

Michael Schefczyk

Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften

Analyse der Investitionsaktivitäten und
des Beteiligungsmanagements
von Venture Capital-Gesellschaften

3., überarbeitete und erweiterte Auflage

2004

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	XXI
Tabellenverzeichnis.....	XXIII
Abkürzungsverzeichnis.....	XXVI

1 Einführung.....	1
1.1 Ausgangssituation.....	1
1.1.1 Erfolgsprobleme von Venture Capital-Gesellschaften (VCG).....	1
1.1.2 Ursachen für Erfolgsprobleme von VCG.....	6
1.1.3 Forschungslücke zu Erfolgsstrategien deutscher VCG.....	8
1.2 Zielsetzung und methodischer Hintergrund der Arbeit.....	9
1.3 Struktur und Leitfragen der Untersuchung.....	12
2 Definition, Gestaltung, Ziele und Aktivitäten von VCG.....	17
2.1 Definition und Abgrenzung von VCG.....	17
2.2 Organisatorische Gestaltung von VC-Finanzierungen.....	23
2.3 Ziele und Bedeutung von VC.....	28
2.3.1 Gesamtwirtschaftlicher Nutzen von VC.....	28
2.3.2 Ziele von Kapitalgebern der VCG.....	32
2.3.3 Ziele von VCG.....	35
2.3.4 Grundanforderungen von Kapitalnehmern.....	36
2.4 Aktivitäten von VCG: Phasenorientiertes Geschäftsmodell und Managementinstrumentarium.....	38
2.4.1 Finanzierungsphasen.....	40
2.4.2 Prüfung der Beteiligungswürdigkeit von und Beteiligungsverhandlung mit potentiellen Portfoliounternehmen (PU).....	42
2.4.3 Beteiligungsvertrag.....	46

2.4.4	Managementunterstützung für PU.....	54
2.4.5	Desinvestition von PU.....	57
3	Rahmenbedingungen und Entwicklung des deutschen VC-	
	Marktes.....	61
3.1	VC als Segment des Eigenkapitalmarktes.....	61
3.1.1	Einordnung von VC als Eigenkapitalmarktsegment.....	62
3.1.1.1	Aufbringung von Risikokapital auf Wertpapierbörsen.....	65
3.1.1.2	Aufbringung von Risikokapital auf dem VC-Markt.....	67
3.1.1.3	Aufbringung von Risikokapital auf dem grauen Kapitalmarkt.....	68
3.1.1.4	Hemmnisse der Eigenfinanzierung nicht börsenreifer Unternehmen.....	68
3.1.2	VC-Markt: Segmentierung und Teilnehmer.....	69
3.2	Rechtliche, steuerliche und gesellschaftliche	
	Rahmenbedingungen für VC in Deutschland.....	72
3.2.1	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG).....	73
3.2.2	Beteiligungs-Sondervermögen im Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften.....	82
3.2.3	Regelungen über eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen.....	85
3.2.4	Grundlagen und Besonderheiten der Besteuerung von VC.....	88
3.2.4.1	Bilanzierungs- und Besteuerungsfragen auf PU-Ebene.....	88
3.2.4.2	Bilanzierungs- und Besteuerungsfragen auf VCG-Ebene.....	94
3.2.5	Gesellschaftliche Rahmenbedingungen für VC.....	101
3.3	Finanzielle Förderung von VC in Deutschland.....	103
3.3.1	Wesentliche Förderprogramme im Überblick.....	104
3.3.2	Besonderheiten der Förderung in den neuen Bundesländern.....	109
3.3.3	Erkenntnisse zum Erfolg der Förderprogramme.....	109

3.4	Entwicklung, erreichte Marktgröße und Struktur des VC-Marktes in Deutschland.....	113
3.5	Deutscher VC-Markt im internationalen Vergleich.....	122
4	Finanzierungstheoretische Einordnung von VC.....	127
4.1	Perspektive und Diskussion der neoklassischen Finanzierungstheorie.....	129
4.2	Perspektive der Institutionen- und Informationsökonomie.....	135
4.2.1	Property Rights-Theorie.....	135
4.2.2	Agency-Theorie.....	139
4.2.3	Asymmetrische Informationsverteilung.....	149
4.2.4	Transaktionskostenansatz.....	152
4.2.5	Vertragstheorie.....	154
4.2.6	Zusammenfassende Bewertung der Relevanz der institutionen- und informationsökonomischen Ansätze.....	157
4.3	Implikationen der institutionen- und informationsökonomischen Ansätze: VC als zweistufiges Principal-Agent-Problem.....	157
4.3.1	Einzelimplikationen der Agency-Theorie.....	157
4.3.2	Einzelimplikationen der asymmetrischen Informationsverteilung.....	159
4.3.3	Einzelimplikationen des Transaktionskostenansatzes.....	161
4.3.4	Übergreifende Implikationen der Institutionen- und Informationsökonomie für VC-Finanzierungen.....	162
4.4	Begründung für die Entstehung von VC-Märkten.....	165
4.5	Relevanz von VCG als Intermediäre.....	167
4.5.1	Qualitative Argumente zur Relevanz von VCG.....	167
4.5.2	Formale Abbildung der Bedingungen für eine Relevanz von VCG.....	168
4.6	Funktionen von Intermediären auf dem VC-Markt.....	172

