

Reihe: FGF Entrepreneurship-Research Monographien • Band 46

Herausgegeben von Prof. Dr. Heinz Klandt, Oestrich-Winkel, Prof. Dr. Dr. h. c. Norbert Szyperski, Köln, Prof. Dr. Michael Frese, Gießen, Prof. Dr. Josef Brüderl, Mannheim, Prof. Dr. Rolf Sternberg, Köln, Prof. Dr. Ulrich Braukmann, Wuppertal, und Prof. Dr. Lambert T. Koch, Wuppertal

Dr. Christian Schütz

Exitstrategien von Business Angels



Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|-------|
| Abbildungsverzeichnis | XV |
| Tabellenverzeichnis | XVII |
| Abkürzungsverzeichnis | XIX |
| Symbolverzeichnis | XXIII |
| Kapitel 1: Einleitung | 1 |
| 1 Problemstellung | 1 |
| 2 Forschungsfragen und Zielsetzung der Arbeit | 7 |
| 3 Gang der Untersuchung | 12 |
| Kapitel 2: Begriffliche Abgrenzungen und Grundlagen der Beteiligungskapitalfinanzierung | 17 |
| 1 Definitionen und Begriffsabgrenzungen | 17 |
| 1.1 Phasen der Beteiligungskapitalfinanzierung | 17 |
| 1.2 Formen der Beteiligungskapitalfinanzierung | 24 |
| 1.3 Business Angels | 31 |
| 1.4 Markt für Beteiligungskapitalfinanzierung | 39 |
| 1.5 Prozess der Beteiligungskapitalfinanzierung | 42 |
| 2 Überblick über verschiedene Exitformen | 60 |
| 2.1 Gesamtextit | 60 |
| 2.1.1 Going Public - Verkauf der Anteile über den Kapitalmarkt | 60 |
| 2.1.2 Trade Säle - Verkauf der Anteile an einen strategischen Investor | 67 |
| 2.1.3 Liquidation - Zerschlagung des Unternehmens | 70 |
| 2.2 Einzelexit | 72 |
| 2.2.1 Buy Back - Rückkauf der Anteile durch das Unternehmen oder die Unternehmensgründer | 72 |
| 2.2.2 Financial Säle - Verkauf der Anteile an einen finanziellen Investor | 76 |
| 3 Zusammenfassende Beurteilung | 80 |
| Kapitel 3: Exit als Entscheidungsproblem von Beteiligungsinvestoren | 85 |
| 1 Neue Institutionenökonomie als theoretischer Bezugsrahmen des Exits von Beteiligungsinvestoren | 85 |
| 1.1 Property-Rights-Theorie als Erklärungsansatz für den Exit von Beteiligungen | 88 |
| 1.1.1 Grundlagen der Property-Rights-Theorie | 88 |
| 1.1.2 Erklärungspotenzial der Property-Rights-Theorie für den Exit von Beteiligungsinvestoren | 88 |
| 1.1.3 Notwendigkeit einer Exit-Vertragsgestaltung | 92 |
| 1.2 Principal-Agent-Theorie und Transaktionskostentheorie als Erklärungsansätze für die Notwendigkeit einer effizienten Exit- Vertragsgestaltung | 93 |
| 1.2.1 Grundlagen der Principal-Agent-Theorie | 93 |
| 1.2.2 Erklärungspotenzial der Principal-Agent-Theorie für den Exit von Beteiligungsinvestoren | 97 |
| 1.2.2.1 Vorvertragliche Principal-Agent-Probleme | 100 |
| 1.2.2.2 Nachvertragliche Principal-Agent-Probleme | 102 |
| 1.2.2.3 Notwendigkeit einer Exit-Vertragsgestaltung | 107 |

