

Michael Schefczyk

# Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity

Grundlagen für Investoren,  
Finanzintermediäre,  
Unternehmer und Wissenschaftler

2. Auflage





Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,  
vielen Dank, dass Sie dieses E-Book erworben haben. Damit Sie das Produkt optimal nutzen können, möchten wir Sie gerne auf folgende Navigationsmöglichkeiten hinweisen:

Die Verlinkungen im Text ermöglichen Ihnen eine schnelle und komfortable Handhabung des E-Books. Um eine gewünschte Textstelle aufzurufen, stehen Ihnen im Inhaltsverzeichnis und im Register als Link gekennzeichnete Kapitelüberschriften bzw. Seitenangaben zur Verfügung.

Zudem können Sie über das Adobe-Digital-Editions-Menü »Inhaltsverzeichnis« die verlinkten Überschriften direkt ansteuern.

Erfolgreiches Arbeiten wünscht Ihnen  
der Schäffer-Poeschel Verlag



Michael Schefczyk

# Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity

Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre,  
Unternehmer und Wissenschaftler

2., überarbeitete und aktualisierte Auflage

2006

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

*Verfasser:*

Prof. Dr. rer. pol. Michael Schefczyk  
SAP-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurship und Innovation, Technische Universität Dresden

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek  
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation  
in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten  
sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

e-book ISBN: 978-3-7992-6167-8

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© 2010 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH  
[www.schaeffer-poeschel.de](http://www.schaeffer-poeschel.de)  
[info@schaeffer-poeschel.de](mailto:info@schaeffer-poeschel.de)  
Einbandgestaltung: Willy Löffelhardt

**Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart**  
Ein Tochterunternehmen der Verlagsgruppe Handelsblatt

## Vorwort

Venture Capital (VC) und Private Equity (PE) haben in den letzten Jahren aus einer Vielzahl von Blickwinkeln erhebliche Beachtung gefunden. Die im Markt vorherrschende Einstellung zu diesen Finanzierungsinstrumenten war dabei in Phase und Amplitude positiv wie negativ sehr deutlich von der Börsenentwicklung beeinflusst. Nach einer alten Kaufmannsregel soll der Gewinn im Einkauf liegen. Gemessen an dieser Regel ist es zu erheblichen Unter- und Übertreibungsphänomenen gekommen, weil die Marktteilnehmer schon beim Einkauf (= Beginn einer Beteiligung) zu sehr an den Verkauf (= Veräußerung dieser Beteiligung) gedacht haben. Dabei haben sie zeitweise die bis zum Verkauf erforderliche Reifedauer unterschätzt, als man zu Zeiten der „New Economy“ glaubte, normale junge Unternehmen serienweise in bestenfalls zwei Jahren börsenreif machen zu können. Aber auch seit wieder Konsens dahingehend herrscht, dass zwischen Einkauf und Verkauf üblicherweise rund fünf Jahre liegen, bereitet die alte Kaufmannsregel dem VC-Markt Schwierigkeiten. Erfahrungsgemäß absolvierten die Börsen während der üblichen Beteiligungsdauer Teile eines Zyklus oder sogar mehrere Zyklen. Wenn es für VC und PE vielleicht beim Verkauf auf die Börsenverfassung ankommt, erscheint es demnach sehr fragwürdig, sich schon Jahre vorher beim Beginn einer Beteiligung von der genau zu diesem Zeitpunkt aktuellen Börsenverfassung leiten zu lassen. Trotz dieser einfachen Erkenntnis und der zahlreichen Finanzierungsprofis im Markt: So hat das Herz des VC-Marktes jüngst geschlagen und so scheint es auch weiter zu pulsieren.

*Gesamtwirtschaftlich* wird VC – im Sinne eines traditionellen Begriffsverständnisses wird in diesem Buch auch Private Equity mit dem Begriff Venture Capital erfasst (die „European Venture Capital Association“ ist auf der Europaebene führende Verband der VC- und PE-Gesellschaften) – als Instrument zur Unterstützung des Strukturwandels, zur Stärkung innovativer kleiner und mittlerer Unternehmen sowie zur branchenspezifischen staatlichen Förderung – z. B. in der Informationstechnik und Biotechnologie – gesehen. *Investoren* erkennen in VC eine Anlageklasse, die unter Diversifikationsgesichtspunkten und angesichts der (zumindest historisch) geringen Korrelation mit den Renditen/Risiken von Aktien und Anleihen interessant ist. *Intermediäre* beurteilen die Beteiligungswürdigkeit junger Unternehmen und arrangieren für Investoren Portfolios aus Beteiligungen an jungen Unternehmen. Gleichzeitig bieten sie nicht finanzielle Managementunterstützung und bemühen sich selbst um eine geeignete Positionierung auf dem VC-Markt. *Junge Unternehmen* begreifen VC als Chance, ambitionierte Vorhaben zu realisieren und die eigene Entwicklung zu beschleunigen.

Dieses Buch ist ein weiterentwickeltes Derivat meiner Habilitationsschrift „Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften“, die eine eigene empirische Analyse von 103 VC-Transaktionen beschreibt, 1998 in der ersten sowie 2000 in der zweiten Auflage erschienen ist und in der dritten Auflage 2004 um eine Validierungsstudie mit 187 VC-Transaktionen ergänzt wurde. Im Zentrum dieses Buches stehen aber nicht mehr eigene wissenschaftliche Forschungsergebnisse. Die Entwicklung und Prüfung der eigenen Hypothesen ist daher in diesem Werk nicht abgedruckt; vielmehr sollen fundierte Grundlagenerkenntnisse zur VC-Finanzierung an Anbieter von VC, junge Unternehmen sowie auch an Wissenschaftler und Studenten

vermittelt werden. Dazu wurden wesentliche Informationen zum VC-Markt und zur verfügbaren Literatur aktualisiert. Darüber hinaus wurde ein Kapitel „Geschäftsplanung junger Unternehmen für externe Adressaten“ ergänzt, das beschreibt, welche Planungsergebnisse junge Unternehmen in welcher Weise einsetzen sollten, um VC einzuwerben. Dieser Abschnitt soll jungen Unternehmen dabei helfen, die Schritte zur VC-Finanzierung professionell zu organisieren. Einige Teile dieses Werkes – vor allem die Abschnitte zur Finanzierungstheorie und zum Forschungsstand – richten sich dagegen an Leser, die auf ein wissenschaftliches Niveau vordringen möchten.

Bedanken möchte ich mich nochmals bei denjenigen, die schon das Zustandekommen meiner Habilitationsschrift unterstützt haben, vor allem *Prof. Dr. Torsten J. Gerpott* vom Lehrstuhl Planung & Organisation der Universität Duisburg-Essen, der die damalige Arbeit betreut hat, und *Dr. Holger Frommann*, der als Geschäftsführer des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) meine Datenerhebungen unterstützt hat.

Für zahlreiche Hilfestellungen danke ich dem gesamten Team meines Lehrstuhls. Das Manuskript hat vor allem meine Sekretärin, Frau *Mandy Windisch*, realisiert, die dazu unter anderem mit unablässigem Eifer und unerschütterlicher Geduld für die erste Auflage viele Inhalte von einer Macintosh- auf eine Windows-Plattform übertragen und das Manuskript dann für die zweite Auflage weiterentwickelt hat. Den akribischen Abgleich des Literaturverzeichnisses hat insbesondere *Sebastian Gurtner* durchgeführt. *Dr. Frank Pankotsch* gab mir Feedback zum Literaturkapitel, nachdem er sich bei der ersten Auflage auf die Förderprogramme konzentriert hatte. Für die kapitelweise Korrektur bei der Erstellung der ersten Auflage danke ich *Dr. Matthias Pohler* und *Dipl.-Wirtsch.-Ing. Jörg Wylegalla*.

Dresden, im März 2006

*Prof. Dr. Michael Schefczyk*

# Inhaltsverzeichnis

Vorwort .....	V
Abbildungsverzeichnis .....	X
Tabellenverzeichnis.....	XI
Abkürzungsverzeichnis .....	XII
1. Einführung.....	1
1.1 Ausgangssituation .....	1
1.2 Entwicklungsstand und Probleme des VC-Marktes in Deutschland.....	2
1.3 Zielsetzung, Struktur und Leitfragen des Buches.....	4
2. Definition, Gestaltung, Ziele und Aktivitäten von VCG.....	7
2.1 Definition und Abgrenzung von VCG .....	7
2.2 Organisatorische Gestaltung von VC-Finanzierungen.....	11
2.3 Ziele und Bedeutung von VC .....	16
2.3.1 Gesamtwirtschaftlicher Nutzen von VC .....	16
2.3.2 Ziele von Kapitalgebern der VCG .....	18
2.3.3 Ziele von VCG .....	20
2.3.4 Grundanforderungen von Kapitalnehmern .....	21
2.4 Aktivitäten von VCG: Phasenorientiertes Geschäftsmodell und Managementinstrumentarium.....	23
2.4.1 Finanzierungsphasen.....	24
2.4.2 Prüfung der Beteiligungswürdigkeit von und Beteiligungsverhandlung mit potentiellen Portfoliounternehmen (PU).....	25
2.4.3 Beteiligungsvertrag .....	29
2.4.4 Managementunterstützung für PU .....	35
2.4.5 Desinvestition von PU .....	38
3. Finanzierungstheoretische Einordnung von VC .....	41
3.1 Perspektive und Diskussion der neoklassischen Finanzierungstheorie.....	43
3.2 Perspektive der Institutionen- und Informationsökonomie .....	46
3.2.1 Property Rights-Theorie.....	46
3.2.2 Agency-Theorie.....	49
3.2.3 Asymmetrische Informationsverteilung.....	58
3.2.4 Transaktionskostenansatz.....	60
3.2.5 Vertragstheorie.....	62
3.2.6 Zusammenfassende Bewertung der Relevanz der institutionen- und informationsökonomischen Ansätze .....	63
3.3 Implikationen der institutionen- und informationsökonomischen Ansätze: VC als zweistufiges Principal-Agent-Problem.....	64
3.3.1 Einzelimplikationen der Agency-Theorie.....	64