5	Stand und Probleme der Forschung zu Erfolgsstrategien von VCG vor dem Hintergrund des eigenen Untersuchungsansatzes.....	175
5.1	Grundüberlegungen und Systematisierung des Literaturfeldes.....	175
5.2	Übersicht zum Forschungsstand.....	182
5.2.1	Forschungsstand zur Erfolgsmessung.....	182
5.2.2	Multivariate Studien zu Einzelgesellschaften und Portfolios/VCG.....	185
5.3	Kritische Bewertung von Erfolgsmessansätzen in Theorie und Praxis.....	195
5.4	Variablenblockmodell der eigenen Untersuchung.....	209
5.5	Angewandte Untersuchungsmethoden.....	212
5.6	Wesentliche Befunde zu potentiellen Erfolgsdeterminanten	212
5.6.1	Geschäftspolitik und Struktur von VCG.....	214
5.6.2	Merkmale von Portfolioinvestments.....	217
5.6.3	Bedeutung der Desinvestitionskanäle für den Beteiligungserfolg.....	224
5.6.4	Industriestruktur und Markt der PU.....	225
5.6.5	Strategie von PU.....	228
5.6.6	Geschäftsplanung von PU.....	231
5.6.7	Management von PU.....	235
5.6.8	Managerfluktuation als Sonderaspekt von PU-Management und Interaktion zwischen VCG und PU.....	240
5.6.9	Interaktion zwischen VCG und PU.....	242
5.7	Zusammenfassung der literaturgestützten Hypothesen zu Erfolgsdeterminanten von VC-Investitionen.....	246
6	Datenerhebung und Stichprobe der eigenen Untersuchung.....	249
6.1	Erhebungsdesign und Erhebungsinstrument.....	249
6.1.1	Aufbau und Gestaltung des verwendeten Fragebogens.....	251

6.1.1.1	Ursprüngliche Studie mit Daten aus dem zweiten Halbjahr 1995.....	251
6.1.1.2	Validierungsstudie mit Daten aus den Jahren 2002/2003.....	254
6.1.2	Vorgehen bei der Datenerhebung.....	255
6.1.2.1	Ursprüngliche Studie mit Daten aus dem zweiten Halbjahr 1995.....	255
6.1.2.2	Validierungsstudie mit Daten aus den Jahren 2002/2003.....	261
6.2	Charakteristika und Repräsentativität der vorliegenden Stichproben.....	262
6.2.1	Charakteristika der vorliegenden Stichproben.....	262
6.2.2	Vergleich der Stichproben mit dem VC-Markt.....	263
6.2.3	Zusammenfassende Befunde zur Stichproben- repräsentativität.....	268
7	Erfolgsstrategien von VCG: Deskriptive Statistiken und einfache Zusammenhangsanalysen.....	269
7.1	Charakteristika der Erfolgskriterien.....	270
7.1.1	Messung des Beteiligungserfolges in der eigenen Erhebung.....	270
7.1.2	Deskriptive Statistiken und Zusammenhänge zwischen Erfolgsmaßen.....	273
7.2	Deskriptive Statistiken und Erfolgswirkungen von Aspekten der Geschäftspolitik und Struktur von VCG.....	284
7.3	Merkmale von Portfolioinvestments.....	291
7.3.1	Deskriptive Statistiken zu Teilnehmungsmerkmalen.....	291
7.3.2	Erfolgswirkungen der Teilnehmungsmerkmale.....	294
7.3.3	Finanzierungsphase und Desinvestitionskanal.....	297
7.4	Markt und Industriestruktur der PU.....	301
7.4.1	Branchenspezifische Unterschiede.....	303
7.4.2	Deskriptive Statistiken und Zusammenhangsanalysen.....	303
7.4.3	Erfolgswirkungen von Markt und Industriestruktur.....	308

