Zyklus zum Beispiel 12 Monate braucht und die sagen mir jetzt im November sie machen nächstes Jahr 1,5 Mio., kennen aber die Hälfte ihrer Prospects noch nicht, dann geht das gar nicht.“

„Wir sind nicht der klassische VC, der nur auf der Suche nach Unicorn-Modellen ist, sondern uns reicht ein Unternehmen, das 100 Mio. Euro Umsatz machen kann, wenn es das nicht machen kann, wenn das vom Potential her nicht geht, wird nicht investiert.“

„Es gibt kein Exit-Ziel, weil wir nicht exit-orientiert sind und wir müssen auch mit diesen Business-Modellen, weil wir nicht exit-orientiert sind, länger leben als die meisten VCs, die mehr als wir schauen, wie der Exit-Case aussieht. Wenn es ein Markt ist, bei dem ein Exit einfach nicht vorkommt, dann macht das denn Case einfach unattraktiv, aber nicht ausgeschlossen, wenn es ein Unternehmen ist, das schön wachsen kann.“

„Wir haben auch Ambitionen einen ordentlichen IRR zu erwirtschaften, der auch dem Risiko des Geschäfts entspricht, das muss dann ein IRR sein, der jenseits von 15% ist über das Portfolio hinweg - also man kann pro Case eher mit 25% rechnen, weil einige Unternehmen wegbrechen.“

„Es gibt bezüglich weiterer Kapitalrunden schon einen Gesetz in diesem Investment-Bereich in Frühphasen: „You have to double-down and you are winners“, das ist ein wichtiger Punkt.“

„Wir sind langfristige Investoren, die auch substantielle Anteile halten wollen an substantiellen Unternehmen, das heißt, dass wir mitziehen, wenn wir die Bewertungen noch nachvollziehen können und auch eingeladen sind noch mitzuziehen und die neuen Partner gut finden.“

„Es gibt bezüglich der Kriterien zwei Haupt-Gemeinsame Nenner: das eine ist, dass es alle Leute sind, mit denen wir gerne gemeinsam zusammen arbeiten wollen, da gibt es so einen Art Biotop-Check. Es muss eine Vertrauensbasis bestehend, wenn die uns Zahlen schicken, denn dann denken wir uns die sagen uns die Wahrheit...und das ist uns relativ wichtig. Das hat sehr viel mit dem Team zu tun und ob die da dazu passen.“

„Das zweite ist vielleicht, alle diese Projekte haben etwas mit einem gewissen Umbruch zu tun, also mit einer Situation, wo IP-Technologien vor allem, aber auch andere Themen einen Umbruch in einer Industrie hervorrufen, eine substantielle Veränderung bringen.“

„Wichtig ist uns, dass das Team uns die Wahrheit sagt und zwar, je schlechter die Nachricht, desto schneller die Kommunikation. Wenn du das Gefühl hast, du bekommst nur das halbe Bild und du bekommst es verspätet, dann tritt bei uns ein total schwieriges Verhältnis zum Startup ein.“

„Vieles von dem, was wir machen hat nichts mit Governance, aber mit Strategie-Arbeit zu tun, das ist vielleicht ein echter Unterschied zu vielen anderen, wir machen sehr viel Arbeit in funktionalen Bereiche.“

„In dem Industriebereich, wo du bist, musst du dich auskennen, wir haben keine Ahnung von der Industrie des Startups oder wenig, aber generische Sachen – wie setzt du deinen Sales auf, was ist ein gutes Channel-Management, was ist gutes Referenz-Kunden-Marketing, Lizenzverträge optimieren, das sind Sachen, wo wir reinkommen und viel mit denen machen.“

„Sales ist das vielleicht wichtigste und alles, was dazu gehört, weil wir sehen, nachdem wir viel in technisch-orientierte Unternehmen investieren, dass auch in den Gründerteams oft das Thema Sales nicht so ausgeprägt ist wie wir es gerne hätten. Die guten Projekte, die dieses Problem haben, wissen es und wollen es lösen, die weniger guten, die wir dann fast eigentlich ausschließen wollen, sagen: „Das ist eh ein super Produkt, das verkauft sich eh von allein.“

