

Verwaltungs- und Wirtschaftsakademie
und Berufsakademie Göttingen
Dr. Andrea Eickemeyer

Venture Capital Gesellschaften als Finanzintermediäre – Grundlegende Darstellung und kritische Betrachtung aus Sicht der Investoren unter Berücksichtigung von Transaktionskosten

Thesis

Miriam Cheref
Görlitzerstraße 30
37120 Bovenden

B11.W.035

30. April. 2014

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	III
1 Einleitung	1
2 Grundlagen	2
2.1 Charakteristika der Venture Capital Finanzierung	2
2.1.1 Definition Venture Capital	2
2.1.2 Abgrenzung von Venture Capital zu Private Equity.....	5
2.1.3 Funktionsweise der Venture Capital Finanzierung	7
2.2 Interessengruppen der Venture Capital Finanzierung	8
2.2.1 Investoren	8
2.2.2 Venture Capital Nehmer	10
2.2.3 Venture Capital Gesellschaften	11
2.3 Grundlagen der Finanzintermediation	13
2.3.1 Begriff und Arten des Finanzintermediärs.....	13
2.3.2 Transaktionskostentheorie als Erklärungsansatz für den Anlass von Finanzintermediären aus Investorensicht	16
2.3.3 Klassifikation von Transaktionskosten	18
3 Venture Capital Gesellschaften als Finanzintermediäre: Grundlegende Betrachtung	20
3.1 Grundlegende Funktionen von Venture Capital Gesellschaften als Finanzintermediäre	20
3.1.1 Losgrößentransformation.....	20
3.1.2 Fristentransformation.....	21
3.1.3 Risikotransformation	21
3.1.4 Informationsfunktion	22
3.1.5 Transaktionsabwicklung	23
3.2 Die Aktivitäten von Venture Capital Gesellschaften mit besonderem Blick auf die Kosten in den Transaktionsphasen	23

3.2.1 Fund Raising	23
3.2.2 Deal Generation	24
3.2.3 Screening	25
3.2.4 Approval and Structuring	27
3.2.5 Post Investment Activities	28
4 Kritische Betrachtung der Vorteilhaftigkeit von Venture Capital Gesellschaften in ihrer Funktion als Finanzintermediäre aus Sicht der Investoren.....	31
4.1 Vergleich der Kosten einzelner Transaktionsphasen im Venture Capital Prozess mit und ohne Einschaltung von Finanzintermediären aus Sicht der Investoren	31
4.1.1 Bestimmung der Transaktionskosten für Finanzkontrakte.....	31
4.1.2 Kostenvergleich in der Phase „Fundraising“	32
4.1.3 Kostenvergleich in der Phase „Deal Generation“	33
4.1.4 Kostenvergleich in der Phase „Screening“	35
4.1.5 Kostenvergleich in der Phase „Approval and Structuring“	36
4.1.6 Kostenvergleich in der Phase „Post Investment Activities“	37
4.2 Beurteilung der Vorteilhaftigkeit des Einsatzes von Venture Capital Gesellschaften als Finanzintermediäre aus Sicht der Investoren auf Basis des Kostenvergleichs in den Transaktionsphasen	39
5 Schlussbetrachtung	44
Literaturverzeichnis.....	46

Abkürzungsverzeichnis

PE	Private Equity
PU	Portfoliounternehmen
VC	Venture Capital
VCG	Venture Capital Gesellschaft

1 Einleitung

Venture Capital ist heutzutage vielen kapitalsuchenden Unternehmen ein Begriff. Das Finanzierungskonzept ist dafür bekannt, insbesondere Gründern und jungen Unternehmen, die mit innovativen Ideen und durchschlagenden Technologien den Markt erobern wollen, eine Finanzierungsalternative, abseits der typischen Fremdfinanzierungsmöglichkeiten zu bieten.¹

Bei der Venture Capital Finanzierung beteiligen sich Kapitalgeber mit Eigenkapital an den jeweiligen Unternehmen. Die Renditeerwartungen sind dabei aus Investorensicht enorm. Aufgrund ihres Innovationsstrebens prognostizieren sie den potentiellen Beteiligungsobjekten ein überdurchschnittliches Wachstum.²

