

Inhaltsübersicht

| | |
|---|-----|
| Kapitel 1: Einleitung | 1 |
| 1.1 Problemstellung | 2 |
| 1.2 Ziel, Wissenschaftsverständnis und Forschungskonzeption..... | 6 |
| 1.3 Definitionen und Abgrenzungen..... | 15 |
| 1.4 Die Desinvestition in der Theorie | 19 |
| Kapitel 2: Desinvestitionsverhalten europäischer Beteiligungsgesellschaften ... 31 | |
| 2.1 Exitkanäle: Formen der Desinvestition..... | 32 |
| 2.2 Empirische Analyse der Exitkanäle..... | 42 |
| Kapitel 3: | |
| Modellierung des Untersuchungsrahmens: Exit als Entscheidungsproblem | 55 |
| 3.1 Kooperation in der Beteiligungsfinanzierung..... | 56 |
| 3.2 Ökonomische Modellierung und Entscheidungstheorie | 66 |
| 3.3 Zielentscheidung: Wertmaximierung versus Private benefits?..... | 71 |
| 3.4 Entscheidungsfeld und Zielerreichungszusammenhang..... | 99 |
| Kapitel 4: Vertragsgestaltung | 113 |
| 4.1 Elemente der Vertragsgestaltung..... | 114 |
| 4.2 Kontraktdesign und Exitkanäle..... | 144 |
| Kapitel 5: Finanzierungsstruktur | 151 |
| 5.1 Fremdkapital und Exit | 152 |
| 5.2 Eigenkapital und Exit | 163 |
| 5.3 Convertible securities und Exit..... | 176 |
| Kapitel 6: „Exit-optimale“ Lösung des Entscheidungsmodells | 183 |
| 6.1 Entscheidungsmodell und Lösungsalgorithmen..... | 184 |
| 6.2 Gestaltungsempfehlungen | 194 |
| Kapitel 7: Zusammenfassende Schlussbemerkungen | 203 |

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----------|
| Inhaltsübersicht..... | VII |
| Inhaltsverzeichnis..... | IX |
| Abbildungsverzeichnis..... | XV |
| Tabellenverzeichnis..... | XVII |
| Abkürzungsverzeichnis..... | XIX |
| Kapitel 1: Einleitung..... | 1 |
| 1.1 Problemstellung | 2 |
| 1.1.1 Quantitative Dimension | 2 |
| 1.1.2 Qualitative Dimension..... | 4 |
| 1.2 Ziel, Wissenschaftsverständnis und Forschungskonzeption..... | 6 |
| 1.2.1 Wissenschaftstheorie und Betriebswirtschaftslehre | 6 |
| 1.2.2 Forschungsprozess der angewandten Betriebswirtschaftslehre | 11 |
| 1.2.3 Forschungskonzeption der vorliegenden Arbeit | 13 |
| 1.3 Definitionen und Abgrenzungen..... | 15 |
| 1.3.1 Desinvestition | 15 |
| 1.3.2 Beteiligung..... | 17 |
| 1.3.3 Anbieter von Beteiligungskapital | 18 |
| 1.4 Die Desinvestition in der Theorie | 19 |
| 1.4.1 Desinvestition und strategisches Management | 19 |
| 1.4.1.1 Produkt-Lebenszyklus..... | 19 |
| 1.4.1.2 Portfolio-Analyse..... | 20 |
| 1.4.2 Desinvestition und Industrieökonomik..... | 23 |
| 1.4.3 Desinvestition und Finanzierungstheorie..... | 26 |
| 1.4.3.1 Spin-off | 27 |
| 1.4.3.2 Divestiture..... | 27 |

| | |
|---|-----------|
| Kapitel 2: Desinvestitionsverhalten europäischer Beteiligungsgesellschaften... | 31 |
| 2.1 Exitkanäle: Formen der Desinvestition..... | 32 |
| 2.1.1 Going public | 32 |
| 2.1.1.1 Vorteilhaftigkeit des Going public in der Neoklassik | 34 |
| 2.1.1.2 Vorteilhaftigkeit des Going public im Neoinstitutionalismus | 34 |
| 2.1.1.3 Vorteilhaftigkeit des Going public und der organisationelle Ansatz ... | 35 |
| 2.1.2 Trade sale | 36 |
| 2.1.3 Buy-back | 38 |
| 2.1.4 Liquidation | 39 |
| 2.1.5 Secondary purchase..... | 41 |
| 2.2 Empirische Analyse der Exitkanäle..... | 42 |
| 2.2.1 Europa..... | 43 |
| 2.2.2 Großbritannien..... | 45 |
| 2.2.3 Frankreich..... | 46 |
| 2.2.4 Deutschland | 48 |
| 2.2.5 Schweiz | 51 |
| Kapitel 3: | |
| Modellierung des Untersuchungsrahmens: Exit als Entscheidungsproblem..... | 55 |
| 3.1 Kooperation in der Beteiligungsfinanzierung..... | 56 |
| 3.1.1 Bedeutung der vertraglichen Kooperation | 56 |
| 3.1.2 Vertragliche Kooperation und Börseneinführung..... | 59 |
| 3.1.3 Vertragliche Kooperation und Exitunsicherheit..... | 62 |
| 3.2 Ökonomische Modellierung und Entscheidungstheorie | 66 |
| 3.2.1 Das ökonomische Modell | 66 |
| 3.2.2 Der entscheidungsorientierte Ansatz von Heinen | 66 |
| 3.2.3 Deskriptive versus präskriptive Entscheidungstheorie | 68 |