ANHANG E – FRAGEBOGEN

Wie beurteilst du die Relevanz folgender Faktoren in Hinblick auf eine erfolgreiche Frühphasenfinanzierung? *

In dieser Erhebung werden Eigenschaften der GeschäftsführerInnen beleuchtet und nach Relevanz kategorisiert.

	sehr relevant (negativ)	relevant (negativ)	neutral (ohne Relevanz)	relevant (positiv)	sehr relevant (positiv)
Hochschulbildung (FH, Universität) des Geschäftsführers	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Berufserfahrung des Geschäftsführers	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Branchenerfahrung des Geschäftsführers	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Führungserfahrung des Geschäftsführers	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Geschäftsführer hat bereits ein Unternehmen aufgebaut, ist jedoch gescheitert	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Geschäftsführer hat bereits ein Unternehmen erfolgreich aufgebaut	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Emotionale Verbundenheit des Geschäftsführers mit dem Unternehmen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Abbildung 17: Teilkategorie des strukturierten Teils des Interviews zu Aspekten des Geschäftsführers

Wie beurteilst du die Relevanz folgender Faktoren in Bezug auf eine erfolgreiche Frühphasenfinanzierung? *

In dieser Erhebung werden Eigenschaften des gesamten Gründerteams inkl. GeschäftsführerIn beleuchtet.

	sehr relevant (negativ)	relevant (negativ)	neutral (ohne Relevanz)	relevant (positiv)	sehr relevant (positiv)
Gründungserfahrung im Gründerteam	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Führungserfahrung im Gründerteam	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Berufserfahrung des Gründerteams	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Branchenerfahrung des Gründerteams	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Das Gründerteam verfügt über Kompetenzen aus gleichartigen Fachrichtungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Das Gründerteam verfügt über Kompetenzen aus unterschiedlichen Fachrichtungen	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Kernkompetenzen für den Unternehmensaufbau im Gründerteam vorhanden	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Hohes Privatvermögen der einzelnen Gründer vorhanden	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Familiäres oder soziales Auffangnetz der Gründer	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Bereitschaft der Gründer privates Kapital in das Startup zu investieren	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Durchschnittsalter des Gründerteams unter 30 Jahre	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Durchschnittsalter des Gründerteams über 30 Jahre	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Abbildung 18: Teilkategorie des strukturierten Teils des Interviews zu Aspekten des Gründerteams

Wie beurteilst du die Relevanz folgender Faktoren in Bezug auf eine erfolgreiche Frühphasenfinanzierung? *

In dieser Erhebung werden Aspekte der Gesellschaft und des Unternehmens evaluiert.

	sehr relevant (negativ)	relevant (negativ)	neutral (ohne Relevanz)	relevant (positiv)	sehr relevant (positiv)
Hohe Skalierbarkeit der Geschäftsmodells	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Mitarbeiterbeteiligungsprogramm	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vorhandensein eines Beirats	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vorhandensein eines Aufsichtsrats	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Anzahl der Gesellschafter kleiner als 5	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Anzahl der Gesellschafter liegt zwischen 5 und 10	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Anzahl der Gesellschafter ist größer als 10	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vorhandensein eines jährlichen Budgets	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vier-Augen-Prinzip innerhalb der Geschäftsführung (zwei Geschäftsführer)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Startup hat bereits staatliche Förderungen erhalten	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Operatives Management besitzt die Mehrheit des Unternehmens	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Abbildung 19: Teilkategorie des strukturierten Teils des Interviews zu Aspekten der Gesellschaft und des Unternehmens

Wie beurteilst du die Relevanz folgender Faktoren in Bezug auf eine erfolgreiche Frühphasenfinanzierung? *

In dieser Erhebung werden Eigenschaften des Unternehmensauftritts und des Investmentprozesses evaluiert.

