

Entrepreneurial and Financial Studies

Hrsg.: Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Prof. Dr. Christoph Kaserer

Ronald Engel

**Seed-Finanzierung
wachstumsorientierter
Unternehmensgründungen**

Verlag Wissenschaft & Praxis



Seed-Finanzierung
wachstumsorientierter Unternehmensgründungen

Entrepreneurial and Financial Studies

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

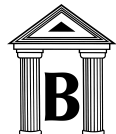
Prof. Dr. Christoph Kaserer

Band 1

Ronald Engel

**Seed-Finanzierung
wachstumsorientierter
Unternehmensgründungen**

Verlag Wissenschaft & Praxis



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

ISBN 3-89673-179-3

© Verlag Wissenschaft & Praxis
Dr. Brauner GmbH 2003
D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6
Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das 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.

Printed in Germany

Geleitwort

In früheren Jahren wurde die einzel- und gesamtwirtschaftliche Bedeutung vor allem externer Gründungsfinanzierung häufig als gering erachtet. Inzwischen gibt es jedoch zahlreiche empirische Belege nicht nur für den Zusammenhang zwischen der Gründungsaktivität eines Landes und dessen Wirtschaftswachstum, sondern auch für die kritische Bedeutung der jeweils richtigen Finanzierungsmöglichkeiten für den einzelwirtschaftlichen Gründungserfolg. Dementsprechend hat sich in der Praxis in den letzten 20 Jahren ausgehend von den USA in dynamischer Weise eine Finanzierungsindustrie entwickelt, die junge, insbesondere wachstumsstarke Unternehmen mit zahlreichen neuen Finanzierungsinstrumenten und -ausgestaltungen bedient. Ihren Höhepunkt fand diese, mit einiger Verzögerung auch in Deutschland zu beobachtende Entwicklung im New-Economy-Boom vor wenigen Jahren, der in eine bis heute anhaltende Ernüchterung auf beiden Marktseiten mündete. Die Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in diesem Bereich, insbesondere deren Abstimmung auf verschiedene Phasen innerhalb der Entwicklung junger Unternehmen, konnte mit der unvergleichlichen Dramatik des Marktwachstums jedoch nicht mithalten. Nach Jahren in denen man praktisch nichts falsch machen konnte, um erfolgreich am Markt zu agieren und daher der Einfachheit halber häufig tradierte Finanzierungskonzepte für bereits etwas weiter entwickelte Unternehmen auch auf die früheste Finanzierungsphase, die Seed-Phase, übertragen hat, ist es in den letzten Jahren vielen Anbietern bewusst geworden, dass sie von den Besonderheiten und Werttreibern der Gründungsfinanzierung im Allgemeinen und der Seed-Finanzierung im Besonderen nicht genug wissen.

Die wissenschaftliche Diskussion im Bereich der Gründungsfinanzierung ist dabei hinter den Entwicklungen in der Praxis zurückgeblieben und leistet daher bislang nur in eingeschränktem Ausmaß Unterstützung. Bei Betrachtung des gegenwärtigen Forschungsstandes fällt zusätzlich auf, dass sich zahlreiche Untersuchungen auf einzelne Marktteilnehmer wie Business Angels oder Venture-Capital-Gesellschaften konzentrieren, ihre Betrachtungsperspektive auf die Zufuhr von Kapital beschränken und/oder die Eigenheiten verschiedener Finanzierungsphasen nicht ausreichend beachten.

An dieser Stelle setzt die Arbeit von Ronald Engel an, die aus dem Forschungsfeld der Gründungsfinanzierung die Thematik der Seed-Finanzierung wachstumsorientierter Unternehmensgründungen herausgreift. Aufbauend auf einer gedanklichen Strukturierung des Untersuchungsobjektes Seed-Finanzierung findet zunächst eine (statische) Analyse der einzelnen Elemente und deren marktliches Zusammenwirken statt. Hier geht es darum, nach Aufbau eines tieferen Verständnisses der einzelnen Elemente zentrale

Problemfelder wie Finanzierungs- und Investitionslücken aber auch Aspekte der Finanzintermediation konkret zu analysieren.

Anschließend nimmt die Arbeit einen Perspektivenwechsel vor und stellt den (Entscheidungs-)Prozess, entlang dessen die Konkretisierung der letztlichen Finanzierungsbeziehung stattfindet, in den Mittelpunkt der Untersuchung. Das damit verbundene Ziel, bestehende Defizite der gängigen Praxis aufzudecken und durch gestalterische Überlegungen Verbesserungspotenziale zu erreichen, wird auf diese Weise eindrucksvoll erreicht.

Aufbauend auf der Grundlage des durch die Untersuchung aus den beiden genannten Blickwinkeln gewonnenen Verständnisses werden die erzielten Ergebnisse auf den beiden angesprochenen Ebenen in der Form umsetzbarer Gestaltungshilfen und sich ergebender Implikationen für die Gestaltung der Seed-Finanzierung zusammengeführt.