Gleichzeitig sind entsprechende Investitionen aber auch von hohem Risiko geprägt. Die betroffenen Unternehmen haben kaum Sicherheiten zu bieten. Sie weisen im Gegensatz zu großen etablierten Unternehmungen eine hohe Undurchsichtigkeit auf, da ihre Beziehungen zu Unternehmens-Stakeholdern unklar sind und ihre Branchen- und Managementkenntnisse schwer eingeschätzt werden können. Als Folge werden die Kapitalgeber Schwierigkeiten haben die betriebliche Leistungserstellung vorab zu bewerten und die tatsächlichen Erfolgspotentiale zu prognostizieren.³

Die Kapitalgeber sehen sich aufgrund dessen mit hohen Informationsasymmetrien und –defiziten konfrontiert. Um die Risikokomponente ihres Investments verringern zu können, müssen die Informationsmängel beseitigt bzw. reduziert werden.⁴

Eine Reduktion der Mängel wird für den Kapitalgeber allerdings mit Aufwendungen verbunden sein, sodass er in Erwägung ziehen wird, externe Institutionen mit der Ausführung zu beauftragen.⁵ Welche Vorteile oder Nachteile sich durch diesen Einsatz ergeben können, soll die vorliegende Arbeit untersuchen.

Im Rahmen dieser Ausarbeitung geht es dabei konkret um den Einsatz von Finanzintermediären im Rahmen der Venture Capital Finanzierung. Die Zielsetzung der vorliegenden Arbeit besteht darin die Vorteilhaftigkeit der Finanzintermediation für das Venture Capital Finanzierungskonzept aus Investorensicht zu beurteilen. Im Kern soll analysiert und erklärt werden, warum die Existenz von Finanzintermediären an Kapitalmärkten aus der Perspektive von Kapitalgebern Vorteile bringen kann. Es wird hierfür die Transaktionskostentheorie als Erklärungsansatz zugrunde gelegt. Im Zuge der

¹ Vgl. Heimlich, Benjamin: Überblick, S.1; Mitter, Christian: Venture, S. 122; Murray, Gordon: Seed Capital, S. 38; O.V.: Wagniskapital, S. 1.

² Vgl. Heitzer, Bernd: junger innovativer Unternehmen, S. 16-19; Mitter, Christiane: Venture, S. 124-126; Murray, Gordon: Seed Capital, S. 38; Weber, Christian: Diversifikation, S. 18.

³ Vgl. Heitzer, Bernd: junger innovativer Unternehmen, S. 16-19; Mitter, Christiane: Venture, S. 126; Murray, Gordon: Seed Capital, S. 38; Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 13.

⁴ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S.13, S. 90; Mitter, Christiane: Venture, S. 126.

⁵ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 13.

Ausarbeitung werden die Intermediäre in Form von Venture Capital Gesellschaften betrachtet.

Das Vorgehen wird sich in drei Schritte gliedern. Im ersten Teil der Grundlagen sollen zunächst wichtige definitorische Abgrenzungen für den Bereich der Venture Capital Finanzierung sowie der Finanzintermediation vorgenommen werden. Dabei soll zunächst eine Charakterisierung des Finanzierungsinstrumentes Venture Capital sowie der damit in Verbindung stehenden Interessengruppen erfolgen, während im weiteren Verlauf der Begriff des Finanzintermediärs sowie der Anlass der Finanzintermediation näher betrachtet werden soll. In diesem Zusammenhang wird der Transaktionskostentheorie eine besondere Würdigung zuteil.

Der zweite Grundlagenteil soll anschließend eine Verknüpfung des Bereichs Venture Capital und Finanzintermediation ermöglichen. Zum einen sollen grundlegende Funktionen der Finanzintermediation betrachtet werden, zum anderen soll die Aktivität von Venture Capital Gesellschaften als Form von Finanzintermediären genauer erläutert werden.

Im Rahmen der letzten beiden Abschnitte soll schließlich die Analyse der Vorteilhaftigkeit erfolgen. Dafür wird zunächst ein Vergleich von Transaktionskosten im Rahmen des Venture Capital Prozesses mit und ohne Einschaltung von Intermediären durchgeführt, sodass dann im zweiten Abschnitt die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit der Finanzintermediation auf Basis dieses Kostenvergleichs erfolgen kann. Den Abschluss der Ausarbeitung bildet eine Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse.