| | | | |
|-----|---------|---|-----|
| | 1.2.3 | Grundlagen der Transaktionskosten-Theorie | 108 |
| | 1.2.4 | Bestimmungsgrößen der Transaktionskostentheorie als Begründung für die Notwendigkeit einer Exit-Vertragsgestaltung | 110 |
| 1.3 | | Relevanz der Exit-Vertragsgestaltung als Lösungsansatz für Probleme der Exitentscheidung im Lichte der Neuen Institutionenökonomie..... | 112 |
| 2 | | Grundlagen der Investitions- und Exitentscheidung von Beteiligungsinvestoren | 114 |
| 2.1 | | Motive der Investitions- und Exitentscheidung von Beteiligungsinvestoren..... | 114 |
| | 2.1.1 | Finanzwirtschaftliche Motive | 115 |
| | 2.1.1.1 | Maximierung des Exitwertes..... | 115 |
| | 2.1.1.2 | Maximierung des Unternehmenswertes..... | 116 |
| | 2.1.2 | Nicht-finanzwirtschaftliche Motive und Private Benefits | 117 |
| 2.2 | | Beteiligte Vertragsparteien an der Exitentscheidung von Beteiligungsinvestoren..... | 119 |
| | 2.2.1 | Unternehmensgründer | 120 |
| | 2.2.2 | Business Angels | 122 |
| | 2.2.3 | Venture Capitalisten | 122 |
| | 2.2.4 | Sonstige Investoren | 123 |
| | 2.2.5 | Konfliktpotenziale der am Exit beteiligten Vertragsparteien | 124 |
| | 2.2.6 | Bedeutung der Exitkontrollverteilung für die Exitentscheidung von Beteiligungsinvestoren | 125 |
| | 2.2.6.1 | Formen der Exitkontrolle..... | 125 |
| | 2.2.6.2 | Minderheitsbeteiligung versus Mehrheitsbeteiligung..... | 127 |
| 2.3 | | Relevanz der Vertragsgestaltung zur Verteilung der Exitkontrolle..... | 127 |
| 3 | | Entscheidungsmodelltheoretische Überlegungen des Exits von Beteiligungsinvestoren | 128 |
| 3.1 | | Exitentscheidung als Prozess..... | 128 |
| | 3.1.1 | Exit-Planung | 129 |
| | 3.1.1.1 | Problemformulierung..... | 129 |
| | 3.1.1.2 | Bestimmung der Elemente des Exit-Entscheidungsmodells..... | 130 |
| | 3.1.1.3 | Bestimmung des Exit-Entscheidungsfeldes..... | 131 |
| | 3.1.1.4 | Präzisierung der Exit-Zielfunktion..... | 133 |
| | 3.1.2 | Exit-Vorbereitung und -Durchführung | 134 |
| | 3.1.3 | Exit-Kontrolle | 141 |
| 3.2 | | Erwartungsstrukturen des Entscheiders über die Umweltzustände des Exits..... | 143 |
| | 3.2.1 | Erfolgsbestimmende Faktoren des Exits als Determinanten für die Umweltzustände | 143 |
| | 3.2.1.1 | Externe Exitbarrieren..... | 143 |
| | 3.2.1.2 | Interne Exitbarrieren..... | 147 |
| | 3.2.2 | Erwartungsstrukturen unter Unsicherheit | 149 |
| | 3.2.2.1 | Unsicherheit im engeren Sinne..... | 150 |
| | 3.2.2.2 | Risiko..... | 151 |
| | 3.2.3 | Exit-Zielfunktionen der Entscheidungsträger | 152 |
| 3.3 | | Grundstruktur des Exit-Modells bei Risiko..... | 154 |
| | 3.3.1 | Handlungsalternativen | 154 |
| | 3.3.2 | Umweltzustände | 162 |
| | 3.3.3 | Bestimmung der Exit-Zielfunktionen | 164 |
| | 3.3.4 | Kernaussagen des Modells | 177 |
| 4 | | Unterschiede in der Exitentscheidung von Beteiligungsinvestoren | 179 |
| 4.1 | | Risiko-Rendite-Verhältnis..... | 179 |
| | 4.1.1 | Systematisierung der Risiken von Beteiligungsinvestoren | 179 |
| | 4.1.1.1 | Systematisches Risiko der Beteiligungsinvestition..... | 179 |
| | 4.1.1.2 | Unsystematisches Risiko der Beteiligungsinvestition..... | 180 |