Dadurch liefert diese Dissertation neben wertvollen Hilfestellungen für die Praxis - insbesondere auf Kapitalgeberseite - deutliche Impulse für die wissenschaftliche Diskussion und stellt einen wichtigen Schritt auf dem Weg zu einem geschlossenen Theoriefundament für den Bereich der Entrepreneurship-Forschung im Allgemeinen und der Gründungsfinanzierung im Besonderen dar. Ich wünsche diesem inhaltlich sehr gehaltvollen und darüber hinaus auch sehr angenehm lesbaren Werk daher nicht nur eine interessierte Aufnahme in der akademischen Welt, sondern auch eine große Verbreitung bei den praktisch mit Herausforderungen der Gründungsfinanzierung befassten Kreisen.

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

Vorwort

Wer hoch hinaus will, muss sich intensiv mit dem Fundament beschäftigen. Dies trifft in besonderem Maße auch für die Gründung von Unternehmen, vor allem wachstumsorientierten Unternehmen zu. Für die Errichtung einer tragfähigen Unternehmensgrundlage und der möglichst erfolgreichen Entwicklung von einer Idee hin zu ihrer Verwertung, bzw. Umsetzung auf dem Markt, bedienen sich Gründer heute mehr denn je externer Unterstützung. Es verwundert daher nicht, dass das Feld der Gründungsfinanzierung den Bereich der Finanzierung darstellt, der in den vergangenen Jahren die deutlichste Entwicklung zu verzeichnen hat. Gleichzeitig wird deutlich, dass die Gründungsfinanzierung neuartige Probleme aufwirft, die originäre Lösungsmechanismen erfordern. Während meiner Assistentenzeit am Stiftungslehrstuhl Bank- und Finanzmanagement der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL (ebs) und als freier Mitarbeiter der im Bereich der Frühphasenunterstützung tätigen Venture Capital-Gesellschaft GI Ventures AG wurde ich mit verschiedenen Fragestellungen aus dem Bereich der Unterstützung von Unternehmen in deren ersten Entwicklungsphasen konfrontiert, die in mir den Wunsch weckten, mich mit zentralen Fragen aus diesem Bereich im Rahmen einer Dissertation auseinander zu setzen. Das Promotionsverfahren wurde 2002 abgeschlossen. In den Literaturnachweisen ist das Schrifttum bis Januar 2002 berücksichtigt.

Dass ich diese Arbeit schließlich mit dem gewünschten Erfolg in der angestrebten Zeit abschliessen konnte, verdanke ich zahlreichen Umständen und vor allem Personen.

Zuvorderst möchte ich meiner verehrten Doktormutter, Frau Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, danken. Mit ihrer unkonventionellen und aufgeschlossenen Einstellung bestärkte sie mich wesentlich darin, es nicht zu versuchen, hergebrachte Finanzierungskonzepte auf den Bereich der Gründungsfinanzierung überzustülpen, sondern bestehende Denkmuster stets kritisch zu hinterfragen und nach neuen Lösungsansätzen zu suchen. Das außerordentliche Vertrauen, welches sie von Anfang an nicht nur in meine Person, sondern auch in mein Forschungsvorhaben hatte, und ihre engagierte Unterstützung ehren mich. Neben ihr hat Herr Prof. Dr. Georg H. Küster diese Arbeit seit den ersten Plänen äußerst interessiert begleitet. Für die Übernahme des Zweitgutachtens und die anregenden Diskussionen, in denen er oft fordernd aber durch sein Feedback stets fördernd weit über das übliche Maß eines Zweitgutachters zur Arbeit beitrug und meine Ideen aus volkswirtschaftlicher Perspektive reflektierte, danke ich ihm.

Meine Doktorandenzeit an der ebs im Rheingau sowie danach bei GI Ventures in München, an der Technischen Universität München und schliesslich an der Graduate School of Business der Stanford University habe ich sehr genossen. Hier fand ich nicht nur ein

optimales Umfeld für die Verfassung einer solchen Arbeit, sondern konnte interessante Kontakte knüpfen, aus denen sich teilweise langjährige Freundschaften entwickelten.

In den verschiedenen Phasen des Promotionsprozesses hat das Feedback von einer Vielzahl von Kollegen und Interviewpartnern aus Forschung und Praxis deutlichen Mehrwert für meine Arbeit geschaffen. Dafür und für die Förderung des Entstehens der Arbeit in unterschiedlichster Form möchte ich mich an dieser Stelle stellvertretend bei Herrn Frank Siemes, Herrn Simon Wahl, Herrn Dr. Jürgen Diegruber, Herrn Peter Nietzer, Herrn Tim Stemmer, Herrn Dr. Thomas Hartung, Frau Dr. Aglaia Wieland sowie den Gründern von eCube bedanken. Ein ganz besonderer Dank gilt dabei Frau Eva Nathusius. Sie hat in der Endphase nicht nur wichtige Hilfestellungen zur Formatierung beige-steuert und mit bewundernswertem Durchhaltevermögen unter hohem Zeitdruck die Schlusskorrektur der Arbeit geleistet, sondern mir darüber hinaus auch erheblichen moralischen Rückhalt gegeben. Ich hoffe, dass ich eines Tages die Gelegenheit bekommen werde, mich dafür gebührend zu revanchieren.

