

Exit-Kapitalismus revisited

Der Einfluss privaten Risikokapitals auf Unternehmensentscheidungen, Marktrisiken und Arbeitsqualität in technologieintensiven Jungunternehmen

1. Einleitung

Startups – hier verstanden als technologieintensive Jungunternehmen mit schnellem Wachstum und vorzugsweise internetbasierten Geschäftsmodellen – gelten heute, auch in Deutschland, wieder als Motoren wirtschaftlicher Entwicklung. Während großen Unternehmen hinsichtlich ihrer Innovationsfähigkeit häufig geringe Flexibilität und Dynamik unterstellt wird, haben insbesondere Software-Startups, die sich auf neue Internetprogramme konzentrieren, den Ruf, schnell und agil Innovationen hervorzubringen.¹ Dies hat nicht nur dazu geführt, dass sich traditionsreiche Unternehmen wie etwa Bosch bemühen, die eigenen Strukturen nach dem Vorbild agiler Jungunternehmen zu modellieren.² Als Experimentierfeld für neue Arbeitsprozesse und Geschäftsmodelle ist die Startup-Ökonomie auch in den Fokus diverser Akquisitionsversuche durch etablierte Unternehmen gerückt.

Im Zeichen der großen Hoffnungen, die mit der Startup-Welt verbunden sind, befassen sich nur wenige Studien kritisch mit deren Grundstrukturen – und das, obwohl es noch keine zwei Dekaden her ist, dass dieser Markt der »größten Spekulation in der Weltwirtschaftsgeschichte«³ im sogenannten Dotcom-Bust imposant zusammenbrach.⁴ Wie ich im Folgenden zeigen werde, unterscheidet sich die Startup-Branche der Gegenwart in wichtigen Dimensionen kaum von jener, die um das Jahr 2000 den Absturz der sogenannten »Neuen Ökonomie« verursachte, von der man glaubte, dass sie sich aufgrund der vollkommenen Transparenz von den Gesetzen der »alten Ökonomie« (»old economy«) absetzen könne. Insbesondere die Rolle privaten Risikokapitals bei der Strukturierung der Startup-Ökonomie wird heute wie damals kontinuierlich ausgeblendet, wenn von den wirtschaftlichen Chancen dynamischer Jungunternehmen die Rede ist. Dabei schlagen die ökonomischen Imperative des Risikokapitals selbst in der im internationalen Vergleich relativ

1 Vgl. Pfeiffer 2014; Koschek 2013; Röpstorff, Wiechmann 2015.

2 Hanemann 2017; Schweitzer 2017; Moyé et al. 2015; CIO 2015.

3 Blomert 2005, S. 190.

4 Laut Blomert wurden alleine an den amerikanischen Börsen in den zwei Jahren nach dem Crash 8,5 Billionen Dollar an Werten vernichtet, »ein Drittel dessen, was auf steuerfreien Sparkonten und in Pensionsplänen angelegt worden war. In den zwölf Monaten, die der Krise folgten, verloren zwei Millionen Menschen ihre Arbeit, und während die Konjunktur einbrach, stieg die Zahl der Langzeitarbeitslosen um das Doppelte; 1,4 Millionen Amerikaner rutschten unter die Armutsgrenze«; ebd.

unterkapitalisierten⁵ Startup-Szene der Bundesrepublik systematisch auf unternehmerische Handlungslogiken durch – mit erheblichen Effekten auch für die Arbeitssituation der Beschäftigten.

Für die 1990er Jahre hat insbesondere Stefan Kühl mit seiner Analyse des »Exit-Kapitalismus«⁶ präzise herausgearbeitet, welche Effekte mit der Dominanz privaten Risikokapitals in der digitalen Ökonomie verbunden sind. Im Exit-Kapitalismus, so Kühl, bildet gerade nicht der langfristige Aufbau tragfähiger Unternehmen, sondern die relativ kurzfristige Kapitalisierung einer durch geschickte Propaganda erzeugten Stimmung das dominierende ökonomische Kalkül. Profit wird durch den Exit generiert – den Ausstieg von Investor_innen, Gründer_innen und anderen Teilhabenden rechtzeitig vor dem Ende der euphemistischen Stimmungslage –, nicht durch die Erwirtschaftung konstanter Gewinne. Ziel des vom Risikokapital strukturierten unternehmerischen Handelns ist daher der Aufbau möglichst spektakulärer Erwartungen an die zukünftige Profitabilität einer Unternehmung – ob sich diese letztlich einstellt oder lediglich herbeigeredet wird, spielt keine Rolle.⁷

Auf der Basis eigener empirischer Forschung aus dem Jahr 2017 befasst sich der vorliegende Text mit der Frage, inwiefern Stefan Kühls Beschreibung der »Konturen des Exit-Kapitalismus«⁸ heute, beinahe 20 Jahre nach dem Zusammenbruch der »New Economy«, wieder aktuell für die Welt der Startups in Deutschland ist. Hierzu wird im zweiten Abschnitt Kühls These des Exit-Kapitalismus knapp erläutert. Im dritten Abschnitt stelle ich die empirische Basis meiner Untersuchung der Startup-Ökonomie vor. Im vierten Abschnitt gehe ich auf die aktuelle Bedeutung von Risikokapital ein, beschreibe dessen Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen vor dem Hintergrund der rechtlichen Situation in Deutschland und die Exit-Dynamik seit der Finanzkrise von 2008. Im fünften Abschnitt erweitere ich Kühls Analyse um die Dimension der Arbeitssituation, indem ich an einer exemplarisch gewählten Fallstudie zeige, dass sich die Macht des Risikokapitals durch die Beeinflussung der Arbeitsqualität bis in den Arbeitsprozess erstreckt. Im letzten Abschnitt bewerte ich meine Ausführungen im Sinne der Kontinuitäten und Brüche zwischen der Situation der 1990er Jahre und der Gegenwart und ziehe ein dreiteiliges Fazit, wonach erstens Exit-Orientierungen auch heute eine zentrale Bedeutung für ökonomisches Handeln in der Startup-Welt haben und diese Exit-Orientierungen zweitens zu einer Determinante der Arbeitsqualität für Beschäftigte in und jenseits der Startup-Welt werden, womit drittens Bedarf an politischer Gestaltung besteht.

2. Exit-Kapitalismus revisited

Auf der Basis von Interviews mit Risikokapitalgeber_innen und Unternehmer_innen diagnostizierte Stefan Kühl im Jahr 2002 eine durch die Bedeutung von Risikoka-

5 Vgl. Köllen 2015; DIW 2016.

6 Kühl 2002 a; Kühl 2003.

7 Ebd.

8 Ebd.

pital bedingte Veränderung der »Art des Wirtschaftens«, deren Durchsetzung er vor allem in der Startup-Ökonomie beobachtete.⁹ Klassische Gründungen etwa im Handwerk folgen laut Kühl einer geschäftlichen Perspektive, die darauf ausgerichtet ist, nach einer möglichst kurzen, auf die initiale Kreditaufnahme folgenden wirtschaftlichen Verlustphase schnellstmöglich schwarze Zahlen zu schreiben. Die anschließende Schuldentilgung werde üblicherweise aus möglichst konstanten Gewinnen und einem langsamen Unternehmenswachstum gegenfinanziert.¹⁰ In der von Kühl beobachteten Startup-Szene der 1990er Jahre in Deutschland sei dagegen eine ganz andere unternehmerische Handlungslogik dominant gewesen, die sich vor allem aus der prägenden Rolle von privatem Risikokapital und insbesondere aus dessen spezifischen Profitkalkulationen ergeben habe.

Wie auch heute erklärt sich die Bedeutung des Risikokapitals in der Startup-Ökonomie der 1990er Jahre aus der Tatsache, dass »Unternehmen in Wachstumsmärkten [...] in der Regel keinen Zugang zu Bankkrediten«¹¹ haben, weswegen sie zur Kreditaufnahme auf andere Quellen zurückgreifen müssen. Risikokapitalfonds füllen diese Lücke und lassen sich – damals wie heute – zur Sicherung ihrer Investition durch die spezifische Ausgestaltung von Beteiligungsverträgen große Einflussmöglichkeiten auf die Entwicklung der Unternehmen einräumen (wenn sie sie nicht gleich selbst gründen).

Das Geschäft von Risikokapitalgebern ist jedoch nicht die Herstellung und der Vertrieb des jeweils unternehmensspezifischen Produkts oder der jeweiligen Dienstleistung, sondern der Handel mit Unternehmensanteilen, denn »für den Erfolg oder Misserfolg einer Risikokapitalgesellschaft ist in letzter Konsequenz [...] nur die Frage entscheidend, ob die Unternehmensanteile mit einem interessanten Profit verkauft werden können.«¹² Der Profit wird umso interessanter, je höher die Wachstumschancen der entsprechenden Firma von den Neu-Investoren beim Kauf eingeschätzt werden. Diese Einschätzung der Wachstumschancen basiert wiederum auf der bisherigen Entwicklung des Unternehmens, weshalb Startups im Gegensatz zu klassischen Gründungen auf schnelles, durch Kapital gestütztes Wachstum setzen müssen.