| | |
|---|-----|
| 3.3 Zielentscheidung: Wertmaximierung versus Private benefits? | 71 |
| 3.3.1 Die Zielsetzung der marktwirtschaftlich orientierten Unternehmung..... | 71 |
| 3.3.1.1 Das Koalitions-Modell | 72 |
| 3.3.1.2 Das Residual-Modell..... | 73 |
| 3.3.2 Das Zielsystem im Rahmen des Shareholder-Value-Konzepts | 74 |
| 3.3.2.1 Gewinn- versus Wertmaximierung? | 74 |
| 3.3.2.2 Quantifizierung der Wertsteigerung in der Beteiligungsfinanzierung . | 76 |
| 3.3.2.2.1 Beteiligungsdauer..... | 77 |
| 3.3.2.2.2 Internal Rate of Return | 77 |
| 3.3.2.2.3 Wertsteigerungskoeffizient | 80 |
| 3.3.3 Der Entrepreneur und die „Private benefits of control“ | 82 |
| 3.3.3.1 Fundierung der Private benefits of control | 83 |
| 3.3.3.2 Formen von Private benefits | 87 |
| 3.3.3.3 Quantifizierung der Private benefits of control | 88 |
| 3.3.4 Der Property Rights-Ansatz und die Überbrückung von Zielkonflikten..... | 90 |
| 3.3.4.1 Die theoretischen Grundlagen des Property Rights-Ansatzes..... | 90 |
| 3.3.4.1.1 Der Begriff „Property Rights“ | 91 |
| 3.3.4.1.2 Verhaltenstheoretische Annahmen im Property Rights-Ansatz... | 92 |
| 3.3.4.1.3 Spezifizierung, Restriktionen und Externalitäten | 93 |
| 3.3.4.2 Property Rights-Ansatz und Desinvestition von Beteiligungen | 95 |
| 3.4 Entscheidungsfeld und Zielerreichungszusammenhang..... | 99 |
| 3.4.1 Systematisierung des Entscheidungsfeldes | 99 |
| 3.4.1.1 Umweltsituationen und Informationsstand | 100 |
| 3.4.1.1.1 Exitkanäle als Umweltsituationen | 100 |
| 3.4.1.1.2 Information und Entscheidungssituation | 101 |
| 3.4.1.2 Handlungsalternativen zur Verteilung der Exitkontrolle | 103 |
| 3.4.1.2.1 Zielsetzung, Anreizstruktur und Kontrollverteilung | 104 |
| 3.4.1.2.2 „Effiziente“ Verteilungen der Kontrolle..... | 105 |
| 3.4.1.2.3 Financial contracting als Transaktionsmedium..... | 107 |
| 3.4.1.3 Zielbeiträge und Ergebnisfunktion | 108 |
| 3.4.2 Konstruktion des Zielerreichungszusammenhangs | 108 |

| | |
|--|----------------|
| Kapitel 4: Vertragsgestaltung | 113 |
| 4.1 Elemente der Vertragsgestaltung | 114 |
| 4.1.1 Staged capital commitment | 115 |
| 4.1.1.1 Option to defer | 118 |
| 4.1.1.2 Option to abandon the project..... | 121 |
| 4.1.2 Ratchet Principle | 124 |
| 4.1.3 Optionen und Termingeschäft | 127 |
| 4.1.3.1 Verkaufsoption | 127 |
| 4.1.3.2 Kaufoption..... | 131 |
| 4.1.3.3 Überkreuz-Option..... | 131 |
| 4.1.3.4 Termingeschäft | 132 |
| 4.1.4 Buy-sell arrangement | 132 |
| 4.1.4.1 Go-along obligation und Come-along right | 133 |
| 4.1.4.2 Vorkaufsrecht und Andienungspflicht | 134 |
| 4.1.5 Earn-out..... | 135 |
| 4.1.6 Vertragliche Unterstützung des Exit über den Kapitalmarkt | 139 |
| 4.1.6.1 Registration right..... | 140 |
| 4.1.6.2 Fixed-fraction contract | 140 |
| 4.1.6.3 Gesellschaftsrechtliche Ausgestaltungsformen | 142 |
| 4.2 Kontraktdesign und Exitkanäle..... | 144 |
| 4.2.1 „Effizienter“ Vertragsexit aus Sicht des Venture Capitalist | 144 |
| 4.2.2 Der Vertragsexit unter Berücksichtigung des Entrepreneurs..... | 146 |
| Kapitel 5: Finanzierungsstruktur | 151 |
| 5.1 Fremdkapital und Exit | 152 |
| 5.1.1 Ergebnismatrix aus Sicht des VC bei exogener Finanzierungsstruktur .. | 152 |
| 5.1.2 Wertmaximierende Liquidationspolitik und Private benefits | 154 |
| 5.1.3 Liquidationsentscheidung und die Internalisierung von Private benefits | 155 |
| 5.1.4 Implementierung der optimalen Liquidationspolitik..... | 159 |

