

**Reihe: Entrepreneurial Finance und Private Equity**

**Band: 5**

**Hrsg.: Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner / Prof. Ulrich Hommel, Ph.D.  
Prof. Dr. Bernd Rudolph / Prof. Dr. Dirk Schiereck**

**Ingrid Stein**

# **Venture Capital-Finanzierungen: Kapitalstruktur und Exitentscheidung**

**ÜHLENBRUCH Verlag**

**Bad Soden/Ts.**

# Inhaltsverzeichnis

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>1</b>
1.1	Definition von Venture Capital . . . . .	4
1.2	Der Markt für Beteiligungskapital . . . . .	4
1.3	Struktur einer Beteiligungsfinanzierung . . . . .	8
1.4	Aufbau der Arbeit . . . . .	13
<b>2</b>	<b>Datenerhebung und Repräsentativität</b>	<b>19</b>
2.1	Vorgehensweise bei der Datenerhebung . . . . .	19
2.2	Repräsentativität der Untersuchung . . . . .	24
<b>3</b>	<b>Determinanten der Kapitalstruktur der Investition</b>	<b>33</b>
3.1	Überblick . . . . .	33
3.2	Theoretische Literatur. . . . .	34
3.2.1	Vorbemerkung . . . . .	34
3.2.2	Konflikte bei der Projektauswahl . . . . .	35

3.2.3	Konflikte während der Beteiligungsphase . . . . .	38
3.2.4	Konflikte beim Ausstieg . . . . .	43
3.2.5	Zusammenfassung . . . . .	45
3.3	Empirische Literatur . . . . .	47
3.3.1	Struktur von Wagniskapitalfinanzierungen in verschiedenen Ländern . . . . .	47
3.3.2	Ergebnisse zu den Determinanten der Struktur . . . . .	49
3.3.2.1	Grundsätzliche Erklärungen . . . . .	49
3.3.2.2	Ergebnisse über die Relevanz der theoretischen Literatur . . . . .	52
3.4	Replikation wandelbarer Wertpapiere in Deutschland . . . . .	55
3.5	Hypothesen . . . . .	57
3.6	Deskriptive Statistik . . . . .	60
3.6.1	Wandelbare Finanzierungsinstrumente und Optionen . . . . .	60
3.6.2	Direkte Beteiligungen . . . . .	69
3.7	Ökonometrische Analyse . . . . .	77
3.8	Zusammenfassung . . . . .	82
<b>4</b>	<b>Die Investitionsdauer</b>	<b>85</b>
4.1	Überblick . . . . .	85
4.2	Theoretische Literatur . . . . .	87

---

4.2.1	Grandstanding . . . . .	87
4.2.2	Certification-Effekt . . . . .	90
4.3	Empirische Literatur . . . . .	92
4.3.1	Investitionsdauer und Charakteristika des Nachfolge- fonds. . . . .	92
4.3.2	Zeichnungsrenditen . . . . .	96
4.4	Hypothesen . . . . .	104
4.5	Deskriptive Statistik . . . . .	108
4.6	Okonometrische Schätzungen . . . . .	113
4.6.1	Größe des Portfoliounternehmens zu Investitionsbeginn	113
4.6.2	Investitionsdauer . . . . .	116
4.6.3	Zeichnungsrenditen . . . . .	119
4.7	Zusammenfassung . . . . .	122
4.8	Anhang . . . . .	123
5	Exitentscheidung	<b>125</b>
5.1	Überblick . . . . .	125
5.2	Theoretische Literatur über die Form der Eigenkapitalfinan- zierung . . . . .	126
5.2.1	Vorbemerkung . . . . .	126
5.2.2	Allgemeine Finanzierungsliteratur . . . . .	128

---

5.2.3	Spezielle Literatur über den Exit . . . . .	132
5.2.4	Zusammenfassung . . . . .	136
5.3	Empirische Literatur über die Form der Eigenkapitalfinanzierung . . . . .	138
5.3.1	Vorbemerkung . . . . .	138
5.3.2	Charakteristika des Portfoliounternehmens. . . . .	139
5.3.2.1	Größe des Portfoliounternehmens. . . . .	139
5.3.2.2	Branche und Innovationstätigkeit . . . . .	145
5.3.2.3	Investitionsbetrag und Syndizierung. . . . .	146
5.3.2.4	Erfolg des Portfoliounternehmens. . . . .	147
5.3.2.5	Unternehmerische Freiheit . . . . .	150
5.3.2.6	Qualität des Managements. . . . .	150
5.3.3	Finanzierung und Kontrollrechte. . . . .	151
5.3.4	Kursniveau an der Börse. . . . .	152
5.3.5	Zusammenfassung . . . . .	156
5.4	Hypothesen über die Determinanten der Exitwahl. . . . .	157
5.4.1	Vorbemerkung . . . . .	157
5.4.2	Entscheidung für einen Rückkauf . . . . .	158
5.4.2.1	Adverse Selektion und Moral Hazard . . . . .	158
5.4.2.2	Eigentumsverhältnisse der Beteiligungsgesellschaft. . . . .	160

5.4.3	Entscheidung zwischen IPO und Einzelinvestor . . . . .	162
5.4.3.1	Informations-/Transaktionskosten . . . . .	162
5.4.3.2	Diversifikationsmöglichkeiten . . . . .	164
5.4.3.3	Anreizeffekte . . . . .	165
5.4.3.4	Börsenklima . . . . .	167
5.4.3.5	Managementqualifikation . . . . .	168
5.5	Deskriptive Statistik . . . . .	169
5.5.1	Vorbemerkung . . . . .	169
5.5.2	Charakteristika des Portfoliounternehmens . . . . .	170
5.5.2.1	Größe bei der Erstinvestition . . . . .	170
5.5.2.2	Entwicklungsstadium zum Exitzeitpunkt . . . . .	171
5.5.2.3	Wachstumsrate des Umsatzes . . . . .	174
5.5.2.4	Außenfinanzierungsbedarf . . . . .	176
5.5.2.5	Innovationstätigkeit . . . . .	176
5.5.2.6	Marktposition, Wettbewerbssituation und Kooperationen . . . . .	183
5.5.2.7	Qualifikation des Managements . . . . .	187
5.5.3	Charakteristika der Beteiligungsgesellschaft . . . . .	188
5.5.4	Charakteristika der Beteiligung . . . . .	190
5.5.4.1	Investitionsbetrag, Kapitalstruktur und Syn- dizierung . . . . .	191

5.5.4.2	Vertragliche Vereinbarungen über den Ausstieg . . . . .	193
5.5.4.3	Unterstützung durch die Beteiligungsgesellschaft . . . . .	195
5.5.4.4	Änderung der Eigentümerstruktur durch den Exit . . . . .	196
5.5.4.5	Rendite . . . . .	200
5.5.5	Börsenklima . . . . .	203
5.5.6	Zusammenfassung . . . . .	208
5.6	Okonometrische Analyse . . . . .	209
5.6.1	Vorbemerkung . . . . .	209
5.6.2	Modelle für qualitativ abhängige Variablen . . . . .	211
5.6.3	Entscheidung für einen Buy Back . . . . .	213
5.6.4	Entscheidung zwischen Börsengang und privater Eigenkapitalfinanzierung . . . . .	219
5.7	Zusammenfassung . . . . .	231

## A Fragebogen

**235**