2 Grundlagen

2.1 Charakteristika der Venture Capital Finanzierung

2.1.1 Definition Venture Capital

Die Terminologie „Venture Capital“ (VC) ist ursprünglich ein aus den USA stammender Begriff, der im deutschen Sprachgebrauch überwiegend mit den Ausdrücken Risiko- oder Wagniskapital gleichgesetzt wird.⁶ Eine einheitliche Begriffsdefinition konnte sich bisweilen allerdings weder im angelsächsischen noch im deutschsprachigen Raum etablieren.⁷

In Folge dessen soll hier nun zum Zweck der Begriffsklarheit ein Versuch unternommen werden, VC anhand relevanter Faktoren und Merkmale zu charakterisieren. Da

⁶ Vgl. Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 14; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 79; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 485; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 12; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 4.

⁷ Vgl. Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 14.

sich die Begriffsverwendung allerdings in Abhängigkeit des betrachteten Sprachraums unterscheiden kann, sollen ausschließlich für den deutschen Sprachraum zutreffenden Charakteristika betrachtet werden⁸

Die VC Finanzierung lässt sich in zwei Bereiche möglicher Finanzierungsformen von Unternehmen einordnen. Zum einen kann sie als **Eigenfinanzierung**, zum anderen als **Außenfinanzierung** klassifiziert werden. Erstes ist damit zu begründen, dass die Kapitalausstattung mit Hilfe von **Eigenkapital** erfolgt und nicht wie bei der Fremdfinanzierung durch Fremdkapital. Von **Außenfinanzierung** ist aus dem Grund zu sprechen, da das Kapital dem Unternehmen von außen, also durch dritte Personen außerhalb des bisherigen Gesellschafterkreises, zugeführt wird und nicht, wie bei der Innenfinanzierung, aus dem Unternehmen selbst zur Verfügung gestellt wird.⁹

In Anbetracht der Einordnung handelt es sich bei dem Begriff VC um eine Form von haftendem Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnlichen Mitteln, das nicht-emissionsfähigen Unternehmen, die sich durch ein großes Wachstumspotential auszeichnen, zeitlich befristet¹⁰ zur Verfügung gestellt wird. In den meisten Fällen werden dabei Minderheitsbeteiligungen eingegangen.¹¹

Bei den kapitalsuchenden Unternehmungen handelt es sich i.d.R. um Unternehmungsgründungen, junge Unternehmen, die sich in Aufbau- oder Ausbaustadien befinden und/oder kleine und mittelständische Unternehmen (KMU), denen die Aufnahme von Fremdkapital (z.B. durch Banken) aufgrund mangelnder Sicherheiten verwehrt ist.¹²

Charakteristisch für die betrachteten Unternehmen ist zudem ein hohes Innovationsstreben, gepaart mit einer vermehrten Technologieorientierung. Auf dieser Tatsache begründen sich die hohen Wachstumserwartungen an die Investitionsobjekte.¹³

Ein weiteres Kennzeichen von VC betrifft die Kapitalgeber, denen grundsätzlich eine gewisse Risikobereitschaft unterstellt werden kann. Sie erklären sich dazu bereit die

⁸ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 79-80; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 12; Heitzer, Bernd: junger innovativer Unternehmen, S. 23.

⁹ Vgl. Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 14; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 79, Heinen, Johannes: Bewertungskriterien S. 14-15; Putnoki, Hans/ Schwadorf, Heike/ Then Bergh, Friedrich: Investition, S. 96; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 10-11; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 4.

¹⁰ i.d.R. auf 5-10 Jahre begrenzt

¹¹ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 233; Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 14-17; Engel, Dirk: Junge Unternehmen, S. 30; Heitzer, Bernd: junger innovativer Unternehmen, S. 23-24; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 5; Mitter, Christiane: Venture, S. 124; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 10, S. 22; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 4.

¹² Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 233-234; Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 16-17, S. 26 Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 80-82; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 485; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 13; Jesch, Thomas A.: Beteiligungen, S. 22; Putnoki, Hans/ Schwadorf, Heike/ Then Bergh, Friedrich: Investition, S. 98; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 7, S. 10-11 ; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 4-5.

¹³ Vgl. Engel, Dirk: junge Unternehmen, S. 30; Murray, Gordon: Seed Capital, S. 38; Mitter, Christiane: Venture, S.127; Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 12-13.