| | |
|--|------------|
| 5.2 Eigenkapital und Exit | 163 |
| 5.2.1 Minderheitsbeteiligung am Eigenkapital | 163 |
| 5.2.1.1 Ergebnismatrix bei exogener Finanzierungsstruktur (Sicht des VC) | 163 |
| 5.2.1.2 Entrepreneur-Kontrolle..... | 164 |
| 5.2.2 Mehrheitsbeteiligung am Eigenkapital..... | 166 |
| 5.2.2.1 Ergebnismatrix bei exogener Finanzierungsstruktur (Sicht des VC) | 166 |
| 5.2.2.2 Venture Capitalist-Kontrolle | 167 |
| 5.2.2.3 Vorteilhaftigkeit der EK-Minderheit zur Regelung der Liquidation.... | 168 |
| 5.2.3 „One Share - One Vote“ | 169 |
| 5.2.4 Trade sale und der „originäre“ Eigenkapitalanteil des Entrepreneurs | 173 |
| 5.3 Convertible securities und Exit..... | 176 |
| 5.3.1 Convertible securities und Contingent control | 176 |
| 5.3.2 Wandlung in Eigenkapitalminderheit | 179 |
| 5.3.2.1 Ergebnismatrix bei exogener Finanzierungsstruktur (Sicht des VC) | 179 |
| 5.3.3 Wandlung in Eigenkapitalmehrheit..... | 179 |
| 5.3.3.1 Ergebnismatrix bei exogener Finanzierungsstruktur (Sicht des VC) | 179 |
| 5.3.4 Kontrollkosten des Going public..... | 180 |
| Kapitel 6: „Exit-optimale“ Lösung des Entscheidungsmodells | 183 |
| 6.1 Entscheidungsmodell und Lösungsalgorithmen..... | 184 |
| 6.1.1 Optimierung des unilateralen Zielerreichungszusammenhangs | 184 |
| 6.1.1.1 Dominanzkriterium | 184 |
| 6.1.1.2 Präferenzen | 185 |
| 6.1.1.3 Entwicklung eines „unilateralen“ Entscheidungsmodells | 186 |
| 6.1.1.4 Entscheidungsregel, Zielfunktion und Gestaltungsempfehlungen ... | 188 |
| 6.1.2 Optimierung des zustandsabhängigen Entscheidungsmodells | 190 |
| 6.1.2.1 Entwicklung eines „zustandsabhängigen“ Entscheidungsmodells... .. | 190 |
| 6.1.2.2 Nutzen-Kosten-Kalkül und optimaler Exit..... | 191 |
| 6.1.2.3 Anreizstruktur und „bereichsabhängige“ Kontrollverteilung | 192 |
| 6.1.2.4 Exitkanäle und Gestaltungsmöglichkeiten | 193 |

| | |
|--|------------|
| 6.2 Gestaltungsempfehlungen | 194 |
| 6.2.1 Liquidation | 194 |
| 6.2.1.1 Modellbereiche der Liquidation | 194 |
| 6.2.1.2 Kontrollverteilung bei der Liquidation | 195 |
| 6.2.1.3 Gestaltung der Liquidation | 195 |
| 6.2.2 Going public | 196 |
| 6.2.2.1 Modellbereiche des Going public | 196 |
| 6.2.2.2 Kontrollverteilung beim Going public | 197 |
| 6.2.2.3 Gestaltung des Going public | 198 |
| 6.2.3 Trade sale | 198 |
| 6.2.3.1 Modellbereiche des Trade sale | 198 |
| 6.2.3.2 Kontrollverteilung beim Trade sale | 199 |
| 6.2.3.3 Gestaltung des Trade sale | 200 |
| 6.2.4 Buy-back | 200 |
| 6.2.4.1 Modellbereiche des Buy-back | 200 |
| 6.2.4.2 Kontrollverteilung beim Buy-back | 201 |
| 6.2.4.3 Gestaltung des Buy-back | 201 |
| Kapitel 7: Zusammenfassende Schlussbemerkungen..... | 203 |
| Literaturverzeichnis..... | 207 |