

Leviathan

Zeitschrift für Sozialwissenschaft

30. Jahrgang – 2002
Heft 2

Sonderdruck

Durch den Buchhandel nicht zu beziehen.
© Westdeutscher Verlag GmbH, Wiesbaden 2002

Westdeutscher Verlag

Stefan Kühl

Konturen des Exit-Kapitalismus

Wie Risikokapital die Art des Wirtschaftens verändert

Einleitung

Selten sind Unternehmen so schnell gewachsen und wieder in sich zusammengefallen wie in den letzten Jahren. Vom Börsengang Netscapes im August 1995 bis zur ersten großen Pleite einer Internetfirma im Mai 2000 wurden Multimedia-Agenturen, Anbieter von Internetanschlüssen, auf den Vertrieb von Produkten über das Internet spezialisierte E-Tailer, internetgestützte Business-to-Business-Plattformen und E-Consulting-Firmen als Stars gefeiert. An der Börse übertraf die Marktkapitalisierung von Unternehmen mit wenigen hundert Mitarbeitern nicht selten den Wert von großen etablierten Old-Economy-Unternehmen wie Shell, Delta Airlines oder der HypoVereinsbank.

Nach dem Fall der Aktienkurse der ehemaligen Vorzeigeunternehmen ins Bodenlose, nach den Massenentlassungen bei Internetfirmen, die wenige Monate zuvor noch für ihre hervorragende Mitarbeiterpflege gelobt wurden, und nach der Pleite einer großen Anzahl von Internetunternehmen wird die Boom-Zeit der New Economy als große Spekulationsblase charakterisiert. Begriffe wie „Bubble. Com“, „Crash.com“, „Bomb.com“ oder „Easy.com and Easy.go“ werden zur Beschreibung dieser Zeitperiode benutzt. Es ist von einer überfälligen „Marktberreinigung“ die Rede, durch die Unternehmen „ohne Substanz“, „ohne überzeugendes Geschäftskonzept“ und „ohne qualifiziertes Management“ aus dem Wirtschaftskreislauf entfernt würden (vgl. Krafft 2002).

Bei der Frage, weshalb es zu der Spekulationsblase gekommen ist, findet man Hinweise auf einen zu großen „kollektiven Drogenkonsum“ in der Hype-Zeit, auf eine „Gier, die blind für wirtschaftliche Fundamentaldaten gemacht hat“, auf „eklatante Managementfehler“ oder auf eine Medienberichterstattung, die dazu geführt habe, dass einige Unternehmenschefs größenwahnsinnig geworden seien. Diese Hinweise auf Drogen, Blindheit oder Größenwahn mögen als schnelle und leicht zu verstehende Antworten auf das Scheitern vieler Firmen hilfreich sein. Sie verdecken jedoch die Rationalitäten hinter dem New-Economy-Boom am Ende des zwanzigsten Jahrhunderts und kaschieren die Muster hinter dem Boom.

Ziel dieses Artikels ist es, die Logik zu rekonstruieren, die bei Kapitalgebern, Unternehmensgründern, Top-Managern und Mitarbeitern während der Hochzeit der New Economy gewirkt hat. Die These ist, dass die zentrale ökonomische Basis der New Economy die Finanzierung durch Risikokapital war und dass durch die Risikokapitalfinanzierung eine auf einen schnellen „Exit“ aus dem Investment ausgerichtete Finanzierungslogik auch die zentrale Triebkraft für Unternehmensgründer, Top-Manager und Mitarbeiter wurde. Mit dem Begriff des „Exit-Kapitalismus“ wird dabei nicht eine grundlegende Umstellung in der Form kapitalistischen Wirtschaftens propagiert, sondern der Prozess bezeichnet, in dem die Risikokapitallogik in verschiedene Bereiche von Unternehmen diffundiert.¹

1. Der Risikokapitalmarkt und die Ökonomie des Exit-Kapitalismus

Die „klassische Strategie“ der Unternehmensgründung sieht vor, ein Unternehmen durch Aufnahme eines Kredites oder durch die Investition von Erspartem ins Leben zu rufen, es nach Anfangsverlusten möglichst schnell in die profitable Zone zu führen und dann das Unternehmen in andere regionale Märkte oder andere Marktsegmente expandieren zu lassen. Der „klassische“ Familienbetrieb entsteht im Einzelhandel, im Handwerk oder in sonstigen Dienstleistungen des täglichen Lebens, er expandiert, wenn überhaupt, nur sehr langsam und gibt sich mit einem verhältnismäßig geringen Gewinnpotenzial zufrieden. Aber auch Dienstleistungsunternehmen und Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes, die häufig von Gründern mit Führungserfahrung ins Leben gerufen werden und sich auf eine starke Wettbewerbsposition in einem Nischenmarkt konzentrieren, wachsen weitgehend durch die Reinvestition ihrer Gewinne aus dem laufenden Geschäft.

Mit der Entstehung und kontinuierlichen Ausweitung eines Marktes für Risikokapital seit dem Zweiten Weltkrieg bildet sich immer stärker ein Gründungs-

1 Der Artikel basiert auf drei empirischen „Pfeilern“. Der *erste Pfeiler* ist eine Untersuchung von acht Firmen der New Economy, die durch Risikokapitalgeber finanziert wurden. Diesen Firmen war entweder der Gang an die Börse schon gelungen oder die Unternehmenspolitik war darauf ausgerichtet, in einem Zeitfenster von zwei, drei Jahren nach der ersten Finanzierung durch Risikokapitalgeber die Notierung am Neuen Markt zu erreichen. Der *zweite Pfeiler* ist eine Untersuchung, bei der im Rahmen einer Lehrforschung im Jahr 2001 insgesamt zwölf Experteninterviews mit Geschäftsführern und Mitarbeitern von neun Risikokapitalfirmen in München geführt wurden. Der *dritte Pfeiler* ist eine Auswertung von Interviews und Artikeln über die New Economy in deutschen, englischen und US-amerikanischen Zeitschriften. Artikel und Interviews, die in den Zeitschriften Business Week, Industry Standard, The Economist, Time, Capital, Managermagazin, Bizz und Brandeins in den letzten fünf Jahren erschienen sind, dienen mir dabei zur Rekonstruktion des öffentlichen Diskurses von Unternehmern, Risikokapitalgebern, Analysten und Journalisten über Entstehung, Bedeutung und Strategie von Unternehmen der New Economy. Das Literaturverzeichnis dieses Artikels wurde sehr kurz gehalten. Eine ausführliche Fassung des Artikels mit einem umfassenden Literaturverzeichnis findet sich unter www.dorcom-research.de.

pfad aus, der auf Wachstumsmärkte und auf schnelle Erlangung von Wettbewerbsvorteilen ausgerichtet ist. Diese so genannten „Growth-Unternehmen“ bzw. „High-Growth-Unternehmen“ werden durch *Business Angels*, *Venture-Capital-Gesellschaften* oder durch Anleger an High-Tech-Börsen mit Risikokapital ausgestattet. Das gewonnene Kapital wird von den Gründern genutzt, um das Unternehmen – auch durch Verzicht auf kurzfristige Profitabilität – schnell wachsen zu lassen, damit es dann eine dominierende Position in einem sich ausbildenden Wachstumsmarkt einnehmen kann (vgl. z.B. Henzler 2001, S. 07058 ff.).

Die Marktlücke, in die Risikokapitalgeber vorstoßen, ist einfach zu bestimmen: Unternehmen in Wachstumsmärkten haben in der Regel keinen Zugang zu Bankkrediten. Sie besitzen keine nennenswerten Güter, die sie als Sicherheit für Kredite anbieten könnten. In ihrer Unternehmensgeschichte können sie in der Regel keine längeren Perioden der Profitabilität vorweisen. Die Unternehmen bewegen sich häufig in Märkten, die nur schwer einzuschätzen sind, weil sie sich erst langsam zu entwickeln beginnen. Die Technologie ist häufig so kompliziert, dass es für die Banken sehr aufwändig und teuer ist, die Grundlagen der Investitionsplanung der Unternehmen zu prüfen.

Risikokapitalgeber stellen diesen jungen Unternehmen Kapital zur Verfügung. Sie gehen dabei das Risiko ein, dieses Kapital bei einem Scheitern komplett abschreiben zu müssen, hoffen aber im Erfolgsfall auf eine sehr hohe Rendite. Im Gegensatz zu Banken, die ihren Profit aus den Zinsen für die Kredite ziehen, die sie an Unternehmen vergeben, verdienen die Risikokapitalgeber an der Differenz zwischen dem Einkaufs- und dem Verkaufspreis ihrer Unternehmensanteile.

Auf diese Weise lassen sich Profite erzielen, die weit über den Einnahmen von Banken durch die Vergabe von Krediten liegen. Risikokapitalgeber gehen davon aus, dass die Investoren in einem Fond eine mindestens zwanzigprozentige jährliche Verzinsung ihres Kapitals erreichen. Bei erfolgreichen Fonds können die Verzinsungen des angelegten Kapitals aber auch deutlich höher ausfallen.

Es kursieren Erfolgsgeschichten von Risikokapitalgebern, die durch den frühen Einstieg ihre Investitionen in wenigen Jahren mehr als verzehnfacht haben. So hat die Geschichte vom ersten Fond des amerikanischen Risikokapitalgebers Benchmark fast mythischen Charakter. Die 85 Millionen Dollar dieses Fonds wurden in Unternehmen wie eBay, Ariba, Webvan und Ikana Communication investiert, und der Wert der Unternehmensanteile stieg auf knapp 8 Milliarden Dollar an. Die Anleger in diesem Risikokapitalfond erhielten für einen investierten Dollar mehr als 90 Dollar zurück (vgl. Mullaney 2000, S. 58).

Der Harvest-Gedanke und die Exit-Logik der Risikokapitalgeber

Risikokapital ist kein langfristig angelegtes Geld. Die Idee, die einen Business Angel, eine Risikokapitalgesellschaft oder einen Anleger an Börsen für Wachstums-

unternehmen treibt, besteht darin, in das Wachstum eines jungen Unternehmens zu investieren und die Anteile zu verkaufen, wenn das Unternehmen eine ausreichende Größe und Glaubwürdigkeit erreicht hat. Der „Exit“ eines Risikokapitalgebers geschieht entweder durch den Börsengang des Unternehmens, durch den Verkauf der Anteile an ein anderes Unternehmen oder durch den Rückverkauf der Anteile an die Unternehmensgründer. Kurz gefasst: Risikokapitalgeber kaufen Anteile an einer Unternehmensidee, nähren für einige Jahre das Unternehmen mit Geld, Rat und Tat und verkaufen ihre Anteile dann mit einem möglichst hohen Profit.