3.3.2	Einzelimplikationen der asymmetrischen Informationsverteilung .....	65
3.3.3	Einzelimplikationen des Transaktionskostenansatzes.....	67
3.3.4	Übergreifende Implikationen der Institutionen- und Informationsökonomie für VC-Finanzierungen.....	68
3.4	Begründung für die Entstehung von VC-Märkten .....	70
3.5	Relevanz von VCG als Intermediäre.....	71
3.5.1	Qualitative Argumente zur Relevanz von VCG .....	71
3.5.2	Formale Abbildung der Bedingungen für eine Relevanz von VCG .....	72
3.6	Funktionen von Intermediären auf dem VC-Markt.....	75
4.	Rahmenbedingungen des deutschen VC-Marktes.....	79
4.1	VC als Segment des Eigenkapitalmarktes.....	79
4.1.1	Einordnung von VC als Eigenkapitalmarktsegment .....	80
4.1.1.1	Aufbringung von Risikokapital auf Wertpapierbörsen.....	83
4.1.1.2	Aufbringung von Risikokapital auf dem VC-Markt.....	84
4.1.1.3	Aufbringung von Risikokapital auf dem grauen Kapitalmarkt.....	85
4.1.1.4	Hemmnisse der Eigenfinanzierung nicht börsenreifer Unternehmen.....	85
4.1.2	VC-Markt: Segmentierung und Teilnehmer .....	86
4.2	Rechtliche, steuerliche und gesellschaftliche Rahmenbedingungen für VC in Deutschland.....	88
4.2.1	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) .....	88
4.2.2	Investmentaktiengesellschaften nach dem Investmentgesetz .....	95
4.2.3	Regelungen über eigenkapitalersetzende Gesellschafterdarlehen .....	96
4.2.4	Grundlagen und Besonderheiten der Besteuerung von VC .....	99
4.2.4.1	Bilanzierungs- und Besteuerungsfragen auf PU-Ebene.....	99
4.2.4.2	Bilanzierungs- und Besteuerungsfragen auf VCG-Ebene .....	104
4.2.5	Gesellschaftliche Rahmenbedingungen für VC .....	108
5.	Förderung und Entwicklung von VC in Deutschland.....	111
5.1	Finanzielle Förderung von Unternehmen in Deutschland.....	111
5.1.1	Wesentliche Förderprogramme im Überblick.....	111
5.1.2	Erkenntnisse zum Erfolg der Förderprogramme.....	116
5.2	Finanzielle Förderung in den USA durch das SBIC-Programm .....	119
5.3	Entwicklung, Marktgröße und Struktur des VC-Marktes in Deutschland .....	122
5.4	Deutscher VC-Markt im internationalen Vergleich .....	128
6.	Theoretisch und empirisch fundierte Erfolgsfaktoren zu VC .....	133
6.1	Grundüberlegungen und Systematisierung des Literaturfeldes.....	133
6.2	Übersicht zum Forschungsstand.....	138
6.2.1	Forschungsstand zur Erfolgsmessung .....	138
6.2.2	Multivariate Studien zu Einzelgesellschaften und Portfolios/VCG.....	141
6.3	Kritische Bewertung von Erfolgsmessansätzen in Theorie und Praxis.....	150
6.4	Normative Implikationen für erfolversprechende VC-Finanzierungen .....	161
6.4.1	Bedeutung der PU-Managementqualifikation.....	161
6.4.2	Aktive Beratungsunterstützung des PU durch die VCG.....	163
6.4.3	Starke (Minderheits-)Gesellschafterstellung der VCG bei ihren PU.....	164

6.4.4	Trennung großer und kleiner Beteiligungsfälle .....	167
6.4.5	Stärkere Berücksichtigung von Marktaspekten der PU .....	168
6.4.6	Stärkere Berücksichtigung der Wettbewerbsrisiken von PU .....	170
6.4.7	Konzentration auf PU mit direktem Zugang zum (End-)Absatzmarkt .....	170
6.4.8	Intensivere Berücksichtigung der PU-Geschäftsplanung.....	171
6.5	Implikationen zur Methodik und Umsetzung der Erfolgsmessung.....	172
6.5.1	Messung der Internal Rate of Return und des Risikos durch VCG .....	172
6.5.2	Methodische Verbesserung/Vervollständigung der Erfolgsmessung .....	173
6.5.3	Verankerung der Erfolgsmaße im Jahresabschluss der VCG .....	175
6.5.4	Gründung einer Rating- und Performanceanalyse-Gesellschaft .....	176
6.6	Implikationen zur Gestaltung der Rahmenbedingungen .....	177
6.6.1	Aktive Weiterentwicklung der unteren Börsensegmente.....	177
6.6.2	Steuerliche Gleichstellung von VCG- und Direktinvestitionen.....	178
7.	Geschäftsplanung junger Unternehmen für externe Adressaten .....	181
7.1	Bedeutung der Geschäftsplanung für junge Unternehmen.....	181
7.1.1	Nutzen der Geschäftsplanung innerhalb des Unternehmens.....	182
7.1.2	Geschäftsplanung als Voraussetzung für die externe Eigenfinanzierung .....	183
7.2	Zentrale Inhalte der Geschäftsplanung für externe Adressaten.....	184
7.2.1	Qualifikation des Gründer-/Managerteams .....	187
7.2.2	Beschreibung von Geschäft bzw. Produkten .....	187
7.2.3	Markt- und Wettbewerbsanalyse.....	188
7.2.4	Marketing- und Wettbewerbsstrategie des eigenen Unternehmens .....	189
7.2.5	Ressourcen und Geschäftssystem des eigenen Unternehmens .....	191
7.2.6	Umsatz- und Kostenplanung.....	192
7.2.7	Investitions- und Kapitalbedarfsplanung .....	194
7.2.8	Finanzierungsplanung .....	196
7.3	Möglichkeiten zur effektiven Entwicklung der Geschäftsplanung .....	206
7.3.1	Wichtige Quellen für Markt- und Brancheninformationen.....	206
7.3.2	Methodische Fragen bei der Erstellung der Planung .....	207
7.3.3	Öffentliche und private Beratungsunterstützung .....	209
7.4	Einsatz des Geschäftsplans bei der externen Eigenfinanzierung .....	210
7.4.1	Schutz der Geschäftsidee bei jungen Unternehmen.....	211
7.4.2	Nutzung des Geschäftsplans bei der Einwerbung von Venture Capital ....	211
7.4.3	Beteiligungsbörsen und Beteiligungsvermittlung .....	218
8.	Ausblick .....	221
Anhang 1: Systematisierung des Literaturfeldes.....		223
Anhang 2: Übersicht deutscher Venture Capital-Gesellschaften .....		243
Literaturverzeichnis.....		251
Sachregister .....		287

# Abbildungsverzeichnis

Abb. 1.1:	Kurzprofil des deutschen VC-Marktes .....	2
Abb. 1.2:	Struktur und Leitfragen dieses Buches .....	6
Abb. 2.1:	Funktionsprinzip von Venture Capital .....	11
Abb. 2.2:	Organisationsformen der VC-Finanzierung .....	12
Abb. 2.3:	Leistungsbeziehungen zwischen Investoren, VCG und PU .....	14
Abb. 2.4:	Phasenorientiertes Geschäftsmodell von VCG .....	24
Abb. 2.5:	Finanzierungsphasen .....	26
Abb. 2.6:	Idealtypischer Prozess der Beteiligungsprüfung .....	28
Abb. 3.1:	Agency-Effekte des externen Eigenkapitals.....	51
Abb. 3.2:	Reduzierung von Agency-Effekten durch Monitoring und Bonding .....	54
Abb. 3.3:	Principal-Agent-Situation Kofinanzierung.....	56
Abb. 3.4:	Principal-Agent-Situation Corporate Venture Capital .....	57
Abb. 3.5:	Institutionen und informationsökonomische Probleme und Lösungsansätze bei VC-Finanzierungen .....	69
Abb. 4.1:	Wichtige Regelungen des Gesetzes über Unternehmens- beteiligungsgesellschaften (UBGG).....	90
Abb. 5.1:	Struktur des SBIC-Programms .....	119
Abb. 5.2:	VC-Markt Deutschland 1995 – 2005 .....	124
Abb. 5.3:	Struktur des deutschen VC-Marktes – 2005.....	125
Abb. 5.4:	Anteile einzelner Nationen am europäischen VC-Markt – in % des investierten Kapitals 2004 – .....	128
Abb. 5.5:	Marktgrößen im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt – in % des Bruttoinlandsproduktes 2004 – .....	129
Abb. 5.6:	Anteile der Finanzierungsphasen im internationalen Vergleich – in % der Bruttoinvestitionen 2004 – .....	131
Abb. 6.1:	Anlage der Literaturanalyse .....	134
Abb. 6.2:	Systematisierung des Literaturfeldes.....	136
Abb. 6.3:	Beteiligungsrentabilitätsmaße Internal Rate of Return (IRR) .....	153
Abb. 7.1:	Geschäftsplanung für externe Adressaten – Übersicht.....	185
Abb. 7.2:	Strukturierung der Finanzierung junger Unternehmen.....	205
Abb. 7.3:	Quellen für Markt- und Brancheninformationen.....	207
Abb. 7.4:	Prozess der Einwerbung von Venture Capital.....	213
Abb. 7.5:	Ein- vs. mehrstufige Bewertung junger Unternehmen .....	215

## Tabellenverzeichnis

Tab. 2.1:	Alternativen zur Einbindung des VC-Managements.....	15
Tab. 2.2:	Typische ergänzende Regelungen in VC-Beteiligungsverträgen.....	30
Tab. 2.3:	Kataloge zustimmungspflichtiger Geschäfte.....	37
Tab. 3.1:	Neoklassische, institutionen- und informationsökonomische Perspektiven zum Kapitalmarkt.....	42
Tab. 3.2:	Wichtige Agency-Effekte von VC-Finanzierungen.....	55
Tab. 4.1:	Segmente des deutschen Eigenkapitalmarktes.....	81
Tab. 4.2:	Segmente des VC-Marktes.....	87
Tab. 5.1:	Finanzierungshilfen für nicht börsenreife Unternehmen.....	113
Tab. 5.2:	Finanzierungshilfen für Existenzgründer.....	115
Tab. 5.3:	Charakteristiken der SBIC-Typen.....	121
Tab. 5.4:	Verteilung der Finanzierungsphasen im deutschen VC-Markt.....	126
Tab. 5.5:	Verteilung der Desinvestitionswege im deutschen VC-Markt.....	127
Tab. 6.1:	Multivariat korrelative Literatur zu VC-Finanzierungen.....	145
Tab. 6.2:	Risiken von VC-Finanzierungen.....	155
Tab. 6.3:	Erfolgswirkungen der funktionalen und branchenbezogenen Erfahrung des PU-Managements.....	162
Tab. 7.1:	Eigenschaften wichtiger Finanzierungsquellen für junge Unternehmen – Fremdfinanzierung.....	197
Tab. 7.2:	Eigenschaften wichtiger Finanzierungsquellen für junge Unternehmen – Eigenfinanzierung.....	199