	sehr relevant (negativ)	relevant (negativ)	neutral (ohne Relevanz)	relevant (positiv)	sehr relevant (positiv)
Professioneller Pitch	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vorhandensein eines Pitch-Decks (Kurz-Präsentation)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vorhandensein eines Business-Plans	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Vorhandensein einer mehrjährigen Planrechnung	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Präsenz des Unternehmens in den Medien	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Zustandekommens des Kontakts mit Investor über eine Vertrauensperson (Vermittler)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Geringe Reaktionszeit und hohe Kommunikationsgeschwindigkeit des Startups im Investmentprozess	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Abbildung 20: Teilkategorie des strukturierten Teils des Interviews zu Aspekten des Unternehmensauftritts und Investmentprozesses

Wie beurteilst du die Relevanz folgender Faktoren in Bezug auf eine erfolgreiche Frühphasenfinanzierung? *

In dieser Erhebung werden elementare vertragliche Terms beleuchtet. Wie relevant (wichtig) sind folgende Faktoren für Investoren?

	sehr relevant (negativ)	relevant (negativ)	neutral (ohne Relevanz)	relevant (positiv)	sehr relevant (positiv)
Vertragliche Bindung der Gründer	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Mitveräußerungsrecht (Tag-Along)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Mitveräußerungspflicht (Drag-Along)	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Liquidation Preference der Investoren	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>
Verwässerungsschutz für Investoren	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>

Abbildung 21: Teilkategorie des strukturierten Teils des Interviews zu elementaren vertraglichen Bedingungen

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Einordnung von Mezzanine-Kapital in die Bilanz in Anlehnung an (Wöhe, 2013, S. 198)	11
Abbildung 2: Der optimale Investitionsprozess in der Dreiecksbeziehung Investor – VC – Startup (eigene Abbildung)	18
Abbildung 3: Marktpotential in drei relevanten Kategorien (eigene Zeichnung in Anlehnung an (Graham Horton 2016))	22
Abbildung 4: Übersicht und Kategorisierung von Verfahren zur Unternehmensbewertung	29
Abbildung 5: Veranschaulichung der Finanzierungsphasen im zeitlichen Ablauf (Eigene Abbildung in Anlehnung an (Schultz, 2011, S. 56)).....	41
Abbildung 6: Likert-Skala (Antwortmöglichkeiten: (1): trifft überhaupt nicht zu, (2): trifft nicht zu, (3): neutrale Haltung, (4): trifft zu, (5): trifft völlig zu	53
Abbildung 7: Rolle der Befragten im Startup.....	57
Abbildung 8: Verteilung des Alters innerhalb der Stichprobe	58
Abbildung 9: Das Geschlecht der Befragten.....	58
Abbildung 10: Verteilung der Anzahl an Mitarbeitern innerhalb der erhobenen Startups.....	59
Abbildung 11: Verteilung der Größe des Gründerteams	59
Abbildung 12: Gründungsjahr der befragten Startups.....	60
Abbildung 13: Regressionsmodell zur Schätzung des Umsatzes in Abhängigkeit des Alters des Unternehmens (eigene Abbildung auf Basis der erhobenen Daten)	61
Abbildung 14: Operativer Cash-Flow der befragten Startups kumuliert innerhalb der letzten 6 Monate	62
Abbildung 15: Operativer Cash-Flow innerhalb der Alterskategorien der Startups.....	63
Abbildung 16: Analyse des Einflusses der Zugehörigkeit zu einem Hochtechnologiemarkt auf Basis des Gartner Hype Cycles 2015 auf eine erhaltene Frühphasenfinanzierung.....	85
Abbildung 17: Teilkategorie des strukturierten Teils des Interviews zu Aspekten des Geschäftsführers.....	110
Abbildung 18: Teilkategorie des strukturierten Teils des Interviews zu Aspekten des Gründerteams	111
Abbildung 19: Teilkategorie des strukturierten Teils des Interviews zu Aspekten der Gesellschaft und des Unternehmens	112
Abbildung 20: Teilkategorie des strukturierten Teils des Interviews zu Aspekten des Unternehmensauftritts und Investmentprozesses	113