VC Nehmer längerfristig bei der Finanzierung ihres unternehmerischen Vorhabens zu unterstützen. Dabei übernehmen sie die Position eines haftenden Gesellschafters, erhalten keinerlei Sicherheiten für ihr Kapital und sind somit Mitträger des unternehmerischen Risikos.¹⁴ Sie haben zudem weder Anspruch auf Rückzahlung oder feste Verzinsung noch können sie Kündigungsrechte geltend machen. Im Konkursfall tragen die Kapitalgeber das volle Ausfallrisiko und verlieren ihr Kapital. Die genannten Merkmale veranschaulichen die Wahl des Ausdrucks „Risikokapital“ als Synonym für VC.¹⁵

Einhergehend mit dem Risiko und der Wagnis bietet das VC Konzept dem Kapitalgeber jedoch auch Chancen. Das große Wachstumspotential der kapitalsuchenden Unternehmen lässt eine hohe Rendite für die Investoren erwarten. Einige Autoren führen aus diesem Grund den Begriff „Chancenkapital“ als weiteres Synonym für VC ein.¹⁶

Ein weiteres Merkmal von VC stellt die an eine Kapitalbeteiligung gekoppelte, umfassende Beratung und Betreuung der kapitalsuchenden Unternehmen in betriebswirtschaftlicher Hinsicht da. Dies umfasst neben einer Unterstützung des Managements durch strategisches und operatives Know-how, die Bereitstellung von Kontaktnetzwerken oder die Zuführung von Sachmitteln oder ähnlichem Vermögen.¹⁷

Als letztes Kennzeichen von VC sind die Beteiligungsphasen und -formen zu betrachten. Die Finanzierungsphasen orientieren sich dabei am Lebenszyklus der Unternehmen. Man unterscheidet grundsätzlich zwischen der **Frühphasenfinanzierung** („early stage“) und der **Expansionsphasen-Finanzierung** („later stages“).¹⁸

Im Zusammenhang mit der „**early stage**“-Finanzierung spricht man von den Finanzierungsformen „**Seed**“ und „**Start-up**“. Ersteres meint die Finanzierung im Rahmen einer Konzeptionsentwicklung (z.B. Produktkonzepte). Zweites entspricht der Gründungsfinanzierung (z.B. die Vorbereitung des Markteintrittes sowie der Aufbau von

¹⁴ Vgl. Becker, Hans Paul, Investition, S. 234; Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 17; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 80; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 485; Jesch, Thomas A.: Beteiligungen, S. 22; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 4-5.

¹⁵ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 234; Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 14-16; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 79; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 12-14; Jesch, Thomas A.: Beteiligungen, S. 22; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 4.

¹⁶ Vgl. Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 12; Jesch, Thomas A.: Beteiligungen, S. 21; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 53-54; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S.4.

¹⁷ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 234; Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 17; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 80; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 485; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 112; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 12-13; Jesch, Thomas A.: Beteiligungen, S. 22; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 10-11; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 5.

¹⁸ Vgl. Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 20; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 111; Heinen, Johannes, S. 22; Ludwig, Eberhard/ Präscher, Joachim/ Schikorra, Uwe: Finanzmanagement, S. 91; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 8.

Strukturen). Im Rahmen der **Expansionsphasen-Finanzierung** spricht man von den Finanzierungsformen „**First stage**“, „**Second stage**“ und „**Bridge Financing**“. „First stage“ bezeichnet die Finanzierung eines Vertriebsaufbaus. Zweites wird als Wachstumsfinanzierung bezeichnet, um Produktions- und Vertriebssysteme auszubauen und den Markt zu durchdringen. „**Bridge Financing**“ ist die Finanzierung zur Vorbereitung des Börsengangs eines Unternehmens. Die Finanzierung mit VC ist grundsätzlich in allen Beteiligungsphasen sowie in unterschiedlichsten Finanzierungsformen denkbar, kennzeichnend ist dabei jedoch die Beteiligung in frühen Lebensphasen des Unternehmens oder zu frühen Zeitpunkten im Rahmen der Expansionsphase.¹⁹

2.1.2 Abgrenzung von Venture Capital zu Private Equity

„Private Equity“ (PE) gilt als **Oberbegriff** für alle Formen außerbörslicher Eigenkapitalbeteiligung im Rahmen der Unternehmensfinanzierung, dem auch Venture Capital als Unterform zuzuordnen ist. In Folge dessen können eine Reihe von Gemeinsamkeiten beider Konzepte abgeleitet werden.²⁰