## Abkürzungsverzeichnis

AnfG	Anfechtungsgesetz
BGBI	Bundesgesetzblatt
BJTU	Beteiligungskapital für junge Technologieunternehmen
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BTU	Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen
BVCA	British Venture Capital Association
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
EASDAQ	European Association of Securities Dealers Automated Quotation
ERP	European Recovery Program
EStG	Einkommensteuergesetz
EVCA	European Venture Capital Association
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
GEM	Global Entrepreneurship Monitor
GmbHG	GmbH-Gesetz
GewStG	Gewerbesteuergesetz
HGB	Handelsgesetzbuch
InsO	Insolvenzordnung
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
KBG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KAGG	Kapitalbeteiligungsgesellschaft
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KStG	Körperschaftsteuergesetz
LBO	Leveraged Buy-Out
LISREL	Linear Structural Relationship
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
NVCA	National Venture Capital Association (USA)
PU	Portfoliounternehmen
SBA	Small Business Administration
SBIC	Small Business Investment Corporation
TOU	Förderung technologieorientierter Unternehmensgründungen
UBG	Unternehmensbeteiligungsgesellschaft
UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
UmwStG	Umwandlungssteuergesetz
VC	Venture Capital
VCG	Venture Capital-Gesellschaft
VStG	Vermögenssteuergesetz

# 1. Einführung

## 1.1 Ausgangssituation

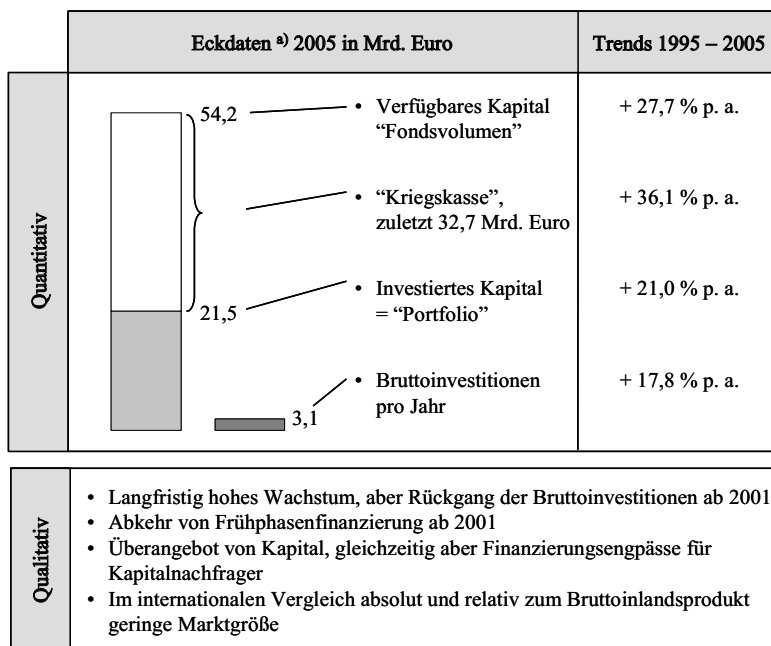
Die Verwirklichung des Dranges von Personen „selbstständig“ zu sein, die Gründung junger Unternehmen und das Unternehmertum allgemein werden in der deutschen Gesellschaft seit einigen Jahren wieder stärker positiv wahrgenommen. Der Trend zu einer digital orientierten Informationsgesellschaft („neue Wirtschaft“, „New Economy“) löste außerdem zahlreiche Umbrüche und neue wirtschaftliche Chancen, aber auch eine Welle der Übertreibung mit entsprechenden Enttäuschungen aus.

Die Entwicklung von wachstumsstarken und innovativen jungen Unternehmen erfordert in vielen Fällen allerdings Kapitalbeträge, die deutlich über die persönlichen finanziellen Möglichkeiten der Gründer hinausgehen. Öffentliche Fördermittel können zur Schließung der Finanzierungslücke beitragen, stehen aber – zu Recht – nur in begrenztem Umfang zur Verfügung. Die Fremdfinanzierung wird häufig durch nicht ausreichende Sicherheiten begrenzt und ist angesichts der anfänglichen Ertrags- und Risikostruktur vieler junger Unternehmen zunächst gar nicht erstrebenswert. Auch ein Börsengang setzt einen gewissen Entwicklungsstand des emittierenden Unternehmens voraus – sowohl aus Sicht des Kapitalmarktes als auch aus Sicht des Gründers, der den Wert seines Unternehmens zunächst wird entwickeln wollen, bevor er in größerem Umfang Anteile veräußert. Im Vergleich zur angelsächsischen Welt ist die Kapitalmarktkultur in Deutschland weiterhin sehr zurückhaltend ausgeprägt. Auch dieser Umstand verweist kleine und mittlere Unternehmen bei der Eigenkapitalfinanzierung auf private Märkte abseits der öffentlich organisierten Kapitalmärkte, da diese nur eingeschränkt zur Verfügung stehen. In die somit entstehende Lücke der externen Eigenkapitalfinanzierung nicht börsenreifer Unternehmen, fügt sich die Venture Capital-(VC-)Finanzierung. Bei graduell reiferen Unternehmen und größeren Finanzierungsvolumina wird teilweise von Private Equity anstelle von Venture Capital gesprochen.

Auch in der Forschung wurde VC-Finanzierungen im Zuge der schwunghaften Veränderungen der einschlägigen Kapitalmarktsegmente – vor allem der Einrichtung und Schließung des Neuen Marktes – sowie dem Auf und Ab des Venture Capital-Marktes in Abhängigkeit vom Glauben an die „New Economy“ in den letzten Jahren wieder mehr Aufmerksamkeit zuteil. Seit vielen Jahren werden vor allem die vom Staat gesetzten Rahmenbedingungen als Hauptursache für eine stark verbesserungswürdige Risikokapitalversorgung kritisiert. Deutlich zu kurz kommen in Praxis und Wissenschaft dagegen weiterhin die positiven Handlungsmöglichkeiten, die jungen Unternehmen und Venture Capital-Gesellschaften (VCG) *trotz* aller Verbesserungspotentiale bei den Rahmenbedingungen offen stehen. Es ist daher Aufgabe dieses Buches, Handlungsempfehlungen zur Nutzung von VC-Finanzierungen zu geben.

## 1.2 Entwicklungsstand und Probleme des VC-Marktes in Deutschland

Wendet man sich dem erreichten Entwicklungsstand des VC-Marktes in Deutschland zu, so ergibt sich – ungeachtet aller Kritik an Rahmenbedingungen – auf den ersten Blick ein positives Bild: Das investierte Kapital ist zwischen 1995 und 2005 pro Jahr um durchschnittlich 21,0 % auf einen Stand von zuletzt 21,5 Mrd. € angewachsen. Mit jährlichen Bruttoinvestitionen, die seit 1995 mehr als 1 Mrd. € betragen (2005: 3,1 Mrd. €), wurde zumindest insgesamt ein hohes Investitionsvolumen erreicht. Auf den zweiten Blick werden aber auch Probleme bei der Entwicklung des deutschen VC-Marktes deutlich (s. a. Abb. 1.1):



a) Die Angaben stammen z. gr. T. aus den Jahresstatistiken des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK). S. ausführlich Abschnitte 5.3 und 5.4, wo hier qualitativ angegebene Sachverhalte überwiegend quantifiziert werden.

Abb. 1.1: Kurzprofil des deutschen VC-Marktes

- Das verfügbare Kapital ist jeweils stärker angewachsen als das investierte Kapital. Damit hat sich bei den VCG eine erhebliche „Kriegskasse“ angesammelt, die zwischen 1995 und 2005 um durchschnittlich 36,1 % p. a. gewachsen ist und 2005 ca. 21,5 Mrd. € betragen hat, was 152 % des investierten Kapitals entspricht und nur partiell mit der gestiegenen paneuropäischen Mobilität des Kapitals erklärt werden kann.
- In Deutschland wurde 2001 bis 2005 lediglich 16,5 % des Investitionsvolumens für Frühphasenfinanzierungen eingesetzt. Zwischen 1996 und 2000 lag dieser Anteil immer-

hin bei 28,9 %. Ein (zu) niedriger Frühphasenanteil bewirkt einerseits eine reduzierte Innovationsunterstützung und andererseits mittelfristig einen Engpass bei der Versorgung der auf spätere Phasen fokussierten Investoren mit Investitionsgelegenheiten.

- Der deutsche VC-Markt ist im internationalen Vergleich sowohl absolut als auch gemessen am Bruttoinlandsprodukt klein. So beträgt die Größe des deutschen VC-Marktes ca. 9 % des Bruttoinlandsproduktes verglichen mit 24 % in den USA. Der entsprechende Durchschnittswert für die 4 größten VC-Märkte in Europa (GB, F, D, ES) beträgt 18 %.

Die zuvor dargestellten Befunde wecken Zweifel daran, dass der deutsche VC-Markt ohne deutliche Veränderungen beim Vorgehen der Marktteilnehmer und bei den Rahmenbedingungen akzeptable Fortschritte machen kann. Offensichtlich steht der deutsche VC-Markt in seiner gesamtwirtschaftlichen Bedeutung noch signifikant hinter relevanten internationalen Vergleichspartnern zurück. Die im internationalen Vergleich geringe Marktgröße könnte zunächst auf ein erhebliches Wachstumspotential hindeuten. Für ein drohendes Marktversagen spricht allerdings, dass sowohl Investoren als auch nicht börsenreife Unternehmen daran interessiert zu sein scheinen, im VC-Markt mehr Kapital umzuschlagen als bislang bewältigt werden konnte, womit der VC-Markt zu einem „Engpass“ wird. Bei einem hinreichenden Funktionieren des VC-Marktes würden Investoren kaum ein Liquiditätspolster von ca. 150 % des investierten Kapitals aufbauen. Eine Reserve in dieser Höhe ist nicht in vollem Umfang dadurch zu rechtfertigen, dass VCG liquide Mittel zur Wahrnehmung von Anlagechancen benötigen. Auch die Tatsache, dass die Kapitalreserve mehr und mehr flexibel europaweit auf die nationalen Einzelmärkte verteilt wird, rechtfertigt dieses Niveau nicht. Die über den operativen Bedarf hinausgehende Kapitalreserve beeinträchtigt die Renditeerwartungen von VCG unnötig, wenn – was im Normalfall unterstellt werden darf – Kurzfristanlagen eine geringere Verzinsung bieten als VC-Beteiligungen.