Dem Förderverein Kurt Fordan für herausragende Begabungen e.V. danke ich für die Unterstützung meines Auslandsaufenthaltes. Frau Trudel Thullen vom Stiftungslehrstuhl Bank- und Finanzmanagement an der ebs hat durch ihren organisatorischen Weitblick, ihren Gerechtigkeitsinn und ihre verständnisvolle und motivierende Einstellung mir nicht nur die Arbeit deutlich erleichtert, sondern darüber hinaus viel zu meiner Promotionserfahrung beigetragen, wofür ich mich sehr herzlich bedanke.

Schließlich habe ich meiner Mutter, die meine Ausbildung stets mit all ihrer Kraft unter Inkaufnahme eigener Opfer unterstützt hat, über die Ermöglichung und Förderung meiner Promotion hinaus viel zu verdanken. Ihr ist diese Arbeit in Liebe und Dankbarkeit gewidmet.

Ronald A. Engel

Inhaltsverzeichnis

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	XIII
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	XV
SYMBOLVERZEICHNIS	XXI
1 EINLEITUNG	1
1.1 PROBLEMSTELLUNG	1
1.2 ZIELSETZUNG, WISSENSCHAFTSTHEORETISCHE EINORDNUNG UND GANG DER UNTERSUCHUNG	7
2 BEGRIFFLICHE KLÄRUNG UND STRUKTURIERUNG DES UNTERSUCHUNGSOBJEKTES.....	13
2.1 DEFINITIONEN	13
2.2 KONSTITUTIVE BESTANDTEILE	15
2.2.1 <i>Institutionelles Element</i>	16
2.2.2 <i>Funktionales Element</i>	23
2.2.3 <i>Zeitliches Element</i>	24
2.2.4 <i>Finales Element</i>	29
2.3 STRUKTURELEMENTE UND ENTSCHEIDUNGSPROZESS	30
3 MARKTAKTEURE UND LEISTUNGSINHALT (ANALYSE DER STRUKTURELEMENTE).....	35
3.1 RESSOURCENBEDARF ALS INITIIERENDES ELEMENT.....	36
3.1.1 <i>Ressourcenengpässe</i>	36
3.1.2 <i>Bedeutung des Zeitfaktors</i>	44
3.1.3 <i>Gegenüberstellung von Ressourcen und Zeit</i>	50
3.2 TYPENSPEZIFISCHE RESSOURCENBEDARFE	56
3.2.1 <i>Unternehmenstypen</i>	57
3.2.1.1 <i>Wachstum und Wachstumspotenzial</i>	60
3.2.1.2 <i>Abgrenzung wachstumsorientierter Unternehmensgründungen</i>	63
3.2.1.3 <i>Auswirkungen auf das Untersuchungsobjekt</i>	72
3.2.1.3.1 <i>Risiko-/Renditeprofil</i>	72
3.2.1.3.2 <i>Bewertungsproblematik</i>	81
3.2.1.3.3 <i>Höhe und Zusammensetzung des Ressourcenbedarfs</i>	83

3.2.1.4	Bedeutung wachstumsorientierter Unternehmensgründungen und Konsequenz für den weiteren Verlauf der Arbeit	84
3.2.2	<i>Gründungstypen</i>	86
3.2.2.1	Einzel- und Teamgründungen	86
3.2.2.2	Gründertypen	88
3.3	DECKUNG DES RESSOURCENBEDARFS	92
3.3.1	<i>Finanzierungsformen</i>	93
3.3.1.1	Interne Seed-Finanzierung	95
3.3.1.2	Externe Seed-Finanzierung	98
3.3.2	<i>Begleitdienstleistungen</i>	101
3.3.2.1	Sachmittel	102
3.3.2.2	Betreuungsleistungen	102
3.3.2.3	Networking-Aktivitäten	104
3.3.3	<i>Zwischenfazit</i>	110
3.4	ANBIETER EXTERNER SEED-FINANZIERUNG	111
3.4.1	<i>Herkömmliche Anbieterstrukturierung</i>	112
3.4.2	<i>Alternative Anbieterstrukturierung</i>	121
4	MARKTLICHER AUSGLEICH VON ANGEBOT UND NACHFRAGE	129
4.1	TAUSCHPROZESSE UND EINFLUßFAKTOREN	129
4.2	FINANZIERUNGSTHEORETISCHE ÜBERLEGUNGEN	137
4.2.1	<i>Principal Agent-theoretische Überlegungen im Untersuchungskontext</i>	143
4.2.2	<i>Transaktionskostentheoretische Überlegungen im Untersuchungskontext</i>	160
4.2.3	<i>Property Rights-theoretische Überlegungen im Untersuchungskontext</i>	164
4.2.4	<i>Verhältnis und Integration der Ansätze</i>	165
4.3	SPEZIFISCHE ASPEKTE DER SEED-FINANZIERUNG	167
4.3.1	<i>Marktineffizienz und Verfügbarkeitsaspekte</i>	168
4.3.1.1	Kreditmangel	169
4.3.1.2	Eigenkapitallücke	176
4.3.1.3	Zwischenfazit	184
4.3.2	<i>Koexistenz Investoren und Intermediäre</i>	185
4.3.2.1	Transaktionskostenökonomische Überlegungen	187
4.3.2.2	Informationsökonomische Überlegungen	188
4.3.2.3	Risikoorientierte Überlegungen	193
4.3.2.4	Finanzierungstheoretische Beurteilung von Venture Catalysts	196
4.3.3	<i>Exkurs: Smart Debt als realistische Alternative zu Venture Capital?</i>	197