Der Begriff Private Equity stammt ebenso wie Venture Capital aus dem angelsächsischen Sprachraum und bedeutet übersetzt „privates Eigenkapital“, wobei „privat“ in diesem Zusammenhang für „vor- bzw. außerbörslich“ steht.²¹ PE ist ebenfalls ein Instrument der Unternehmensfinanzierung, das in den Bereich der Eigen- und zugleich Außenfinanzierung einzuordnen ist.²² Auch im Rahmen dieses Finanzierungskonzeptes wird nicht-börsennotierten Unternehmen haftendes Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnliche Mittel durch externe Dritte zeitlich befristet²³ zur Verfügung gestellt. Gleich dem VC Konzept erhalten die Kapitalgeber keine Sicherheiten für ihr investiertes Kapital, tragen dadurch das volle Ausfallrisiko im Insolvenzfall und haben grundsätzlich keinen Rückzahlungsanspruch. Im Gegenzug haben sie jedoch entsprechend überdurchschnittliche hohe Renditeerwartungen. Die Beteiligung kann in sämtlichen Phasen des Lebenszyklus eines Unternehmens stattfinden.²⁴

¹⁹ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 233-238; Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 16, S. 19-27; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 81; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 12-14, S. 22-23; Jesch, Thomas A.: Beteiligungen, S. 21; Ludwig, Eberhard/ Präscher, Joachim/ Schikorra, Uwe: Finanzmanagement, S. 91-93; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 8-9.

²⁰ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 233-234; Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 25-26; Brettel, Malte u.a.: Private Equity, S. 10-11; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 81; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 111-112; Gündel, Matthias/ Katzorke, Björn: Finanzierungsinstrument, S. 26-35; Jesch, Thomas A.: Beteiligungen, S. 21-22; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 54.

²¹ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 233; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 111; Gündel, Matthias/ Katzorke, Björn: Finanzierungsinstrument, S. 27; Jesch, Thomas A.: Beteiligungen, S. 22; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 4.

²² Vgl. Brettel, Malte u.a.: Private Equity, S. 10; Gündel, Matthias/ Katzorke, Björn: Finanzierungsinstrument, S. 33; Putnoki, Hans/ Schwadorf, Heike/ Then Berg, Friedrich, S. 96.

²³ i.d.R. auf 3-7 Jahre begrenzt

²⁴ Vgl. Brettel, Malte u.a.: Private Equity, S. 10-11; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 433; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen,

Beim Vergleich der beiden Finanzierungsinstrumente können neben einer Vielzahl gemeinsamer Merkmale auch eine Reihe von Abgrenzungskriterien festgestellt werden, von denen die Wichtigsten im Folgenden näher betrachtet werden sollen. Zunächst ist dabei auf die **Art** der betrachteten Zielunternehmen einzugehen. Im Gegensatz zum VC Konzept adressiert sich die PE-Finanzierung an reifere, bestehende und etablierte mittelständische Unternehmen oder Großbetriebe mit vergleichsweise niedrigerem Wagnispotential.²⁵ In Anlehnung daran unterscheiden sich beide Instrumente auch hinsichtlich des **Finanzierungsvolumens**, das beim PE, aufgrund eines höheren Kapitalbedarfs der Unternehmen, deutlich höher ist als beim VC.²⁶

Ein zusätzliches Unterscheidungsmerkmal bezieht sich auf die Erzielung von Beteiligungserträgen. Neben der Kapitalrendite, die sich durch den Wertzuwachs des Unternehmens und anschließenden Verkauf der Anteile ergibt, besteht beim PE Konzept die Möglichkeit laufende Erträge in Form von Dividendenzahlungen zu erhalten für den Fall, dass ausschüttungsfähige Gewinne erzielt werden.²⁷

Als letztes und wichtigstes Abgrenzungsmerkmal ist zu nennen, dass im Rahmen der PE Finanzierung der Fokus auf Investitionen in späteren Phasen des Unternehmenslebenszyklus liegt.²⁸ Im Rahmen der Expansionsphasen-Finanzierung spielt dabei die Finanzierungsform „**Bridge Financing**“ eine Rolle, also die Finanzierung zur Vorbereitung des Börsengangs einer Unternehmung. Noch Bedeutender ist jedoch die Finanzierung nach dem Börsengang, die PE damit deutlich vom VC abgrenzt. Man spricht in diesem Zusammenhang von der Phase „**Later stage expansion**“. Hier spielen „**Buy Outs**“²⁹ und „**Turnaround Financing**“ als Finanzierungsformen eine entscheidende Rolle. Ersteres beschreibt die Finanzierung von Unternehmensübernahmen bzw. -ankäufen und ist besonders charakteristisch für die PE Finanzierung. Zweites meint eine Sanierungsfinanzierung für Unternehmen, die sich nach überwundenen Problemen wieder aufwärts entwickeln sollen.³⁰

S. 111; Jesch, Thomas A.: Beteiligungen, S. 22; Gündel, Matthias/ Katzorke, Björn: Finanzierungsinstrument, S. 26-27, S. 33; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 54; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 4.