Die Konsequenz ist, dass Risikokapitalgeber ihr Engagement in Firmen der New Economy immer „vom Ende her“ denken. Der „Harvest-Gedanke“ spielt bereits bei der Planung eines Investments eine zentrale Rolle, weil der Risikokapitalgeber bei seinen eigenen Kalkulationen die verschiedenen Ausstiegsoptionen in Betracht zieht. Der Gewinn eines Risikokapitalgebers ist nicht die Dividende, die aus dem operativen Profit der Firma gezahlt wird, sondern die Differenz zwischen dem Preis, zu dem ein Risikokapitalgeber in eine Firma eingestiegen ist, und dem Preis, den spätere Käufer für die Anteile an der Firma zahlen.

Dabei setzen die Risikokapitalgeber auf eine Diversifikationsstrategie. In der Regel geht eine Risikokapitalgesellschaft davon aus, dass lediglich 10 bis 20 Prozent aller Firmen, an denen man in einer Frühphase Anteile gekauft hat, mit großem Profit weiterverkauft werden können. Der Rest wird entweder als Totalverlust abgeschrieben oder billig weiterverkauft. Der Verkauf von Anteilen an einem oder zwei „Starunternehmen“ reicht jedoch in der Regel aus, um die angestrebte Verzinsungsrate von 25 bis 30 Prozent auf das eingesetzte Kapital zu erreichen.

Die Kalkulation ist, dass man mit den Firmen, die entweder durch einen Börsengang oder durch einen Verkauf an andere Unternehmen zu Geld gemacht wurden, die Verluste durch die Firmengründungen, die man nicht loswerden konnte, finanzieren kann. „Die Kalkulation eines Risikokapitalgebers“, so einer der befragten Unternehmer, besage, dass von zehn Unternehmen „eins fliegt, zwei

Tabelle 1: Modellrechnung für die Investitionsstrategie eines Risikokapitalgebers bei zehn Unternehmen (nach Zider 1998, S. 136)

	Firma A + B „Totalausfall“ (Konkurs)	Firma C, D, E, F „Lebende Tote“	Firma G, H „Okay“	Firma I „Sehr gutes Investment“	Firma J „Starunter- nehmen“	Gesamt- summe
Investierte Summe	\$ 200	\$ 400	\$ 200	\$ 100	\$ 100	\$ 1000
Rendite (Ein- stieg/Verkauf)	0 x	1 x	5 x	10 x	20 x	
Einnahme aus Anteilsverkauf	\$ 0	\$ 400	\$ 1000	\$ 2000	\$ 4400	\$ 4400
Gewinn	- \$ 200	+ - 0	\$ 800	\$ 900	\$ 1900	\$ 3400

Tabelle 2: Beispiel für die Kalkulation von „Starunternehmen“ aus der Sicht eines Risikokapitalgebers (hier Benchmark Venture Capital Gesellschaft) (vgl. Mullaney 2000, S. 58)

Firma	Einstiegspreis des Risikokapital- gebers in der 1. Runde pro Unternehmensaktie	Preis der Aktie am ersten Börsen- handelstag an der NASDAQ	Höchstwert einer Aktie	Stand der Aktie im August 2000
Planetrx	\$ 0,50	\$ 26,00	\$ 36,50	\$ 1,75
Webvan	\$ 0,10	\$ 24,88	\$ 34,00	\$ 6,00
Ashford	\$ 0,42	\$ 13,00	\$ 35,00	\$ 4,00
E-Loan	\$ 1,23	\$ 37,00	\$ 74,38	\$ 4,41

dümpeln und sieben eingehen“. Das Unternehmen, „das fliegt, muss alle anderen finanzieren“ (Unternehmen A, Interview 1, Geschäftsführer).

Selbst wenn es einem Risikokapitalgeber nicht gelingt, seine Unternehmensanteile zu einem Zeitpunkt loszuwerden, an dem der Kurs des Unternehmens an der Börse sehr hoch steht, hat sich nach einem Börsengang der Wert eines in der Frühphase erworbenen Unternehmensanteils in der Regel verzehn- oder verzwanzigfach.

Die Phasen der Risikokapitalfinanzierung und die Rolle von Business Angels, Risikokapitalgesellschaften und Börsen für Wachstumsunternehmen

Die Periode, in der Risikokapitalgeber versuchen, sich aus Unternehmen herauszuziehen, variiert. Während bei Investitionen in High-Tech-Unternehmen, Software-Entwickler und Bio-Tech-Unternehmen Risikokapitalgeber mit Zeitspannen von drei bis sieben Jahren rechnen, bevor sie ihr Investment wieder verkaufen können, gelten (oder besser galten) bei Internetfirmen Zeitspannen von zwei bis drei Jahren als realistisch (vgl. Barry 1994 zur Laufzeit außerhalb des Internetsektors). Fast ausgeschlossen ist, dass eine Risikokapitalgesellschaft einem Unternehmen Kapital länger als sieben oder acht Jahre zur Verfügung stellt. Die Investoren, von denen das Geld des Risikokapitalgebers stammt, wollen spätestens nach zehn Jahren den Fond schließen, um die Leistung des Risikokapitalgebers zu messen und die Erträge einzusammeln. Damit ist auch der Zeitraum für Investitionen in Unternehmen begrenzt.

Trotz der durchschnittlichen Laufzeit von einigen Jahren gibt es immer wieder „Königsbeispiele“, bei denen es Risikokapitalgebern gelingt, ihre Anteile nach sehr kurzer Zeit abzustößen. Den „viel zitierten Lichtgestalten der New Economy“, so

ein Gesprächspartner, gelang es, das Internet-Auktionshaus Alando nur neun Monate nach der Gründung für 48 Millionen Dollar an den Konkurrenten eBay zu verkaufen. Für den beteiligten Risikokapitalgeber Wellington Partner bedeutete das, so der Gesprächspartner, eine „Neun-Monats-Rendite von etwas über 2000 Prozent“ (Unternehmen A, Interview 1, Geschäftsführer).

Idealtypisch gibt es in der Risikofinanzierung fünf Phasen, und in diesen Phasen lagern sich unterschiedliche Risikokapitalgeber mit ihren Exit-Strategien an (vgl. für Phasenmodelle z.B. Schnobrich/Mangold 2001; Fanselow 2000; Schulze-Fielitz 2002).

In der Frühzeit einer Unternehmensgründung, der so genannten Seed-Phase, bringt der Gründer das Unternehmensgrundkapital auf (beispielsweise 100.000 Dollar) durch eigene Ersparnisse oder über die in der Szene als „3 F“ bezeichneten informellen Risikokapitalgeber: Friends, Family and Fools. Für die Vergabe dieser ersten Risikokapitalmittel gibt es oft keine formalen Absprachen. Die Finanzierung ermöglicht es dem Unternehmer jedoch in der Regel, seinem Unternehmen einen offiziellen Rahmen in Form einer GmbH oder AG zu geben, einen Businessplan zu entwickeln und seine Geschäftsidee möglichen strategischen Anlegern zu präsentieren.

In der zweiten Phase steigt dann ein Kapitalgeber in Form eines Business Angel oder eines kleineren Risikokapitalgebers beispielsweise mit einer Summe von 500.000 Dollar ein. Dafür erhält er ungefähr 20 Prozent der Anteile an dem Unternehmen. Häufig bieten in dieser Phase auch Inkubatoren, Brutkästen für junge Unternehmer, ihre Hilfe an. Sie stellen kostenlos eine Büroinfrastruktur, ein Kontaktnetz und kleinere Summen Geld zur Verfügung und verlangen dafür Anteile am Unternehmen. In dieser Phase besitzt der Unternehmensgründer nicht mehr alle Anteile an seinem Unternehmen und räumt externen Kapitalgebern Mitsprachemöglichkeiten ein.

Wenn die Geschäftsidee sich als Erfolg versprechend herausstellt, dann steigen in der dritten Phase weitere Risikokapitalgesellschaften beispielsweise mit zwei oder drei Millionen Dollar ein und erhalten dafür vom Gründer weitere 10 Prozent des Unternehmens. Mit diesem Geld wird eine mehrjährige Expansionsphase finanziert, in der das Unternehmen sein Produkt zur Marktreife bringt und Marktanteile erschließt. An diesem Punkt kann ein Unternehmen dann an einen großen Konkurrenten verkauft, es kann ein Börsengang angestrebt oder ein Rückkauf der Anteile durch das Management anvisiert werden. Wenn die Risikokapitalgeber an diesem Punkt keine kurz- oder mittelfristigen Exit-Möglichkeiten sehen, stellen sie ihre Kapitalzuschüsse ein. Unternehmen, die bis dahin kein profitables Geschäft entwickelt haben, sehen sich dann gezwungen, über kurz oder lang Konkurs anzumelden.

Wenn ein Börsengang geplant wird, kann der Unternehmensgründer in einer vierten Phase weitere 10 bis 20 Prozent der Anteile abgeben, um mit den dadurch eingenommenen mehreren Millionen Dollar den Börsengang zu finanzieren. Mit

diesem Geld wird die Werbetour („Road Show“) des Top-Managements bei Kapitalgebern finanziert, wird das Unternehmen für den Börsengang „herausgeputzt“ und teilweise das laufende Geschäft des Unternehmens finanziert. Für Kapitalgeber, die an dieser Stelle einsteigen, ist es ein relativ sichereres Geschäft, wenn klar ist, dass der Börsengang des Unternehmens gelingen wird.

