

# Engpass B-Round

Während Gründungsfinanzierungen auf der einen und Mega-Deals auf der anderen Seite zunehmen, fallen Finanzierungen zwischen 3 Mio. und 20 Mio. Euro oft durchs Raster der Investoren. Das gilt auch für Wachstumsstorys mit ersten Gewinnen und vollen Auftragsbüchern. Was können Unternehmer tun, um bei institutionellen Investoren mehr ins Blickfeld zu rücken? VON **THOMAS STEWENS**

Die FDP fordert eine Agenda der Mutigen, die CDU hat ein Positionspapier zur Start-up-Förderung in Deutschland veröffentlicht, und bei der SPD bewirbt sich ein Ex-Gründer mit der Forderung nach einem milliardenschweren Deutschlandfonds um den Parteivorsitz. Nicht erst mit der jüngsten Sommeroffensive der Politik hat Deutschland seine Liebe zur Gründerszene entdeckt; schon länger engagieren sich dort Förderbanken, Familienstiftungen und Business Angels. Das lässt sich auch an den Zahlen ablesen: 2,8 Mrd. Euro sam-



## ZUR PERSON

**Thomas Stewens** ist einer der Gründungspartner der BankM – Repräsentanz der flatex Bank AG und kennt die Anforderungen von Unternehmern wie auch Private Equity-Investoren aus zahlreichen Projekten. Als Hausbank für den Kapitalmarkt unterstützt BankM mittelständische Unternehmen mit einem breiten Dienstleistungsportfolio im Bereich der Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung.  
[www.bankm.de](http://www.bankm.de)

melten deutsche Start-ups im ersten Halbjahr 2019 ein – so viel wie nie zuvor. Die Anzahl der Finanzierungsrunden stieg im Vorjahresvergleich von 279 auf 331, wie das aktuelle EY-Start-up-Barometer vermeldet.

Diese Entwicklung ist natürlich zu begrüßen – nur so gibt es frisches Blut, nur so werden die etablierten Unternehmen gefordert und Innovationen bestmöglich unterstützt. Am Anfang sind die Start-ups ja irgendwie auch alle vielversprechend: verheißungsvolle Ideen, hoch motivierte Gründer und ein anfangs überschaubarer Finanzierungsbedarf. Selten braucht es mehr als ein paar Hunderttausend Euro – und los geht es in eine glänzende Zukunft. Ein Mix aus Eigenkapital der Gründer, Fördergeldern und Family & Friends ist hier oft ausreichend.

Ganz ähnlich war es auch bei einem Kunden aus dem Bereich industrielle Abwasseraufbereitung. Am Anfang war die Idee: eine innovative Lösung für die Aufbereitung stark belasteter Abwässer, die aktuell meist teuer verbrannt, deponiert oder energieintensiv verdampft werden. Der weltweite Wasserverbrauch steigt kontinuierlich. In entwickelten Volkswirtschaften ist die Industrie mit rund 70 Prozent der größte Verbraucher. Gleichzeitig nimmt die Wasserverschmutzung zu und die Grenzwerte werden immer weiter verschärft. Die Wasseraufbereitung wird dadurch zunehmend aufwendig und teuer; die derzeit gängigen Verfahren leiden unter niedrigen Recyclingquoten, hohem Flächen- und

Energiebedarf oder mangelnder Betriebsstabilität.

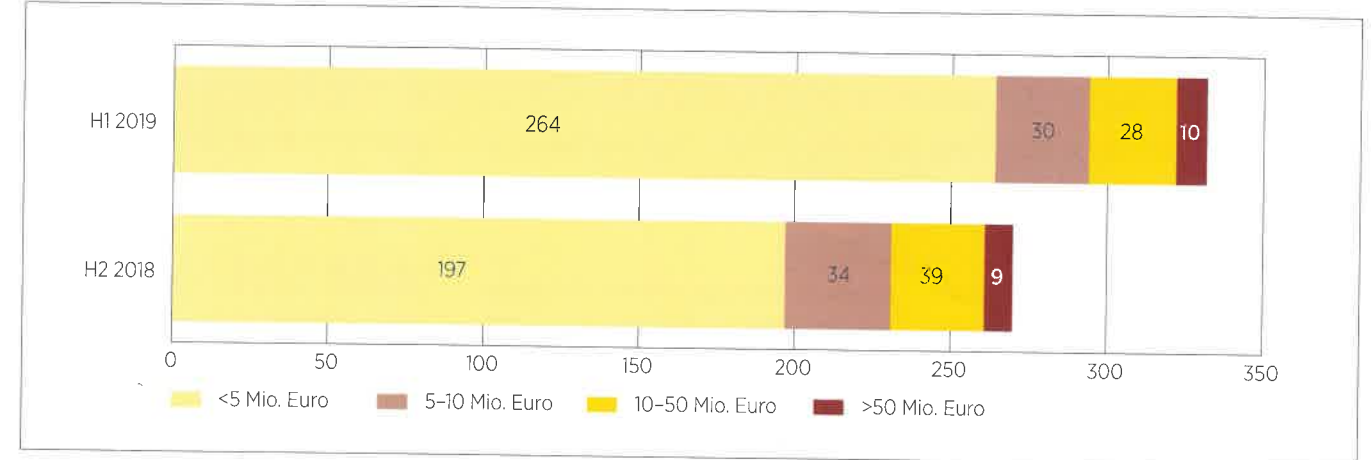
Das Start-up gründete sich vor fünf Jahren. Die ersten Schritte – von der Entwicklung über den Patentschutz und den Bau der ersten Versuchsanlage bis zum Proof of Concept – finanzierten die Gründer aus eigenen Mitteln zusammen mit Geldern aus dem unmittelbaren Umfeld. Mittlerweile ist der Break-even erreicht und die Auftragsangebote beginnen sich zu stapeln. Um diese abarbeiten zu können, fehlt Kapital. Etwa 15 Mio. Euro werden für weitere Referenzanlagen und den weltweiten Rollout benötigt.