Kühl zufolge diffundierte die »Exit-Logik« des Risikokapitals – also die Ausrichtung auf die relativ kurzfristig erreichbare Kapitalrendite durch Verkauf von Unternehmensanteilen an der Börse – während des Dotcom-Booms von den Kapitalgebern ausgehend in alle Bereiche der Startup-Ökonomie und wirkte sich auch auf Unternehmer_innen und Teile der Beschäftigten aus. Unternehmer_innen hätten nur dann Chancen gehabt, Risikokapital einzuwerben, wenn sie die mit einer Investition verbundenen, kurzfristigen Renditechancen hätten glaubhaft machen können. So zeige sich die »Existenz der Exit-Logik unter Unternehmensgründern [...] darin [...],

9 Kühl 2002 a.

10 Ebd., S. 196.

11 Ebd., S. 197.

12 Ebd., S. 201.

dass von den Gründern risikokapitalfinanzierter Unternehmen erwartet wird, den eigenen Ausstieg aus dem Unternehmen mit in die Planung einzubeziehen«. ¹³

Beschäftigte wiederum machen sich laut Kühl die Exit-Orientierung des Risikokapitals zu eigen, weil ihre Einkommen häufig direkt an erfolgreiche Exits gekoppelt sind: Da neu gegründete Unternehmen meist nicht die hohen Löhne etablierter Firmen zahlen können, werden insbesondere hochqualifizierte Beschäftigte mit einer guten Arbeitsmarktposition (etwa Programmierer_innen) oftmals durch Optionen auf Anteile an erwarteten Exit-Gewinnen gewonnen. Entsprechend ist auch für ihre Verdienstmöglichkeiten weniger der langfristige Markterfolg ihres Arbeitgebers entscheidend als vielmehr die Frage, ob das Unternehmen in der Öffentlichkeit den Eindruck erwecken kann, dass in der Zukunft spektakuläre Wachstumsraten und entsprechende Profite erzeugt werden. Infolge dieser Situation bleiben Beschäftigte und Gründer_innen laut Kühl häufig genau so lange an Bord, bis ihre Anteilsoptionen realisiert werden können – beziehungsweise so lange, wie Arbeits- und Beteiligungsverträge sie daran hindern, ihre Anteile direkt zu kapitalisieren. ¹⁴ Gerade den Gründer_innen entsteht hieraus in ihrer Karriere kein Nachteil, solange die gute Börsenstimmung anhält. Ganz im Gegenteil: Erfolgreiche Exits spiegeln sich in einer gesellschaftlich geachteten Erfahrungsgeschichte, ¹⁵ die wiederum die Wahrscheinlichkeit erhöht, Risikokapital für die nächste Gründung einwerben zu können. Kühl bündelt diese Diagnose in der Proklamation eines neu entstandenen Unternehmertypus: des »seriellen Unternehmers« ¹⁶ – ein Begriff, der auch heute noch in der Startup-Welt als Beleg strategischer, ökonomischer Kompetenz gilt.

Die Profit-Logik des Risikokapitals ist integral mit dem Glauben an spezifische Wachstumsmärkte verbunden. Wie heute übernahm diese Rolle in den 1990er Jahren insbesondere das kommerzielle Internet. Der Dotcom-Boom war Kühl zufolge freilich nur die seinerzeit aktuelle Zyklusphase einer in etwa in Zehnjahreswellen erfolgenden Stimmungs-Spirale des Risikokapitals. Ihm voran gingen beispielsweise die Börsenblüte bei den Festplatten der frühen 1980er Jahre und die gegen Ende desselben Jahrzehnts folgende PC-Börsenblüte. ¹⁷ In diesem Sinne bildet die von mir beschriebene Situation den dem Dotcom-Boom folgenden Zyklus des Exit-Kapitalismus.

In einem Hochstimmungs-Zyklus können Firmenanteile genau so lange erfolgreich veräußert werden, wie der Glaube an den jeweiligen Wachstumsmarkt besteht. Geht dieser Glaube verloren, zieht sich das Kapital meist nahezu schlagartig zurück. »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.« ¹⁸ Das ist der Moment, in dem

13 Ebd., S. 202.

14 Ebd., S. 206.

15 Ebd., S. 210.

16 Ebd., S. 203.

17 Kühl 2003, S. 204.

18 Kühl 2002 a, S. 218.

Spekulationsblasen platzen. Wer am Ende übrig bleibt, hat verloren. Wer rechtzeitig den Exit geschafft hat, dessen Kalkül ist aufgegangen. Kühl kommt daher zu dem Schluss: »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 bilden.«¹⁹

3. Empirisches Vorgehen

Diktieren auch heute die Imperative des Risikokapitals die ökonomischen Kalkulationen in der Startup-Welt? Welche Veränderungen zur Situation während des Heißlaufens der Dotcom-Blase Ende der 1990er Jahre sind heute zu verzeichnen? Diesen Fragen bin ich nachgegangen. Dabei habe ich auf inhaltsanalytische²⁰ Auswertungen von Sekundärquellen der Startup-Ökonomie zurückgegriffen, insbesondere des jährlich erscheinenden, vom Bundesverband deutscher Startups kuratierten deutschen Startup-Monitors. Dieser und anderen Quellen ist vor allem meine Darstellung der quantitativen Entwicklungen der Risikokapitallandschaft in Deutschland entnommen (Abschnitt 4.1).

Außerdem habe ich die rechtlichen Rahmenbedingungen des Exit-Geschehens in der Gegenwart untersucht, die zeigen, welche juristischen Vehikel den Einfluss von Risikokapitalgebern in Unternehmen sichern (Abschnitt 4.2). Insbesondere die Ausgestaltung von Beteiligungsverträgen erwies sich dabei als Knackpunkt für die Fragen, welche Akteure unter welchen Bedingungen von Exits profitieren und wie die Durchsetzung der Investoreninteressen gesichert wird.

Die dritte Quelle war eine Datenbankanalyse des inoffiziellen Sprachrohrs und Forums der deutschen Startup-Wirtschaft, des Onlinemagazins »gruenderszene.de« (Abschnitt 4.3). Betrachtet wurden die Exits von Startup-Unternehmen in Deutschland, über die auf der Website im Zeitraum vom Finanzkrisenjahr 2008 bis 2016 berichtet wurde. Diese wurden hinsichtlich der Exit-Form (Initial Public Offering – IPO, Merger, Akquisition) und der jeweiligen Branche (E-Commerce, Industrie, Software as a Service, Fintech etc.) ausgewertet. Ziel der Datenbankanalyse war, ein präziseres Bild von der Größenordnung, den jeweiligen Exit-Strategien sowie den bei Exits dominierenden Segmenten innerhalb der Startup-Ökonomie zu gewinnen.

Viertens werden diese Analysen durch Befunde eines qualitativen Forschungsprojekts zur deutschen Startup-Szene ergänzt, dessen Daten im Frühjahr 2017 in Form von sechs explorativen Unternehmensfallstudien in 35 halboffenen qualitativen Interviews und zwölf Betriebsbegehungen erhoben wurden (Abschnitt 5). Während die Sekundäranalysen auf die strukturellen Rahmenbedingungen des Feldes »in ihrer Breite« zielen, bieten die Unternehmensfallstudien interessante Einsichten »in der Tiefe«. Von besonderem Interesse für die Frage nach der Bedeutung von Exit-

19 Ebd. Das ist natürlich nur ein Teil – ein sehr großer Teil – von Risikokapital, um den es hier geht. Ein anderer Teil fließt in andere unsichere Geschäftsmodelle, in der Hoffnung auf entsprechende Erträge.

20 Mayring 2015.

Strategien erwies sich dabei ein von Kühl noch gar nicht beschriebener Umstand: In jenen untersuchten Unternehmen, für deren Entwicklung Risikokapital eine Rolle spielte, beeinflusste diese Form der Finanzierung nicht nur die Handlungsrationa- litäten potenzieller Exit-Profitere (Investor_innen, Gründer_innen, Beschäftigte mit Anteilen). Indem Investoreninteressen Einfluss auf die Unternehmensentwick- lung nehmen, determinieren sie auch die dort geleistete abhängige Arbeit. So ist Risikokapital aufgrund seiner strukturierenden Wirkung auf die Arbeitssituation auch für jene Beschäftigten von Bedeutung, die nicht über Anteile verfügen und von Exits in finanzieller Hinsicht nicht unmittelbar profitieren können.