²⁵ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 233-234; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 82; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 433; Gündel, Matthias/ Katzorke, Björn: Finanzierungsinstrument, S. 29-30; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 4.

²⁶ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 233-234; Betsch Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 24-26; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 5.

²⁷ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 82; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 433; Gündel, Matthias/ Katzorke, Björn: Finanzierungsinstrument, S. 34-35.

²⁸ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 234; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 111; Gündel, Matthias/ Katzorke, Björn: Finanzierungsinstrument, S. 29-30, S.34; Jesch, Thomas A.: Beteiligungen, S. 21.

²⁹ Vgl. Vertiefend dazu Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 25; Brettel, Malte u.a.: Private Equity, S. 11-14; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 111-112.

³⁰ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 233; Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 20, S. 23, S. 25; Brettel, Malte u.a.: Private Equity, S. 11-12; Breuer, Claudia/

2.1.3 Funktionsweise der Venture Capital Finanzierung

Der Prozess der Risikokapitalfinanzierung bietet den Beteiligten hinsichtlich der Vorgehensweise verschiedene Gestaltungsmöglichkeiten.³¹ Die Art und Weise des Vorgehens hängt dabei insbesondere von der Beziehung zwischen den Investoren und den kapitalsuchenden Unternehmen ab.³² Im Zusammenhang mit den Gestaltungsmöglichkeiten spricht man von der Erscheinungsform bzw. Organisationsform einer Unternehmensbeteiligung.³³

Es werden dabei zwei mögliche Formen unterschieden, die zum einen als **indirekte** und zum anderen als **direkte** Beteiligung bezeichnet werden.³⁴

Die **indirekte Beteiligung** gilt als traditionelle und in der betriebswirtschaftlichen Praxis wichtigste Form bzw. Vorgehensweise der Risikokapitalfinanzierung. Ihre Funktionsweise ist dadurch gekennzeichnet ist, dass eine auf die jeweilige Form der Finanzierung spezialisierte Institution im Finanzierungsprozess zwischengeschaltet wird und auf diese Weise als Finanzintermediär zwischen den beteiligten Parteien fungiert.³⁵ Im Zusammenhang mit Venture Capital werden die Intermediäre als VC Gesellschaften (VCG) oder Venture Capitalist bezeichnet. Die Kapitalnehmer werden in diesem Kontext als Portfoliounternehmen (PU) der VCG charakterisiert.³⁶ Im Rahmen der indirekten Beteiligung spricht man synonym von einer Kapitalbereitstellung auf dem **formellen VC Markt** bzw. der Vergabe von **formellem Venture Capital**.³⁷

Der grundlegende Ablauf einer solchen Form der Unternehmensbeteiligung ist dadurch gekennzeichnet, dass den VCG durch Investoren Kapital zur Verfügung gestellt wird, das es dann in die jeweiligen Portfoliounternehmen zu investieren gilt. Der Venture Capitalist steht also zwischen den Investoren und den jeweiligen Portfoliounternehmen, nimmt dabei die Interessen der Akteure wahr und führt den VC Prozess in ihrem Sinne durch.³⁸

Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 433; Gündel, Matthias/ Katzorke, Björn: Finanzierungsinstrument, S. 29-30, S. 34; Jesch, Thomas A.: Beteiligungen, S. 21-22; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 54; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 4-9.

³¹ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 485-486; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 63.

³² Vgl. Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 15; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 11.

³³ Vgl. Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 15; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 11.

³⁴ Vgl. Becker, Hans Paul, Investition, S. 235; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 81; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 485-486; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 63; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 12.

³⁵ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 235-236; Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 18, S. 28; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 486.; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 16; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 67; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 7; S. 13; Weber, Christian: Diversifikation, S. 15.

³⁶ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 235; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 486; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 67; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 7; Weber, Christian: Diversifikation, S.1 5.

³⁷ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 235; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 81; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 485-486; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 15.

³⁸ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 486; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 16; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 67.