Beim Börsengang selbst, der fünften Phase, wird dann häufig die Abgabe von 25 Prozent der Firmenanteile verlangt, die dann öffentlich gehandelt werden. Der Börsengang an der Wall Street, der NASDAQ oder vergleichbaren europäischen oder asiatischen Börsen gilt dabei als „Königsweg“ und wird als „Hommage an erfolgreiche Ideen“ gefeiert (vgl. Unternehmen A, Interview 1, Gründer und Geschäftsführer). Investmentbanken, die den Börsengang für das Unternehmen organisieren, bieten dabei institutionellen Fonds, die das Geld von Pensionskassen, Versicherungen, privaten Universitäten oder Kleinanlegern verwalten, Aktien zu Vorzugsbedingungen an. Beim Börsengang besteht in der Regel für Kleinaktionäre die erste Chance, über ihre Bank Anteile an dem Unternehmen zu erwerben.

Wegen der starken öffentlichen Nachfrage nach den Unternehmensanteilen haben die Business Angels, Risikokapitalgeber und Gründer als Alteigentümer die Möglichkeit, ihre Anteile mit hohen Margen abzustoßen.

Die Kapitalmarktorientierung der Risikokapitalgeber

Aus ihrem an einem Exit ausgerichteten Kalkül machen Risikokapitalgesellschaften kein Geheimnis. Den Unternehmen, die Anteile an Risikokapitalgesellschaften abgeben, wird mitgeteilt, dass die Risikokapitalgesellschaft nicht an einer langfristigen Investition interessiert ist, sondern die Anteile wieder abstoßen wird, sobald sich eine lukrative Möglichkeit dazu ergibt. In den Verträgen zwischen den finanzierten Unternehmen und den Risikokapitalgebern lassen sich die Finanziere häufig das Recht einräumen, auch gegen den Widerstand der Unternehmensgründer einen Börsengang zu versuchen oder das Unternehmen zum Verkauf anzubieten.

Der primäre Fokus eines Risikokapitalgebers ist der Markt für Unternehmensanteile. Die Kernkompetenz von Risikokapitalgesellschaften liegt im Handel mit Unternehmensanteilen und nicht in dem Produktmarkt, in dem sich die finanzierten Unternehmen bewegen. Zwar ist der Markt für Produkte und Dienstleistungen, auf dem ein durch Risikokapital finanziertes Unternehmen tätig ist, ein wichtiger Indikator für seine zukünftige Wertentwicklung; für den Erfolg oder Misserfolg einer Risikokapitalgesellschaft ist in letzter Konsequenz jedoch nur die Frage entscheidend, ob die Unternehmensanteile mit einem interessanten Profit verkauft werden können.

Das führt dazu, dass durch den Risikokapitalgeber eine Logik in das gegründete Unternehmen hineingetragen wird, die sich als „kapitalmarktorientiert“ charakte-

risieren lässt. Die Fragen, die im Mittelpunkt stehen, sind: Welche Branchensegmente versprechen in den nächsten Jahren gute Exit-Möglichkeiten? Wie sieht ein Unternehmen aus, das sich gut an die Börse bringen lässt? Welcher Typ von Unternehmen kann in ein paar Jahren für einen hohen Preis an andere, größere Unternehmen verkauft werden? Wie viel Verlust eines Unternehmens ist der Käufer von Unternehmensanteilen in Kauf zu nehmen bereit? Welche Expansionsstrategie wird im Moment vom Kapitalmarkt besonders begrüßt?

2. Die Diffusion der Exit-Logik von den Kapitalgebern auf Gründer, Manager und Mitarbeiter

Mit dem so genannten Modigliani-Miller-Theorem wird die These vertreten, dass die Art und Weise, wie eine Firma finanziert wird, sich nicht auf den Wert des Unternehmens auswirkt. Die Überlegung der beiden Nobelpreisträger Franco Modigliani und Merton H. Miller besagt, dass das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital keinen Einfluss auf den Marktwert einer Firma hat. Ob ein Unternehmen sich aus den Rücklagen des Unternehmensgründers, aus Geschenken von Freunden, Verwandten und Bekannten, aus Zuschüssen von Risikokapitalgebern, aus Krediten von Banken oder Stundungen von Zulieferern finanziert, sei für die Frage, wie viel das Unternehmen auf dem Kapitalmarkt wert ist, irrelevant.

Aus einer sozialwissenschaftlichen Perspektive überrascht, dass in diesem Theorem die Frage, wie eine Finanzierungsform die Unternehmensstrategien prägt, ausgeblendet wird. Modigliani und Miller gehen davon aus, dass das Verhalten von Gründern, Managern und Mitarbeitern bei der Bestimmung der Marktkapitalisierung als Konstante betrachtet werden kann.

Entgegen den Überlegungen von Modigliani und Miller soll im Folgenden das Argument entwickelt werden, dass die durch Risikokapitalgeber in ein Unternehmen getragene, am Kapitalmarkt orientierte Exit-Logik Auswirkungen auf das strategische Verhalten von Unternehmensgründern, Führungskräften und Mitarbeitern hat. Es gibt deutliche Indizien dafür, dass bei Unternehmensgründern, Führungskräften und Mitarbeitern eine Ausrichtung auf den Kapitalmarkt und eine Entwicklung von Exit-Optionen zu beobachten ist.

Das Konzept des „seriellen Unternehmers“ und die Exit-Logik von Unternehmensgründern

Die Existenz der Exit-Logik unter Unternehmensgründern wird darin deutlich, dass von den Gründern risikokapitalfinanzierter Unternehmen erwartet wird, den eigenen Ausstieg aus dem Unternehmen mit in die Planung einzubeziehen. Die Gründung von drei, vier Unternehmen in fünfzehn Jahren gilt in kapitalmarkt-

orientierten Unternehmen nicht als Ausweis von Unbeständigkeit, sondern vielmehr als Professionalitätsbeweis. Als Modell der neuen Gründerkultur in den USA, Europa und Asien wird der „serielle Unternehmer“ gepriesen, der mehrmals hintereinander ins Unternehmertum ein- und daraus wieder aussteigt (vgl. die Argumentation bei Haug 2000, S. 634).

Der Gründer eines Internetunternehmens erklärt im Interview, dass er wie „viele andere Gründer“ der New Economy immer seine „Exit-Strategie“ im Blick gehabt habe. Sein Vorbild sei nicht Bill Gates gewesen, der „zwanzig Jahre eine Firma aufbaut und mit dieser zusammen begraben wird“. Sein Motto sei gewesen: „fünf Jahre“ – dann bringt man das „Unternehmen an die Börse“, „verkauft es“ oder „holt andere Leute“ herein (Unternehmen E, Interview 1, Gründer und Vorstandsmitglied). Ein anderer Gründer hebt hervor, dass das Wort „Börsengang“ schon bei der ersten Präsentation der Unternehmensidee gefallen sei. Die Unternehmensidee habe „riesige Phantasie“ geweckt und „wahnsinnig viele Bereiche“ betroffen, so dass ein schneller Börsengang möglich erschienen sei. Damit sei auch ihm klar gewesen, dass die Gründer ihre Anteile am Unternehmen nicht für immer behalten, sondern irgendwann aus dem Unternehmen wieder aussteigen würden (Unternehmen D, Interview 5, Gründer und Vorstandsmitglied).

Als Helden der New Economy werden in den USA Gründer wie Chris Kitze gepriesen. Kitze rief die CD-Rom-Firmen Creative Multimedia und Aris ins Leben und gründete anschließend eine Website namens Point Communications. Nachdem er Point Communications erfolgreich an den Internet-Service-Provider Lycos verkauft hatte, gründete er das Internetunternehmen Xoom.com (vgl. Harmon 2001, S. 207). – Das fast mythisch verklärte Vorbild der auf Risikokapital ausgerichteten Gründerszene ist Jim Clark. Clark wird dafür gepriesen, dass drei seiner vier Unternehmensgründungen eine Marktkapitalisierung von über einer Milliarde US-Dollar erreicht haben. Clark gründete zuerst den 3-D-Chip-Entwickler Silicon Graphics und baute dann den Browser-Hersteller Netscape auf. Nach dem Börsengang von Netscape und dem Verkauf der meisten Anteile an America Online wirkte Clark bei der Gründung von Healtheon mit, einer Internet-Plattform für den Handel mit Arzt- und Krankenhausbedarf. Dann startete er das Unternehmen myCFO, eine Internetfirma, die personalisiertes Finanzmanagement für vermögende Kunden anbietet (vgl. Lewis 1999).

In Europa wird das skandinavische Unternehmerpaar Ernst Malmsten und Kajsa Leander gefeiert, die nach der Gründung eines Verlags mit Bokus eins der ersten rein internetbasierten Buchhandelsunternehmen in Leben riefen und dann mit Boo.com versuchten, das erste Handelsunternehmen für Sport- und Modekleidung im Internet zu etablieren (vgl. Malmsten/Portanger/Drazin 2001, S. 19). – Nina Brink, die Gründerin des Internet-Service-Providers World Online International, preist sich dafür, dass sie ihre ersten 30 Millionen Dollar mit einer von ihr gegründeten Handelsfirma für Epson-Drucker bereits gemacht habe und weitere Unternehmensgründungen nicht mehr geldgetrieben seien. Mit ihren Gründungs-

aktivitäten komme es ihr darauf an, Anerkennung als „Master Creator of the European Net“ zu gewinnen (vgl. Echikson 2000, S. 23).

In der Boom-Zeit der New Economy nahm der Nachweis serieller unternehmerischer Tätigkeiten fast skurrile Züge an. Walter W. Buckley III, Gründer und Vorstandsvorsitzender eines „Risikokapitalfonds“ und „Brutkastens“ für Internetunternehmen namens Internet Capital Group, preist sich dafür, dass er als Gründer eines lokalen Fensterreinigungsdienstes noch selbst die Scheiben seiner Kunden gereinigt habe. Als unternehmerische Tätigkeit seines Mitgründers Kenneth A. Fox wird die 600\$-Investition in ein Schneeräumgerät gelobt, mit dem er als Gymnasiast drei Winter lang Bürgersteige und Garagenauffahrten räumte (vgl. Barrett 1999, S. EB 39).

Das Top-Management der New-Economy-Firmen

Firmen der New Economy zeichnen sich häufig durch eine hohe Fluktuation des Personals aus. Nach Schätzungen von Jeffrey Pfeffer, Professor an der Stanford University Business School, beträgt die Fluktuation im Silicon Valley ungefähr 20 bis 30 Prozent. Das heißt, dass pro Jahr jeder vierte Mitarbeiter eines Unternehmens einen neuen Job annimmt (Pfeffer 2001).