4. Risikokapital und Exit-Geschehen nach der großen Krise

4.1 *Risikokapital heute*

Aus verschiedenen Gründen hat die Bedeutung von Risikokapital, global gesehen, seit der Finanzkrise von 2008 eher zu- als abgenommen: So hat die Kreditvergabe durch Banken – trotz der ultralockeren Geldpolitik der Zentralbanken in den USA und der Euro-Zone – insbesondere in Europa quantitativ nicht die gewünschten Effekte erzielt.²¹ Unternehmer haben trotz niedriger Kreditzinsen keine oder kaum Möglichkeiten des ertragssicheren Kapitaleinsatzes gesehen. Es ist eine Situation entstanden, in der es global an aussichtsreichen Kapitalanlagen fehlt, und die Öko- nomen, die nicht an eine rasche Änderung dieses Zustands glauben, sprechen von einer säkularen Stagnation. Anlagekapital fließt also vermehrt in Derivategeschäfte oder Risikobereiche. Jungunternehmen suchen sich eine Finanzierung jenseits klas- sischer Bankkredite, für die sie keine Sicherheit bieten können. Denn gerade tech- nologieintensive Startups verfügen in der Regel über wenige Sachgüter (*tangible goods*): Sie stellen keine Maschinen her, haben keine Firmengrundstücke, bauen keine großen Fabriken und unterhalten keine Fuhrparks, die als Sicherheiten für Kredite genutzt werden können:

»Fixes Kapital kann als Pfand dienen, das dem Kreditgeber als Schutz gegen Kreditausfall dient. [...] So ergibt sich, dass Firmen mit großen materiellen Anteilen an Kapital sich durch die Ausgabe von Anleihen finanzieren können. Eine Firma dagegen, die sich auf die Ent- wicklung von Programmen, Ausbildung ihrer Mitarbeiter oder die betriebswirtschaftliche Verbesserung ihrer Organisation konzentriert, wird es schwerer haben, teure Kredite zu erhalten, da die erwirtschafteten Vermögen nicht leicht zu verkaufen sind.«²²

Jungunternehmen der digitalen Ökonomie, deren Kapital vor allem aus immateri- ellen Gütern besteht, müssen daher auf Finanzierungspfade ausweichen, wie sie etwa privates Risikokapital bietet.

Die Geldpolitik des *quantitative easing*²³ hat zu einem immensen Anwachsen der globalen Geldmenge geführt: Alleine zwischen Anfang 2008 und Ende 2015 hat sich

21 Schildbach, Wenzel 2013, S. 8.

22 Cecchetti, Schoenholtz 2018; Übersetzung P.S.

23 Die US-Notenbank hat als erste die Zinsen gegen Null gesenkt, um den Unternehmen die Refinanzierung nach der Finanzkrise zu erleichtern. Die Europäische Zentralbank hat später dieselbe Politik verfolgt.

die Geldmenge innerhalb der OECD von 81,6 auf 168,4 US-Dollar mehr als verdoppelt.²⁴ Die Aktienmärkte waren offensichtlich nicht in der Lage, die wachsende Kapitalmenge zu absorbieren. Dagegen hat insbesondere die Startup-Ökonomie mit ihren Versprechen auf disruptive²⁵, stark skalierbare²⁶ Innovationen und das Erschließen neuer Märkte²⁷ Investitionen magisch angezogen.

Ein empirisches Indiz für die wirtschaftlichen Hoffnungen, die mit Startup-Unternehmen verbunden werden, ist das rasante Wachsen der Anzahl jener Jungunternehmen, deren Marktbewertungen die Marke von einer Milliarde Dollar knacken – sogenannte Einhörner (*unicorns*). Allein zwischen 2014 und 2017 verdreifachte sich deren Zahl weltweit von 83 auf 224.²⁸ Nicht nur privates Risikokapital, sondern auch staatliche Investitionsfonds, etwa aus Norwegen, Singapur oder Saudi-Arabien, wurden von den Renditeversprechen angelockt, die in Marktbewertungen durch Ratingagenturen und entsprechende Berichte und Propagandaprojekte angezeigt wurden. Nach wie vor gilt dabei privates Risikokapital als deutlich »geduldiger« als Kapital, das an Aktienmärkten eingeworben werden kann,²⁹ weshalb es als ideale Kapitalform für die Finanzierung mehrjähriger Wachstumsphasen betrachtet wird.

Einen dritten Faktor für die gestiegene Relevanz privaten Risikokapitals bildet ein Phänomen, das man den Piketty-Faktor nennen könnte: die grundsätzliche Umverteilung von Wachstumsgewinnen weg von Einkommen hin zu Vermögen – insbesondere im Zuge des Bedeutungsgewinns des Finanzsektors für die Wertschöpfungsprozesse in hochentwickelten Ökonomien.³⁰ Wachsende Vermögen bedeuten größere Mengen Kapital, das Anlagemöglichkeiten sucht und für Risikokapitalinvestitionen genutzt wird, wenn keine anderen sicheren Anlagen auf dem Markt sind.

Es überrascht daher nicht, dass die Höhe investierten Risikokapitals in den USA im Jahr 2017 mit rund 72 Milliarden Dollar an Investitionen ein Zehn-Jahres-Hoch erreichte,³¹ was einer Verdopplung des Werts von 2008 (rund 30 Milliarden Dollar) und einer Multiplikation mit dem Faktor 4,5 des Werts von 2002 (rund 16 Milliarden) entspricht.³² Deutschland ist im internationalen Vergleich der großen Volkswirtschaften ein relativ kleiner Markt für Risikokapitalinvestitionen. Die 100 Startups, in die in Deutschland bis dahin am meisten investiert wurde, konnten zwischen 2009 und 2015 immerhin knapp 4,7 Milliarden US-Dollar an Investitionen akqui-

24 OECD 2018.

25 Christensen 1997.

26 Shapiro, Varian 1999.

27 Choudary et al. 2017.

28 Stern 2017. Der klare Schwerpunkt dieser Entwicklung lag 2017 mit 148 Unternehmen in den USA, gefolgt von China, wo 69 Einhörner ihren Firmensitz hatten. Europa hatte zu diesem Zeitpunkt 26 Einhörner, davon fünf in Deutschland.

29 Deeg et al. 2016.

30 Piketty 2014; Goda, Lysandrou 2014.

31 Richter 2018.

32 PwC ohne Jahr.

rieren.³³ Allerdings wurden im Jahr 2017 deutschlandweit fast 4,3 Milliarden Dollar in Startups investiert, was im Vergleich zum Vorjahr einem Anstieg um 88 Prozent entspricht.³⁴ Gerade in Berlin, wo 70 Prozent des ausgezahlten Risikokapitals investiert wurde,³⁵ hat sich ein nennenswertes »Startup-Ökosystem« etabliert – mit ansehnlichen Investitionssummen und internationalen Investoren.³⁶

Es ist schwierig, von der Menge investierten Risikokapitals auf dessen Bedeutung in der deutschen Startup-Szene zu schließen, da sehr große Investitionsrunden für einzelne Unternehmen (etwa Soundcloud oder Auto1) einen Großteil der Gesamtsumme investierten Kapitals ausmachen. Näher kommt man der Bedeutung von Risikokapital in der Breite der deutschen Startup-Landschaft, wenn man sich die unterschiedlichen Finanzierungsquellen von Startups im Vergleich ansieht: Von den 1.061 (2014) beziehungsweise 1.224 (2015) im deutschen Startup-Monitor erfassten Unternehmen haben in den Jahren 2014 und 2015 jeweils rund 20 Prozent von Risikokapitalinvestitionen profitiert.³⁷ Zusätzliche 28 (2014) bis 30 Prozent (2015) der erfassten Unternehmen zählten sogenannte *Angel Investors* zu ihren Geldgebern,³⁸ die sich von Risikokapitalfonds in der Regel hauptsächlich durch den typischen Investitionszeitpunkt unterscheiden,³⁹ im Grunde aber mit ähnlichen Kalkulationen operieren.⁴⁰ Insbesondere Berlin hat sich als Deutschlands *venture capital*-Hauptstadt einen Namen gemacht: Nicht nur ist der Anteil der Finanzierung durch Risikokapital in den hier ansässigen Startups um ein Drittel höher als im Bundesdurchschnitt,⁴¹ auch sitzt mit der Firma Rocket Internet der nach Investitionssum-

33 Ernst & Young 2017, S. 5.

34 Ernst & Young 2018, S. 3.

35 Ebd., S. 6.

36 Erst kürzlich investierte beispielsweise der japanische Softbank-Fond 460 Millionen Dollar in die Berliner Gebrauchtwagenhandelsplattform Auto1.

37 Ripsas, Tröger 2015.

38 Ebd.

39 *Angel Investors* investieren in der Regel in früheren Stadien in Unternehmen als Risikokapitalfonds.