5	FESTLEGUNG DER FINANZIERUNGSBEZIEHUNG (ANALYSE DES ENTSCHEIDUNGSPROZESSES).....	201
5.1	NACHFRAGESEITIGE KONKRETISIERUNG DES LEISTUNGSGEGENSTANDES (WAS-ENTSCHEIDUNG).....	201
5.1.1	<i>Entscheidung über den Bezug von Begleitdienstleistungen</i>	203
5.1.2	<i>Entscheidung über die Herkunftssphäre finanzieller Ressourcen</i>	204
5.1.3	<i>Entscheidung über den kombinierten oder separaten Bezug der Leistungskomponenten</i>	205
5.1.4	<i>Festlegung der präferierten Finanzierungsform</i>	206
5.1.4.1	Finanzierungstheoretische Erklärungsperspektive.....	208
5.1.4.1.1	Das Modell von Jensen/Meckling.....	208
5.1.4.1.2	Pecking Order von Myers/Majluf.....	210
5.1.4.1.3	Reverse Pecking Order von Garmaise.....	213
5.1.4.1.4	Eigene Überlegungen zur Pecking Order.....	215
5.1.4.2	Neuere empirische Ergebnisse.....	218
5.1.4.3	Strategieorientierte Erklärungsperspektive.....	220
5.1.4.3.1	Motivation strategieorientierter Überlegungen.....	220
5.1.4.3.2	Unternehmensziele und präferierte Kapitalstruktur.....	224
5.1.4.3.3	Einfluss der heterogenen Nachfrageseite.....	229
5.1.4.4	Schließende Überlegungen.....	230
5.2	KONKRETISIERUNG DER VERTRAGSPARTEIEN (WER-ENTSCHEIDUNG).....	231
5.2.1	<i>Anbieterseitige Selektion</i>	231
5.2.1.1	Anbieterziele.....	232
5.2.1.2	Qualitative Bewertungsmethoden.....	233
5.2.1.3	Quantitative Bewertungsmethoden.....	243
5.2.1.3.1	Überblick und Systematisierung.....	243
5.2.1.3.2	Klassische Bewertungsmethoden.....	246
5.2.1.3.3	Bewertung mit Realoptionen.....	250
5.2.1.3.4	Venture Capital-Methode.....	252
5.2.1.3.5	Szenariogestützte Venture Capital-Methode (First Chicago-Methode).....	264
5.2.1.3.6	Methoden aufschiebender Bewertung.....	265
5.2.1.3.7	Praxisrelevante Heuristiken und Daumenregeln.....	267
5.2.1.4	Eignung und Relevanz der Methoden.....	269
5.2.2	<i>Nachfrageseitige Selektion</i>	270
5.2.3	<i>Zwischenfazit</i>	274
5.3	GESTALTUNG INTERESSENKOMPATIBLER KOOPERATIONSDESIGNS (WIE-ENTSCHEIDUNG).....	274

5.3.1	<i>Finanzierungsstruktur</i>	278
5.3.1.1	Rechtsform und Vertragswerke	278
5.3.1.2	Vertragsbausteine	280
5.3.1.2.1	Finanzierungsinstrumente	280
5.3.1.2.2	Staffelung der Kapitalzufuhr	285
5.3.1.2.3	Mitwirkungs-, Informations- und Kontrollrechte	288
5.3.1.2.4	Verwässerungsschutz	290
5.3.1.2.5	Regelungen zur Bindung der Gründer an das Unternehmen	292
5.3.1.2.6	Desinvestitionsregelungen	294
5.3.1.3	Schließende Überlegungen	296
5.3.2	<i>Verhandlungsmanagement</i>	297
5.3.2.1	Bedeutung von Vertragsverhandlungen	297
5.3.2.2	Einflussfaktoren auf die Vertragsverhandlungen	299
5.3.3	<i>Zwischenfazit</i>	301
6	INSTITUTIONELLE IMPLIKATIONEN	303
6.1	ANBIETERBEZOGENE IMPLIKATIONEN	303
6.1.1	<i>Ausbildung und Kommunikation einer strategischen Ausrichtung</i>	304
6.1.2	<i>Sicherstellung notwendiger Ressourcen</i>	308
6.1.3	<i>Ausgestaltung und Steuerung der Wertschöpfungsaktivitäten</i>	309
6.1.3.1	Refinanzierung	311
6.1.3.2	Sourcing	313
6.1.3.3	Contracting	320
6.1.3.4	Venture Management	321
6.1.3.5	Desinvestition	323
6.1.3.6	Tätigkeitsübergreifende Erfolgsdeterminanten	324
6.2	NACHFRAGEBEZOGENE IMPLIKATIONEN	326
6.3	STAATLICHE IMPLIKATIONEN	328
6.3.1	<i>Implikationen für das staatliche Kapitalangebot</i>	328
6.3.2	<i>Rechtliche Aspekte</i>	330
6.3.2.1	Anbieterbezogene Regelungen	330
6.3.2.2	Steuerliche Aspekte	332
6.3.2.3	Altersvorsorge	336
6.3.2.4	Kapitalmarktbezogene Regelungen	337
7	SCHLUSSBETRACHTUNG	339
	LITERATURVERZEICHNIS	XXIII

