

## Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XIII
Symbolverzeichnis	XV
Abbildungsverzeichnis	XVII
Tabellenverzeichnis	XIX
A. Einleitung: Problemstellung, Zielsetzung und Aufbau der Untersuchung	1
B. Wesen der VC-Finanzierung	7
I. VC als Instrument zur Finanzierung junger innovativer Unternehmen	7
1. Eingrenzung junger innovativer Unternehmen	7
a) Begriff und Formen der Innovation	7
b) Charakterisierung junger Unternehmen	9
aa) Kleine und mittlere Unternehmen	9
bb) Das Lebenszykluskonzept zur Einordnung junger Unternehmen	10
2. Finanzierungsrelevante Merkmale junger innovativer Unternehmen	16
3. Finanzierungsmöglichkeiten junger innovativer Unternehmen	19
II. 4. Charakterisierung von VC	23
a) Begriffsabgrenzung	23
b) Klassifizierung und Beschreibung möglicher Finanzierungsinstrumente	25
II. Formen und Ausgestaltung der VC-Finanzierung durch renditeorientierte VC-Gesellschaften	30
1. Segmentierung des VC-Marktes	30
a) Marktteilnehmer	30

b) Direkte Beteiligungsformen	32
c) Formeller VC-Markt	35
2. Organisatorische Gestaltungsmöglichkeiten von VC-Finanzierungen	38
3. Ablauf des VC-Finanzierungsprozesses	41
a) Überblick	41
b) Investitionsphase	42
aa) Einwerbung von Kapital und Zugang zu potentiellen Beteiligungsunternehmen	42
bb) Beteiligungsauswahl	43
c) Betreuungsphase	48
d) Desinvestitionsphase	50
C. Analyse des deutschen VC-Marktes	55
I. Empirische Relevanz von VC in Deutschland	55
1. Historische Entwicklung des deutschen VC-Marktes	55
2. Bestandsaufnahme des deutschen VC-Marktes im Jahr 1998	59
a) Potential des informellen VC-Marktes	59
b) Der formelle VC-Markt	60
aa) Kennzahlen zum erreichten Marktvolumen	60
bb) Struktur des Marktes	62
II. Der deutsche VC-Markt im internationalen Vergleich	65
1. Einordnung des deutschen VC-Marktes in Europa	65
a) Stellung Deutschlands im europäischen Gesamtmarkt	65
aa) Marktvolumen	66
bb) Marktstruktur	71
b) Stellung Deutschlands im europäischen Frühphasensegment	74
c) Beurteilung des deutschen VC-Marktes im europäischen Kontext	76

2.	Vergleich mit dem US-amerikanischen VC-Markt	77
a)	Probleme der Vergleichbarkeit	77
b)	Historische Entwicklung der VC-Finanzierung in den USA	78
c)	Vergleich der Marktvolumina	80
d)	Strukturvergleich der Märkte	82
III.	Rahmenbedingungen des deutschen VC-Marktes	85
1.	Eingrenzung zu analysierender Rahmenbedingungen	85
2.	Das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften	87
a)	Inhalt des Gesetzes	87
aa)	Zielsetzung und Anwendungsbereich	87
bb)	Regelungsbereiche vor der Novellierung im Zuge des Dritten Finanzmarktförderungsgesetzes	88
cc)	Deregulierung des Gesetzes	90
b)	Würdigung des Gesetzes	93
3.	Zur Rolle staatlicher Fördermaßnahmen	95
a)	Überblick über Förderprogramme	95
b)	Das Programm „Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen“	98
aa)	Ausgestaltung des Programms	98
bb)	Gesamtwirtschaftlicher Erfolg des Programms	100
4.	VC-Finanzierung in Deutschland vor dem Hintergrund der Einführung des Neuen Marktes	103
a)	Einordnung und Überblick	103
b)	Aufgaben und Ziele des Neuen Marktes	103
c)	Analyse der Mikrostruktur des Neuen Marktes	104
aa)	Inhalt der Markt-Mikrostrukturtheorie	104
bb)	Strukturelemente des Neuen Marktes	107
cc)	Beurteilung der Effizienz des Neuen Marktes	111
d)	Der Neue Markt als Desinvestitionsmöglichkeit für VC- Gesellschaften	114