40 Trotz der in diesen Zahlen offensichtlich werdenden Bedeutung privaten Risikokapitals für die Startup-Szene der Bundesrepublik liegt in dem ebenfalls großen Anteil von Unternehmen, die ohne privates Risikokapital auskommen, doch auch ein Hinweis auf den Umstand, dass die Startup-Welt der Gegenwart differenzierter ist, als es meine Ausführungen eigentlich nahelegen. Aus meiner Sicht ist diesem Umstand in einem systematischen, theoretischen Sinne kaum zu begegnen: Ich verstehe Startups, der Definition des Feldes selbst folgend, als technologieintensive Jungunternehmen mit schnellem Wachstum und vorzugsweise internetbasierten Geschäftsmodellen. Gerade für den Faktor des schnellen Wachstums ist in aller Regel die Möglichkeit, über signifikante Summen von Risikokapital zu verfügen, eine systematische Bedingung. In diesem Sinne wären wohl die meisten Jungunternehmen, für die dies nicht zutrifft, nicht als Startups im heute gebräuchlichen Sinne zu verstehen, sondern als klassische Gründungen, die sich – wie fast alle Wirtschaftsbereiche heute – in irgendeiner Weise auf die digitale Ökonomie beziehen.

41 Ripsas, Tröger 2015.

men weiterhin wichtigste private Risikokapitalgeber vor Ort. Das Berliner Startup-Ökosystem war laut einer Studie der Compass-Gesellschaft im Jahr 2015 das am schnellsten wachsende der Welt.⁴² Zudem wurde in Berlin im Jahr 2015 mit 2,15 Milliarden Euro die höchste Summe an Risikokapital im Vergleich aller europäischen Städte ausgezahlt.⁴³ Auch der Staat beteiligt sich mit Fördergeldern. So hat der Berliner Senat im Jahre 2017 27 Millionen Euro Steuergeld für Unternehmensgründungen ausgegeben und plant, den Digitalsektor für das Jahr 2018 mit 40 Millionen Euro zu unterstützen.⁴⁴

4.2 *Beteiligungsvertrag und Exit-Pläne*

Für Investierende sind Investitionen in Startups mit unklaren Marktchancen und entsprechend hohen ökonomischen Risiken verbunden. Risikokapitalgeber_innen reagieren darauf typischerweise mit zwei Strategien. Erstens wird auf ein diversifiziertes Investitionsportfolio gesetzt: Einer in der Startup-Welt weit verbreiteten Daumenregel zufolge scheitern neun von zehn Startups im Sinne der mit ihnen verbundenen wirtschaftlichen Erwartungen.⁴⁵ Für Investor_innen bedeutet dies, dass die mit erfolgreichen Investitionen erzielten Profite jene Verluste ausgleichen müssen, die in den 90 Prozent der Unternehmen entstehen, die nicht die in sie gesetzten Hoffnungen erfüllen. Der bevorzugte Weg, dieses Ziel zu erreichen, sind möglichst spektakuläre Exits in Form von Börsengängen (IPO) oder des Verkaufs der jeweiligen Unternehmen (Merger/Akquisitionen).

Um das Exit-Geschehen in ihrem Sinne steuern zu können, bemühen sich Investierende zweitens um möglichst großen Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen. Zwei entscheidende Vehikel, um den Einfluss von Investoren in Startups zu sichern, sind Exit-Pläne und Beteiligungsverträge. Ein Exit-Plan ist heute (wie schon in den 1990er Jahren) ein essentieller Bestandteil eines jeden »Pitches« – also jeder Präsentation von Unternehmenszielen (in der Regel durch die Gründer), mit deren Hilfe Investitionen akquiriert werden sollen. Dabei werden von Seiten der Unternehmer_innen zeitlich gebundene Wachstumsziele (Kunden- oder Nutzerstamm, Umsatz, Profit) formuliert und der angestrebte Zeitpunkt, die avisierten Erlöse und die geplante Form (IPO/Merger) des zukünftigen Exits zwischen Gründer_innen und Investor_innen abgestimmt.

Das bevorzugte juristische Instrument, den erzielten Konsens über eine Exit-Strategie rechtssicher zu machen, ist der Beteiligungsvertrag. Nach § 15 Abs. 1 GmbHG (Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung) herrscht in Deutschland grundsätzlich Veräußerungsfreiheit von Geschäftsanteilen. Das Gesetz sieht jedoch gleichzeitig vor, dass die beteiligten Parteien jeweils Vorgaben und Voraussetzungen hinsichtlich der Veräußerung von Anteilen geltend machen kön-

42 Compass 2015. Wobei die Compass-Studie keine Zahlen zu China erhob.

43 Ebd., S. 72.

44 Vgl. *Berliner Zeitung* vom 12. Dezember 2018.

45 Das heißt nicht, dass neun von zehn Startups pleitegehen. Aber es bedeutet, dass neun von zehn Startups nicht die von Investoren an sie gerichteten Erwartungen erfüllen.

nen. In der Unternehmenspraxis werden diese Regelungen zwischen Investor_innen und Gründer_innen in den meisten Fällen über den sogenannten Beteiligungsvertrag vereinbart. Die Bedeutung von Beteiligungsverträgen zur Sicherung des Einflusses von Investoreninteressen auf unternehmerisches Handeln ergibt sich schon aus dessen vertraulichem Charakter: Anders als eine sogenannte Gesellschaftervereinbarung beziehungsweise Satzung unterliegen Beteiligungsverträge nicht den gleichen Form-, Kontroll- und Publizitätsvorschriften des Aktiengesetzes sowie des GmbHG. Die Vertragsparteien gestalten ihre Satzungsverträge daher üblicherweise möglichst knapp und weichen stattdessen auf eine Reihe von »Schattensatzungen« aus, um die Publizitätsvorschrift zu umgehen. Der Beteiligungsvertrag unterliegt keiner derartigen Vorschrift, weshalb ein Großteil der Abreden hier festgehalten wird. Beteiligungsverträge regeln Andienungspflichten sowie Vorerwerbs- und Vorkaufsrechte von Investor_innen,⁴⁶ Mitveräußerungspflichten (»Drag-along-Right«), mit deren Hilfe Unternehmer_innen im Falle eines Exits unter bestimmten Konditionen zum Verkauf ihrer Anteile verpflichtet werden können,⁴⁷ und binden über Vesting⁴⁸ und Vinkulierungsregeln⁴⁹ Gründer_innen und Beschäftigte mit Optionen auf Unternehmensanteile unter Drohung des Verlusts selbiger für vertraglich geregelte Zeiträume an das Unternehmen.

Auch der Ausbau von Informationsrechten und -pflichten erfolgt über den Beteiligungsvertrag: Schon durch die Stellung als Gesellschafter verfügen Risikokapitalgeber_innen über umfangreiche gesetzliche Auskunfts- und Einsichtsrechte (unter anderem gemäß § 51 a GmbHG). Danach hat die Geschäftsführung auf Verlangen Einsicht in Bücher und Schriften zu gewähren sowie beispielsweise über die wirtschaftliche Situation und Struktur der Belegschaft zu unterrichten. Ferner haben Kapitalgeber_innen durch ihren Status als Mitglieder der Gesellschafterversammlung weitere Prüfungs- und Überwachungsbefugnisse; beispielsweise kann die Mehrheit der Gesellschafter den Geschäftsführer dazu verpflichten, weitere Geschäftsunterlagen vorzulegen und darüber Auskunft zu geben. Es gibt zwar keine gesetzlichen Vorgaben, denen zufolge Investierende ohne eigeninitiatives Verlangen regelmäßig über Geschäftspolitik, Unternehmensplanung und die wirtschaftliche Situation des jeweiligen Startups informiert werden müssten. Kapitalgeber_innen, dies zeigen unter anderem meine eigenen Fallstudien, streben jedoch ein derartiges regelmäßig und umfangreich wirkendes Berichtssystem an, um die Entwicklung des Unternehmens und damit ihrer Anlage zu überwachen. So werden die gesetzlichen Informationsrechte der Investoren in der Regel im Beteiligungsvertrag erheblich

46 Hartleib 2011.

47 Dörrscheidt 2009.

48 Schimpeler, Sievers 2015. Über Vesting-Klauseln werden die Gründer verpflichtet, ihre Tätigkeit im Unternehmen auch nach einem Investment weiterzuführen und sich nicht auf eine passive Gesellschafterrolle zurückzuziehen.

49 Dörrscheidt 2009. Durch eine Vinkulierungsregelung wird verhindert, dass Anteile ohne Zustimmung der Kapitalinvestoren auf Dritte übertragen werden.

erweitert.⁵⁰ Zwar ist nicht jeder Beteiligungsvertrag zuungunsten unternehmerischer Handlungsfreiheiten ausgelegt, sein Grundcharakteristikum ist jedoch, wie auch Kühl bereits herausstellte, den Einfluss von Investor_innen auf unternehmerisches Handeln zu sichern. Hinzu kommt, dass zwischen Investitionsfonds, deren Kerngeschäft die Gestaltung von Beteiligungsverträgen bildet, und Gründer_innen, die oft erstmalig mit Investoren zu tun haben, systematische Kompetenzasymmetrien hinsichtlich der Vertragsgestaltung bestehen, die deutliche strategische Vorteile auf Seiten der Investierenden bedingen.