| | | |
|---------|--|-----|
| 4.1.1.3 | Theoretische Zusammenhänge zwischen systematischem, unsystematischem Risiko und der erwarteten Rendite von Beteiligungsinvestoren..... | 181 |
| 4.1.2 | Bestimmung der Renditeerwartung von Beteiligungsinvestoren | 183 |
| 4.1.2.1 | Kapitalmarkttheoretische Ansätze zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten als Grundlage für die Festlegung der Renditeerwartung..... | 183 |
| 4.1.2.2 | Praxismethode zur Bestimmung der Eigenkapitalkosten als Grundlage für die Festlegung der Renditeerwartung..... | 188 |
| 4.2 | Divergenzen im Risiko-Rendite-Zielsystem von Beteiligungsinvestoren..... | 192 |
| 4.3 | Zeithorizont der Exitentscheidung..... | 195 |
| 4.3.1 | Time-to-Exit | 195 |
| 4.3.2 | Zeitwert des Geldes | 198 |
| 4.4 | Bedeutung der Private Benefits für die Exitentscheidung..... | 199 |
| 4.5 | Implikationen der Unterschiede in der Exitentscheidung von Venture Capitalisten und Business Angels..... | 199 |
| 5 | Konzeption und Inhalte eines Vertragsdesigns für eine effiziente Exit-Vertragsgestaltung | 201 |
| 5.1 | Grundlagen der Vertragsgestaltung..... | 201 |
| 5.2 | Zweck von Exit-Verträgen..... | 203 |
| 5.3 | Vertragliche Berücksichtigung der am Exit beteiligten Interessengruppen..... | 204 |
| 5.4 | Effizienz im Kontext der Exit-Vertragsgestaltung..... | 205 |
| 5.5 | Bestandteile des Exit-Vertrags..... | 206 |
| 5.5.1 | Optionsbasierte Exit-Vertragsklauseln aus Perspektive des Beteiligungskapitalgebers | 207 |
| 5.5.1.1 | Put-Option..... | 207 |
| 5.5.1.2 | Go-along-Right..... | 208 |
| 5.5.1.3 | Option-to-wait..... | 209 |
| 5.5.1.4 | Option-to-exit..... | 209 |
| 5.5.2 | Optionsbasierte Exit-Vertragsklauseln aus Perspektive des Entrepreneurs | 210 |
| 5.5.2.1 | Call-Option..... | 210 |
| 5.5.2.2 | Vorkaufsrecht..... | 211 |
| 5.5.3 | Verpflichtende Exit-Vertragsklauseln aus Perspektive des Beteiligungskapitalgebers | 212 |
| 5.5.3.1 | Termingeschäft..... | 212 |
| 5.5.3.2 | Andienungspflicht..... | 213 |
| 5.5.4 | Verpflichtende Exit-Vertragsklauseln aus Perspektive des Entrepreneurs | 213 |
| 5.5.4.1 | Termingeschäft..... | 213 |
| 5.5.4.2 | Go-along-obligation..... | 214 |
| 5.5.4.3 | Buy-sell-arrangement..... | 214 |
| 5.5.5 | Sonstige Exit-Vertragsklauseln | 215 |
| 5.5.5.1 | Liquidation-Preference-Rights..... | 215 |
| 5.5.5.2 | Anti-Dilution-Rights..... | 217 |
| 5.5.5.3 | Registration-Rights..... | 218 |
| 5.5.5.4 | Ratchets..... | 220 |
| 5.5.5.5 | Carra-out-arrangements..... | 220 |
| 5.5.5.6 | Weitere Exit-Kontrollvereinbarungen..... | 221 |
| 6 | Zusammenfassende Beurteilung | 222 |