D. Finanzierungstheoretische Analyse der VC-Finanzierung	117
I. Einordnung und Überblick	117
II. Neoklassische Finanzierungstheorie	118
1. Modellgrundlagen und zentrale Ergebnisse neoklassischer Überlegungen zur Finanzierungspolitik eines Unternehmens	118
2. Berücksichtigung von Marktunvollkommenheiten	121
3. Relevanz der Neoklassik zur Erklärung der Finanzierung junger innovativer Unternehmen durch VC-Gesellschaften	123
III. Neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie	125
1. Charakterisierung neoinstitutionalistischer Ansätze	125
2. Perspektive und Inhalt der Property Rights-Theorie	128
3. Der Transaktionskostenansatz	131
a) Begriffliche Grundlagen	131
b) Verhaltensannahmen und Inhalt des Transaktionskostenansatzes	132
c) Merkmale der Finanzierung junger innovativer Unternehmen aus der Sicht des Transaktionskostenansatzes	136
4. VC-Finanzierung aus der Sicht der Principal-Agent-Theorie	138
a) Inhalt der Principal-Agent-Theorie	138
aa) Begriffliche Abgrenzungen und Charakterisierung von Principal-Agent-Beziehungen	138
bb) Ansätze der Principal-Agent-Theorie	141
b) Agency-Probleme der Eigenfinanzierung	145
aa) Qualitätsunsicherheit	145
bb) Verhaltensrisiken nach Vertragsabschluß	146
(1) Überblick	146
(2) Konsum nicht-monetärer Vorteile und Reduktion des Arbeitseinsatzes	147
(3) Durchführung einer suboptimalen Investitionspolitik	148

c)	Möglichkeiten zur Reduzierung von Agency-Problemen	150
aa)	Reduzierung der Qualitätsunsicherheit	150
(1)	Signalling	150
(2)	Self Selection und Screening	153
bb)	Reduzierung der Verhaltensunsicherheit	155
(1)	Unternehmensinterne Anreiz- und Kontroll- mechanismen	155
(2)	Marktmechanismen	157
(3)	Vertrauen	159
d)	Spezifische Agency-Probleme der VC-Finanzierung	161
5.	VC-Gesellschaften aus der Sicht der Theorie der Finanzinter- mediation	164
a)	Formen und Aufgaben von Finanzintermediären	164
b)	Erklärungsansätze zur Vorteilhaftigkeit der Finanzintermediation in der VC-Finanzierung	167
aa)	Transaktionskostenargumente	167
bb)	Finanzintermediäre als Informationsproduzenten zur Reduzierung von Qualitätsunsicherheit	169
cc)	Finanzintermediäre zur Reduzierung von Verhaltensrisiken	173
c)	Erklärungsgehalt der Theorie der Finanzintermediation für die VC-Finanzierung	174
E.	Ausgestaltung des VC-Vertrages	177
I.	Aufgaben und Komponenten des VC-Vertrages	177
II.	Anreiz- und Kontrollwirkungen vertraglich-organisatorischer Regelungsbestandteile	179
1.	Elemente der Vertragsgestaltung	179
a)	Informations-, Mitwirkungs- und Entscheidungsrechte	179
b)	Modalitäten der Kapitalbereitstellung	182
c)	Sonstige Vertragsklauseln	186

2. Beurteilung der Gestaltungsalternativen aus der Sicht des Kapitalnehmers	187
3. Voraussetzungen und Grenzen für vertragliche Vereinbarungen	190
III. Anreiz- und Kontrollwirkungen der Finanzierungsstruktur	193
1. Gestaltung von Fortführungs- und Abbruchentscheidungen	193
a) Problemeinordnung	193
b) Annahmen	194
c) Durchsetzung der Interessen der VC-Gesellschaft	198
aa) Eigenkapitalbeteiligung der VC-Gesellschaft	198
bb) Verwendung eines wandelbaren Darlehens	205
2. Anreizwirkung eines möglichen Projektabbruchs	209
F. Zusammenfassung	213
Literaturverzeichnis	219