Vor dem Hintergrund der – abgesehen vom Wachstum – teilweise noch recht ungünstigen Entwicklung des VC-Marktes in Deutschland, drängen sich drei mögliche betriebswirtschaftliche Erklärungen für Erfolgsprobleme auf:

- (1) VCG als Intermediäre könnten in besonderem Maße einen Engpass bei der Zusammenführung von Angebot und Nachfrage für Beteiligungskapital darstellen. Gründe hierfür könnten vor allem in der Managementpraxis von VCG (z. B. zu risikoaverse Kapitalvergabe, Missachtung wichtiger Erfolgsprädiktoren bei Beteiligungsentscheidungen), aber auch in den vorherrschenden Rahmenbedingungen für diese Gesellschaften liegen.
- (2) Die Qualität der nicht börsenreifen Kapital nachfragenden Unternehmen könnte insgesamt unzureichend sein. Denkbar ist hier, dass die wirtschaftlichen Perspektiven junger Unternehmen erheblich nachgelassen haben oder aber, dass Unternehmen mit überdurchschnittlichen Erfolgsaussichten VC-Finanzierungen gar nicht in Erwägung ziehen.
- (3) Zu starke Konzentration auf wenige Branchen, die als innovationsintensiv und wachstumsträchtig angesehen werden (z. B. Internet-Geschäft, Biotechnologie), bei gleichzeitiger Vernachlässigung einer breiten Palette ebenfalls attraktiver Wachstumsbranchen, die aber aus subjektiven Gründen temporär eine geringere Aufmerksamkeit erfahren.



Der erste Erklärungsansatz spiegelt den typischen Gegenstand der betriebswirtschaftlichen Forschung zu VCG wieder (s. Abschnitt 6.2). Die weiteren Erklärungsansätze sprechen vorwiegend die volkswirtschaftliche Forschung an, die durch Untersuchungen der (branchenabhängigen) Innovationskraft und Standortfaktoren Antworten zu den Aussichten junger Unternehmen bereitstellen kann.

Der breite Raum, den die Kritik vieler Marktteilnehmer an nachteiligen „Externalitäten“ einnimmt, ist auch deshalb befremdlich, weil ein erheblicher Teil des im VC-Markt umlaufenden Kapitals von solchen Institutionen bereitgestellt wird, die besser als andere in der Lage sind, das Verhalten der Anleger und die Struktur der organisierten Kapitalmärkte aktiv zu beeinflussen. So stammten 2005 mehr als 60 % des deutschen Venture Capitals von Kreditinstituten, Pensionsfonds und Versicherungen, die als „einflussreiche“ Investoren angesehen werden können. Deutlich nahe liegender wäre eine solche Kritik dagegen von Industrie und privaten Anlegern, die weder Miteigentümer noch Teilnehmer von Wertpapierbörsen oder Spezialisten für die Vermarktung von Kapitalanlagemöglichkeiten sind sowie vor allem von den Kapitalnehmern selbst, also jungen Unternehmen mit Eigenkapitalbedarf.

Die vorgestellten Erkenntnisse zum Entwicklungsstand des VC-Marktes in Deutschland sowie zu den bislang erzielten Erfolgen unterstreichen, dass eine genaue Kenntnis der Erfolgsbestimmungsgrößen von VC-Investments einen wichtigen Beitrag zur weiteren Entwicklung des Marktes und zur Positionierung der einzelnen Marktteilnehmer zu leisten vermag. Eine Literaturanalyse zeigt (s. Abschnitt 6.2), dass hierzu – zumeist bezogen auf US-amerikanische VC-Finanzierungen – bereits einige Forschungsergebnisse veröffentlicht wurden, die vor allem die Bedeutung von Management- und Marktcharakteristika von Portfoliounternehmen (PU) sowie die Zusammenarbeit zwischen VCG und PU in den Vordergrund stellen (z. B. traditionell Keeley/Roure (1990), S. 1256-1267). Besonders aus zwei Gründen kann aber bezweifelt werden, dass sich diese Erkenntnisse unmittelbar auf den deutschen VC-Markt übertragen lassen:

- Die *Rahmenbedingungen* des deutschen VC-Marktes (s. Kapitel 4) unterscheiden sich sehr deutlich von anderen VC-Märkten, vor allem von den Rahmenbedingungen des US-amerikanischen Marktes. So wird in Deutschland in vergleichsweise hohem Umfang öffentliches Förderkapital für die Fremdfinanzierung angeboten.
- Die *Lebenszyklusposition* des deutschen VC-Marktes bleibt erheblich hinter dem Entwicklungsstand in den USA, aber z. B. auch in Großbritannien, zurück. So hatte der amerikanische Markt bereits in den frühen achtziger Jahren eine beträchtliche Größe erreicht, während der deutsche Markt erst gegen Ende der achtziger Jahre einen ersten größeren Wachstumsschub erlebt hat und zu einer Branchenidentität (Verband) fand.

### **1.3 Zielsetzung, Struktur und Leitfragen des Buches**

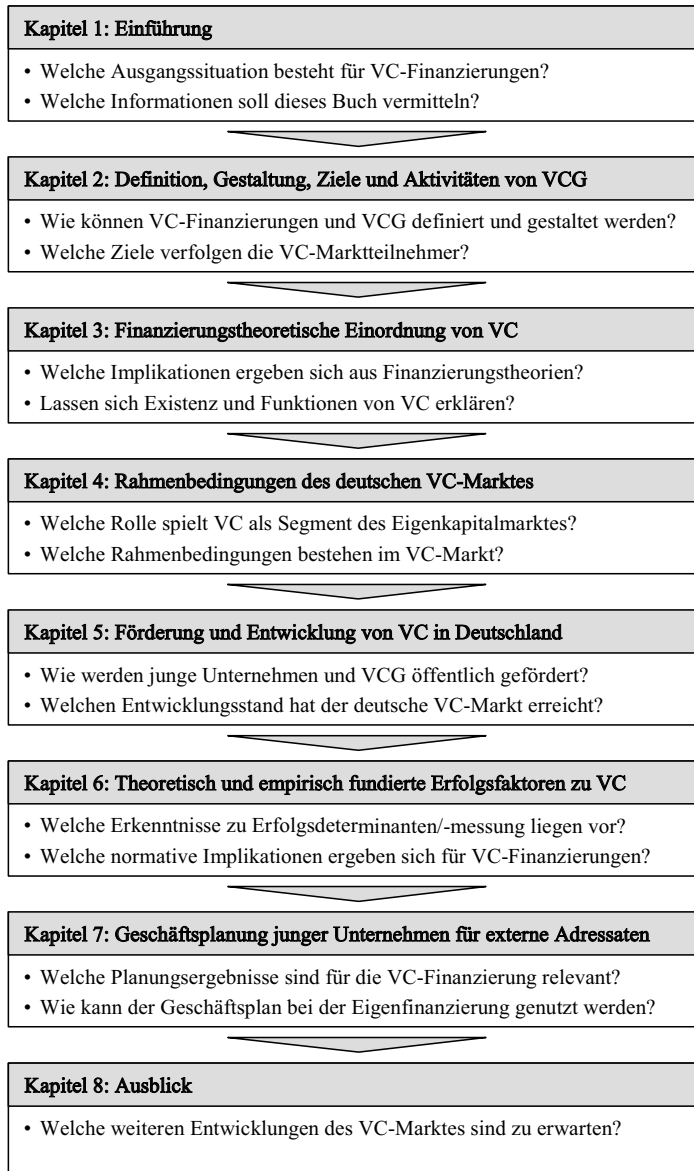
Vor dem oben dargestellten Hintergrund beschäftigt sich dieses Buch mit der VC-Finanzierung als Möglichkeit der externen Eigenkapitalfinanzierung nicht börsenreifer junger Unternehmen. Vor allem für drei Zielgruppen werden hierzu fundierte Grundlagenkenntnisse bereitgestellt:

- (1) *Anbieter von VC*, insbesondere VCG als institutionelle Intermediäre, aber auch andere Unternehmen und Einzelpersonen, die junge Unternehmen finanzieren.
- (2) *Junge Unternehmen*, die eine VC-Finanzierung erwägen und sich vorab über den VC-Markt und die Schritte zur Vorbereitung der VC-Finanzierung informieren wollen.
- (3) *Wissenschaftler und Studenten*, die aktuelle Grundlagen der VC-Finanzierung für ihre eigene Forschung – auch als Anregung für Forschungsbedarf – und Bildung benötigen.

Die zuvor dargestellten Empfängergruppen und Ziele implizieren die wesentlichen hier relevanten Problemgebiete. Hierzu wird in Abb. 1.2 eine Struktur vorgestellt, bei der die einzelnen Blöcke – die den folgenden Kapiteln entsprechen – durch Leitfragen konkretisiert werden:

- *Kapitel 2* zeigt anhand der Literatur auf, wie VC-Finanzierungen und VCG definiert und gestaltet werden können, welche Ziele die Teilnehmer des VC-Marktes verfolgen und welche konkreten Aktivitäten VCG durchführen.
- *Kapitel 3* stellt – vorwiegend für den wissenschaftlich interessierten Leser – den Forschungsstand und die Managementimplikationen der unterschiedlichen finanzierungstheoretischen Grundlagenströmungen vor und zeigt auf, inwieweit die Existenz von VC-Märkten und die Funktion von VCG als Intermediäre fundiert zu erklären ist.
- *Kapitel 4* verdeutlicht die Rolle von VC als Segment des Eigenkapitalmarktes und stellt die wichtigsten rechtlichen, steuerlichen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen für den deutschen VC-Markt zusammen.
- *Kapitel 5* beschreibt die öffentliche Förderung von jungen Unternehmen und VCG. Darüber hinaus wird die Entwicklung des deutschen VC-Marktes nachgezeichnet und mit wichtigen internationalen Märkten verglichen.
- *Kapitel 6* stellt eine Literaturanalyse zur Erfolgsmessung und den Erfolgsdeterminanten einzelner VC-Investments vor. Aufbauend auf die Literaturanalyse werden normative Implikationen zu Erfolgsdeterminanten von VC-Finanzierungen abgeleitet.
- *Kapitel 7* vermittelt einen Überblick der wesentlichen Ergebnisse der Geschäftsplanung, die im Vorfeld einer VC-Finanzierung an externe Adressaten kommuniziert werden müssen und beschreibt den Prozess der Einwerbung von VC.