Das Pendant zur indirekten Beteiligung stellt die **direkte Beteiligung** dar, bei der das Instrument der Finanzintermediation keine Rolle spielt. Kennzeichnend für die Funktionsweise ist der direkte und unmittelbare Erwerb von Unternehmensanteilen durch Investoren an den Investitionsobjekten. Im Rahmen der direkten Beteiligung ist synonym auch die Rede von einer Kapitalbereitstellung auf dem **informellen VC Markt** bzw. der Vergabe von **informellem Venture Capital**.³⁹

2.2 Interessengruppen der Venture Capital Finanzierung

2.2.1 Investoren

Im Folgenden sollen wichtige Arten von Investoren als Interessengruppe der VC Finanzierung unterschieden werden und anschließend hinsichtlich ihrer Zielsetzungen und Motive näher betrachtet werden.

Im Rahmen der VC Finanzierung können Investoren bzw. Venture Capital Geber vom Typ her verschieden sein.⁴⁰ Grundsätzlich können eine Reihe von Hauptquellen für Risikokapital unterschieden werden, von denen Kreditinstitute die bedeutendste Gruppe darstellen. Daneben werden Versicherungen, Stiftungen, Pensionsfonds, Industrieunternehmen und Privatpersonen als wichtige Financiers betrachtet.⁴¹ In Abhängigkeit davon, welche Gruppe der Kapitalgeber betrachtet wird befindet man sich dabei im Bereich des informellen (direkte Beteiligung) oder des formellen (indirekte Beteiligung) Risikokapitalmarktes.⁴²

Zunächst sollen die Kapitalgeber im Zusammenhang mit der direkten Beteiligung näher betrachtet werden. In diesem Kontext liegt der Fokus der Darstellung auf den privaten- und industriellen Investoren. Erstere treten insbesondere in Form von Business Angels in Erscheinung. Industrielle Investoren spielen vor allem im Zusammenhang mit der Vergabe von Corporate Venture Capital eine Rolle.⁴³ Business Angels lassen sich als unternehmerisch erfahrene und wirtschaftlich unabhängige Privatpersonen beschreiben, die sich mit ihrem Vermögen direkt an den kapitalsuchenden Un-

³⁹ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 235; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 81; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 486; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 64-67; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 11-12; Weber, Christian: Diversifikation, S. 16-17.

⁴⁰ Vgl. Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 112.

⁴¹ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 235; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 63-64, S. 70; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 19; Weber, Christian: Diversifikation, S. 17.

⁴² Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 235; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 81; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 63-64; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 7.

⁴³ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 235; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 81; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 64-67; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 12; Weber, Christian: Diversifikation, S. 17; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 6-7.

ternehmen beteiligen. Das Beteiligungsvolumen ist dabei verhältnismäßig gering. Neben finanziellen Leistungen stellen sie zusätzliches Know-how, unternehmerische Erfahrung und Kontakte zur Verfügung.⁴⁴

Im nächsten Schritt sollen die **industriellen Investoren** betrachtet werden. Eine besondere Form der Kapitalvergabe erfolgt dabei durch das sogenannte Corporate Venture Capital, das den jeweiligen kapitalsuchenden Unternehmen von etablierten Betrieben (i.d.R. Großunternehmen), sogenannten Corporates, zur Verfügung gestellt wird.⁴⁵ Als Zielgruppe für dieses Konzept gelten insbesondere technologiebasierte Gründungsunternehmen.⁴⁶ Auch hier werden den Kapitalnehmern zusätzlich zu den finanziellen Mitteln, nicht-monetäre Beratungs- und Unterstützungsleistungen zur Verfügung gestellt.⁴⁷

Im Zusammenhang mit der indirekten Beteiligung sind die Financiers typischerweise **institutionelle Investoren** wie Banken, Versicherungen und Pensionskassen aber auch industrielle Investoren bzw. Organisationen. Der Großteil der VC Investitionen erfolgt durch diese Gruppe der Kapitalgeber.⁴⁸

Nachdem nun einzelne VC Quellen charakterisiert wurden, soll jetzt auf die wichtigsten Zielsetzungen und Motive der Kapitalgeber eingegangen werden. Im Rahmen der VC Finanzierung streben **alle** Kapitalgeber zunächst nach grundlegenden Anlagezielen. Dabei erlangen insbesondere Rentabilitätsziele eine besondere Relevanz.⁴⁹ Für den VC Geber steht die Rendite seines Investments als Ausgleich zu seinem eingegangenen Risiko im Fokus der Betrachtung. Im Zusammenhang damit ist allerdings festzustellen, dass damit nicht die Erzielung von laufenden Dividenden bzw. Zinsen gemeint ist, sondern das Erzielen von Kapitalgewinnen angestrebt wird.⁵⁰ Die Realisierung dieser Gewinne entsteht für VC Geber dann, wenn ihre Beteiligungen nach einem gewissen Zeitraum erfolgreich veräußert werden können.⁵¹

⁴⁴ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 235-236; Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 81; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 486; Ludwig, Eberhard/ Prätisch, Joachim/ Schikorra, Uwe: Finanzmanagement, S. 95; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 64-66; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S.6.