7.5	Eckpunkte der Strategien von PU.....	310
7.5.1	Deskriptive Statistiken zu strategischen Aspekten.....	310
7.5.2	Erfolgswirkungen des Marktzugangs und anderer Strategieaspekte.....	316
7.6	Geschäftsplanung für externe Adressaten.....	318
7.6.1	Deskriptive Statistiken zur Geschäftsplanung.....	318
7.6.2	Bestimmungsgrößen der Planungsqualität.....	319
7.6.3	Erfolgswirkungen der Geschäftsplanung.....	322
7.7	Management von PU.....	323
7.7.1	Deskriptive Statistiken zum Management.....	323
7.7.2	Wechselwirkungen mit Aspekten von Größe, Planung und Strategie.....	329
7.7.3	Erfolgswirkungen der Managementcharakteristika.....	333
7.7.4	Misserfolge und Managerfluktuation bei PU.....	336
7.8	Interaktion mit der VCG.....	338
7.8.1	Deskriptive Statistiken der Interaktionskenngrößen.....	338
7.8.2	Einfluss von VCG-Politik, Beteiligungsmerkmalen und Marktaspekten.....	342
7.8.3	Erfolgswirkungen der Interaktionskenngrößen.....	348
7.9	Bivariate Befunde zu den Forschungshypothesen im Überblick.....	350
8	Konfirmatorische multivariate Analysen zu den Erfolgsstrategien von VCG.....	355
8.1	Übersicht zum vorgesehenen Analysegang.....	355
8.2	Hypothesengerechte Struktur- und Messmodelle und kausalanalytisches Vorgehen im Rahmen der LISREL- Methodik.....	358
8.3	Faktorenanalysen zur Überprüfung der Dimensionalität komplexerer Messmodelle.....	368

8.4	Kausalanalyse eines Teilmodells mit den endogenen Variablen Rendite und Insolvenzrisiko.....	371
8.5	Kausalanalyse eines Teilmodells mit der Rendite als einziger endogener Variablen.....	378
8.6	Ergänzende multivariate Analysen zur Absicherung der Robustheit der Befunde der LISREL-Analyse.....	384
8.7	Ergebnisse der Kausalanalysen im Überblick.....	389
9	Normative Implikationen für das Management von VCG und die Gestaltung von Rahmenbedingungen.....	395
9.1	Implikationen für erfolgversprechende VCG-Strategien.....	395
9.1.1	Bedeutung der PU-Managementqualifikation.....	396
9.1.2	Aktive Beratungsunterstützung des PU durch die VCG.....	399
9.1.3	Starke (Minderheits-)Gesellschafterstellung der VCG bei ihren PU.....	401
9.1.4	Trennung großer und kleiner Beteiligungsfälle.....	404
9.1.5	Stärkere Berücksichtigung von Marktaspekten der PU.....	406
9.1.6	Stärkere Berücksichtigung der Wettbewerbsrisiken vonPU.....	407
9.1.7	Konzentration auf PU mit direktem Zugang zum (End-)Absatzmarkt.....	408
9.1.8	Intensivere Berücksichtigung der PU-Geschäftsplanung ...	409
9.2	Implikationen zur Methodik und Umsetzung der Erfolgsmessung.....	411
9.2.1	Messung der Internal Rate of Return und des Risikos durch VCG.....	411
9.2.2	Offenere Kommunikation der Ergebnisse von VCG.....	413
9.2.3	Methodische Verbesserung/Vervollständigung der Erfolgsmessung.....	415
9.2.4	Verankerung der Erfolgsmaße im Jahresabschluss der VCG.....	417
9.2.5	Gründung einer Rating- und Performanceanalyse-Gesellschaft.....	419

9.3 Implikationen zur Gestaltung der Rahmenbedingungen.....	420
9.3.1 Aktive Weiterentwicklung der unteren Börsensegmente.....	420
9.3.2 Weiterentwicklung öffentlicher Förderprogramme.....	422
10 Schlussbetrachtungen.....	425
10.1 Ansatzpunkte für die weitere Forschung im Überblick.....	426
10.1.1 Ansatzpunkte zur Datenbasis für empirische Studien.....	426
10.1.2 Ansatzpunkte zur Erfolgsmessung einzelner Beteiligungen/VCG.....	429
10.1.3 Ansatzpunkte zu Erfolgsfaktoren einzelner Beteiligungen/VCG.....	429
10.1.4 Ansatzpunkte zu Rahmenbedingungen für den VC- Markt.....	431
10.2 Risiko-Scoringmodelle zur Verbesserung der Erfolgsmessung.....	432
10.3 Detaillierung und Präzisierung wichtiger Erfolgs- determinanten.....	434
Anhang 1: Systematisierung des Literaturfeldes.....	439
Anhang 2: Erhebungsinstrument der empirischen Untersuchung.....	457
Anhang 3: Übersicht deutscher Venture Capital-Gesellschaften.....	469
Anhang 4: Korrelationen innerhalb der einzelnen Variablenblöcke....	479
Literaturverzeichnis.....	493
Sachregister.....	541