Besonders ausgeprägt sind diese Wechsel in kapitalmarktorientierten Unternehmen bei den Top-Führungskräften zu beobachten. In jedem dritten der am Neuen Markt notierten Unternehmen wechselte im Jahr 2000 mindestens ein Vorstandsmitglied. In manchen Unternehmen wie Letsbuyit.com oder Intermediahouse wurden innerhalb kurzer Zeit sogar sechs Personen im Vorstand ausgetauscht. Teilweise blieben die Vorstandsmitglieder nur wenige Monate im Amt (vgl. Joh 2001, S. 10 f.).

Eine wichtige Rolle bei diesen schnellen Ein- und Ausstiegen von Top-Managern spielen Aktienoptionen. Top-Führungskräfte verdienen zwar in den schnell wachsenden Unternehmen der New Economy bis zu 50 Prozent weniger als in Firmen der Old Economy, erhalten aber erheblich mehr Unternehmensanteile. Bei einer positiven Entwicklung des Aktienkurses kann eine Top-Führungskraft mit Hilfe dieser Unternehmensanteile schnell mehrfacher Dollar-Millionär werden. In schnell wachsenden Unternehmen erhalten Vorstandsvorsitzende häufig zwischen 6 und 10 Prozent der Unternehmensanteile, die ihnen selbst bei einem Verkauf an ein anderes Unternehmen mehrere Millionen einbringen können (vgl. Byrne 1999c, S. 39).

Der Effekt ist ein schneller Wechsel von Top-Managern, wenn ein Unternehmen erfolgreich verkauft wurde, die Aktien-Optionen „eingecash“ werden konnten oder die Aktienkurse so stark gesunken sind, dass die Unternehmensanteile keinen Anreiz mehr darstellen, in dem Unternehmen zu bleiben.

Diese Entwicklung kann man entweder positiv oder negativ sehen – und je

nach Stimmung am Kapitalmarkt und in den Medien wird dies auch getan. Der rasante Wechsel in den Führungsetagen der New Economy kann einerseits als Pathologie der New-Economy-Firmen beschrieben werden. Er gilt dann als Zeichen der Unbeständigkeit der New Economy, als Ausdruck des Chaos und der fehlenden systematischen Personalentwicklung in den Dotcoms, und kann als Erklärung für deren wirtschaftliche Probleme herangezogen werden. Man kann aber auch, im Stil der Management-Prosa der New Economy, die hohe Fluktuation als das entscheidende Plus beschreiben. So werden „qualifizierte, kreative und mit unternehmerischen Qualitäten ausgestattete Mitarbeiter“ als „entscheidender Bestandteil des Risikofinanzierungsprozesses“ bezeichnet. Diese dürften nicht auf Dauer an ein etabliertes Unternehmen gebunden sein, sondern müssten vielmehr eine „mobile Angriffsgruppe“ darstellen, die sich in „Richtung der Unternehmen und Projekte“ bewege, die am ehesten in der Lage seien, den „Durchbruch zu schaffen“. Der Vorteil der USA, so die weit verbreitete Annahme, bestehe darin, dass dort die „fähigsten Köpfe“ nicht wie in Deutschland und Japan an „traditionell hoch dotierte und prestigeträchtige Positionen in großen Unternehmen“ gebunden seien, sondern bereit seien, von einem Unternehmen zum anderen zu wechseln (vgl. Mandel 2000, S. 31).

Unabhängig von der Frage der positiven oder negativen Bewertung kann die starke Fluktuation in jedem Fall aber als das Einsickern der Exit-Logik in die Funktionsweise risikokapitalfinanzierter Unternehmen begriffen werden. In Situationen, in denen sowohl Kapitalgeber als auch Unternehmensgründer versuchen, in kurzer Zeit eine lukrative Refinanzierung über den Kapitalmarkt zu erhalten, ist ein bestimmter Managementtyp gefragt: Der Manager muss kurzfristig einsetzbar sein, für eine sehr kurze Zeit ein Maximum an Leistungsfähigkeit bringen und auch bereit sein, den Posten schnell wieder zu räumen, wenn darüber ein Signal an den Kapitalmarkt ausgesendet werden kann.

Mitarbeiter zwischen Engagement und Fluktuation

Konzepte wie „Intrapreneur“, „Ein-Mann-Unternehmen“, „Arbeitskraftunternehmer“ oder „Selbst-GmbH“ sollen zum Ausdruck bringen, dass die Mitglieder eines Unternehmens sich nicht mehr als Angestellte – als „Organization Men“ oder „Corporate Men“ – verstehen, sondern quasi als „Unternehmer im Unternehmen“ agieren. Schon Joseph Schumpeter (1926, S. 111) hat den Begriff des Unternehmers aus der Einheit von Kapitalbesitz und Leitungsfunktion herausgelöst. Seiner Ansicht nach können auch Manager als „unselbstständige Angestellte“ von Aktiengesellschaften unternehmerisch tätig sein.

Das Diktum Schumpeters erscheint heute insofern als überholt, als in vielen risikokapitalfinanzierten Unternehmen nicht nur Kapitalbesitz und Leitungsfunktion, sondern sogar Kapitalbesitz und wertschöpfende Tätigkeit in einer Person

kombiniert werden. Die Vergütung von Mitarbeitern durch Aktien bedeutet nichts anderes, als dass die Mitarbeiter Anteilseigner am Unternehmen werden. Die von jungen, noch nicht börsennotierten Unternehmen in Aussicht gestellten Aktienoptionen für Mitarbeiter sind letztlich das vage Versprechen, dass die Mitarbeiter in absehbarer Zeit Anteile am Unternehmen zu sehr günstigen Konditionen erhalten können.

Die Mitarbeiter bleiben so lange im Unternehmen, wie ihre Chancen steigen, Aktien am Unternehmen zu erhalten, den eigenen Aktienbestand zu vermehren oder ihre Aktien im Wert wachsen zu sehen. Der Gründer von VacationSpot.com, Greg Slynghstad, erklärte, dass er in der Gründungsphase keine Schwierigkeit hatte, hoch qualifizierte Mitarbeiter zu gewinnen. Da alle Beteiligten von einem Börsengang des Unternehmens ausgegangen seien, sei es nicht nötig gewesen, ihnen ein hohes Gehalt zu bezahlen. Aktienoptionen waren das eigentliche Motiv, sich im Unternehmen zu engagieren (vgl. Echikson 1999, S. EB 41).

In dieser Logik interessiert es die Mitarbeiter nicht, ob sie in einem Unternehmen jährlich ein paar tausend Dollar mehr verdienen können, sondern es interessiert die Frage, ob das Angebot an „Stock Options“ attraktiv ist. Der Exit aus einem Unternehmen und der Einstieg in ein anderes hängen maßgeblich davon ab, ob der Börsengang des Unternehmens wahrscheinlich ist, ob die in Aussicht gestellten Aktienpakete interessant sind oder ob sich (bei einem bereits börsennotierten Unternehmen) der Aktienkurs voraussichtlich stark nach oben entwickeln wird.

Die Exit-Strategie der Mitarbeiter besteht darin, sich entweder allein oder im Team anderen Unternehmen gegen eine entsprechende Verbesserung ihrer Bedingungen anzudienen oder aber sich gleich mit einem eigenen Unternehmensprojekt an Risikokapitalgeber zu wenden. The Economist beobachtete, dass sich zur Hochzeit der New Economy Angestellte im Silicon Valley zunehmend wie „free agents“ benahmen, die immer bereit waren, zu einem Job mit lukrativeren Aktienoptionen zu wechseln oder ein eigenes Unternehmen zu gründen (30.1.1999, S. 22).

Während der Hochzeit der New Economy zogen auf Messen wie der Cebit oder der Systems Programmiererteams von Unternehmen zu Unternehmen und ließen sich Angebote für einen Wechsel des kompletten Teams machen (vgl. Unternehmen F, Interview 1, Mitarbeiter Technik). So wechselte zur Boom-Zeit der Internetgründungswelle eine ganze Mannschaft von SAP-Führungskräften zum Konkurrenten Siebel Systems im Silicon Valley. Als der Datenbankentwickler Oracle in einem Segment Schwierigkeiten hatte, mit einem Produkt des Konkurrenten Informix Schritt zu halten, warb er kurzerhand einen Großteil des Entwicklerteams von Informix ab (vgl. Kerstetter 2000b, S. 45).

Nicht selten basteln Mitarbeiter oder Teams von Mitarbeitern während ihrer Tätigkeit bei einem Shooting Star der New Economy schon an ihrem eigenen kleinen Start up. Sie nutzen die erstbeste Gelegenheit, um sich selbstständig zu machen oder das unter der Hand entwickelte Produkt, Marketingkonzept oder

Know-how an einen anderen Arbeitgeber zu verkaufen. In einem Artikel eines Business-Magazins wird verkündet: „Nie war es leichter, im Nebenjob die eigene Web-Firma aufzuziehen“ und sich damit die Selbstständigkeit zu ermöglichen (Gillies 2000).

Von der Logik des Verkaufs der Arbeitskraft zur Logik des Kapitalanlegers

Die in Richtung auf Unternehmensgründer, Top-Management und Mitarbeiter diffundierte Exit-Logik hat es mit sich gebracht, dass sich bei diesen drei Gruppen grundlegend neue Verdienststrategien eingestellt haben. Die Unternehmer sind nicht mehr primär an den Profiten aus dem operativen Geschäft des Unternehmens interessiert, sondern an der Wertentwicklung ihrer Unternehmensanteile. Top-Manager nehmen geringere Gehälter in Wachstumsunternehmen in Kauf, weil für die ihnen zugesagten Unternehmensanteile eine rasante Wertentwicklung in Aussicht steht. Mitarbeiter entwickeln ein Kalkül, dem gemäß die Summe, die monatlich auf ihr Gehaltskonto eingezahlt wird, ihre Lebenshaltungskosten decken soll, die über Aktienoptionen erworbenen Unternehmensanteile mit ihrer rasanten Wertsteigerung aber die „Beute für sie richtig fett“ machen sollen.