Abschließend bietet *Kapitel 8* einen knappen Ausblick auf wahrscheinliche zukünftige Entwicklungen des deutschen Marktes für VC-Finanzierungen.



*Abb. 1.2: Struktur und Leitfragen dieses Buches*

## 2. Definition, Gestaltung, Ziele und Aktivitäten von VCG

In diesem Kapitel werden Grundlagenerkenntnisse zu VC-Finanzierungen und VCG systematisiert. Dazu wird in Abschnitt 2.1 zunächst der Begriff Venture Capital-Gesellschaft (VCG) definiert und abgegrenzt. Abschnitt 2.2 stellt danach Formen der organisatorischen Gestaltung von VC-Finanzierungen dar. Darauf aufbauend werden in Abschnitt 2.3 der gesamtwirtschaftliche Nutzen und die einzelwirtschaftlichen Ziele von Kapitalgebern und -nehmern bei VC-Finanzierungen sowie die Ziele der beteiligten VCG vorgestellt. Gegenstand von Abschnitt 2.4 ist schließlich die Einordnung der von VCG betriebenen Aktivitäten in ein phasenorientiertes Geschäftsmodell. Aus dem Spektrum der Geschäftsphasen werden die Beteiligungsprüfung, die Managementunterstützung der Portfoliounternehmen und die Desinvestition vertieft.

### 2.1 Definition und Abgrenzung von VCG

Die historischen Vorläufer der Venture Capital-Gesellschaften in Deutschland waren – auch in begrifflicher Hinsicht – die so genannten *Kapitalbeteiligungsgesellschaften* der sechziger und siebziger Jahre (s. z. B. Roesner (1968), S. 74-75; Hax (1969), S. 13-17 und Heynen (1970), S. 8-13). Derartige Gesellschaften wurden, später als im benachbarten Westeuropa und in den USA (s. Raida (1965), S. 792-794), zunächst von privaten und industriellen Investoren sowie zeitlich nachfolgend in wesentlich größerem Umfang von Kreditinstituten gegründet (s. Feldbausch (1971), S. 80-87; Kahlich (1971), S. 40-64 und Schlegelmilch (1976), S. 36-46). Insbesondere die von Kreditinstituten initiierten Gesellschaften bezweckten in erster Linie eine Verbesserung der Eigenkapitalausstattung von kleinen und mittleren Unternehmen, die nicht mehr in der Lage waren, ihr Wachstum durch Selbstfinanzierung oder aus anderen Quellen mit Eigenmitteln zu unterlegen.

Die heute üblichen Begriffe des Venture Capitals und der Venture Capital-Gesellschaften wurden in den späten siebziger und den frühen achtziger Jahren aus den USA nach Deutschland übernommen (s. Nathusius (1979b), S. 194-203; Gillner (1984), S. 12 und Schmidt (1984b), S. 281-283). In dieser Phase war die Diskussion zu den Begriffen stark im Fluss. Auch heute liegt in Deutschland z. T. noch ein heterogenes Begriffsverständnis vor.

Gegenstand der Investition von *Venture Capital* sind Beteiligungsfinanzierungen bei Unternehmen, die zumindest zum Finanzierungszeitpunkt nicht börsenreif sind (vgl. Weitnauer (2001a), S. 5-6). *Venture Capital-Gesellschaften (VCG)* führen derartige Finanzierungen als Intermediäre für Kapitalgeber durch. Die Kapitalnehmer werden dabei als *Portfoliounternehmen (PU)* der Venture Capital-Gesellschaft bezeichnet. In diesem Rahmen bezieht sich die Tätigkeit von Venture Capital-Gesellschaften auf ein Spektrum möglicher Finanzierungsphasen, welches von der Gründungsfinanzierung über die Wachstumsfinanzierung bis hin zur Vorbereitung des Börsengangs reicht. Zusätzlich zählen die Finanzierung von Management Buy Out- und Management Buy In-Aktivitäten sowie auch die Finanzierung von Turnarounds zu den typischen Geschäften von VCG (s. BVK (2005), S. 35-36). Im Gegensatz zu dieser Begriffsbestimmung wurde im deutschen Sprachraum teilweise differenziert zwischen (1) Ven-

ture Capital-Gesellschaften, deren Aufgabenspektrum auf Gründungs- und gründungsnahe Finanzierungen von i. d. R. besonders innovativen Unternehmen (z. B. Hochtechnologieunternehmen) eingegrenzt ist und (2) Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die sich mit Finanzierungen in späteren Phasen sowie von nicht ausgeprägt innovativen Unternehmen beschäftigen (s. Peridon/Steiner (1999), S. 354-356).

In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre wurde der zwischenzeitlich in den Hintergrund getretene Begriff der Kapitalbeteiligungsgesellschaft durch die internationale Wortschöpfung *Private Equity-Fonds (PEF)* ersetzt (z. B. Leopold et al. 2003, S. 6-8). Nach angelsächsischer Auffassung wird Private Equity (PE) als Oberbegriff für VC, (Leveraged) Buy Outs (LBO) und Mezzaninefinanzierungen verwendet.

Nach der zumindest bis 2003 in der deutschen Praxis vorherrschenden Begriffsauffassung wurde PE weniger als Anlageklasse aufgefasst, die den Oberbegriff für Venture Capital, Buy Outs und Mezzaninefinanzierungen darstellt. Hierzulande wurde vielmehr ein Gegensatz zwischen VC einerseits und PE (= größere Buy Outs und Mezzaninefinanzierungen) andererseits gebildet. Diese Orientierung zu den Begriffen des PE und PEF muss auch als Konsequenz einer Abkehr von Frühphasenfinanzierungen für innovative Unternehmen noch dem Abklingen der boomartigen Überhitzung 1999/2000 gewertet werden. Eine Differenzierung von Marktsegmenten in diesem Sinne wurde investorensseitig besonders 2001/2002 vorangetrieben. Ob die begriffliche Unterscheidung auch nach einer Stabilisierung des Marktes mit historisch üblichen zyklisch gegenläufigen Verschiebungen der Investorenpräferenzen noch Bestand haben wird, kann aus heutiger Sicht noch nicht abschließend beurteilt werden. Derzeit scheint die Branche in Richtung der angelsächsischen Begriffsauffassung zu tendieren.

Auch die angelsächsische Begriffsauffassung ist vor allem in zwei Punkten problematisch. *Erstens* bleibt die Zuordnung von Management Buy Out- und Management Buy In-Finanzierungen entweder zu VC oder zu (Leveraged) Buy Outs unklar. Mit Hilfe der später in Abschnitt 2.4 noch zu vertiefenden Details zu Finanzierungsphasen kann gezeigt werden, dass diese Abgrenzung schwer zu treffen ist: Einerseits ähneln MBO-/MBI-Finanzierungen oft anhand ihrer Personenbezogenheit und Größe eher VC- als LBO-Finanzierungen. Andererseits lassen sich die Buy Out-Finanzierungen und die Turnaroundfinanzierungen nicht wie die anderen typischen VC-Finanzierungen in ein lebenszyklusorientiertes Entwicklungsmodell junger Unternehmen einordnen. *Zweitens* können mit Mezzaninefinanzierungen nur sehr große Transaktionen unter Nutzung von Quasi-Eigenkapital gemeint sein. Gleichwohl werden Mezzanineinstrumente in der Praxis zunehmend auch in Frühphasenfinanzierungen angewendet (s. Mustervertragswerk für Business Angels des BAND e. V., [www.business-angels.de](http://www.business-angels.de) und Wandelarlehensmodell des High-Tech Gründerfonds, [www.high-tech-gruenderfonds.de](http://www.high-tech-gruenderfonds.de)). Diese begriffliche Vermischung von explizit genannten Finanzierungsinstrumenten und impliziten Transaktionsgrößen trägt nicht zur begrifflichen Klarheit bei.

Aus Sicht des Verfassers durchaus begrüßenswert ist ein Begriffsmodell mit PE als Oberbegriff für VC und Abspaltung von Finanzierungen aus dem VC-Begriff, die (a) sich nicht an Un-

ternehmen mit erheblicher Wachstums- oder zumindest Veränderungsdynamik richten oder (b) hinsichtlich ihrer Größe typische VC-Finanzierungen deutlich übersteigen. Damit würden zahlreiche MBO- und MBI-Finanzierungen, vor allem solche, bei denen der Gesellschafterwechsel selbst nicht das Hauptmotiv für die Finanzierung darstellt, zu den VC-Finanzierungen gehören. Bis zur weiteren begrifflichen Vereinheitlichung werden in diesem Buch ohne expliziten anderen Hinweis die Begriffe „Venture Capital“ und „Private Equity“ ebenso wie die Begriffe „Venture Capital-Gesellschaft“ (VCG), „Kapitalbeteiligungsgesellschaft“ (KBG) und Private Equity-Fonds“ (PEF) synonym verwendet.

Die am deutschen Markt aktiven VCG lassen sich in drei Gruppen einteilen, von denen allerdings die ersten beiden nicht überschneidungsfrei sind (vgl. a. Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (2003), S. 162-163):

- *Frühphasenorientierte Kapitalbeteiligungsgesellschaften* (auch: Early Stage-Gesellschaften) nehmen als Kerngeschäft die Finanzierung von Unternehmen wahr, die noch im Aufbau oder erst seit kurzem im Geschäft sind. Parallel können durchaus Finanzierungen in späteren Phasen getätigt werden. Falls kein ausgeprägter Frühphasenfokus erkennbar ist, kann auch von Universalbeteiligungsgesellschaften gesprochen werden.
- *Spätphasenorientierte Kapitalbeteiligungsgesellschaften* (auch: Later Stage-Gesellschaften) nehmen als Kerngeschäft die Finanzierung von Unternehmen wahr, die die Gewinnschwelle erreicht oder überschritten haben bzw. eine Überbrückungsfinanzierung zur Vorbereitung eines Börsenganges oder einer Veräußerung an einen Industrieinvestor benötigen. Größere Transaktionen und MBO/MBI-Finanzierungen, die als VC angesehen werden können, werden von diesen Gesellschaften getätigt.
- *Öffentlich geförderte Kapitalbeteiligungsgesellschaften* nehmen als Kerngeschäft die Bereitstellung von Kapital aus öffentlichen Quellen, z. B. dem ERP-Beteiligungsprogramm, wahr (s. Abschnitt 5.1.1). Typische Fördermodelle gewähren zinsverbilligte Darlehen an Beteiligungsgesellschaften, welche diese dann als stille Beteiligungen mit einer Zinsobergrenze unterhalb der marktüblichen Verzinsung investieren. Durch Ausfallbürgschaften übernimmt der Staat i. d. R. außerdem einen Teil der diesen Beteiligungsgesellschaften entstehenden Risiken.