4.3 *Vom IPO zum Merger: Exits in Deutschland seit 2008*

Das Platzen der Dotcom-Blase um das Jahr 2000 wirkt rückblickend wie eine notwendige Marktberreinigung.⁵¹ Die profitträchtigen Felder des kommerziellen Internets (insbesondere Online-Werbung und E-Commerce) waren in den 1990er Jahren für die meisten Unternehmen des neuen Marktes im Grunde unbekanntes Terrain. Das Platzen der Blase geht letztlich auf die Erkenntnis zahlreicher Investierender zurück, dass ein Großteil der börsennotierten Unternehmen keine tragfähigen Geschäftsmodelle besaß.⁵² Voraussetzung der Marktberreinigung war eine spezifische Exit-Strategie der Unternehmen: Der IPO war damals das Mittel der Wahl, um die Anteile der Anfangskapitalinvestitionen wieder zu verkaufen. In den Genuss der Differenz zwischen Erstausgabepreis und späterem Börsenpreis kamen insbesondere die Freunde und Kollegen der Börsenhändler. Arthur Levitt (»Take on the Street«) kämpfte damals als Börsenaufseher der SEC dafür, dass auch das Publikum von dieser Differenz profitieren sollte.⁵³ Zwar hatten neokonservative Reformen seit der Reagan-Regierung die Transparenzfunktionen⁵⁴ der amerikanischen Börsen eingeschränkt⁵⁵ und damit die Marktberreinigung durch Börsengänge verschleppt. Ins-

50 Wolf 2016. Hierbei kann der Investor Einfluss auf Form, Umfang und Häufigkeit des Berichtswesens nehmen, wobei üblicherweise monatliche betriebswirtschaftliche Berichte, Quartalsberichte sowie die Planung für das kommende Geschäftsjahr festgelegt werden. Darüber hinaus »kann das Reporting neben Bilanz- und GuV-Zahlen auch Informationen über das operative Geschäft sowie näher definierte KPIs der Portfoliounternehmen enthalten. Ein häufig im Side Letter vereinbartes Mittel zur Verbesserung des Informationsflusses ist das Recht, ein nicht stimmberechtigtes Mitglied als Beobachter (»Observer«) in den Beirat des Fonds zu entsenden«.

51 Srnicek 2016.

52 Kühl 2002 a; Blomert 2005.

53 Vgl. Blomert 2003.

54 Damit ein Unternehmen an der Börse zugelassen werden kann, muss ein Emissionsprospekt (Wertpapierprospekt) mit umfassenden Informationen zur finanziellen Lage und Struktur des Unternehmens eingereicht werden, der seine Börsenreife nachweist und mögliche Anleger informiert. Um die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts sicherzustellen, wird von der verantwortlichen Emissionsbank eine gründliche Prüfung durchgeführt, im Rahmen derer das Unternehmen in wirtschaftlichen, finanziellen, steuerlichen, rechtlichen und technischen Aspekten geprüft wird. Die Börsenaufsicht SEC muss dann diese Prospekte genehmigen.

55 Blomert 2005.

besondere im oligopolistisch strukturierten Markt der großen Buchprüfungsgesellschaften entwickelte sich »ein interner Kodex der sogenannten kooperativen Buchprüfung mit Gefälligkeitsgutachten«, von dem die Buchprüfungsgesellschaften durch die damit verbundenen umfangreichen Beratungshonorare systematisch profitierten.⁵⁶ Dennoch entwich die Luft aus der Spekulationsblase, als nach Börsengängen die Zahlen der jeweiligen Unternehmen von Investor_innen genauer unter die Lupe genommen wurden.

Bei aller bisher beschriebenen Ähnlichkeit der Situation der 1990er Jahre mit der Gegenwart finden wir in der Methode, Investitionen durch Exits zu kapitalisieren, einen wichtigen Unterschied: Der Börsengang ist – dies gilt für Deutschland ganz ähnlich wie für die USA – heute nicht mehr das bevorzugte Mittel für ertragreiche Exits. Eine Datenbankauswertung des inoffiziellen Sprachrohrs der deutschen Startup-Szene, dem Internetportal gruenderszene.de, belegt die geringe Popularität von Börsengängen: Zwischen 2008 und 2014 sind für Deutschland überhaupt keine Startup-Exits über IPOs aufgelistet. Von 144 Exits zwischen 2008 und 2016, über die berichtet wurde, erfolgten lediglich sechs über Börsengänge – 137 (95 Prozent) dagegen in Form von Akquisitionen und einer als Fusion.

Gerade in Deutschland könnte man vermuten, dass dieser Umstand auf eine industrielastige Struktur der Startup-Welt zurückzuführen sein könnte, denn für Startups an Schnittstellen zum industriellen Sektor wären Exit-Strategien naheliegend, die von vornherein auf die Integration der Jungunternehmen in größere Industrieunternehmen angelegt sind. Eine solche These lässt sich mit den ausgewerteten Daten jedoch nicht belegen: Von den Exits zwischen 2008 und 2016 lassen sich lediglich 13, also weniger als zehn Prozent, dem industriellen Sektor zuordnen. 82 oder rund 60 Prozent entfallen dagegen auf Medien, Werbung und elektronischen Handel, wobei hier als Käufer eine kleine Zahl großer Konzerne besonders häufig in Erscheinung tritt.⁵⁷

Wichtig an der im Vergleich zu den 1990er Jahren offenbar deutlich veränderten Exit-Struktur sind die im Vergleich zu IPOs weniger rigiden Transparenzpflichten bei Zusammenschlüssen und Akquisitionen. Noch wichtiger ist, dass die Bilanzen akquirierter Startups keinerlei Veröffentlichungspflichten unterliegen. Man kann wohl unterstellen, dass akquirierende Unternehmen kein Interesse daran haben, mögliche Fehlakquisitionen als solche auszuweisen, wäre dies der Reputation des Unternehmens doch abträglich. Hierin liegt kein strukturelles Problem, solange man davon ausgeht, dass die Mehrheit der Exit-Unternehmen über gut funktionierende Geschäftsmodelle verfügt oder zumindest zu Preisen akquiriert wird, die einer realistischen Bewertung entsprechen.

Mit Blick auf das im Kern auf die Kreation einer Börsenhochstimmung gerichtete Kalkül des Risikokapitals und die Intransparenz, die das strategische Handeln von Startups prägen, sind genau daran freilich Zweifel angebracht. Geht man mit Kühll davon aus, dass mit den grundsätzlich spekulativen und risikoaffinen Kalkulationen

⁵⁶ Ebd., S. 189.

⁵⁷ Insbesondere Springer, Pro Sieben/Sat1, RTL im Medien-Bereich und Stroer bei der Werbung.

typischer Investitionsstrukturen systemische Gefahren verbunden sind, wie sie zu Beginn der 2000er Jahre im Platzen der Dotcom-Blase resultierten, dann ließe sich folgern, dass wir es heute mit ähnlichen Problemen, aber andersartigen Effekten zu tun haben könnten: Die Risiken der von *venture capital* geprägten Startup-Welt werden nicht mehr durch realistischere Marktbewertungen, die sich bei Börsengängen in den 1990er Jahren früher oder später einstellten, getilgt, sondern verschieben sich in die wirtschaftlichen Bilanzen großer, akquisitionsaktiver und womöglich beschäftigungsstarker Unternehmen. In der Folge wäre, so meine empirisch einseitigen freilich nicht gesicherte Schlussfolgerung, weniger der Finanzmarkt als der Arbeitsmarkt betroffen: Nicht Anleger_innen, die bei Börsengängen Anteile an Startups erwerben, sondern Unternehmen und ihre Beschäftigten, die im Zweifelsfall die Leidtragenden der fehlgeleiteten Akquisitionsstrategien ihrer Arbeitgeber sind, wären unter diesen Bedingungen betroffen. Die Gegenthese zu dieser Vermutung wäre, dass Akquisitionen das Innovationspotenzial der erwerbenden Unternehmen steigerten und damit neue Wachstums- und Beschäftigungschancen erschlossen. Entgegen dieser in der wirtschafts- und betriebswirtschaftlichen Forschung vorherrschenden These legen meine Beobachtungen zur Funktionsweise privaten Risikokapitals jedoch die Frage nahe, ob die Veränderungen von Exit-Perspektiven neue Risikogruppen in einer veränderten Form von Exit-Kapitalismus bedingen.