## Schere geht auseinander

Doch genau hier wird es in Deutschland schwierig: wenn die verheißungsvollen jungen Start-ups aus den Inkubations- und Innovationszentren, aus den „Sandkästen“ in das richtige Leben müssen; wenn Organisations- und Vertriebsstrukturen für das marktreife Produkt aufgebaut werden müssen; wenn zwangsläufig die Kosten deutlich steigen, aber die Erträge erst langsam kommen. Diese zweite Finanzierungsrunde, oft auch B-Round genannt, ist viel schwieriger zu beschaffen als die Seed- und Start-up-Finanzierung. Während sich die Zahl der kleinen Deals (bis 5 Mio. Euro) im ersten Halbjahr von 197 auf 264 erhöhte, nahm die Zahl der Transaktionen zwischen 5 Mio. und 50 Mio. Euro von 73 auf 58 ab.

Bei der B-Round ist das Unternehmen kein Säugling mehr, sondern ein pubertierender Jugendlicher. Wie im

Schrumpfende Mitte: Anzahl der Start-up-Finanzierungen in Deutschland nach Größenklassen



Quelle: EY Start-up-Barometer Deutschland

Familienleben auch, wird es dann nicht einfacher: Es gibt immer irgendwo Probleme, plötzlich geht es bei dem Investment mehr um Risiken als um die verheißungsvollen Chancen der Gründerzeit. Deshalb können die Bewertungen im Extremfall sogar niedriger ausfallen als in den Gründungsjahren, was eine Finanzierung aber paradoxerweise nicht leichter, sondern deutlich schwerer und bisweilen sogar unmöglich macht.

„Der Markt verändert sich spürbar“, beobachtet Peter Lennartz, Partner bei EY. „Es ist zwar immer noch enorm viel Geld im Markt, aber wir sehen, dass die Schere zwischen sehr großen und kleinen Deals auseinandergeht. Sollte sich der Trend zu weniger mittelgroßen Deals fortsetzen, wäre das kein gutes Signal. Denn gerade Investitionen im mittleren Millionenbereich werden benötigt, um aus vielversprechenden Geschäftsideen erfolgreiche Unternehmen zu machen, also das Geschäftsmodell zu etablieren, Skaleneffekte zu erzielen und womöglich sogar eine Internationalisierung einzuleiten.“

## Family Offices als rettender Anker

Die Venture Capital-Industrie, die klassischerweise diese Finanzierungsrunde

stemmen sollte, ist in Deutschland historisch schwach ausgeprägt. Außerdem sind die Investoren bei den Gründern aufgrund oft sehr einschnürender Covenants – die oft noch von den großen Verlusten der Kapitalmarktkrisen herühren – nicht beliebt. Auch die in Deutschland regulatorisch strangulierte Börse sowie das marginalisierte Crowdfunding können diese Finanzierungslücke nicht schließen. Schlimmer noch: Die Börse droht sogar als glaubwürdiger späterer Exit-Kanal für Frühphaseninvestoren wegzubrechen. Und bei klassischen Private Equity-Investoren fallen die Unternehmen meist wegen mangelnder Größe durchs Raster. Chancen haben höchstens Unternehmen aus der Boombranche Software & Analytics. Mehr als ein Viertel aller Deals erzielten im ersten Halbjahr Firmen, die sich mit Software as a Service, künstlicher Intelligenz, Data Analytics, Blockchain, Cloud oder Virtual Reality beschäftigen.

Für stärker industriell geprägte Unternehmen wie im Beispielfall weiter oben bleibt als solvente Investorenklasse hingegen vorwiegend privates Geld aus industrieller Quelle. Geld, das sich oft um sogenannte branchenerfahrene Deal-Captains versammelt und die bestehen-

den Risiken durch eine aktive Unterstützung des Managements minimieren soll. Intelligentes Geld, das die wesentlichen Herausforderungen der pubertierenden Wachstumsunternehmen lösen kann und so Vertrauen für weitere Investoren erzeugt. Genau das ist im Fall der Wasseraufbereitung gelungen. Ein Ankerinvestor mit Branchenkenntnis wurde gefunden, weitere Family Offices zeigen Interesse. Dieser Weg ist allerdings sehr aufwendig und schwer skalierbar. Entscheidend für institutionelle Investoren sind neben der Technologie vor allem eine professionelle, kapitalmarktorientierte Dokumentation, ein überzeugendes Management und eine schlüssige Bewertung.

## FAZIT

Die B-Round gerät bei Investoren oft aus dem Blickfeld und wird für die Unternehmer damit zu einer echten Hürde. Ist diese erst einmal erfolgreich gemeistert, wird es vielfach wieder einfacher. Im Zuge der Internationalisierung kommen dann vermehrt auch ausländische Investoren ins Spiel. Für ausgereifte Geschäftsmodelle stehen oft hohe Summen bereit. Doch nur wenn es auch mittelgroße Finanzierungen gibt, führt dies früher oder später zu Mega-Deals. ■