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 2-1: Definitionen	15
Abbildung 2-2: Gründungsarten.....	18
Abbildung 2-3: Entwicklungsbezogene Finanzierungsphasen.....	28
Abbildung 2-4: Strukturelemente und Entscheidungsprozess.....	32
Abbildung 2-5: Entscheidungsprozess der Seed-Finanzierung.....	34
Abbildung 3-1: Bedeutung des Zeitfaktors	44
Abbildung 3-2: Vorteile der Markteintrittsstrategien.....	48
Abbildung 3-3: Partielle Substituierbarkeit von Ressourcen und Zeit.....	53
Abbildung 3-4: Ursachen für das Scheitern von Unternehmensgründungen.....	56
Abbildung 3-5: Gründungs- und Gründertypen	57
Abbildung 3-6: Innovationsdimensionen	69
Abbildung 3-7: Dekonstruktion bestehender Wertketten.....	71
Abbildung 3-8: Risikoverständnis.....	73
Abbildung 3-9: Risiko-/Renditeprofile.....	77
Abbildung 3-10: Problemfaktoren.....	82
Abbildung 3-11: Gründertypen	90
Abbildung 3-12: Kombinationen der Ressourcenbedarfsdeckung.....	93
Abbildung 3-13: Systematisierung der Finanzierungsformen.....	94
Abbildung 3-14: Kapitalquellen des Bootstrappings	96
Abbildung 3-15: Merkmale von Eigen- und Fremdkapital	98
Abbildung 3-16: Intensitätsorientierte Gegenüberstellung der Betreuungsformen.....	103
Abbildung 3-17: Netzwerkebenen.....	105
Abbildung 3-18: Formalisierungsgrad der Netzwerkleistungen	108
Abbildung 3-19: Mögliche Quellen der Seed-Finanzierung	112
Abbildung 3-20: Herkömmliche Anbietersegmentierung.....	119
Abbildung 3-21: Alternative Anbietersegmentierung.....	127
Abbildung 4-1: Marktstruktur und Friktionen.....	130
Abbildung 4-2: Marktdeterminanten.....	131
Abbildung 4-3: Verteilung der Exitkanäle	135
Abbildung 4-4: Überblick über die neoinstitutionalistischen Theoriestränge.....	142
Abbildung 4-5: Neoinstitutionalistische Problemtypen	144
Abbildung 4-6: Informationsasymmetrien zwischen Kapitalnehmer (KN) und Kapitalgeber (KG).....	148
Abbildung 4-7: Principal Agent-Probleme und Milderungsmechanismen	159
Abbildung 4-8: Intermediationsformen.....	186
Abbildung 5-1: Entscheidungsbaum zur Konkretisierung des Leistungsgegenstandes	202
Abbildung 5-2: Kostenverläufe im Modell von Jensen/Meckling	209
Abbildung 5-3: Exogene Risiken und Kapitalstruktur	220
Abbildung 5-4: Empirisch ermittelte, qualitative Bewertungskriterien	234

Abbildung 5-5: Überblick über quantitative Bewertungsmethoden.....	244
Abbildung 5-6: Renditeerwartungen der Venture Capital-Geber	256
Abbildung 5-7: Komponentenansatz.....	267
Abbildung 5-8: Staging und Staggering	287
Abbildung 5-9: Einflussfaktoren auf die Vertragsverhandlungen.....	300
Abbildung 6-1: Investitions- und Refinanzierungszyklus.....	310
Abbildung 6-2: Vor- und Nachteile von Diversifikations- und Spezialisierungsstrategien.....	316
Abbildung 6-3: Typische steueroptimierte Fondsstruktur.....	335

Abkürzungsverzeichnis

a.A.	andere Ansicht
a.E.	am Ende
a.F.	alte Fassung
AG	Aktiengesellschaft
ähnl.	ähnlich
AK	Agencykosten
AK _{EK}	Agencykosten des externen Eigenkapitals
AK _{FK}	Agencykosten des Fremdkapitals
AK _{GK}	gewichtete, gesamte Agencykosten
AktG	Aktiengesetz
Allg.	Allgemeinen
APT	Arbitrage Pricing Theory
APV	Adjusted Present Value
Aufl.	Auflage
Aufn.	Aufnahme
B2B	Business to Business
B2C	Business to Consumer
BAND	Business Angels Netzwerk Deutschland
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
bspw.	Beispielsweise
BStBl.	Bundessteuerblatt
BTU	Beteiligungskapital für kleine Technologieunternehmen
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Venture Capital Association e.V.
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CVC	Corporate Venture Capital
DCF	Discounted Cash Flow
ders.	derselbe
dies.	dieselbe(n)

diesbzgl.	diesbezüglich
dingl.	dinglich
Diss.	Dissertation
e.V.	eingetragener Verein
ebd.	ebenda
EBT	Earnings before Taxes
Ed.	Edition, Editor
Eds.	Editors
EG	Europäische Gemeinschaft
Eigt.	Eigentümer
eigtl.	eigentlich
Einf.	Einführung
EK	Eigenkapital
ERP	European Recovery Program
EstG	Einkommensteuergesetz
et al.	et alii
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EVCA	European Venture Capital & Private Equity Association
ext.	externes
F&E	Forschung und Entwicklung
f.	folgende (Seite)
F.	Faktor(en)
FCF	Free Cash Flow
ff.	fortfolgende (Seiten)
Fin.	Finanzierung
FK	Fremdkapital
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GewStG	Gewerbsteuergesetz
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber

GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
grds.	grundsätzlich
h.M.	herrschende Meinung
HBS	Harvard Business School
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HS	Halbsatz
i.E.	im Ergebnis
i.e.S.	im engeren Sinne
i.w.S.	im weiteren Sinne
idR.	in der Regel
iHv.	in Höhe von
insbes.	insbesondere
int.	international(e/er)
IPO	Initial Public Offering
iSv.	im Sinne von
iSd.	im Sinne des
IT	Informationstechnologie
iVm.	in Verbindung mit
Jg.	Jahrgang
JITE	Journal of Institutional Theoretical Economics
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
Kap.	Kapital
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KfZ	Kraftfahrzeug
KG	Kapitalgeber, Kommanditgesellschaft
KMU	Kleine(s) und mittlere(s) Unternehmen
KN	Kapitalnehmer
Komb.	Kombination
KonTraG	Gesetz zur Verbesserung der Kontrolle und Transparenz in Unternehmen
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Kreditwesengesetz
LfA	Landesanstalt für Aufbaufinanzierung

M&A	Mergers & Aquisitions
m.w.N.	mit weiteren Nachweisen
MBA	Master of Business Administration
MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft
MBI	Management Buy In
MBO	Management Buy Out
Mgl.	möglich
mglw.	möglicherweise
Mio.	Million(en)
MIT	Massachusetts Institute of Technology
NeMax	Neuer Markt-Index
n.F.	neue Fassung
No.	Number
Nr.	Nummer
oper.	Operativ
Orga.	Organisation
p.a.	per annum
persönl.	Persönlich
Rn.	Randnummer
Rücklageant.	Rücklageanteil
S.	Seite
SecSale	Secondary Sale
SME	Small and medium-sized Enterprise(s)
SoPo	Sonderposten
Sp.	Spalte
SR	Sonstige Ressourcen
Techn.	Technical
TIME	Telekommunikation, Internet, Media und Entertainment
TMT	Telekommunikation, Media und Technologie
TOU	Technologieorientierte Unternehmensgründung
Tsd.	Tausend
u.a.O.	und andere Orte
UBG	Unternehmensbeteiligungsgesellschaft

UBGG	Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
UmwStG	Umwandlungssteuergesetz
Univ.	Universität
unveröffentl.	unveröffentlichte
US	United States
USA	United States of America
v.	von
VC	Venture Capital
VCG	Venture Capital-Gesellschaft
Verh.	Verhältnis
Vgl.	Vergleiche
Vol.	Volume
vollständ.	Vollständige
vs.	versus
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WHU	Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung
XML	Extensible Markup Language
yr.	year
z.B.	zum Beispiel
ZP	Zeitpuffer

Symbolverzeichnis

Kapitel 3:

ε	WachstumsKennzahl
ρ	unsystematisches Risiko
$R_{Ausstattung}$	verfügbare Ausstattung an Ressourcen
R_{Bedarf}	Gesamtbedarf an Ressourcen
R_{Gesamt}	insgesamt benötigte Menge an Ressourcen
r_{Ges}	Gesamtrisiko
r_M	systematisches Risiko (Marktrisiko)
SR	Sonstige Ressourcen
T_1	Fume Date
T_M	Zeitpunkt des Markteintritts
T_P	Zeitpunkt des Technical Proof of Concept
t	Zeitindex
t_{Fin}	Finanzierungshorizont
t_{Seed}	Seed-Phase
$W_{Benchmark}$	Referenzwachstumsrate
W_{Unt}	Wachstumsrate des Unternehmens
ZP	Zeitpuffer

Kapitel 4:

C	Kosten
I	Anfangsauszahlung
i	Rendite
M	Anzahl der Finanzierer
N	Anzahl der Unternehmer
R	Rückzahlungsbetrag
$S_n(T_n)$	Sanktionsregel
X	Rückflüsse

Kapitel 5:

Reverse Pecking Order von Garmaise

B	schlechter Umweltzustand
C	Auszahlungsanspruch des Kapitalgebers (verkürzt: Vertrag)

$E_i(x)$	Erwartungswert von x
f_g, f_b	Dichtefunktionen (im guten/schlechten Umweltzustand)
G	guter Umweltzustand
I	Finanzierungssumme
H, L	Signale
H_i, L_i	Ereignis, dass Investor i das Signal erhält
I_1, i_2	Investoren
N	Entrepreneurseitige Vorstellung über Erfolgsaussichten der Gründung
P, Q	Wahrscheinlichkeitsmaß
P, q	Wahrscheinlichkeitsparameter
R	Lebesgue-Maß
S	Entrepreneurseitiges Signal über Erfolgsaussichten der Gründung
Y_E	Investorentseitiges Signal (Zufallsvariable)
y_E	Entrepreneurseitige Realisation von Y_E
Z	Rückfluss (Zufallsvariable)
Z	Rückfluss (Ausprägung der Zufallsvariable)