5. Das Risikokapital in der Arbeitssituation

Es sind nämlich mit der strukturellen Macht des Risikokapitals auch am anderen Ende einer Exit-Beziehung, also innerhalb der auf den Exit orientierten Startups, spezifische Risiken für die Beschäftigten verbunden. Für die Situation der 1990er Jahre sind mir keine Arbeiten bekannt, die einen direkten empirischen Zusammenhang zwischen dem Kalkül von Risikokapitalfonds und der Arbeitsqualität in der Startup-Welt herstellen. Auch in den Debatten der Gegenwart dominiert eine andere Perspektive auf Fragen der Arbeitsqualität in Startup-Unternehmen. Die Diskussion wird vornehmlich um spezifische Organisationsformen von Arbeit geführt – konkret: mit Blick auf die Gestaltungsoffenheit agiler Methoden,⁵⁸ also jenes auf Teamarbeit und iterativen Produktionsprozessen basierende Organisationsparadigma der Softwareentwicklung, das sowohl Möglichkeiten als auch Risiken für »gute Arbeit«⁵⁹ böte. Auch Kühl sah für die Situation der 1990er Jahre eher in organisatorischen Faktoren, insbesondere dem Abschied von einem Organisationssystem der »face-to-face Interaktionen« im Zuge des von Investierenden geforderten Unternehmenswachstums, den Schlüssel für die Veränderung von Arbeitsbedingungen.⁶⁰

Ob spezifische Organisationsformen in Startups heute eher im Sinne der Autonomie von Beschäftigten oder im Sinne der Erhöhung des Arbeitsdrucks eingesetzt werden, ist jedoch nicht nur vom Wachstum der jeweiligen Unternehmen, der Ver-

58 Boes et al. 2018.

59 Fuchs 2006.

60 Kühl 2002 b.

änderung ihrer Mitarbeiterzahlen und der entsprechend notwendigen Restrukturierung der Organisation abhängig. Vielmehr legen meine Befunde aus den oben erwähnten Unternehmensfallstudien in der Berliner Startup-Szene nahe, dass organisatorische Restrukturierungen in erheblichem Maße von den jeweiligen Exit-Zielen der Investor_innen und Unternehmer_innen abhängig sind. Gerade die in der Startup-Welt dominante agile Organisation ist wegen ihrer organisatorisch verankerten Flexibilität prädestiniert dafür, auch gegen die Interessen der Beschäftigten regelmäßig neuen Anforderungen angepasst zu werden. Ein zentrales Motiv für solche Restrukturierungen können Exit-Kalküle der Unternehmer_innen und Investor_innen darstellen. Ein empirisches Fallbeispiel aus meinem Sample mag den Zusammenhang zwischen Exit-Orientierung und guter Arbeit veranschaulichen. Ich habe einen besonders drastischen Fall gewählt, um die mögliche Reichweite der Einflussnahme von Exit-Kalkülen auf Arbeitsqualität aufzuzeigen.

5.1 Fallbeispiel

Das betreffende Softwareunternehmen wirbt in seiner zweiten Finanzierungsrunde von einem Investitionsfonds Risikokapital in Millionenhöhe ein. Das Geld wird zunächst in die Produktentwicklung investiert. Das agile Organisationsmodell des Unternehmens, welches vor allem im Entwicklungsbereich stark ausgeprägt ist, wird auf- und ausgebaut. Parallel arbeitet eine zweite große Abteilung am Aufbau des Kundenstamms. Als der avisierte Exit-Termin näher rückt, zeigt sich, dass das Produkt nicht wie geplant funktioniert. Eigentlich wäre für Verbesserungen mehr Zeit notwendig, Kapitalgeber und Gründer pochen jedoch auf den anberaumten Exit. Um dem angestrebten Ziel doch noch nahezukommen, wird einerseits der Arbeitsdruck innerhalb der Entwicklungsabteilung erhöht: Arbeitszeiten werden stark verlängert, die Autonomie über Zeiteinteilung und Arbeitspläne wird eingeschränkt. Dies führt dazu, dass die Arbeit unattraktiver wird und innerhalb kürzester Zeit alle Programmierer kündigen.⁶¹

Andererseits wird händeringend alles dafür getan, den Kundenstamm zu halten beziehungsweise auszubauen, um für potenzielle Käufer_innen attraktiv zu sein. Da das Produkt aber nicht wie beworben funktioniert, gibt es zahlreiche Beschwerden von Kund_innen, die drohen, von Bord zu gehen. Die Akquise- und Kundenabteilung, die vorher teilweise in das agile Konzept des Unternehmens integriert war, wird infolgedessen sukzessive auf reines Chaosmanagement hin umgebaut. Das

61 In diesem Umstand verbirgt sich aus meiner Sicht ein Hinweis auf sehr unterschiedliche Betroffenheiten von etwaigen organisatorischen Umgestaltungen und möglichen Arbeitsintensivierungen in der Startup-Welt der Gegenwart: Abhängig Beschäftigte in Startup-Unternehmen, die eine hohe Qualifikation haben, insbesondere die heißbegehrten Programmierer_innen, verfügen über große Marktmacht. Das Beispiel zeigt, dass sich Risiken in betreffenden Unternehmen nicht ohne weiteres auf die gesamte Belegschaft verschieben lassen. Es ist vielmehr die oftmals viel größere Gruppe innerhalb der Belegschaften, die bei Veränderungen der Arbeitssituation keine eigenen, aus ihrer eigenen Marktmacht entstehenden Exit-Optionen hat.

Unternehmen wandelt sich zu einer Art Call-Center. Ein ehemaliger Beschäftigter beschreibt dies so:

»Die Probleme wuchsen, aber man hat sich dann mehr und mehr hinten vom Management her, auf die Entwicklung der neuen Customer Area konzentriert. [Es gab] wirklich dauernd Stress. Weil den Kunden wurde eine sofortige Löschung der Dubletten versprochen und so haben es ja auch unsere Seller verkauft, weil die wussten es nicht anders. [...] Also saß ich zum Teil drei, vier Stunden einfach nur da, habe mich durch Verzeichnisse geklickt, Dubletten gesammelt, die dann später an Operations geschickt und diese wurden dann gelöscht. Manuell!«⁶²

Man kann die Transformation der Arbeitssituation in diesem Fallbeispiel als exemplarischen Beleg für die bis in die Arbeitssituation hineinwirkenden Effekte von Risikokapitalkalkülen beschreiben: Nicht nur wird dem avisierten Exit-Termin alles untergeordnet und die Arbeit mit Blick auf den vereinbarten Exit-Zeitpunkt radikal und zulasten der Arbeitsqualität umgestaltet. Es zeigt sich auch in sehr prägnanter Weise, dass sich die gesamte unternehmerische Handlungslogik nicht – wie man es eigentlich erwarten würde – um die Verbesserung des Produkts, in diesem Fall der Software, dreht. Im Gegenteil: Die ganze Unternehmenstransformation ist auf jene Zahlen ausgerichtet, die für den Unternehmenswert beim Exit relevant sind – das heißt hier: die Größe des Kundenstamms. Die Arbeit am hochgradig mangelhaften Produkt wird mit dem nahenden Exit-Ziel im Grunde völlig eingestellt. Verständlich wird diese Strategie, wenn man sich klarmacht, dass unter den Bedingungen der strukturellen Dominanz des Risikokapitals das eigentliche Produkt des Unternehmens nicht die Software ist, sondern die Unternehmensanteile selbst, deren Wert sich letztlich nur aus den durch spezifische Zahlen (Kundenstamm) erzeugten Erwartungen ergibt.

Im konkreten Fall wird der Exit zum Erfolg: Das Unternehmen wird für einen zweistelligen Millionenbetrag verkauft. Sieben Monate später⁶³ stand es – berichteten Angaben des Managements zufolge – kurz vor der Liquidierung. Der Kommentar eines anderen, erfahrenen Gründers zum beschriebenen Exit mag als Hinweis darauf dienen, dass man es hier zwar mit einem extremen, aber keinesfalls jenseits der Regel stehenden Fall zu tun hat:

»Man bekommt das häufig mit bei Exits, wo sich dann später herausstellt, das war dann doch alles nicht so, wie man sich das vorgestellt hat. Oder die Technologie war nicht so stark. Also bis der Kunde merkt, dass die Technologie irgendwie Schwachsinn ist, kannst du den erstmal noch ein bisschen besänftigen. [...] Das ist natürlich schon ein bisschen kriminell, aber liegt ja erstmal in der Nutzenmaximierung [...] des Verkäufers. [...] Wenn Strategien im Pitch sind, dann [...] wird es dann gekauft und dann kannst du das schon richtig schön pimpen. [...] Die versuchen einen geilen Exit und dann: nach mir die Sintflut.«

6. Fazit

Der vorliegende Text nimmt Bezug auf ein relativ eng gefasstes und entsprechend für übergeordnete wirtschaftliche Entwicklungen in seiner Bedeutung begrenztes

62 Der Beschäftigte legt die Betonung auf »manuell!«, weil das Produkt der Firma, die dysfunktionale Software, gerade diesen Arbeitsschritt eigentlich automatisieren sollte.