Die klassische Logik eines Unternehmers: „Ich setze Kapital ein, lasse Leute für mich arbeiten und verdiene am produzierten Mehrwert“, das Kalkül eines Managers: „Ich erhalte ein monatliches Gehalt dafür, dass ich das Unternehmen voranbringe“ und die Rationalität eines Mitarbeiters: „Ich verkaufe meine Arbeitskraft gegen einen Gehaltsscheck“ spielen in risikokapitalfinanzierten Unternehmen eine vergleichsweise geringe Rolle. Diese Logiken werden mehr und mehr durch die Logik des spekulativ ausgerichteten Kapitalanlegers ersetzt. Man lässt sich für seine Arbeitskraft zu einem erheblichen Teil in Unternehmensanteilen bezahlen, die es einem ermöglichen, schnell reich zu werden, die aber auch schnell wertlos werden können.

Die „klassische“ Logik des Verkaufsmodells „Arbeitskraft gegen Lohn“ oder des Modells „Unternehmensgründung gegen spätere Dividendenzahlung aus dem Unternehmen“ unterscheidet sich in mehreren Aspekten von der Logik des „Anlegers“, der durch seine Arbeitskraft, Führungsbereitschaft oder Gründerinitiative Anteile an einem Unternehmen erwirbt.

Das Interesse eines „Kapitalanlegers“ in einem schnell wachsenden Unternehmen geht darauf, dass das Unternehmen sich in einer Form entwickelt, die den Wert des Unternehmens am Kapitalmarkt steigen lässt. Es sind dann nicht nur externe Kapitalanleger (institutionelle Anleger, Risikokapitalgeber, Kleinaktionäre), die darauf achten, dass das Unternehmen sich an den Launen des Kapitalmarktes orientiert, sondern dies tun jetzt auch die Organisationsmitglieder selbst. Sie treiben das Unternehmen in eine Richtung, die an kurz- oder mittelfristigen Profiten

am Kapitalmarkt orientiert sind. Die Interessen des „Stakeholders“ und des „Shareholders“ fallen tendenziell zusammen.

Wegen dieser Kapitalmarktorientierung gibt es für Gründer, Manager und Arbeitnehmer keinen Grund, ihre Arbeitskraft zu schonen. In kapitalmarktorientierten Unternehmen existiert die Vorstellung, dass das Unternehmen in wenigen Jahren groß gemacht werde, der Wert ihrer Anteile sich dadurch vervielfache und sie dann die Möglichkeit haben, mit den Einnahmen aus dem Verkauf ihrer Unternehmensanteile ein gutes Leben zu führen.

Für alle Akteure ist dies natürlich ein riskantes Spiel, weil bei einer Unternehmenspleite gleichzeitig die Unternehmensanteile wertlos werden und der regelmäßige Gehaltsscheck ausbleibt. Bei Gründern, Top-Führungskräften und Mitarbeitern stellt sich also ein ähnliches Kalkül ein wie Risikokapitalgebern, nur dass sie nicht die Möglichkeit haben, ihr Risiko auf verschiedene Unternehmen zu streuen.

3. Das Timing des Exit – Möglichkeiten und Grenzen des Ausstiegs aus Investments

Die Exit-Möglichkeiten von Risikokapitalgebern, Gründern und Managern sind nicht primär vom operativen Gewinn eines Unternehmens abhängig, sondern von der Vermittlung des Glaubens, dass das Unternehmen irgendwann einmal Profit machen kann. In der Hochzeit der New Economy konnten auch Unternehmen an den Kapitalmarkt gebracht werden, die keine Gewinne aufwiesen. Während an der Wall Street oder an der Deutschen Börse hohe Ansprüche an Umsatz, Gewinn und Unternehmensgröße gestellt werden, reichte an den Börsen für Wachstums- und Technologiewerte häufig die Hoffnung auf ein zweistelliges Umsatzwachstum und der Hinweis auf innovative Produkte oder Dienstleistungen aus.

Am Ende des zwanzigsten Jahrhundert wiesen in den USA über 75 Prozent aller Firmen, die einen Börsengang erfolgreich meisterten, im Jahr vor dem Börsengang Verluste aus (vgl. Ritter 2001, S. 7; siehe auch The Economist, 27.5.2000, S. 86 f.).

Bei den Börsengängen im Internetbereich an der EASDAQ (jetzt NASDAQ Europe) und am Euro-NM, einem Netzwerk aus dem deutschen Neuen Markt, dem französischen Nouveau Marché, dem holländischen Euro-NM Amsterdam, dem belgischen Euro-NM Belgium und dem italienischen Nuovo Mercato, gibt es eine ähnliche Tendenz. Über die Hälfte der 1999 und 2000 an die Börse gebrachten Unternehmen wiesen Verluste aus (vgl. Arosio/Giudici/Paleari 2000).

Für Risikokapitalgeber, Unternehmensgründer, Führungskräfte und Mitarbeiter gibt es wegen dieser Entwicklung die Möglichkeit, aus einem Unternehmen auszustiegen, bevor es jemals einen Dollar oder einen Euro Gewinn gemacht hat. Trotzdem handelt es sich bei dem Ausstieg nicht um eine einfache „Eincash-Strategie“, wie es in den Medien nach dem Ende des Hypes teilweise dargestellt wurde.

Tabelle 3: Prozentsatz der Firmen, die in den zwölf Monaten vor ihrem Börsengang in den USA Verluste gemacht haben (nach Ritter/Welch 2002, S. 11; siehe dort für nähere Informationen zum Sample)

Zeitperiode	Anzahl von Börsengängen (IPOs)	Prozentsatz der Firmen, die vor dem IPO Verluste gemacht haben
1980-1989	1982	19%
1990-1994	1632	26%
1995-1998	1752	37%
1999-2000	803	79%
2001	80	49%
Gesamt 1980-2001	6249	34%

Die Schwierigkeiten des Exit – der Unterschied zwischen Geld in der Tasche und Geld auf dem Papier

Die Schwierigkeiten des Exit – der Unterschied zwischen Geld in der Tasche und Geld auf dem Papier

Die Schwierigkeiten des Exit – der Unterschied zwischen Geld in der Tasche und Geld auf dem Papier

Der Besitz von 100 Millionen Dollar in Unternehmensanteilen bedeutet nicht das Gleiche wie der Besitz von 100 Millionen Dollar. Ein Kleinaktionär eines Unternehmens der Old Economy hat jederzeit die Möglichkeit, seine Aktien in Bargeld umzutauschen. Für Risikokapitalanleger, große institutionelle Anleger, Unternehmensgründer und Besitzer von Mitarbeiteraktien ist das Zu-Geld-Machen von Unternehmensanteilen dagegen problematisch.

Wenn die Anteile eines Risikokapitalgebers an einem Unternehmen durch dessen Börsengang eine Wertsteigerung von 500.000 Euro auf 5 Millionen Euro erfahren haben, so heißt dies für den Risikokapitalgeber nicht, dass er dieses Geld bereits auf der Einnahmenseite verbuchen kann. Ein Gründer, der durch den erfolgreichen Verkauf seines Unternehmens an einen Konkurrenten auf dem Papier Millionär geworden ist, weil er in Anteilen des anderen Unternehmens ausgezahlt wurde, kann diese Aktien nicht als gleichwertig mit Cash betrachten. Mitarbeiter, deren Stock Options an ihrem Unternehmen im Rahmen eines Börsen-Hypes mehrere Hunderttausend Dollar wert sind, tun gut daran, sich nicht für den Wert dieser Aktien ein Haus zu kaufen.

Für diesen Unterschied zwischen „Geld auf dem Papier“ und „Geld in der Tasche“ bei Risikokapitalgesellschaften, Unternehmensgründern, Top-Managern und Aktien haltenden Mitarbeitern gibt es zwei Gründe. Erstens werden den Ri-

sikokapitalgesellschaften, Unternehmensgründern, Top-Managern und Aktien haltenden Mitarbeitern häufig Haltefristen („Lock-up“ Periode) für ihre Aktien auferlegt. Damit wird festgelegt, dass die Risikokapitalgesellschaften, Gründer, Führungskräfte und Mitarbeiter ihre Unternehmensanteile nach dem Börsengang oder nach dem Erwerb von Anteilen noch mindestens sechs oder zwölf Monate halten müssen. Durch diese Haltefristen soll späteren Investoren die Sicherheit geboten werden, dass unmittelbar nach dem Börsengang oder dem Ausscheiden einer Risikokapitalgesellschaft der Wert des Investments nicht durch den Anteilsverkauf der früheren Anteilseigner an Wert verliert.

Der zweite Grund für den Unterschied zwischen „Geld in der Tasche“ und „Geld auf dem Papier“ liegt darin, dass der Exit von Risikokapitalgesellschaften, Unternehmensgründern und Aktien haltenden Führungskräften häufig Auswirkungen auf den Wert ihrer Anteile hat. Der plötzliche Ausstieg eines Unternehmensgründers, Top-Managers oder Risikokapitalgebers kann vom Kapitalmarkt als Zeichen dafür gewertet werden, dass mit dem Unternehmen etwas nicht stimmt, und wichtige Spieler können versuchen, rechtzeitig das Weite zu suchen. Durch diesen Eindruck kann der noch von den Risikokapitalgesellschaften, Unternehmensgründern und Führungskräften gehaltene Aktienanteil an Wert verlieren und den späteren Verkauf der Aktien erschweren.

Besonders im Rampenlicht stehende Risikokapitalgeber, Unternehmensgründer und Top-Führungskräfte achten deshalb darauf, dass der Verkauf von Unternehmensanteilen nicht allzu große Aufmerksamkeit an den Kapitalmärkten erregt. In der Regel wird daher die Aufgabe eines Aufsichtsratsmandates, der Ausstieg eines Gründers oder die Kündigung zeitlich vom Verkauf der Unternehmensanteile getrennt.