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1: Mögliche Kapitalzuführungen auf Basis der gewählten Rechtsform des Unternehmens	9
Tabelle 2: Darstellung einer Capitalization Table vor und nach einer Kapitalerhöhung auf Basis eines fiktiven Beispiels	35
Tabelle 3: Darstellung der Geschäftsanteile vor und nach der Kapitalerhöhung und Ermittlung der Verwässerung in prozentuellen Geschäftsanteilen (* Rundung durch Rundungsfolgefehler notwendig).....	38
Tabelle 4: Zusammenfassung der Phasen der Frühphasenfinanzierungen	43
Tabelle 5: Auflistung der befragten Experten.....	52
Tabelle 6: Definition und Beschreibung der eingesetzten Skala	53
Tabelle 7: Einteilung der Variablen zur Identifikation von Einfluss- und Erfolgsfaktoren.....	64
Tabelle 8: Beschriftung der statistischen Kenngrößen	64
Tabelle 9: Deskriptive statistische Analyse der Eigenschaften der Gründer (blau: positiver Einfluss, weiß: kein Einfluss, rot: negativer Einfluss)	65
Tabelle 10: Deskriptive statistische Analyse der Eigenschaften des Geschäftsführers (blau: positiver Einfluss, weiß: kein Einfluss, rot: negativer Einfluss)	69
Tabelle 11: Deskriptive statistische Analyse der Eigenschaften des Geschäftsmodells und des Unternehmens (blau: positiver Einfluss, weiß: kein Einfluss, rot: negativer Einfluss)	73
Tabelle 12: Deskriptive statistische Analyse der Eigenschaften des Unternehmensauftritts und des Investmentprozesses (blau: positiver Einfluss, weiß: kein Einfluss, rot: negativer Einfluss).....	76
Tabelle 13: Deskriptive statistische Analyse der vertraglichen Bedingungen (blau: positiver Einfluss, weiß: kein Einfluss, rot: negativer Einfluss)	80
Tabelle 14: Gegenüberstellung der Hypothesen mit den erhobenen Fragen	83
Tabelle 15: Einteilung der Likert-Skala nach der Auswertung der Mittelwerte.....	84
Tabelle 16: Deskriptive statistische Analyse der Mittelwerte	84
Tabelle 17: Qualitative Kategorisierung der Einflussfaktoren	88

LITERATURVERZEICHNIS

- AVCO. (2016). *Mangel an frischem Wachstumskapital gefährdet Wettbewerbssituation des österreichischen Mittelstands. Österreich bildet beim privaten Beteiligungskapital noch immer das europäische Schlusslicht*. Wien. Verfügbar unter http://www.avco.at/upload/medialibrary/PM_Entwicklung_PE_2015_Presstext_2016_05_18_69891.pdf
- Barth, S. (1995). *Existenzgründer in den neuen Bundesländern. Psychologische Dimensionen und wirtschaftlicher Erfolg* (DUV : Wirtschaftswissenschaft, Bd. 11). Wiesbaden: DUV, Dt. Univ.-Verl.
- Barthold, B. M. (Froriep Renggli Rechtsanwälte, Hrsg.). (2001). *Mezzanine-Finanzierung von Unternehmensübernahmen und Jungunternehmen*. Verfügbar unter http://www.legal500.com/assets/images/stories/firmdevs/fror10219/mezzanine_financing_of_company_takeovers_and_new_companies.pdf
- Bieg, H. & Kussmaul, H. (2009). *Finanzierung* (Vahlens Handbücher der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 2., vollst. überarb. Aufl.). München: Vahlen.
- Brehm, C. (2012). *Das Venture-Capital-Vertragswerk. Die Bedeutung für Management und Strategie des Zielunternehmens* (Entrepreneurship). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Brix, R. (2014). *Handbuch Aktiengesellschaft. Grundriss und Beispiele* (1. Aufl.). Wien: Facultas.WUV.
- Brüderl, J., Preisendörfer, P. & Ziegler, R. (2009). *Der Erfolg neugegründeter Betriebe. Eine empirische Studie zu den Chancen und Risiken von Unternehmensgründungen* (Betriebswirtschaftliche Schriften, Bd. 140, 3., erw. Aufl.). Berlin: Duncker & Humblot.
- Buhr, L. d. (2014). *Unternehmensbewertung: Anwendbarkeit von Bewertungsverfahren bei Start-up Unternehmen* (1., Aufl.). Hamburg: Diplomica Verlag.
- Bundeskanzleramt - Unternehmensserviceportal. (2016). *Stille Gesellschaft*. Verfügbar unter https://www.usp.gv.at/Portal.Node/usp/public/content/gruendung/gruendungsfahrplan_gesellschaften/gesellschaftsformen/stges/Seite.470272.html
- Bundesministerium für Wissenschaft, Forschung und Wirtschaft Wien. (2015). *Land der Gründer - Auf dem Weg zum gründerfreundlichsten Land Europas*. Verfügbar unter http://www.bmwf.wg.at/Presse/Documents/BMFW_Land_der_Gruender_NEU.pdf