63 Also bei Abschluss der Datenerhebung des Projekts.

empirisches Feld, die Startup-Szene in Deutschland seit der Finanzkrise von 2008. Er zeigt: Erstens prägen auch heute die von den Kalkülen privaten Risikokapitals geprägten Exit-Orientierungen gewichtige Teile der Startup-Szene. In dieser Hinsicht belegen meine Ausführungen den langen Atem des von Stefan Kühl am Beispiel der Startup-Welt der 1990er Jahre diagnostizierten Exit-Kapitalismus. Auch heute ist Risikokapital ein bedeutender Motor der Startup-Ökonomie. Auch heute sichern sich Investor_innen über gezielt Intransparenz erzeugende juristische Vehikel sowie Gewinnbeteiligungen für Gründer_innen und ausgewählte Beschäftigte starken Einfluss auf unternehmerische Entscheidungen. Auch heute gilt die Logik von Wachstumsmärkten, nach der unter den Bedingungen des Exit-Kapitalismus nicht die jeweiligen Produkte und Dienstleistungen der Jungunternehmen, sondern in Form von Unternehmensanteilen die Firmen selbst das für den Handel bestimmte Gut darstellen.

Zweitens legen meine Daten systematische Veränderungen in der Struktur des Exit-Geschehens nahe. Aus der auffälligen Dominanz von Akquisitionen im Gegensatz zum in den 1990er Jahren wesentlich wichtigeren Kapitalisierungspfad des Börsengangs folgt, dass mögliche Risiken, die sich aus den Profit-Kalkülen des Risikokapitals ergeben, heute nicht mehr über Börsengänge verhältnismäßig schnellen Marktberichtigungen zugeführt werden. Ob das Ausbleiben von Börsengängen trotz sprudelnder Risikokapitalinvestitionen lediglich ein Indiz dafür ist, dass der betreffende Markt noch nicht ausreichend überhitzt ist, um Investierenden den risikoreichen Weg über Börsengänge nahezu legen, oder sich im Wandel der typischen Exit-Pfade eine neue Logik der Risikodistribution ankündigt, ist eine wichtige Frage für zukünftige wirtschafts- und finanzsoziologische Forschung in diesem Feld. Denn im Zusammenhang mit der Verlagerung des Exit-Geschehens von Börsengängen zu Akquisitionen könnten sich systematische Veränderungen von risikokapitalgenerierten Marktzyklen andeuten: Im Lichte der von Kühl formulierten Zyklen-Theorie des Exit-Kapitalismus⁶⁴ stünden wir heute vor dem in naher Zukunft erwartbaren Ende eines bereits beinahe zehn Jahre andauernden Hochstimmungs-Zyklus. Ohne die Transparenzeffekte von Börsengängen ist freilich nicht ohne weiteres ersichtlich, wo jene initialen Marktirritationen stattfinden sollten, die das Kartenhaus der vom Risikokapital geweckten Erwartungen zum Einsturz bringen sollten. Solange die immer gleichen Innovationen in neuen diskursiven Gewändern verkauft werden können – wie etwa momentan unter dem Sammelbegriff der *Artificial Intelligence* –, ist das Austrocknen des Marktes für Unternehmensakquisitionen im Technologiebereich nicht zu erwarten. Aus der Perspektive der Theorie des Exit-Kapitalismus stellt sich dann zum einen die Frage, ob wir es mit einer systematischen Veränderung der Länge typischer Exit-Zyklen zu tun haben. Zum anderen müssten die typischen soziologischen Effekte der neuen, akquisitionsbasierten Form des Exit-Kapitalismus ermesselt werden. Der vorliegende Text macht hierzu erste, empirisch basierte Aussagen: So ist davon auszugehen, dass sich im Zuge der Schwerpunktverlagerung des Exit-Geschehens von Börsengängen zu Akquisitionen Risiken in die Bilanzen etablierter Unternehmen einschleichen und sich folglich das unmittelbare Risiko vom

64 Kühl 2003.

Finanzmarkt, wo bei Börsengängen zunächst Investor_innen von möglichen Gefahren betroffen sind, hin zu akquisitionstarken Unternehmen und ihren Beschäftigten verlagert.

Drittens ist, zunächst unabhängig von der jeweiligen Exit-Form, das Risiko für gute Arbeit in auf Exit ausgerichteten Startups empirisch belegbar. Wie meine Ausführungen zeigen, können Exit-Orientierungen direkt auf die Arbeitsqualität in den betreffenden Unternehmen durchschlagen und zu einer aus Beschäftigtenperspektive negativen Determinante der Arbeitsqualität werden. Sowohl für die Forschung zu guter Arbeit, die sich in Startups weitgehend auf den organisatorischen Faktor beschränkt, als auch im Sinne arbeitspolitisch relevanter Erkenntnisse bildet ein systematisches Wissen über die Konturen des Exit-Kapitalismus daher einen wichtigen Baustein für ein umfassendes Verständnis der Entwicklungen in der Startup-Welt der Gegenwart.

Hinzu kommt viertens, dass meine Ausführungen zwar nur auf ein eng gefasstes Feld Bezug nehmen, dieses Feld jedoch als einer der wichtigsten Motoren wirtschaftlicher Entwicklung in Zukunft und Gegenwart gilt. Aus ganz unterschiedlichen Bereichen kommen seit geraumer Zeit Forderungen nach einer Expansion von Risikokapitalinvestitionen in Deutschland und Europa.⁶⁵ Meine Ausführungen legen keineswegs nahe, es sei wirtschaftlich und arbeitspolitisch sinnvoll, das Gegenteil zu fordern. Allerdings scheint mir mit einem wirtschaftlich und politisch wünschbaren Bedeutungsgewinn von Risikokapital systematisch ökonomischer und arbeitspolitischer Gestaltungsbedarf des Exit-Kapitalismus einherzugehen. Wie etwa die Arbeiten von Marianna Mazzucato⁶⁶ oder Dan Schiller⁶⁷ gezeigt haben, ist in der Entstehungs- und Transformationsgeschichte der digitalen Ökonomie der initiale Risikokapitalgeber ohnehin ein investiver Staat gewesen, der über die Finanzierung von Forschung und Entwicklung sowie den Ausbau von Infrastruktur die Grundlage für das Wachstum dieses Sektors schuf. Auch wenn die Risikoerträge dieser initialen Investitionen allzu oft fast ausschließlich von privatwirtschaftlichen Unternehmen geerntet wurden,⁶⁸ mag es doch sinnvoll sein, sich auf den Erfolg risikoreicher investiver Staatlichkeit zu besinnen, um nicht nur den Exit-Kapitalismus, sondern auch die nächste Welle technologischer Innovationen stärker politisch zu gestalten.

Literatur

- Blomert, Reinhard 2003. »Kämpfer gegen die Wall-Street. Der ehemalige Chef der US-Börsenaufsicht enthüllt die Vetternwirtschaft an den Finanzmärkten«, in *Die Zeit* vom 13. März 2003.
- Blomert, Reinhard 2005. »Das Ende der ›neuen Ökonomie‹. Eine finanzsoziologische Untersuchung«, in *Berliner Journal für Soziologie* 15, 2, S. 179-198.

65 Zum Beispiel von der EU-Kommission (Europäische Kommission 2017) und von DIW-Präsident Marcel Fratzscher (Fratzscher 2018).