Der Track-Record: Der Ausstieg zum Wiedereinstieg

Die Person, die durch eine Investition in ein Start up reich geworden ist und sich dann auf eine Villa im Süden Floridas, eine Yacht im Mittelmeer oder eine Farm in Indien zurückzieht, ist in der Risikokapitalzene die Ausnahme. Der Exit-Kapitalismus basiert darauf, dass der „aussteigende“ Risikokapitalgeber, Gründer, Manager oder Mitarbeiter über kurz oder lang in ein anderes Unternehmen wieder einsteigt. Durch diese Ausstiege und Wiedereinstiege entsteht für jede Institution, jede Person und jede Gruppe ein „Track Record“. Je besser dieser Track Record aus Ein- und Ausstiegen aussieht, desto besser die Erfolgsaussichten für einen Risikokapitalgeber, Gründer, Manager oder Mitarbeiter für einen neuen Einstieg.

So haben Risikokapitalgeber mit einem erfolgreichen „Track Record“ die besten Chancen, begehrte junge Unternehmen für ihr Portfolio zu gewinnen, Gelder von anderen Risikokapitalgebern einzuwerben oder die von ihnen finanzierten Unternehmen mit Profit an andere Unternehmen zu verkaufen oder an die Börse zu

bringen. Der Glaube, dass diese „gestandenen Risikokapitalgeber“ das Spiel von Ein- und Ausstieg beherrschen, die „richtige Nase“ für einen Trend haben, spielt eine wichtige Rolle dabei, dass sich junge Unternehmen, Investmentbanken, andere Risikokapitalgeber und Anleger auf sie einlassen.

Bei Gründern ist die Chance auf ein Investment durch Risikokapitalgeber besonders hoch, wenn sie bereits ein oder zwei erfolgreiche Unternehmensgründungen vorweisen können. Bob Zider, Präsident der Beta-Group, erklärt, dass aus der Sicht der Risikokapitalgeber der „ideale Unternehmensgründer“ einen „Track Record“ habe und am besten schon einmal ein Unternehmen an die Börse geführt habe. „Risikokapitalgeber“, so Zider, „investieren in geprüfte, erfolgreiche Leute“, die eine „gute Reputation haben“, „gegenüber Investoren vorzeigbar sind“ und die „Kosten von Risikokapital“ kennen (vgl. Zider 1998, S. 138). Der Gründer und Geschäftsführer einer Risikokapitalgesellschaft erklärt, dass der optimale Gründer „über Kriegserfahrung“ verfüge. Zwar gebe es Ausnahmen in Form von erfolgreichen jungen Gründern, aber ein Dreißig- bis Vierzigjähriger, der mehr gesehen habe als eine Universität, sei aus der Sicht eines Risikokapitalgebers besser geeignet (Venture Capital Firma C, Interview 1, Gründer und Geschäftsführer; vgl. auch Schefczyk/Gerpott 1998).

Bei Top-Führungskräften, die häufig in der zweiten Phase einer Unternehmensgründung auf Anraten der Risikokapitalgeber hinzugezogen werden, spielt ebenfalls die bisherige Erfahrung eine wichtige Rolle. Der Business Development Manager einer Risikokapitalgesellschaft erklärt, dass sie „jedem Manager Deals zuordnen“, „seinen Mehrwert untersuchen“ und „feststellen, wie stark seine Performance“ ist. Man könne anhand seines Track Records errechnen, was er über die Jahre für eine „interne Rendite erwirtschaftet hat“ (Venture Capital Gesellschaft G, Interview 1, Business Development Manager).

Die Fokussierung auf Track Records findet eine Steigerung in der Idee, nicht mehr nur in Unternehmen, sondern auch in Personen zu investieren. In der New Economy kursieren Überlegungen, dass man nicht nur in Geschäftsideen, Start ups und Unternehmen investieren könne, sondern auch in „Top Business Performers“. Genauso wie David Bowie Ende der Neunzigerjahre für 50 Millionen Dollar Aktien auf seine Person ausgab („Personal Bonds“), mit denen er neue Platten, Konzerte etc. finanzierte, würden auch Anteile an erfolgreichen Unternehmensgründern, Risikokapitalgebern oder Top-Managern verfügbar sein. Über erfolgreiche Risikokapitalgeber wie den US-Amerikaner John Doerr kursiert der Witz, dass man allein bei einem Börsengang von ihm und seinem Adressbuch mehr Geld einsammeln könnte als bei manchem lange etablierten Unternehmen. Ein Risikokapitalgeber mit einem Track Record, in dem sich Investitionen wie Compaq, Intuit, Sun Microsystems, Netscape und Amazon finden, sei eine sicherere Anlage als eine viel versprechende Geschäftsidee, von der man aber nicht wisse, wie sie exekutiert werde (vgl. Davis/Meyer 1998; siehe auch Grose 1998, S. 45).

Diese Fokussierung auf Track Records sorgt dafür, dass erfahrene Risikokapi-

talgeber, Gründer, Führungskräfte und Mitarbeiter auch in Hype-Phasen nicht eine „Politik der verbrannten Erde“ betreiben, sondern ihren Exit immer auch unter dem Gesichtspunkt der eigenen Imagewahrung betreiben.

Das Perpetuum Mobile des Erfolgs: Der Track Record und die Bedeutung für die Netzwerkbildung im Risikokapitalbereich

Über Track Records wird das Netzwerk unter Risikokapitalgebern, Gründern und Top-Managern strukturiert. Ein Risikokapitalgeber erklärt, dass besonders in den Vereinigten Staaten ein Netzwerk aus etablierten Akteuren mit „Track Record“ bestehe. „Alle Deals“, die ein erfahrener Risikokapitalgeber mache, kämen aus „ehemaligen, vorher finanzierten Unternehmen“. Alte Partner würden anrufen und sagen, dass sie „einen Spezl haben“, der „gerne etwas Neues machen“ wolle. Die Risikokapitalgeber „finanzieren den dann durch“. Wenn das „Unternehmen dann reif ist“, dann wüssten „alle Analysten und Investmentbanken“, dass dies „ein guter Deal ist“. Dadurch bekomme ein mit einem Track Record ausgewiesener Unternehmensgründer einen Börsengang viel leichter hin als ein unbekannter (Venture Capital Gesellschaft, Interview 1, Business Development Manager).

Etablierte Venture-Capital-Gesellschaften wie Kleiner Perkins Caulfield & Byers, die mit der frühen Finanzierung von Unternehmen wie Amazon und AOL Reputation erworben haben, werden von anderen Risikokapitalgesellschaften kurz vor einem Börsengang zu günstigen Bedingungen an einem Portfolio-Unternehmen beteiligt. Risikokapitalgeber wie John Doerr von Kleiner Perkins werden dabei von anderen Risikokapitalgebern nur deshalb kurz vor dem Börsengang bei der Investition in ein Unternehmen hinzugezogen, weil ihr Track Record das Vertrauen der Investmentbanken und der Anleger in das Unternehmen erhöht (The Economist, 27.5.2000, S. 86).

Auf diese Weise entsteht ein „Perpetuum Mobile“ des Erfolgs. „Wenn man einen guten Ruf hat“, so ein Risikokapitalgeber, dann kämen auch „die guten Deals“ zu einem. Als Unternehmer habe man „natürlich das Ziel“, bei einem „Top-VC“ zu sein. Dieser sei ein „super brand name“, über den man Industriekontakte herstellen könne und einen Börsengang leicht hinbekomme. Der Effekt sei, dass Unternehmer mit einem entsprechenden Track Record, die sich ihren Investor mehr oder weniger aussuchen können, zu den etablierten Risikokapitalgebern gehen. Durch dieses Perpetuum Mobile seien die „führenden Venture Capitalists“ fast „automatisch die langfristig erfolgreichen“ (Venture Capital Gesellschaft, Interview 1, Business Development Manager).

4. Die Service-Bereiche des Exit-Kapitalismus

Unternehmen, die aus vielen exitorientierten Akteuren bestehen, bedürfen einer Vielzahl von spezifischen Dienstleistungen. Sie brauchen aufgrund der Zeitknappheit, des Fehlens von etablierten Strukturen und der Ausrichtung auf den Kapitalmarkt Hilfestellung bei der Aufgabe, eine überzeugende „Equity Story“ aufzubauen, das Unternehmen in der Presse bekannt zu machen, einen schnellen Wachstumsprozess zu ermöglichen und geeignetes Personal für ein schnelles Wachstum zu gewinnen.

Wegen ihres schnellen Wachstums können junge Start ups diese Fähigkeiten häufig nicht selbst aufbauen, sondern müssen sie extern einkaufen. In diesem Dienstleistungsmarkt für wachstumsorientierte Unternehmen haben sich eigene Spezialisten ausgebildet. Berufsgruppen orientieren sich um oder bilden sich ganz neu aus, um exitorientierte Unternehmen mit Dienstleistungen zu versorgen (vgl. auch The Economist, 27.5.2000, S. 86).

Die Dienstleister der New Economy

Im Bereich der Beratung dringen die etablierten Beratungsfirmen wie Anderson Consulting, McKinsey und Boston Consulting Group in das Geschäft mit schnell wachsenden Unternehmen ein. Teilweise haben sie in Kooperation mit Banken, großen Unternehmen und Risikokapitalgesellschaften eigene Fonds aufgelegt, über die junge Wachstumsunternehmen finanziert werden können. In eigenen Brutkästen wie Accelerator@McKinsey wurde versucht, Unternehmen im Frühstadium heranzuziehen. Die Beratungsfirmen versprachen sich davon ein lukratives Geschäft, weil sie einerseits von den eigens herangezüchteten Unternehmen für ihre Dienstleistungen Honorare verlangen konnten und gleichzeitig bei einem erfolgreichen Exit aus ihrem Investment finanziell zu profitieren hofften.

Parallel zum Eindringen etablierter Beratungsgesellschaften in das Geschäft mit schnell wachsenden Unternehmen haben sich spezialisierte Internet-Beratungsfirmen ausgebildet, die ihren Kunden der New und Old Economy umfassende Leistungspakete bei Strategieberatung, Kundenbindung und Webaufttritt-Gestaltung anbieten. Firmen wie Razorfish, iXL Enterprises, Luminant, Marchfirst, Scient and Sapient sehen ihren strategischen Vorteil in der einseitigen Ausrichtung auf das Internet. Der Chef der US-amerikanisch-schwedischen Beratungsfirma Razorfish erklärt die Stärke der Beratungs-Start ups so: „Wir denken digital, wir atmen digital und unserer Geist ist digital“. Die kleinen, aber schnell expandierenden Beratungsfirmen, so ganz ähnlich die Forrester-Research-Analystin Emily Groon, würden schnell auf entstehende „Opportunities“ reagieren und sich „schnell bewegen“ (vgl. Grose 2000, S. 46).