| | |
|---|-----|
| Kapitel 4: Strategiekonzept zur Gestaltung des Exits von Business Angels | 225 |
| 1 Exitrelevante Charakteristika von Business Angels | 225 |
| 1.1 Arten von Business Angels..... | 225 |
| 1.1.1 Bisherige Ansätze zur Typologisierung von Business Angels | 225 |
| 1.1.1.1 Ansatz nach Coveney und Moore..... | 225 |
| 1.1.1.2 Ansatz nach Gaston..... | 228 |
| 1.1.1.3 Weitere Ansätze zur Typologisierung von Business Angels..... | 231 |
| 1.1.1.4 Kritische Würdigung der bisherigen Ansätze..... | 233 |
| 1.1.2 Exitorientierter Ansatz zur Typologisierung von Business Angels | 234 |
| 1.1.2.1 Ertragsorientierter Business Angel..... | 236 |
| 1.1.2.2 Wertorientierter Business Angel..... | 237 |
| 1.1.2.3 Unternehmerischer Business Angel..... | 239 |
| 1.1.2.4 Idealistischer Business Angel..... | 241 |
| 1.2 Nutzenfunktionen der Business Angels bei unilateraler Exitkontrolle..... | 242 |
| 1.3 Konzeption einer exitoptimalen Entscheidungsstruktur für Business Angels..... | 245 |
| 2 Exit-Strategiekonzepte von Business Angels | 249 |
| 2.1 Formen des Exits..... | 251 |
| 2.1.1 Going Public | 252 |
| 2.1.1.1 Verteilung der Exitkontrolle..... | 252 |
| 2.1.1.2 Absicherung durch geeignete Gestaltungsinstrumente..... | 256 |
| 2.1.1.3 Handlungsempfehlungen für Business Angels..... | 258 |
| 2.1.2 TradeSale | 262 |
| 2.1.2.1 Verteilung der Exitkontrolle..... | 262 |
| 2.1.2.2 Absicherung durch geeignete Gestaltungsinstrumente..... | 264 |
| 2.1.2.3 Handlungsempfehlungen für Business Angels..... | 265 |
| 2.1.3 Liquidation | 268 |
| 2.1.3.1 Verteilung der Exitkontrolle..... | 268 |
| 2.1.3.2 Absicherung durch geeignete Gestaltungsinstrumente..... | 270 |
| 2.1.3.3 Handlungsempfehlungen für Business Angels..... | 271 |
| 2.1.4 Buy Back | 273 |
| 2.1.4.1 Verteilung der Exitkontrolle..... | 273 |
| 2.1.4.2 Absicherung durch geeignete Gestaltungsinstrumente..... | 275 |
| 2.1.4.3 Handlungsempfehlungen für Business Angels..... | 276 |
| 2.1.5 Financial Säle | 277 |
| 2.1.5.1 Verteilung der Exitkontrolle..... | 277 |
| 2.1.5.2 Absicherung durch geeignete Gestaltungsinstrumente..... | 279 |
| 2.1.5.3 Handlungsempfehlungen für Business Angels..... | 280 |
| 2.2 Zeitpunkt des Exits..... | 282 |
| 2.2.1 Ausstieg und Umplatzierung vor Beteiligungsende | 284 |
| 2.2.2 Ausstieg und Umplatzierung mit Ablauf der Lock-up-Periode | 286 |
| 2.2.3 Halten der Beteiligung | 287 |
| 2.2.4 Handlungsempfehlungen für Business Angels | 288 |
| 2.3 Lenkung des Exits..... | 293 |
| 2.3.1 Phasengesteuerte Lenkung des Exits | 295 |
| 2.3.1.1 Beteiligungssuche..... | 295 |
| 2.3.1.2 Beteiligungsprüfung und -auswahl..... | 297 |
| 2.3.1.3 Bewertung des Beteiligungsunternehmens..... | 299 |
| 2.3.1.4 Verhandlung und Vertragsgestaltung..... | 305 |
| 2.3.1.5 Beteiligungsmanagement und -Unterstützung..... | 307 |
| 2.3.1.6 Exit..... | 310 |
| 2.3.2 Lenkung des Exits durch sonstige Gestaltungsinstrumente | 310 |

| | | |
|---------|--|-----|
| 2.3.2.1 | Staffelung der Finanzierungsbereitstellung | 311 |
| 2.3.2.2 | Wahl des Finanzierungsinstrumentes..... | 312 |
| 2.3.2.3 | Informations-, Kontroll-, Mitbestimmungsrechte..... | 315 |
| 2.3.2.4 | Vergütungsformen..... | 316 |
| 2.3.3 | Handlungsempfehlungen für Business Angels | 318 |
| 3 | Syndizierung von Business Angels als Handlungsempfehlung zur Konzeption einer exitoptimalen Entscheidungsstruktur | 327 |
| 3.1 | Grundlagen der Syndizierung..... | 328 |
| 3.2 | Formen der Syndizierung..... | 330 |
| 3.2.1 | Syndizierung mit anderen Business Angels | 330 |
| 3.2.2 | Syndizierung mit Institutionellen Venture Capitalisten | 331 |
| 3.2.3 | Syndizierung mit Förderorientierten Venture Capitalisten | 332 |
| 3.2.4 | Syndizierung mit Corporate-Venture-Capitalisten | 333 |
| 3.2.5 | Syndizierung mit Inkubatoren | 335 |
| 3.2.6 | Syndizierung mit passiven Investoren | 336 |
| 3.3 | Bedeutung der Syndizierung für die Exitentscheidung von Business Angels..... | 337 |
| 3.4 | Exkurs: Roll-up-Exit als Lösungskonzept für den Exit von Business Angels..... | 338 |
| | Kapitel 5: Zusammenfassung und Ausblick | 343 |
| | Anhang | 355 |
| | Literaturverzeichnis | 357 |