66 Mazzucato 2014.

67 Schiller 2014.

68 Mazzucato 2014.

- Boes, Andreas; Kämpf, Tobias; Langes, Barbara; Lühr, Thomas. Hrsg. 2018. »Lean« und »agil« im Büro. *Neue Organisationskonzepte in der digitalen Transformation und ihre Folgen für die Angestellten*. Bielefeld: transcript.
- Cecchetti, Stephen; Schoenholtz, Kim 2018. *Financing intangible capital*. <https://voxeu.org/article/financing-intangible-capital> (Zugriff vom 09.03.2018).
- Choudary, Sangeet Paul; Alstyne, Marshall W.; Parker, Geoffrey 2017. *Die Plattform-Revolution im E-Commerce. Von Airbnb, Uber, PayPal und Co. Lernen: Wie neue Plattform-Geschäftsmodelle die Wirtschaft verändern*. Frechen: mitp.
- Christensen, Clayton M. 1997. *The innovator's dilemma. When new technologies cause great firms to fail*. Boston: Harvard Business School Press.
- CIO. Hrsg. 2015. *Konzerne üben »Startup«*. www.cio.de/a/konzerne-ueben-startup,3218690 (Zugriff vom 28.02.2018).
- Compass. Hrsg. 2015. *The 2015 global startup ecosystem ranking*. www.blog.startupgenome.com/the-2015-global-startup-ecosystem-ranking-is-live/ (Zugriff vom 28.02.2018).
- Deeg, Richard; Hardie, Iain; Maxfield, Sylvia. Hrsg. 2016. *Special issue: What is patient capital, and where does it exist? Socio-Economic Review* 14, 4.
- DIW (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung) 2016. *Schwache private Investitionen in Deutschland untermauern Handlungsbedarf*. Pressemitteilung vom 13. April 2016. www.diw.de/de/diw_01.c.531236.de/themen_nachrichten/schwache_private_investitionen_in_deutschland_untermauern_handlungsbedarf.html (Zugriff vom 28.02.2018).
- Dörriesch, Kolja 2009. *Grenzen der Gestaltungsfreiheit bei omnilateralen außerstatutarischen Gesellschafterabreden. Eine Untersuchung am Beispiel der Vertragsgestaltung bei Venture Capital-Beteiligungen*. Ohne Ort.
- Ernst & Young. Hrsg. 2017. *Funding, growth and profitability: tech start-ups finding the right balance. Venture capital and start-ups in Germany 2016*. Berlin: Ernst & Young.
- Ernst & Young. Hrsg. 2018. *Start-up-Barometer Deutschland Januar 2018*. Berlin: Ernst & Young.
- Europäische Kommission 2017. *Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss und den Ausschuss der Regionen über die Halbzeitbilanz des Aktionsplans zur Kapitalmarktunion*. Brüssel: Europäische Kommission.
- Fratzsch, Marcel 2018. *Statement vom 7.2.2018*. www.diw.de/de/diw_01.c.577715.de/presse/statements/der_koalitionsvertrag_ist_ein_ermutigendes_signal_aber_arbeitsmarktchancen_und_soziale_teilhabe_bleiben_grosse_baustellen.html (Zugriff vom 28.02.2018).
- Fuchs, Tatjana 2006. *Was ist gute Arbeit? Anforderungen aus Sicht der Erwerbstätigen*. 2. Auflage. Dortmund, Dresden: Initiative Neue Qualität der Arbeit.
- Goda, Thomas; Lysandrou, Photis 2014. »The contribution of wealth concentration to the sub-prime crisis: a quantitative estimation«, in *Cambridge Journal of Economics* 38, 2, S. 301-327.
- Hanemann, Luis 2017. *Von Startups und brennenden Dörfern*. www.n-tv.de/wirtschaft/wirtschaft_startupnews/Von-Start-ups-und-brennenden-Doerfern-article19879250.html (Zugriff vom 28.02.2018).
- Hartleib, Alexander 2011. *Der Beteiligungsvertrag. Regelungen zum Exit*. www.gruenderszene.de/recht/exit-beteiligungsvertrag (Zugriff vom 28.02.2018).
- Köllen, Konrad 2015. *Deutschland bietet Start-ups zu wenig Kapital*. <http://gruender.wiwo.de/deutschland-bietet-start-ups-zu-wenig-kapital-3/?all=1> (Zugriff vom 28.02.2018).
- Koschek, Holger 2013. *Geschichten vom Scrum: Von Sprints, Retrospektiven und agilen Werten*. Heidelberg: d.punkt.
- Kühl, Stefan 2002 a. »Konturen des Exit-Kapitalismus: Wie Risikokapital die Art des Wirtschaftens verändert«, in *Leviathan* 30, 2, S. 195-219.
- Kühl, Stefan 2002 b. »Jenseits der Face-to-Face-Organisation. Wachstumsprozesse in kapitalmarktorientierten Unternehmen«, in *Zeitschrift für Soziologie* 31, S. 186-210.
- Kühl, Stefan 2003. *Exit. Wie Risikokapital die Regeln der Wirtschaft verändert*. Frankfurt a. M., New York: Campus.
- Mayring, Philipp 2015. *Qualitative Inhaltsanalyse. Grundlagen und Techniken*. 12. Auflage. Weinheim: Beltz.

- Mazzucato, Marianna 2014. *Das Kapital des Staates. Eine andere Geschichte von Innovation und Wachstum*. München: Antje Kunstmann.
- Moyé, Birte; Bartel, Daniel; Thoma, Adrian 2015. *Was etablierte Unternehmen von Startups lernen können*. www.gruenderszene.de/allgemein/corporate-startups-etablierte-unternehmen (Zugriff vom 28.02.2018).
- OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) 2018. *Narrow money (M1)*. <https://data.oecd.org/money/narrow-money-m1.htm> (Zugriff vom 28.02.2018).
- Pfeiffer, Sabine 2014. »Agile Methoden als Werkzeug des Belastungsmanagements? Eine arbeitsvermögensbasierte Perspektive«, in *Arbeit* 23, 2, S. 119-132.
- Piketty, Thomas 2014. *Capital in the twenty-first century*. Cambridge: The Belknap Press.
- PwC (PricewaterhouseCoopers) ohne Jahr. *Value of venture capital investment in the United States from 1995 to 2017 (in billion U.S. Dollars)*. www.statista.com/statistics/277501/venture-capital-amount-invested-in-the-united-states-since-1995 (Zugriff vom 28.02.2018).
- Richter, Felix 2018. *Venture capital funding climbs to decade high in 2017*. www.statista.com/chart/11443/venture-capital-activity-in-the-us (Zugriff vom 28.02.2018).
- Ripsas, Sven; Tröger, Steffen 2015. 3. *Deutscher Startup Monitor*. Berlin: KPMG.
- Röpstorff, Sven; Wiechmann, Robert 2015. *Scrum in der Praxis. Erfahrungen, Problemfelder und Erfolgsfaktoren*. Heidelberg: d.punkt.
- Schildbach, Jan; Wenzel, Claudius 2013. *Bank performance in the US and Europe. An ocean apart*. Frankfurt a. M.: Deutsche Bank.
- Schiller, Dan 2014. *Digital depression. Information technology and economic crisis*. Champaign: University of Illinois Press.
- Schimpeler, Caroline; Sievers, Bahne 2015. *Vesting-Klauseln. Damit Gründer aktiv an Bord bleiben*. www.deutsche-startups.de/2015/04/07/vesting-klauseln-damit-gruender-aktiv-bord-bleiben (Zugriff vom 28.02.2018).
- Schweitzer, Hanne 2017. *Gründen für Daimler*. www.zeit.de/mobilitaet/2017-10/start-ups-daimler-gruender-industrie-4 (Zugriff vom 28.02.2018).
- Shapiro, Carl; Varian, Hal R. 1999. *Information rules. A strategic guide to the network economy*. Boston: Harvard Business Press.
- Srnicek, Nick 2016. *Platform capitalism*. Cambridge: Polity Press.
- Stern, Alex 2017. *Revisiting the unicorn club. Get to know the newest crowd of billion Dollar startups*. <https://medium.com/startup-grind/unicorn-club-revisited-e641f9c80e8d> (Zugriff vom 28.02.2018).
- Wolf, Jens 2016. *Sicherung strategischer Ziele von Fonds-Investoren*. www.vc-magazin.de/investing/sicherung-strategischer-ziele-von-fonds-investoren (Zugriff vom 28.02.2018).

Zusammenfassung: Zur Beschreibung des Dotcom-Booms der 1990er Jahre prägte Stefan Kühl den Begriff des Exit-Kapitalismus. Im Exit-Kapitalismus nimmt privates Risikokapital umfassenden Einfluss auf Unternehmensentscheidungen in Startups, was spezifische Effekte für die Entwicklung dieses Feldes hat. Der Beitrag zeigt, dass die Ziele und Profitstrategien von Risikokapitalgeber_innen auch heute großen Einfluss auf Entwicklungen in der deutschen Startup-Szene haben. Erstens bilden wieder spektakuläre Exits und nicht langfristiger Unternehmenserfolg die zentrale Profitperspektive risikokapitalintensiver Startups, was systematische wirtschaftliche Risiken impliziert. Zweitens hat sich das Exit-Geschehen aber von der Kapitalisierung durch Börsengänge hin zu Akquisitionen verschoben, wodurch sich potenzielle Risiken vom Finanzmarkt auf akquisitionsstarke Unternehmen und deren Beschäftigte verlagern. Drittens wird gezeigt, dass die Kalküle privaten Risikokapitals bis in die Arbeitssituation vordringen können, worunter die Arbeitsqualität in Startups leidet.

Stichworte: Risikokapital, Exits, Kapitalismus, Wirtschaftssoziologie, Finanzsoziologie, Startups, Digitalisierung

Exit-capitalism revisited: how venture capital shapes decision making, risk and work quality in young technology startups

Summary: Stefan Kühl developed the term exit-capitalism to describe the dotcom-boom of the 1990 s. In exit-capitalism, private-venture capital systematically influences decision making in start-ups with particular effects for development in this area. The study shows that the goals and profit-seeking strategies of venture capital even today have a major influence on the German startup-scene. Firstly, spectacular exits, not long-term profitability, remain the dominant strategies for profit seeking in venture capital invested startups, which implies systematic economic risks. Secondly, exit strategies have shifted from IPO's to acquisitions, thereby shifting the potential risks from financial markets to companies and their employees. Thirdly, the study shows that the calculations of venture capitalists can have a direct, negative influence on work quality in startups.

Keywords: venture capital, exits, capitalism, economic sociology, financial sociology, startups, digitalization

Autor

Philipp Staab
Universität Kassel
Fachbereich Gesellschaftswissenschaften
Nora-Platiel-Str. 5
34109 Kassel
staab@uni-kassel.de