Zur Klassifizierung von VCG bieten sich über die zwei genannten Gruppen hinaus weitere Merkmale an:

- (1) Die *Eigentümerstruktur*, wobei so genannte „captive“-Gesellschaften von einem Mehrheitseigentümer, „semi-captive“-Gesellschaften von einem kleinen, feststehenden Eigentümerkreis betrieben werden und i. d. R. ausschließlich deren Kapital am Markt platzieren zu unterscheiden sind von den „independent“-Gesellschaften, die über eine breitere Eigentümerbasis verfügen und intensiver im Wettbewerb um Kapital stehen (vgl. Bovaird (1990), S. 159-164; BVCA (1995), S. 13 und Zemke (1995), S. 81-88).
- (2) Die Zuordnung der VCG zum *privaten oder öffentlichen Sektor*, wobei öffentlich geförderte VCG größtenteils Gesellschaften der Bundesländer sind (s. z. B. Nathusius (1986), S. 682-683 und Wöhe/Bilstein (1998), S. 140-141).

- (3) Der *Spezialisierungsgrad* der VCG, z. B. nach von Regionen, Branchen, Finanzierungsphasen und Unternehmensgrößen (vgl. Norton/Tenenbaum (1993a), S. 431-436 und Sorenson/Stuart (2001), S. 1562-1583).
- (4) Die Art und Intensität der geleisteten *Managementunterstützung* (s. Fredriksen et al. (1997), S. 503-505; Gifford (1997), S. 459-483 und Zider (1999), S. 46).

Die vorgestellten Klassifizierungsmerkmale sollen als Raster zur Definition und Abgrenzung von VCG beitragen. Allerdings existieren auch nicht sämtliche in der Praxis möglichen Ausprägungen von VCG überschneidungsfrei in dieses Raster einordnen.

Unabhängig von der Art der beteiligten VCG, zeichnen sich VC-Finanzierungen im Allgemeinen durch fünf Charakteristika aus (vgl. Betsch et al. (2000), S. 97-109; Frommann (2001), Sp. 1247-1249 und Gerke (2001c), Sp. 2129-2130):

- *Eigenkapitalfinanzierung*: Im Zentrum einer VC-Finanzierung steht in aller Regel voll haftendes Eigenkapital. Dieses wird z. T. ergänzt bzw. ersetzt durch beteiligungsähnliche Genussscheine, stille Einlagen mit begrenzter Laufzeit oder nachrangiges Fremdkapital. Durch Vermeidung fester Zins- und Rückzahlungsverpflichtungen wird das Insolvenzrisiko der Portfoliogesellschaft begrenzt.
- *Minderheitsbeteiligung*: VCG gehen im Normalfall Minderheitsbeteiligungen ein. Mehrheitsbeteiligungen kommen lediglich in Ausnahmefällen für begrenzte Zeiträume vor, z. B. zu Beginn einer Beteiligung oder bei Veränderungen im Gesellschafterkreis. Somit wird der Charakter der PU als selbständige Unternehmen, häufig mit hoher Eigeninitiative der Gründer, erhalten.
- *Zeitlich begrenztes Engagement*: Obwohl das zugrunde liegende Beteiligungsverhältnis i. d. R. mit unbegrenzter Laufzeit eingegangen wird, verfolgen VCG primär zeitlich befristete Beteiligungsabsichten von z. B. 5 bis 10 Jahren, da sie sich stärker an Kapitalgewinnen als an – lebenszyklusbedingt oft noch gar nicht vorhandenen – laufenden Ertragsausschüttungen orientieren.
- *Kontroll- und Mitspracherechte*: VCG lassen sich nahezu immer umfangreiche, über den kapitalmäßigen Anteil hinausgehende, Kontroll- und Mitspracherechte, bezogen auf grundlegende, strategische Entscheidungen und die Verwendung der eingebrachten Mittel, einräumen. Hierdurch soll sichergestellt werden, dass PU im Sinne der VCG handeln.
- *Managementfunktion*: Parallel zur Finanzierungsfunktion nehmen VCG zur Sicherung und Steigerung des Wertes ihrer Beteiligungen und zur Risikominimierung durchweg auch beratende Managementfunktionen wahr, z. B. inhaltliche Beratung in Fachfragen, prozessuale Unterstützung im Einzelfall oder laufend durch Einbindung in Gremien sowie ggf. auch Übernahme operativer Funktionen.

Dabei stellt das zeitlich begrenzte Engagement mit Ausrichtung auf Kapitalgewinne (im Gegensatz zu Dividenden- oder Zinseinnahmen) den wichtigsten Unterschied zwischen VCG-Beteiligungen und dem „normalen“ Erwerb einer Minderheitsbeteiligung eines Unternehmens an einem anderen Unternehmen dar. Insgesamt erscheinen die Unterschiede zwischen beiden Fi-

finanzierungsarten eher graduell als stetig. Das Funktionsprinzip von VC ist in Abb. 2.1 zusammenfassend illustriert.

Neben der Einschaltung von VCG existieren verwandte Möglichkeiten zur Investition von VC, insbesondere (1) das *Corporate Venturing*, bei dem Unternehmen VC bereitstellen (s. Sorrentino/Williams (1995), S. 61-62; Schween (1996), S. 13-69 und Chesborough (2003), S. 90-99), dabei aber i. d. R. ergänzende Ziele verfolgen, die renditeorientierten VCG fremd sind (z. B. Sicherung von Absatz- und Beschaffungsmärkten, Zugang zu Technologien sowie Forschungs- und Entwicklungskapazitäten, Flexibilisierung der Organisation) und (2) das *informelle Venture Capital* (s. Wetzel/Freear (1996), S. 61-74; Brettel (2002), S. 355-369 und Klandt/Kraft (2003), S. 297-326), welches nicht börsenreifen Unternehmen von privaten Investoren ohne Einschaltung von Intermediären zur Verfügung gestellt wird.

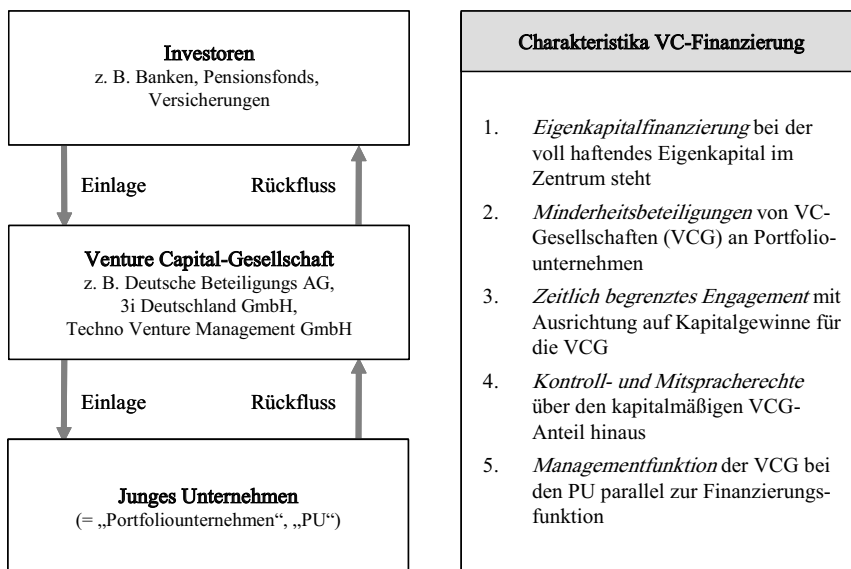
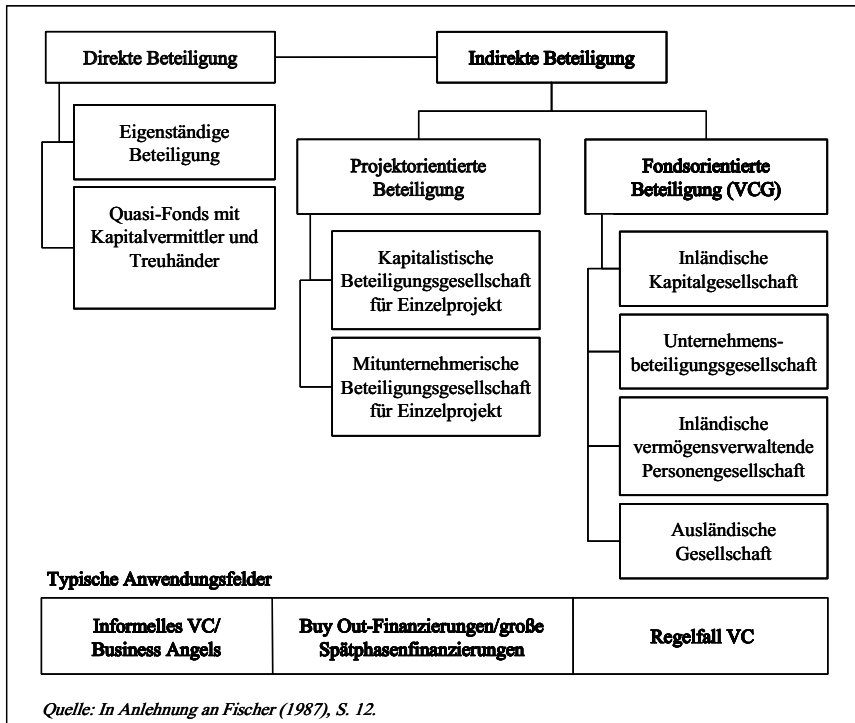


Abb. 2.1: Funktionsprinzip von Venture Capital

## 2.2 Organisatorische Gestaltung von VC-Finanzierungen

Im Folgenden werden unterschiedliche Organisationsformen von VC-Finanzierungen, die nur zum Teil VCG in die Finanzierung einbeziehen, und die sich daraus ergebenden Implikationen für die Beziehung zwischen Investoren und Kapitalnehmer bzw. VCG diskutiert (s. Abb. 2.2 vgl. Schröder (1992), S. 72-83; Zemke (1995), S. 106-112 und Nathusius (2001), S. 63-73).