Abbildungsverzeichnis

| | | |
|----------|---|-----|
| Abb. 1: | Fünf Kernfragen der vorliegenden Arbeit..... | 9 |
| Abb. 2: | Forschungsfragen im Rahmen des Exit-Strategiekonzepts von Business Angels..... | 10 |
| Abb. 3: | Gang der Untersuchung..... | 15 |
| Abb. 4: | Phasen der Beteiligungskapitalfinanzierung..... | 23 |
| Abb. 5: | Anbieter von Beteiligungskapital..... | 31 |
| Abb. 6: | Beteiligungsprozess von Beteiligungskapitalgebern..... | 44 |
| Abb. 7: | Gesamt- und Einzelexit..... | 60 |
| Abb. 8: | Exitentscheidung als Prozess..... | 129 |
| Abb. 9: | Verlauf unterschiedlicher Risikonutzen-Funktionen..... | 154 |
| Abb. 10: | Nutzenfunktionen des Entrepreneurs bei alternativen Exits..... | 166 |
| Abb. 11: | Nutzenfunktionen des Venture Capitalisten bei alternativen Exits..... | 170 |
| Abb. 12: | Nutzenfunktionen des Business Angels bei alternativen Exits..... | 173 |
| Abb. 13: | Exteraalitäten, Unsicherheit und Zieldivergenzen im Exit- Entscheidungsmodell..... | 178 |
| Abb. 14: | Capital Market Line und Security Market Line..... | 185 |
| Abb. 15: | Praxismethode zur Bestimmung der Renditeerwartung von Beteiligungsinvestoren..... | 190 |
| Abb. 16: | Ansatz zur Typologisierung von Business Angels nach COVENEY/MOORE..... | 228 |
| Abb. 17: | Beteiligungsziele und Umfang der Unterstützung von Business Angels..... | 235 |
| Abb. 19: | Exitrelevante Charakteristika von Business Angels..... | 243 |
| Abb. 20: | Exit-Strategiekonzept von Business Angels..... | 251 |
| Abb. 21: | Beteiligungsdauer und Beteiligungserfolg von Business Angels..... | 284 |

Tabellenverzeichnis

| | | |
|-------------|--|-----|
| Tabelle 1: | Vergleich Business Angels und Venture Capitalisten..... | 81 |
| Tabelle 2: | Vergleich Gesamt- versus Einzelexit..... | 82 |
| Tabelle 3: | Exit-Ergebnismatrix..... | 132 |
| Tabelle 4: | Exit-Entscheidungsmatrix..... | 133 |
| Tabelle 5: | Bedeutung von Private Benefits in Abhängigkeit des Exits einzeln versus gesamt..... | 157 |
| Tabelle 6: | Zielfunktionen der Exit-Beteiligten bei unilateraler Exit-Kontrolle..... | 161 |
| Tabelle 7: | Durchschnittliche erwartete Renditen von Beteiligungsinvestoren..... | 187 |
| Tabelle 8: | Vergleich Business Angels und renditeorientierten Venture Capitalisten..... | 201 |
| Tabelle 9: | Gestaltungsempfehlungen für Business Angels beim IPO..... | 261 |
| Tabelle 10: | Gestaltungsempfehlungen für Business Angels beim Trade Sale..... | 268 |
| Tabelle 11: | Gestaltungsempfehlungen für Business Angels bei einer Liquidation..... | 273 |
| Tabelle 12: | Gestaltungsempfehlungen für Business Angels beim Buy Back..... | 277 |
| Tabelle 13: | Gestaltungsempfehlungen für Business Angels beim Financial Sale..... | 281 |
| Tabelle 14: | Vor-, vertragliche und nachvertragliche Exit-Gestaltungsinstrumente für Business Angels..... | 326 |
| Tabelle 15: | Zusammenfassung der zentralen Unterscheidungsaspekte zwischen Business Angels und renditeorientierten Venture Capitalisten..... | 344 |