**Abbildungsverzeichnis**

Abb. B-1: Idealtypische Phasen im Lebenszyklus von Unternehmen	11
Abb. B-2: Teilnehmer des VC-Marktes	31
Abb. B-3: Segmentierung des VC-Marktes nach Kapitalgebern	34
Abb. B-4: Gestaltungsansätze der VC-Finanzierung	39
Abb. C-1: Entwicklung des deutschen VC-Fondsvolumens und -Portfolios	61
Abb. C-2: Entwicklung der Bruttoinvestitionen auf dem deutschen VC-Markt	62
Abb. C-3: Quellen des deutschen VC-Fondsvolumens 1998	63
Abb. C-4: Verteilung der deutschen Bruttoinvestitionen nach Finanzierungsphasen im Jahr 1998	64
Abb. C-5: Entwicklung des europäischen VC-Portfolios	66
Abb. C-6: Anteile einzelner Länder am europäischen VC-Portfolio 1998	67
Abb. C-7: Relative Einordnung des deutschen VC-Portfolios im europäischen Vergleich	68
Abb. C-8: Entwicklung der europäischen Bruttoinvestitionen	69
Abb. C-9: Anteile einzelner Länder an den europäischen Bruttoinvestitionen 1998	70
Abb. C-10: Relative Einordnung der deutschen Bruttoinvestitionen im europäischen Vergleich	70
Abb. C-11: Kapitalgeber auf dem europäischen VC-Markt 1998	71
Abb. C-12: Verteilung der europäischen Bruttoinvestitionen nach Finanzierungsphasen für das Jahr 1998	73
Abb. C-13: Investitionsvolumen im Frühphasensegment in ausgewählten Ländern Europas 1998	74
Abb. C-14: Relative Einordnung der deutschen Bruttoinvestitionen im Frühphasensegment in Europa	75
Abb. C-15: Anteile der Early Stage-Phase an den Bruttoinvestitionen ausgewählter Länder Europas im Jahr 1998	76

Abb. C-16: Entwicklung des amerikanischen VC-Fondsvolumens	80
Abb. C-17: Entwicklung der amerikanischen Bruttoinvestitionen	81
Abb. C-18: Kapitalgeber auf dem amerikanischen VC-Markt 1998	83
Abb. C-19: Verteilung der amerikanischen Bruttoinvestitionen nach Finanzierungsphasen 1998	84
Abb. C-20: Desinvestitionskanäle am deutschen VC-Markt 1998	115
Abb. D-1: Klassifizierung neoinstitutionalistischer Ansätze	127
Abb. D-2: Determinanten von Transaktionskosten	135
Abb. D-3: Agency-Probleme der Eigenfinanzierung nach Vertragsabschluß	147
Abb. D-4: Principal-Agent-Beziehungen bei einer indirekten VC-Finanzierung	163
Abb. E-1: Ereignisstruktur bei der Gestaltung der Fortführungs- bzw. Abbruchentscheidung	197
Abb. E-2: Ereignisstruktur bei Betrachtung der Wahl eines Aktivitätsniveaus des Unternehmers	210



**Tabellenverzeichnis**

Tab. B-1: Idealtypische Unterscheidung von Eigen- und Fremdkapital	20
Tab. B-2: Finanzierungsinstrumente des Mezzanine Capital	27
Tab. B-3: Wertkette der VC-Finanzierung	42
Tab. C-1: Entwicklung der deutschen Bruttoinvestitionen nach Finanzierungsphasen	65
Tab. C-2: Überblick über staatliche Förderprogramme zur Beteiligungsfinanzierung	98
Tab. C-3: Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten am Neuen Markt	110