- David Sternbauer. (2014). *Business Angels in Österreich*, Austria Wirtschaftsservice. Verfügbar unter https://www.awsg.at/Content.Node/files/sonstige/Steinbauer_2014.pdf
- Ernst, D., Schneider, S. & Thielen, B. (2010). *Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen. Ein Praxisleitfaden ; [inkl. aller Modelle und Berechnungen auf CD]* (Finance competence, 4., überarb. Aufl.). München: Vahlen.
- Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstrehänder (Kammer der Wirtschaftstrehänder, Hrsg.). (2014). *Unternehmensbewertung*. Verfügbar unter http://www.kwt.or.at/PortalData/1/Resources/fachgutachten/KFSBW1_15052014_RF.pdf
- Feld, B., Mendelson, J. & Costolo, D. (2013). *Venture Deals. Be smarter than your lawyer and venture capitalist* (second edition).
- Forschungsförderungsgesellschaft. (2015). *Basisprogramm Ausschreibungsleitfaden*. Verfügbar unter https://www.ffg.at/sites/default/files/downloads/program_line/kombiasbasis_ee_v.3.1_02122015_0.pdf
- Graham Horton. (2016). *Marktaberschätzung mit TAM, SAM, SOM*. Verfügbar unter <http://www.zephram.de/blog/ideenbewertung/marktaberschaeztung-tam-sam-som/>
- Gründerszene. (2016a). *Pre-Money-Bewertung*. Verfügbar unter <http://www.gruenderszene.de/lexikon/begriffe/pre-money-bewertung>
- Gründerszene. (2016b). *Startup. Was ist ein Startup?* Verfügbar unter <http://www.gruenderszene.de/lexikon/begriffe/startup>
- Gündel, M. & Katzorke, B. (2007). *Private Equity. Finanzierungsinstrument und Anlagemöglichkeit*. Köln: Bank-Verlag Medien GmbH.
- Hahn, C. (2015). *Der Beteiligungsvertrag. Ein Überblick für Start-ups und Investoren* (Essentials). Wiesbaden: Gabler.
- Hasenauer & Stingl (Linde Verlag, Hrsg.). *Hintergrund und Zweck der Due Diligence*. Zugriff am 13.12.2016. Verfügbar unter http://www.lindeverlag.at/titel-1-1/due_diligence-6117/titel/b/leseprobe/B04337.pdf
- Hinkel, K. (2001). *Erfolgsfaktoren von Frühphasenfinanzierungen durch Wagniskapitalgesellschaften* (DUV : Wirtschaftswissenschaft, Bd. 39, 1. Aufl.). Wiesbaden: Dt. Univ.-Verl.