*Abb. 2.2: Organisationsformen der VC-Finanzierung*

Zunächst ist die *direkte Beteiligung* einzelner bzw. kleiner Gruppen von Investoren unmittelbar an nicht börsenreifen Unternehmen ohne Zwischenschaltung von Institutionen möglich (vgl. Möller (2003), S. 20). Hierbei kann es sich um eigenständige Beteiligungen oder durch von Banken, Beratern oder Maklern organisierte so genannte „Quasi-Fonds“ handeln, bei denen Dritte als Kapitalvermittler und Treuhänder auftreten, ohne selbst wirtschaftlich zwischen Kapitalgeber und -nehmer zu stehen. Im Rahmen von Quasi-Fonds ist auch eine Risikodiversifikation durch Beteiligung an mehreren Unternehmen realisierbar. Die Risikostreuung bei Quasi-Fonds ist jedoch entweder mit einem relativ hohen Kapitalbedarf oder einem relativ geringen Eigenkapitalanteil an dem kapitalnachfragenden Unternehmen – und damit einem begrenzten Einfluss auf dessen Entwicklung – verbunden (s. Christen (1991), S. 46-47). Direkte Beteiligungstransaktionen korrespondieren mit den zuvor beschriebenen Märkten für Corporate Venturing und informelles VC. Ein Grundproblem der direkten Beteiligung ist, dass die Kapitalgeber hierbei häufig nicht über die hinreichende persönliche und fachliche Kompetenz zur Betreuung und Beratung des Beteiligungsunternehmens aus der Rolle eines aktiven Investors verfügen, obwohl dies eine wesentliche Komponente der VC-Finanzierung darstellt (s. a. Fischer (1987), S. 11; Klemm (1988), S. 42 und Brinkrolf (2002), S. 83).

Demgegenüber steht die *indirekte Beteiligung* von Investoren an kapitalsuchenden Unternehmen, der auf dem deutschen VC-Markt eine deutlich größere Bedeutung zukommt, als der direkten Beteiligung (vgl. Klemm (1988), S. 43 und Zemke (1995), S. 107). Für die indirekte Beteiligung lassen sich projekt- und fondsorientierte Ansätze unterscheiden. Bei den *projektorientierten Ansätzen* werden Beteiligungsgesellschaften für einzelne nicht börsenreife Unternehmen gebildet. Hierbei erfolgt die Beteiligungszusage häufig vor der Kapitalakquisition durch die Beteiligungsgesellschaft, die damit ein Platzierungsrisiko übernimmt (vgl. a. Williamson (1988), S. 574). Denkbar sind kapitalistische Beteiligungsgesellschaften, z. B. in der Rechtsform einer AG oder GmbH und mitunternehmerische Beteiligungsgesellschaften etwa in der Rechtsform der GmbH & Co. KG, der KG, der atypischen stillen Beteiligung oder der GbR in Frage, die im Gegensatz zu kapitalistischen Beteiligungsgesellschaften die Weiterleitung von Anfangsverlusten an die Investoren erlauben. Beide Arten von Beteiligungsgesellschaften werden nicht als VCG bezeichnet, da VCG trotz der möglichen Spezialisierung immer ein Portfolio von (Minderheits-)Beteiligungen anstreben. Wegen der Orientierung an Einzelbeteiligungen ist bei projektorientierten Ansätzen keine Risikodiversifizierung durch die Beteiligungsgesellschaft möglich.

Die *fondsorientierten Ansätze* zeichnen sich dadurch aus, dass dem Ausfallrisiko von VC-Finanzierungen durch Diversifizierung auf der Ebene der hierzu eingeschalteten VCG begegnet wird. Eine Gestaltungsmöglichkeit ist eine *kapitalistische Venture Capital-Gesellschaft* in einer der für Kapitalgesellschaften möglichen Rechtsformen (s. a. Grisebach (1989), S. 122-139 und Weitnauer 2001a, S: 59-80). Ein Spezialfall der kapitalistischen VCG ist die zuvor angesprochene *Unternehmensbeteiligungsgesellschaft*. Parallel kommen *mitunternehmerische Venture Capital-Gesellschaften* in Form von Personengesellschaften vor, mit den zuvor dargestellten steuerlichen Gestaltungsmöglichkeiten. Schließlich sind noch die *Investmentaktiengesellschaften* als eine spezialisierte Form des Investmentfonds denkbar, die sich von anderen VCG dadurch unterscheiden, dass es sich bei ihnen um offene Fonds mit vereinfachten Ein- und Austrittsmöglichkeiten für die Gesellschafter handelt. Schließlich kommen *ausländische Gesellschaften* als Vehikel für die fondsorientierte Beteiligung in Betracht. Ausländische Investoren z. B. aus dem angelsächsischen Raum nutzen häufig Zweckgesellschaften in niedrig besteuerten Drittstaaten, bei denen neben einer steuerlichen Transparenz oder niedrigen Besteuerung von Kapitalgewinnen auch eine im Vergleich zum Inland bessere Kontinuität bzw. Prognostizierbarkeit der steuerlichen Rahmenbedingungen erwartet wird.

Anders als bei den projektorientierten Ansätzen, stehen bei Fonds die aufzunehmenden PU in der Regel nicht (vollständig) von vornherein fest. Im Extremfall spricht man von einem „Blind Pool“ (s. Schmidtke (1985), S. 112; Räbel (1986), S. 112 und Zemke (1995), S. 107). Da der „Blind Pool“ für den Anleger erhebliche Risiken hinsichtlich der Kapitalverwendung birgt, kann die Akquisition von Kapital in der Praxis dadurch erleichtert werden, dass einzelne wesentliche Beteiligungen bereits bei Gründung des Fonds festgelegt werden, zumindest aber – und in der Praxis weit bedeutender – Anlagegrundsätze genau festgeschrieben werden.

Da bei den fondsorientierten Ansätzen die VCG als Finanzintermediär zwischen Investoren und Portfoliounternehmen tritt, ergibt sich dar aus Abb. 2.3 illustrierte Leistungsfluss. Dabei bündeln die VCG Einlagen von Investoren und leiten diese dann an eine Mehrzahl von PU weiter. In Gegenrichtung fließt das Kapital – bei Erfolg vermehrt um den Kapitalgewinn – später wieder zurück. Die VCG erbringen dabei nicht nur Leistungen bei der Vorbereitung und Umsetzung von Investitions- und Desinvestitionsentscheidungen sowie bei der Verwaltung von Beteiligungen. Vielmehr treten sie auch als „Produzenten“ der Managementunterstützung für PU auf, die nicht von den Investoren selbst erbracht werden soll oder kann.

Bei den fondsorientierten Ansätzen kann zwischen direkten Management des Fonds und indirekten Management durch Dritte im Rahmen von Geschäftsbesorgungsverträgen unterschieden werden (vgl. Schröder (1992), S. 74-80 und Wupperfeld (1994), S. 19-20). Die Möglichkeit, das Fondsmanagement gesellschaftsrechtlich einzubinden steht zwischen diesen beiden Extremen und trägt Merkmale sowohl des direkten aus auch des indirekten Fondsmanagements. Diese Alternativen sind nebst wesentlichen Vor- und Nachteilen in Tab. 2.1 dargestellt.

Unabhängig vom Typ der organisatorischen Einbindung des Fondsmanagements ist die Regelung der Geschäftspolitik des Fondsmanagements durch Vereinbarung von Anlagegrundsätzen üblich. In allen Fällen besteht die Möglichkeit, dass die Investoren das Fondsmanagement zusätzlich durch Mitarbeit in Gremien, z. B. Gesellschafterversammlung, Verwaltungs- oder Anlageausschuss und Beirat kontrollieren oder steuern (s. ausführlich Schröder (1992), S. 81-83).

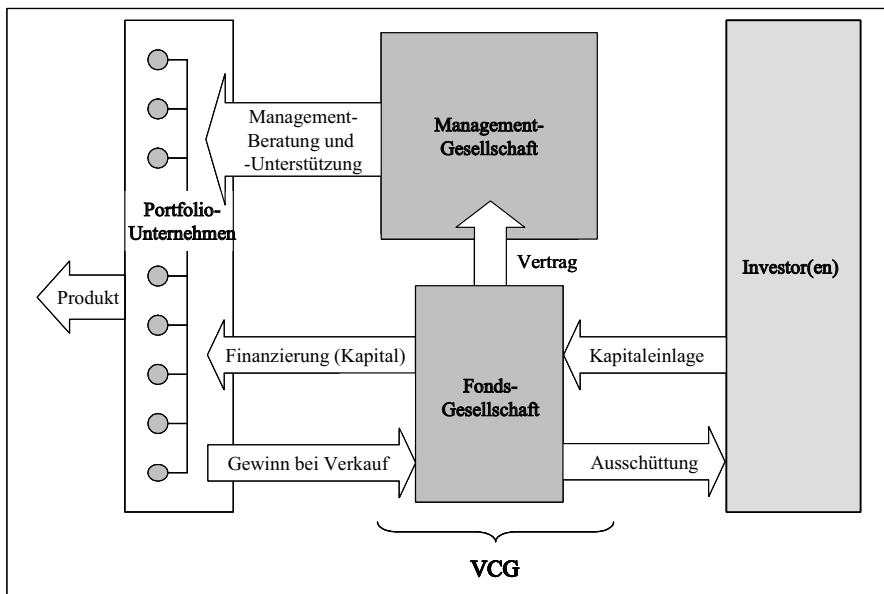


Abb. 2.3: Leistungsbeziehungen zwischen Investoren, VCG und PU

Einbindung durch ...	... Anstellungsvertrag	... Gesellschaftsrecht	... Schuldrecht
<b>Gestaltungsform</b>	Manager sind Angestellte der Fondsgesellschaft (ohne separate Managementgesellschaft)	Managementgesellschaft ist Komplementär /sonstiger geschäftsführender Gesellschafter des Fonds	Zwischen Managementgesellschaft und Fonds besteht ein Geschäftsbesorgungsvertrag
<b>Vor- und Nachteile</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>– Management kann kaum für andere Fonds tätig werden</li> <li>– nachteilige Positionierung am Personalmarkt mangels Gewinnbeteiligung</li> <li>+ Fokus der Managementaktivität auf Investment</li> <li>+ für captive VCG geeignet und niedrige Transaktionskosten</li> <li>– hohe Personalbezogenheit, aber suboptimale Institutionengestaltung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ einfache Einrichtung und Betreuung weiterer Fonds</li> <li>+ aussichtsreiche Positionierung am Personalmarkt wg. Gewinnbeteiligung</li> <li>– Spaltung der Managementaktivitäten zwischen Akquisition und Investment</li> <li>– für semi captive/independent VCG geeignet, höhere Transaktionskosten</li> <li>+ maximale Rechtssicherheit, aber auch Komplexität und Starrheit</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ einfache Einrichtung und Betreuung weiterer Fonds</li> <li>+ aussichtsreichere Positionierung am Personalmarkt wg. Gewinnbeteiligung</li> <li>– Spaltung der Managementaktivitäten zwischen Akquisition und Investment</li> <li>– für semi captive/independent VCG geeignet, höhere Transaktionskosten</li> <li>– weniger klare Institutionengestaltung als bei gesellschaftsrechtlicher Lösung</li> </ul>