Ein besondere Serviceleistung bieten „Inkubatoren“ an, die dabei helfen, Unternehmen in ihrer Frühphase aufzubauen. Diese Brutkästen wie Ideas Hub und Jellyworks in Großbritannien, Elevator7 in der Schweiz, Enba in Deutschland oder CMGI und Internet Capital Group in den USA bieten „Rundum-Sorglos-Pakete“ an. Unternehmern mit einer Erfolg versprechenden Geschäftsidee werden Räume, Computer, Telefonleitungen sowie ein Kontaktnetzwerk und kleinere Anschubfinanzierungen zur Verfügung gestellt. So soll der Prozess vom Businessplan bis zum Börsengang verkürzt werden. Diese Leistungen bezahlen die Jung-Unternehmer nicht mit Geld, sondern sie geben den Brutkastenbetreibern Anteile vom entstehenden Unternehmen, die diese später in Geld umwandeln können.

Eine weitere wichtige Stütze für kapitalmarktorientierte Unternehmen sind Personalberater und Headhunter, die das Mitarbeiterkarussell mit seinem permanenten Ein- und Ausstieg organisieren. Neben etablierten Headhunter-Firmen wie Korn/Ferry, LAI Worldwide and Heidrick, die die schnell wachsenden Unternehmen besonders mit Personal für Top-Führungspositionen versorgen, entstanden auch viele Nischenanbieter, die den Internetfirmen bei der häufig verzweifelten Suche nach Programmierern, Marketingexperten und Einkäufern halfen. Die Personalberatungsfirmen gingen verstärkt dazu über, ihre Leistungen über das Internet anzubieten und die Suche nach möglichen Mitarbeitern über das Internet zu organisieren.

Eine besondere Rolle spielten auf das Internet spezialisierte Marktforschungsinstitute wie Forrester Research, Blue Sky oder International Data Corporation. Mit ihren Zahlen über das explosionsartige Wachstum der Zahl der Internetsnutzer, die getätigten Geschäftsumsätze im Internet oder die Produktivitätssteigerung durch das Internet lieferten sie eine glaubwürdig wirkende Zahlenbasis für die hohen Wachstumserwartungen der Internetunternehmen. In den Businessplänen wurde dann häufig die Zahl für die Marktentwicklung in einem Segment genommen, für das Unternehmen ein Bruchteil des Marktes in den nächsten zwei oder drei Jahren als Umsatz angenommen und so trotz der bescheidenen Marktanteile des Unternehmens ein beachtliches Wachstumspotenzial suggeriert.

Die Diffusion der Kapitalmarktorientierung: Vom Dienstleister der New Economy zum kapitalmarktorientierten Unternehmen

Nicht selten unterwarfen sich die Dienstleister der New Economy – bewusst oder unbewusst – der Logik der Risikokapitalgeber. Beratungsfirmen, Headhunter, Werbe- und PR-Agenturen, Rechtsanwaltskanzleien und Inkubatoren ließen sich mit Anteilen an den von ihnen beratenen Unternehmen bezahlen. Dadurch erhöhten sich zwar nicht die Bareinnahmen des jeweiligen Dienstleisters, aber die Anteile an dem Wachstumsunternehmen versprachen schnelle Gewinnsteigerungen (vgl. *The Economist*, 27.5.2000, S. 85).

So auf den Geschmack bekommen, betrieben einige Dienstleister schließlich auch ihre eigene Finanzierung durch Risikokapitalgeber mit anschließendem Börsengang oder Verkauf an ein anderes bereits börsennotiertes Unternehmen. Web-Agenturen, Beratungsfirmen, PR-Büros und Personalberatungsunternehmen, die häufig lange Jahre einzig und allein im Privatbesitz ihrer Gründer gewesen waren, stellten Businesspläne auf, wie sie mit dem Internet-Boom international expandieren und durch Finanzspritzen von Venture-Kapitalisten oder Anlegern an Börsen für High-Tech-Unternehmen ähnlich hohe Wachstumsraten erreichen könnten wie Software-Firmen, Internet-Service-Provider oder Business-to-Business-Plattformen.

Das Verkaufsargument gegenüber dem Kapitalmarkt war, dass man während eines Goldrausches als „Schaufelverkäufer“ ähnlich gut, wenn nicht besser verdienen könne als die „Goldsucher“. Ähnlich wie Hardware-Anbieter wie Cisco oder Lucent, die so genannten „Klempner“ der New Economy, sei man auch als Anbieter von „weichen Leistungen“ nicht so sehr von zufälligen Entwicklungen auf den Märkten abhängig. Die „erfolgreichen Goldsucher“ würden immer Schaufeln brauchen, wodurch das Geschäft für Schaufelverkäufer eine gewisse Konstanz versprache.

Beispiel Beratung: Ein Dienstleister, der an den Kapitalmarkt gegangen ist, war etwa das Beratungsunternehmen Marchfirst. Die Wurzeln dieses inzwischen Konkurs gegangenen Unternehmens lagen in der von Robert Bernard gegründeten IT-Beratungsfirma Whitman-Hart. Nach einer konsequenten Ausrichtung auf die digitale Wirtschaft brachte Bernard das Unternehmen 1996 erfolgreich an die Börse und fusionierte es dann mit der Internet- und Werbeagentur US Web/CKS. Marchfirst sollte, so eine Presseerklärung, ein Dienstleistungsunternehmen sein, das „Strategie, Technologie, Marketing und kreative Kompetenz in einem nie dagewesenen weltweiten Maßstab zur Vollendung führt“. Ähnlich wie die börsennotierten Konkurrenten Razorfish, iXL, Luminant oder Proxicom war man der Meinung, dass der Kapitalmarkt eine schnelle Expansion in die verschiedensten Beratungssegmente begrüßen würde.

Beispiel Public Relations: Ein weiteres Beispiel für einen Serviceleister der New Economy, der an die Börse gebracht wurde, ist die Muntzinger Information AG. Bei dem Unternehmen handelt es sich um eine PR-Agentur, die sich mit begleitender PR-Arbeit bei Börsengängen von New-Economy-Unternehmen einen Namen gemacht hatte. Die Vision war, zusammen mit der Gontard & Metallbank, der Vermögensverwaltung Value Management & Research und dem Risikokapitalgeber Knorr Capital Partner eine „Financial Service Company“ zusammenzubasteln. Solche Visionen und die Hype-Phase in der New Economy ermöglichten es Muntzinger, ohne größeren Aufwand durch einen eigenen Börsengang Kapital für sein Geschäft einzusammeln. Das Papier war beim Börsengang 1998 mehr als 300-fach überzeichnet, und Muntzinger selbst brüstete sich damit, dass es „ernsthafte Nachfrage“ im Wert von einigen Milliarden Mark nach seinen Aktien gegeben habe (vgl. Boldt/Nölting 2000).

Welche Konsequenzen hat die zunehmende Ausrichtung von Serviceleistern auf die Steigerung ihres eigenen Kapitalmarktwertes?

Das zweiseitige Schwert der Kapitalmarktorientierung von Serviceleistern des Exit-Kapitalismus

Die Kapitalmarktorientierung der Dienstleister ermöglichte es zwar einerseits, sehr viel Geld von Business Angels, Risikokapitalgebern und Anlegern in Börsen für Risikounternehmen einzusammeln, zwang die Dienstleister aber andererseits zu einem starken Wachstum. Um ihre sehr hohe Börsenbewertung zu rechtfertigen, waren sie gezwungen, viel Geld in ihre Expansion zu stecken. Diese Expansion führte dazu, dass die Unternehmen kurzfristig keine Profite machten.

Als dann der Kapitalmarkt für Internetunternehmen immer enger wurde, traf es die Dienstleister der New Economy doppelt hart. Einerseits kürzten die Kunden in der New Economy radikal ihre Budgets zusammen oder verschwanden durch Konkurs gleich ganz von der Bildfläche, wodurch die Einnahmen der Dienstleister massiv sanken. Andererseits bedeutete der Einbruch auf dem Kapitalmarkt, dass es den Unternehmen unmöglich wurde, neue Gelder über den Kapitalmarkt aufzunehmen, um ihre Liquidität zu sichern. Da das Vertrauen in Aktien der New-Economy-Unternehmen rapide abnahm, waren auch viele Banken nicht bereit, Unternehmensaktien als Sicherheit für Kredite anzunehmen.

5. Zur Normalität der Kapitalmarktorientierung

Nachdem die Funktionsweise des New-Economy-Booms in ihren einzelnen Aspekten dargestellt wurde, bleibt abschließend noch die Frage nach der übergreifenden Einordnung dieses Phänomens zu stellen: Handelt es sich bei der Zeitspanne von 1995 bis 2000 um eine extreme Ausnahmesituation, um eine historische Einmaligkeit, oder gibt es Anzeichen für eine Normalität, eine Regelmäßigkeit in den abgelaufenen Prozessen?

Die rückblickenden Einschätzungen aus der New Economy selbst deuten in der Regel auf eine Ausnahmesituation hin. Es wird von der „größten Geldverbrennung der Geschichte“ gesprochen (Unternehmen A, Interview 1, Gründer und Vorstand). Die Zeitphase wird als „anomal“ dargestellt und es wird herausgestellt, dass der Selektionsprozess, der mit den ersten Pleiten im Jahr 2000 eingesetzt hat, zu einer Normalisierung der Situation beitragen werde (Unternehmen H, Interview 1, Marketingleiter).

Diese Einschätzung wird dadurch zu untermauern versucht, dass der Aufstieg und Niedergang der New-Economy-Unternehmen mit den großen Spekulationsblasen der vorigen Jahrhunderte verglichen wird. Ähnlich wie während der „Tulp-

mania“ im Holland des 17. Jahrhunderts sei auf Produkte gesetzt worden, die keinen Mehrwert darstellten. Wie im Gründer-Boom in Deutschland ab 1871 sei in Unternehmen investiert worden, die nichts anderes versprachen, als dass sie ein ganz tolles, aber bisher nicht näher spezifizierbares Produkt in Entwicklung hätten. Wie bei dem Boom und dem anschließenden Börsen-Crash in den späten Zwanzigerjahren des zwanzigsten Jahrhunderts hätten „Schuhputzer“, „Hausfrauen“ und „Taxifahrer“ ihre Ersparnisse in hoch riskanten Aktien angelegt und so auf einen „schnellen Dollar“ gehofft (vgl. für diese historische Einordnung aus unterschiedlicher Perspektive Haug 2000; Ogger 2000).