Venture Capital-Methode

V	Unternehmenswert
F	Vergütungsforderung (Anteilshöhe)
I	Investitionssumme
R	Zielrendite
RET	Retention Rate
SP	Stückpreis
X	Anteilstückelung
Θ	Hilfsparameter
Π	Ausfallrisiko

Weighted Average Formula

NCP	Neuer Umtauschpreis
MI	Investitionssumme der späteren Finanzierungsrunde
OB	Summe der bereits ausgegebenen Anteile
OCP	Alter Umtauschpreis
SI	hinzukommende Anteile

1 Einleitung

Eine der Hauptursachen für bestehende Wachstumsunterschiede zwischen den Volkswirtschaften ist mit SCHUMPETER in der Qualität der Unternehmer zu sehen.¹ Damit wird neben den Führungskräften bestehender Unternehmen den Gründern neuer Unternehmen eine zentrale Rolle zugewiesen. Besondere Bedeutung kann in diesem Zusammenhang wachstumsorientierten Unternehmen beigemessen werden, die belebend auf den Wettbewerb wirken, den Strukturwandel vorantreiben und sich für einen Großteil neugeschaffener Arbeitsplätze verantwortlich zeigen.²

1.1 Problemstellung

Empirische Untersuchungen belegen einen positiven Zusammenhang zwischen der Gründungsaktivität eines Landes und dessen Wirtschaftswachstum in eindrucksvoller Weise.³ In beiden Punkten ist die Situation Deutschlands verbesserungswürdig.

Im Hinblick auf das Wirtschaftswachstum findet sich die Bundesrepublik als die größte Volkswirtschaft Europas inzwischen auf dem letzten Platz in der EU wieder. Besonders betroffen hiervon ist der Arbeitsmarkt, von dem jeden Tag neue Entlassungen und Insolvenzen gemeldet werden.⁴

Ein nahezu entsprechendes Bild zeigt sich im Hinblick auf die Gründungsaktivität. Diese liegt in Deutschland deutlich unter dem westeuropäischen Mittelwert – schlechter schneiden lediglich Belgien, die Niederlande und Schweden ab – und weit hinter den häufig als Vergleich und Vorbild herangezogenen USA.⁵ Dieser Eindruck verschlechtert

¹ Vgl. Schumpeter (1952), S. 162ff.

² Vgl. stellvertretend Szyperski (1979), S. 490; Keuschnigg/Strobel/Tykvová (1999), S. 3ff.; Werner (2000), S. 1ff. mit zahlreichen Nachweisen sowie Sahlman (1992), S. 2ff.

³ Vgl. aktuell Sternberg/Bergmann/Tamásy (2001), S. 4, wonach die Unterschiede beim Niveau der Entrepreneurship-Aktivitäten ungefähr die Hälfte der Varianz des volkswirtschaftlichen Wachstums in der betrachteten Periode erklären.

⁴ So plant nach im Herbst 2001 veröffentlichten Zeitungsberichten DaimlerChrysler den Abbau von 37700 Stellen. Siemens rechnet mit 17000 Entlassungen. Bei der HypoVereinsbank werden voraussichtlich 9100, der Deutschen Bank 7100, der Dresdner Bank 7800 und bei RWE 12500 Stellen gestrichen. Vgl. zu diesen Streichungen und zahlreichen weiteren Beispielen die Übersicht bei Beise (2001), S. 27.

⁵ Vgl. hierzu und im Folgenden die aktuellen (Nov. 2001) Ergebnisse des Global Entrepreneurship Monitors (Sternberg/Bergmann/Tamásy (2001), S. 6ff.). Dabei handelt es sich um ein 1997 vom Babson College und der London Business School ins Leben gerufenes internationales Forschungs-

sich zusätzlich, wenn man hinsichtlich der Gründungsmotivation zwischen Unternehmensgründungen aus Mangel an Erwerbsalternativen (*Necessity Entrepreneurship*) und Gründungen zur aktiven Wahrnehmung einer erkannten Geschäftsgelegenheit (*Opportunity Entrepreneurship*) unterscheidet. Während in Deutschland die Relation solcher opportunity-getriebenen Unternehmensgründer zu den Verlegenheitsgründern bei 2,6 liegt, stellt sich diese Kennzahl in den USA mit einem Wert von 8,3 mehr als dreimal so hoch dar.