- Hofmann, J. & Schmolz, S. (2014). *Controlling und Basel III in der Unternehmenspraxis. Strategien zur Bewältigung erhöhter Bonitätsanforderungen*. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Investopedia. (2016). *Bridge Financing*. Verfügbar unter <http://www.investopedia.com/terms/b/bridgefinancing.asp>
- Kollmann, T. (2014). *E-Entrepreneurship. Grundlagen der Unternehmensgründung in der Net Economy* (Lehrbuch, 5., überarb. u. erw. Aufl.). Wiesbaden: Springer Gabler.
- Kollmann, T. & Kuckertz, A. (2003). *E-Venture-Capital. Unternehmensfinanzierung in der Net Economy ; Grundlagen und Fallstudien* (1. Aufl.). Wiesbaden: Gabler.
- Leong, K., Leong, E. & Tan, W. (2014). *Venture Capital. How to raise funds for your business*. Singapore: Marshall Cavendish.
- Löntz, A. (2007). *Finanzierung junger Unternehmen durch Business Angels. Eine betriebswirtschaftliche und steuerliche Analyse* (Venture Capital und Investment Banking N.F., 10, 1. Auflage). Zugl.: Augsburg, Univ., Diss., 2007. Lohmar: Eul Verlag.
- McClelland, D. C. (1976). *The achieving society. With a new introduction*. New York: Irvington Publishers; Distributed by Halsted Press.
- Metrick, A. (2007). *Venture capital and the finance of innovation*. Hoboken, NJ: Wiley.
- Nagl, A. (2015). *Der Businessplan. Geschäftspläne professionell erstellen mit Checklisten und Fallbeispielen*. [Place of publication not identified]: Gabler.
- Ottersbach, J. H. (2012). *Der Businessplan. Praxisbeispiele für Unternehmensgründer und Unternehmer* (dtv, 50875 : Beck-Wirtschaftsberater, Orig.-Ausg., 2. Aufl.). München: Dt. Taschenbuch-Verl.; Beck.
- Pummerer, E. (2015). *Unternehmensbewertung von KMU. Grundlagen, Umsetzung und Plausibilität* (1., Auflage 2015). Wien: Linde Verlag Ges.m.b.H.
- Raaij, W. F., Veldhoven, G. M. & Wärneryd, K.-E. (Hrsg.). (1988). *Handbook of Economic Psychology*. Dordrecht: Springer Netherlands. <http://dx.doi.org/10.1007/978-94-015-7791-5>
- Redweik, R. (2013). *Organisation und Erfolg von Business Angel-Netzwerken. Theoretischer Bezugsrahmen und empirische Analysen* (Springer Gabler Research). Zugl.: München, Univ., Diss, 2012. Wiesbaden: Springer Gabler.
- Reiter, T. (2016). *Revolution dank Innovation. Mit Corporate Entrepreneurship zurück an die Spitze!* (1. Aufl., neue Ausg). Frankfurt: Campus.

- Schultz, C. (2011). *Die Finanzierung technologieorientierter Unternehmen in Deutschland. Empirische Analysen der Kapitalverwendung und -herkunft in den Unternehmensphasen* (Innovation und Technologie im modernen Management, 1. Aufl.). Zugl.: Potsdam, Univ., Diss., 2011. Wiesbaden: Gabler Verlag / Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH Wiesbaden. <http://dx.doi.org/10.1007/978-3-8349-6882-1>
- Schwetje, G. & Vaseghi, S. (2004). *DerBusinessplan. Wie Sie Kapitalgeber überzeugen ; und 25 Tabellen* (2. überarb. und erw. Aufl., 2006). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg.
- Stefan Mey. (2015). *Investieren in Startups: Tipps von Profi Investor Hermann Hauser*. Verfügbar unter <http://www.trend.at/wirtschaft/oesterreich/investieren-startups-tipps-investor-hermann-hauser-5675528>
- Strauß, E. (2015). *Praxishandbuch Start-up-Management. Von der Idee zum erfolgreichen Unternehmen* (1. Aufl.). Weinheim: Wiley-VCH.
- Wirtschaftskammer Österreich. (2015). *Förderungen allgemein*. Verfügbar unter https://www.gruenderservice.at/Content.Node/gruenden/Finanzierung-und-Foerderung/Foerderungen/Foerderungen_allgemein.html
- Witzenhausen, A. (2016a). *Ertragswertverfahren - Ein Verfahren der Unternehmensbewertung*. Verfügbar unter <http://www.controllingportal.de/Fachinfo/Unternehmensbewertg./Ertragswertverfahren.html>
- Witzenhausen, A. (2016b). *Substanzwertverfahren*. Verfügbar unter <http://www.controllingportal.de/Fachinfo/Unternehmensbewertg./Substanzwertverfahren.html>
- Wöhe, G. (2013). *Grundzüge der Unternehmensfinanzierung* (Vahlens Lernbücher, 11., überarb. Aufl.). München: Vahlen.