Diese historische Einordnung weist auf außerordentliche Ereignisse hin, die eine Hausse an den Kapitalmärkten auslösen, unterstellt aber, dass wir es „normalerweise“ mit einem produktmarktorientierten Kapitalismus zu tun haben. Die historischen Vergleiche mit der „Tulpmania“, dem „Gründer-Boom“ oder dem „Jahrhundertwechsel-Fieber“ bieten sicherlich Erkenntnismöglichkeiten, was den Ablauf von hoch spekulativen Anlagegeschäften betrifft; sie drohen jedoch zu verschleiern, dass die mit der Ausdehnung des Risikokapitalmarktes zu beobachtende Kapitalmarktorientierung immer mehr zur Normalität der kapitalistischen Wirtschaft wird.

Durch Business Angels, Risikokapitalgeber und Börsen für innovative Wachstumsunternehmen wird Kapital in solchen Segmenten der Wirtschaft zur Verfügung gestellt, in denen eine hohe Unsicherheit über die Erfolgsaussichten besteht, aber Wachstumschancen vermutet werden. Die fehlende Profitabilität der Unternehmen in der Frühphase, die „Phantasie“ in Bezug auf Wachstumschancen der Unternehmen und die Möglichkeit des Totalverlustes von Investitionen gehören zu den Grundprinzipien dieser Investitionsform.

Dabei durchlaufen die Risikokapitalfinanzierungen in einem Segment immer einen sehr ähnlichen Zyklus. Dass das Anlegerverhalten dabei teilweise den Charakter von „Herdenverhalten“ hat, ist aus der Sicht der Akteure rational. Zider erklärt, dass es ein fälschlicherweise verbreiteter Mythos sei, dass Risikokapitalgeber in „gute Ideen“ investieren würden. Vielmehr würden sie ihr Geld in „gute Industrien“ investieren. Das seien Industrien, die schneller wachsen als der Durchschnitt und deshalb auch weniger wettbewerbsfähige Unternehmen verkaufbar machen. Der schnelle Branchenwechsel eines Großteils des Risikokapitals von der Energieindustrie in den frühen Achtzigerjahren zur Gentechnologie, zur Computer-Hardware, zu CD-Roms, dann zu Multimedia, zu Software-Unternehmen und schließlich zu Internetunternehmen wird durch die These der Suche nach der „guten Industrie“ erklärt (vgl. Zider 1998, S. 133).

Wenn ein Sektor von Risikokapitalgebern als viel versprechend erkannt wurde, drängt in der Folgezeit immer mehr Risikokapital in diesen Bereich. Es steht sehr viel Kapital für Unternehmen zur Verfügung, und auch „mittelmäßige Unternehmer“ mit „mittelmäßigen Ideen“ und einem „relativ späten Start“ haben Möglichkeiten, eine Finanzierung zu erhalten. Für die Risikokapitalgeber ist es immer

noch sinnvoller, in solche Unternehmen zu investieren als in Unternehmen, die in anderen Bereichen liegen, wo ein Exit über Unternehmensverkauf, Börsengang oder Managementrückkauf nur schwer möglich ist. Das hohe Angebot an Finanzmitteln in einem Wachstumssektor, das selbst von „mittelmäßigen Unternehmen“ nicht mehr aufgenommen werden kann, führt dazu, dass die Preise für Unternehmensanteile in der Frühfinanzierungsphase, im vorbörslichen Handel und im Börsenhandel sich stark erhöhen.

Irgendwann fließen dann aber keine Mittel mehr in den Wachstumsmarkt nach. Die Unternehmensanteile werden als zu teuer eingeschätzt, und das Risikokapital sucht sich Anlagemöglichkeiten in anderen Wachstumsbereichen. Sobald dieser Prozess einsetzt, wird Geld sehr schnell dem ehemaligen Wachstumssektor, in dem eine Zeit lang jede Idee finanziert wurde, entzogen. Damit verschlechtern sich die Möglichkeiten der noch im Markt befindlichen Anleger, ihre Anteile loszuwerden, und jeder versucht, zu noch einigermaßen vertretbaren Bedingungen seine Anteile zu verkaufen.

Wenn man das große Wort von der „Spekulationsblase“ in den Mund nehmen möchte, dann ist Risikokapital nichts anderes als ein Geschäft mit solchen „Spekulationsblasen“, die sich in Wachstumsmärkten ausbilden. Das Geschäft mit den „Spekulationsblasen“ nimmt nicht immer die gleiche Größe an wie im Fall des Internetgeschäfts, es wird nicht immer mit der gleichen Intensität von Medien beobachtet und zieht auch nicht immer eine so große Zahl von Kleinanlegern an; aber die Zyklen, die durch die Existenz von Risikokapital ausgelöst werden, sind sehr ähnlich.

Literatur

- Arosio, Roberto, Giancarlo Guidici und Stefano Paleari, 2000: Why Do (or Did?) Internet-Stock IPOs Leave So Much „Money on The Table“?, Sydney: Paper presented at the Australasian Finance and Banking Conference, 18-20.12.2000.
- Barrett, Amy, 1999: Internet Capital's Young Turks, in: Business Week, 1.11.1999, S. EB 33-39.
- Barry, Christopher B., 1994: New Directions in Research on Venture Capital Finance, in: Financial Management, 23. Jg., S. 3-15.
- Boldt, Klaus und Andreas Nölting, 2000: Der Stadtneurotiker. Hunziger Information AG, in: Managermagazin, H. 10, S. 90-100.
- Byrnes, John A., 1999c: For Top Talent, How Green is the Valley, in: Business Week, 9.8.1999, S. 38-39.
- Davis, Stan und Christopher Meyer, 1998: Blur. The Speed of Change in the Connected Economy, Reading, Mass.: Addison-Wesley.
- Echikson, William, 1999: Home Field Disadvantage, in: Business Week E.Biz, 1.11.1999, S. EB 40-41.
- Echikson, William, 2000: A Blip – or a Bad Omen, in: Business Week, 3.4.2000, S. 22-25.
- Fanselow, Karl-Heinz, 2000: Venture Capital, in: Jürgen von Hagen und Johann Heinrich von Stein (Hrsg.), Geld-, Bank- und Börsenwesen. Handbuch des Finanzsystems, 40. völlig überarb. Aufl., Stuttgart: Schäffer-Poeschel, S. 999-1018.
- Gillies, Judith-Maria, 2000: Mach 'nen Abflug. Boom-Markt E-Commerce. Nie war es leichter, im Nebenjob die eigene Web-Firma aufzuziehen, in: Bizz, H. 6, S. 38-43.
- Gompers, Paul und Josh Lerner, 2000: The Venture Capital Cycle, London: The MIT Press.
- Grose, Thomas K., 1998: A New Kind of Marketplace, in: Time, 10.8.1998, S. 45.
- Grose, Thomas K., 2000: Swimming with the Big Fish, in: Time, 15.5.2000, S. 46-47.
- Harmon, Steve, 2001: Aufstieg und Erfolg im Internet. Wenn aus Visionen Werte werden, München: FinanzBuch.
- Haug, Wolfgang Fritz, 2000: Prolegomena zu einer Kritik der Neuen Ökonomie, in: Das Argument, H. 238, S. 619-645.
- Henzler, Herbert A., 2001: Entwicklung von Unternehmensgründungen und volkswirtschaftliche Bedeutung, München: McKinsey Vorlesungsskripte LMU München.
- Joh, 2000: Skandale wie im Taubenschlag, in: Bizz, H. 4, S. 10-11.
- Kerstetter, Jim, 2000b: The Dark Side of the Valley, in: Business Week, 17.7.2000, S. 44-45.
- Krafft, Lutz, 2002: Überlebenschance 10 Prozent, in: changeX.de/d_a00483print.html.
- Lewis, Michael, 1999: The New New Thing, London: Hodder and Stoughton.
- Malmsten, Ernst, Erik Portanger und Charles Drazin, 2001: Boohoo. A dot.com Story from Concept to Catastrophe, London: Random House.
- Mandel, Michael, 2000: crash.com, München et al.: Financial Times Prentice Hall.
- Mullaney, Timothy J., 2000: Still the Benchmark to Bet on?, in: Business Week, 7.8.2000, S. 56-58.
- Ogger, Günter, 2001: Der Börsenschwindel. Wie Aktionäre und Anleger für dumm verkauft werden, München: C. Bertelsmann Verlag.
- Pfeffer, Jeffrey, 2001: What's Wrong With Management Practice in Silicon Valley? A Lot, in: MIT Sloan Management Review, 42. Jg., S. 101-103.
- Ritter, Jay, 2001: Big IPO Runups of 1975-2000, Gainswill: University of Florida Working Papers.
- Ritter, Jay und Ivo Welch, 2002: A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations, Atlanta: Paper presented to the Atlanta AFA meetings on Friday, January 4, 2002.
- Schefczyk, Michael und Torsten J. Gerpott, 1998: Managerqualifikation und -fluktuation in Venture Capital-Unternehmen, in: Die Betriebswirtschaft, 58. Jg., S. 573-590.
- Schnobrich, Stefan und Georg Mangold, 2001: Nicht jede mittelständische AG gehört an die Börse, in: FAZ, 6.8.2001, S. 20.
- Schulze-Fielitz, Alexander, 2001: Venture Capital. Eine neo-institutionalistische Analyse, München: unveröff. Ms.
- Schumpeter, Joseph, 1926: Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Eine Untersuchung über Unternehmensgewinn, Kapital, Kredit, Zins und den Konjunkturzyklus, 2. neubearb. Aufl., München: Duncker & Humblot.
- Zider, Bob, 1998: How Venture Capital Works, in: Harvard Business Review, November/Dezember 1998, S. 131-139.