Tab. 2.1: Alternativen zur Einbindung des VC-Managements

Prinzipiell können die Investoren das Fondsmanagement auch durch (Androhung der) Abberufung beeinflussen, indem sie bei direktem Management an der Bestellung der Geschäftsführung beteiligt sind und bei indirektem Management den Geschäftsbesorger wechseln können. Nun könnte man bei indirektem Management vermuten, dass die Fondsmanager vergleichsweise höhere Anreize zu riskanteren Investitionen hätten, da sie nur mittelbar vom Misserfolg der Fondsgesellschaft betroffen sind. Geht man allerdings davon aus, dass die Fondsmanager in einem überschaubaren Markt für eine hoch spezialisierte Finanzdienstleistung stark auf ihre Reputation angewiesen sind, dann verliert das zuvor genannte Argument an Bedeutung, da sich der Ruf des Fondsmanagements auch bei indirektem Management durch Misserfolge beeinträchtigt wird und nicht, z. B. durch Umfirmierung oder Neugründung einer Managementgesellschaft, wirksam rehabilitiert werden kann. Daher wird in den folgenden Betrachtungen nicht zwischen VCG mit direktem und indirektem Management differenziert.

Bevor im Anschluss an die Definition von VC sowie der wesentlichen organisatorischen Erscheinungsformen dieser Finanzierungsform weitere Elemente der organisatorischen Gestaltung bzw. des institutionellen Designs von VC-Finanzierungen (s. ausführlich Zemke (1995), S. 89-272) – insbesondere das Instrumentarium des Beteiligungsmanagements – vorgestellt

werden, gilt es zunächst, die wesentlichen Ziele der Teilnehmer auf dem VC-Markt und den gesamtwirtschaftlichen Nutzen dieser Finanzierungsform zu klären.

## **2.3 Ziele und Bedeutung von VC**

### **2.3.1 Gesamtwirtschaftlicher Nutzen von VC**

Ein gesamtwirtschaftlicher Nutzen aus der Bereitstellung von VC ergibt sich primär durch Beiträge zur (1) Schließung der Eigenkapitallücke junger und kleiner Unternehmen, (2) Schaffung von zusätzlichen, häufig qualifizierten Arbeitsplätzen in relativ personalintensiven jungen Unternehmen, (3) Förderung Wachstum und Wettbewerb, (4) Förderung des strukturpolitischer Ziels einer zunehmenden Besetzung wachsender Sektoren und (5) Förderung der Innovationsfähigkeit sowie (vgl. Lerner (2002), S. 33-37; Frommann/Dahmann (2005), S. 17-51, dagegen Kritik an der „Mittelstandshypothese“ bei Schmidt (1996), S. 550-552.). Nach einer Untersuchung des BVK erwirtschafteten die PU der BVK-Mitglieder ca. 5,3 % des Bruttoinlandsproduktes und damit mehr als die vom Staat sehr intensiv geförderten Sektoren Land- und Forstwirtschaft, Kohlebergbau und Schiffbau zusammen (Frommann/Dahmann (2005), S. 42-43). Auch die Beschäftigtenzahl von insgesamt 638.000 Mitarbeitern in diesen Unternehmen übertrifft den Kohlebergbau und den Schiffbau – nicht jedoch die Landwirtschaft – sehr deutlich.

Die Frage nach der gesamtwirtschaftlichen Relevanz der VC-Finanzierung steht in einem engen Zusammenhang mit der Bedeutung (a) junger Unternehmen sowie kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU). Als KMU werden dabei solche Unternehmen verstanden, die eine bestimmte Beschäftigtenzahl und einen bestimmten Jahresumsatz nicht überschreiten. Eine solche Abgrenzung nach quantitativen Merkmalen ist einfach zu handhaben und somit allgemein akzeptiert, wenngleich auch die konkrete Grenzziehung nicht einheitlich ist. So wird in Deutschland zumeist die Definition des Instituts für Mittelstandsforschung in Bonn angewendet, die die Grenze bei 500 Beschäftigten und bei einem Jahresumsatz von 50 Mio. €. Zieht. Demgegenüber sind nach den Kriterien der Europäischen Kommission (ABl. der EU L 124/36 vom 20.05.2003) solche Unternehmen als höchstens mittlere Unternehmen einzustufen, die bis zu 250 Beschäftigte und einen Jahresumsatz von höchstens 50 Mio. € oder eine Bilanzsumme von höchstens 43 Mio. € aufweisen. Daneben insbesondere in der Forschung zu Fragen der Unternehmensführung traditionell auch qualitative Abgrenzungskriterien herangezogen (z. B. Hamer (1997), S. 29-32; Mugler (1998), S. 18-31 und Hagemann (1999), S. 136-143).

VC-finanzierte Unternehmen mit Ausnahme größerer Buy Out-Finanzierungen fallen regelmäßig in die Größenklassen der kleinen und mittleren Unternehmen, so dass Erkenntnisse aus der KMU-Forschung in erheblichen Teilen auf VC-finanzierte Unternehmen übertragen werden können. Die Beschäftigung mit KMU kann in der deutschsprachigen Landschaft auf eine lange Tradition zurückblicken, in der auch der Aspekt der Neuerrichtung von Unternehmen stets Beachtung fand (s. Lagemann/Löbke (1999), S. 44-45).

Traditionell wird argumentiert, dass in Deutschland eine erhebliche Lücke bei der Versorgung von Unternehmen mit Eigenkapital sowohl auf nationaler Betrachtungsebene als auch im internationalen Vergleich besteht (s. Leopold et al. (2003), S. 12-13 und Daferner (2000); zur Kritik s. a. Bofinger (1990), S. 264-271). Als Gründe für einen Eigenkapitalmangel werden rückläufige Unternehmensgewinne – u. a. verursacht durch gestiegene Personalkosten und eine hohe, Eigenkapital stärker als Fremdkapital belastende Besteuerung gesehen. (vgl. Fritsch (1981), S. 31-49 und Brandt (1993), S. 12-16). Von den Kritikern der Theorie einer Eigenkapitalücke wird allerdings angeführt, dass die bewusste Nutzung des Leverage-Effektes der Fremdfinanzierung stärker als Mängel in der Eigenkapitalversorgung zum Rückgang der Eigenkapitalquoten beigetragen hat (s. Bofinger (1990), S. 264-265). Zu den Auswirkungen einer knappen Eigenkapitalversorgung zählen eingeschränkte Investitionsmöglichkeiten und – auch bei einer, wie von den Kritikern unterstellten, bewussten Absenkung der Eigenkapitalquoten – erhöhte Insolvenzrisiken (s. a. Müller-Stevens et al. (1993), S. 1-3). Dies gilt in besonderem Maße für nicht börsenreife, also in der Regel junge, kleine und innovative Unternehmen, für die im Vergleich zu etablierten Großunternehmen besondere Hemmnisse bei der externen Eigenfinanzierung bestehen.

Die Bedeutung für die *Beschäftigung* lässt sich zunächst daraus ableiten, dass etwa 75 % aller Beschäftigten und 80 % aller Auszubildenden in KMU tätig sind und dass dabei – wie oben dargestellt – auch der Beschäftigungsbeitrag der VC-finanzierten Unternehmen nicht unerheblich ist (s. IfM Bonn (2003)). Unumstritten ist auch, dass KMU bzw. junge Unternehmen einen positiven Beitrag zur Schaffung neuer Arbeitsplätze leisten. Strittig ist in der Wissenschaft hingegen, wie stark dieser Beitrag ausfällt. Diskutiert werden hierbei Fragen der tatsächlichen Neugründung, des Wachstums und des Überlebens von Unternehmen. (s. Hamer (1997), S. 32-40 und Egelin (2000), S. 15-16). Daneben spielt in der Diskussion die Qualität der geschaffenen Arbeitsplätze eine Rolle. Dabei wird argumentiert, dass insbesondere technologieorientierte Unternehmen in der Lage sind, langfristig Arbeitsplätze in überdurchschnittlicher Anzahl und Qualität zu schaffen (s. Lessat et al. (1999), S. 57-70 und Egelin (2000), S. 16).

In Bezug auf *Wachstum und Wettbewerb* leisten junge Unternehmen bzw. KMU einen wichtigen Beitrag zum Funktionieren des marktwirtschaftlichen Systems. Sie stellen für etablierte Unternehmen neue bzw. weitere Konkurrenten dar und garantieren somit den zentralen Effizienzmechanismus des Marktes, den Wettbewerb (s. Hamer (1997), S. 32-33; Egelin (2000), S. 6-8 und Mrzyk (1999), S. 10).

KMU und insbesondere junge Unternehmen leisten einen Beitrag zur *strukturellen Veränderung* einer Volkswirtschaft, indem sie eher als andere Unternehmen auf geänderte Bedürfnisse und Umfeldbedingungen reagieren (vgl. auch den Denkansatz der „Population Ecology“, s. Hannan/Freeman (1977), S. 929-964 und Preisendörfer (1988), S. 24-29). Durch die Veränderung der Geschäftsfelder anderer, etablierter Unternehmen allein könnte diese Anpassung nicht in dem Maße vollzogen werden, wie sie für eine funktionierende Volkswirtschaft notwendig ist (s. Egelin (2000), S. 8-10; Lagemann/Löbke (1999) S. 87 und Mrzyk (1999), S. 11-15). In diesem Kontext verstärkt die VC-Finanzierung Trends zur Besetzung wachsender Sek-