Bei zeitlicher Betrachtung ergibt sich für 2001 in Deutschland in den letzten Jahren erstmals ein Rückgang der Gründungsaktivität in absoluter Hinsicht. Dies fällt zeitlich zusammen mit dem Ende des Gründungsbooms der so genannten New Economy. Die Entwicklung in diesem Bereich kann zwar nicht, wie die Medien teilweise suggerierten, mit dem gesamten Gründungsgeschehen gleichgesetzt werden, sondern bezog sich lediglich auf ein enges Segment des Branchen- und Gründerspektrums. So muss herausgestellt werden, dass auch während der Hochphase nur ein Teil der New Economy-Gründungen als nachhaltig wachstumsorientiert bezeichnet werden konnte, während zu keiner Zeit wachstumsorientierte Unternehmensgründungen allein in der New Economy zu finden waren. Gleichwohl sind diesem Phänomen wichtige Auswirkungen auf weite Teile der Bereiche Entrepreneurship im Allgemeinen und Entrepreneurial Finance im Besonderen zuzuschreiben. So trug die Gründungseuphorie der letzten Jahre dazu bei, das Image des Unternehmertums nachhaltig zu verbessern und ist dafür mitverantwortlich, dass sich in jüngerer Vergangenheit kein Bereich der Unternehmensfinanzierung so dramatisch entwickelt hat, wie die Gründungsfinanzierung.⁶

In diesem Zusammenhang hat auch der Begriff der Seed-Finanzierung eine stärkere Beachtung erfahren. Darunter wird gemeinhin die umfassende Unterstützung von Unternehmen in ihrer ersten Entwicklungsphase unter Betonung der finanziellen Komponente verstanden. Während jedoch früher die Finanzierung der frühen Unternehmensentwicklung nahezu ausschließlich aus den Eigenmitteln des Gründers und gegebenenfalls aus ihm freundschaftlich und/oder familiär verbundenen Quellen sichergestellt werden konnte, ist dies gerade im Hinblick auf wachstumsorientierte Unternehmensgründungen in vielen Fällen aufgrund steigender Ressourcenbedarfe nicht mehr möglich. Gerade wachstumsorientierte Unternehmensgründungen sind daher immer häufiger bereits in ihrer ersten Entwicklungsphase auf die Zuführung externen Kapitals angewiesen.⁷ Im

projekt, welches sich auf jährlicher Basis mit der Analyse von Gründungsaktivitäten und deren volkswirtschaftlichen Auswirkungen in derzeit 29 Staaten befasst.

⁶ Vgl. Nathusius (2001), S. v.

⁷ Vgl. Osnabrugge/Robinson (1999), S. 6.

Zusammenhang mit dem starken Aufkommen dieser Unternehmen im Verlauf der letzten Jahre hat sich auch in Deutschland ein Markt für externe Frühphasenfinanzierung, überwiegend aber nicht ausschließlich durch die Zufuhr von Eigenkapital, entwickelt.⁸ Angesichts der sich gegenwärtig abzeichnenden Auswirkungen der Basel II-Bestimmungen auf das Angebot an gründungsnahen Krediten sowie der steigenden Kapitalbedarfe vieler Unternehmen war dies notwendig und im internationalen Vergleich überfällig.

Seit Mitte 2000 kann der Boom der New Economy und den damit zusammenhängenden Märkten als beendet betrachtet werden. Die Gründe für die gegenwärtige Ernüchterung sind sowohl in gründerseitigen Fehlern und Defiziten als auch bei den Kapitalgebern zu suchen. Viele Gründungen stellen sich ex post als nicht tragfähig dar.⁹ Neben einem nachhaltig überzeugenden Geschäftsmodell und einer Entwicklungsstrategie, die über das Anstreben der Marktführerschaft in einem willkürlich definierten Kundensegment hinausging, mangelte es ihnen vor allem an einer soliden und nachvollziehbaren Finanzplanung. Dies verhinderte jedoch nicht, dass solche Modelle in großen Mengen unter Verweis darauf, dass die New Economy tradierte betriebswirtschaftliche Erkenntnisse grundlegend revolutionieren würde, vorschnell finanziert wurden.

Das Platzen der „*New Economy-Blase*“¹⁰ führte zur bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt anhaltenden Pleitewelle unter den teilweise neugegründeten Start-ups sowie zu einem entsprechenden Shake-out bei den Kapitalgebern. Insbesondere solche neuen Kapitalanbieter, die ähnlich wie die Gründer vieler Dot-coms in erster Linie mit der Hoffnung auf schnelles und einfaches Geld in den Markt eintraten, ziehen sich nun freiwillig oder unfreiwillig wieder zurück, während sich andere Anbieter strategisch neu ausrichten. Als wesentlicher Effekt der für Kapitalnehmer wie -geber verschlechterten Marktsituation zeigt sich, dass Leistung auf beiden Seiten wieder wichtiger wird.

Für die Gründer bedeutet dies neben dem höheren Stellenwert einer nachhaltig nutzenstiftenden und ausreichend kommerzialisierbaren Geschäftsidee die Notwendigkeit der Rückkehr zu einer ganzheitlichen Sicht der Unternehmensgründung. Dies erfordert über die Geschäftsidee hinaus die umfassende Einbeziehung aller Unternehmensfunktionen, von denen der Unternehmensfinanzierung aufgrund ihres hohen Einflusses nicht nur auf den Erfolg eines Unternehmens sondern bereits auf dessen Überleben zentrale Relevanz

⁸ Vgl. dazu die empirischen Ergebnisse bei Klandt/Krafft (2000a), S. 13f.; dies. (2000b), S. 5ff.

⁹ So hat es im Falle vieler Dot-coms nicht ausgereicht, mit dem Internet als neuen Vertriebsweg in einen bestehenden Markt einzudringen, in dem die Anteile bereits verteilt waren. Vgl. Hertz-Eichenrode (2001), S. 14.

¹⁰ Stark (2001), S. 6.