⁴⁵ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 235; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 64; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 12; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 7.

⁴⁶ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 235; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 65; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 7-8.

⁴⁷ Vgl. Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 66; Weber, Christian: Diversifikation, S. 17; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 7-8.

⁴⁸ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 486; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 23-24; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 64-70; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 12-13; Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 19; Weber, Christian: Diversifikation, S. 17; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 5.

⁴⁹ Vgl. Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 35; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 5; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 66; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 18-19.

⁵⁰ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 82, S. 85; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 5, S. 22; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 66; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S.18; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 13-14.

⁵¹ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 85; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 485; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 5,

Der Maßstab für die Beurteilung des Erfolgs ist die Steigerung des Marktwertes des kapitalsuchenden Unternehmens. Die Bereitstellung von VC und der damit einhergehenden Beratungsleistungen, soll bei den Portfoliounternehmen dazu führen, dass Umsatz und operativer Gewinn steigen, Wachstums- und Expansionsmöglichkeiten entstehen und basierend auf einer gesicherten Liquidität die strategischen Handlungsmöglichkeiten steigen. Eine entsprechende Entwicklung fördert die Attraktivität des Kapitalnehmers als Investitionsobjekt und resultiert entsprechend in einer Steigerung des Marktwertes des Unternehmens.⁵²

In Abhängigkeit davon welche Gruppen der Kapitalgeber betrachtet werden, können sich ergänzend zu den grundlegenden Anlagezielen bestimmte Sonder- bzw. Zusatzziele der VC Finanzierung ergeben.⁵³ Im Zusammenhang mit der indirekten Beteiligung betrifft dies vor allem Kreditinstitute. Im Rahmen der direkten Beteiligung können sich vor allem für **industrielle Investoren** Zusatzziele ergeben. Diese sind meistens strategischer Natur und weisen die Besonderheit auf, die grundlegenden Anlageziele oft nicht nur zu ergänzen, sondern eine Relevanz zu erlangen, die dem Renditeziel ebenbürtig sein kann. Letzteres ist dann der Fall, wenn es sich um eine Corporate VC Finanzierung handelt.⁵⁴

2.2.2 Venture Capital Nehmer

Im folgenden Kapitel sollen die Kapitalnehmer als Interessengruppe der VC Finanzierung näher betrachtet und hinsichtlich ihrer Zielsetzungen und Nutzenerwartungen bei der Risikokapitalfinanzierung eingehender untersucht werden.

In Bezugnahme auf die Charakteristika von VC können Unternehmungsgründungen, junge Unternehmen in Aufbau- oder Ausbaustadien und/oder kleine- und mittelständische Unternehmen als mögliche Kapitalnehmer von Risikokapital identifiziert werden.⁵⁵

In diesem Zusammenhang wird ersichtlich, dass die VC Finanzierung in verschiedenen Arten von Unternehmen und zu verschiedenen Zeitpunkten des Unternehmenslebenszyklus stattfinden kann. Zwei Charakteristika, die jedoch auf alle VC Nehmer zutreffen, sind zum einen ihr überdurchschnittliches Wachstumspotential und zum anderen die zum Finanzierungszeitpunkt nicht bestehende Börsenfähigkeit.⁵⁶

S.22; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 18; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 13-14.

⁵² Vgl. Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Wachstumsfinanzierung, S. 16-17; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 21; Jesch, Thomas A.: Beteiligungen, S. 22; Ludwig, Eberhard/ Prätisch, Joachim/ Schikorra, Uwe: Finanzmanagement, S. 90; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 53-54; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 13-14.

⁵³ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 19.

⁵⁴ Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 235; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 21, S. 35; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 24; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 66; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 19-20; Weber, Christian: Diversifikation, S. 17.

⁵⁵ Vgl. dazu Kapitel 2.1.1.

⁵⁶ Vgl. dazu Kapitel 2.1.1.

Die Ziele, die ein kapitalsuchendes Unternehmen im Rahmen der VC Finanzierung verfolgt, bestehen insbesondere darin, mit Hilfe der Beteiligung eine bestehende Finanzierungslücke zu füllen. Die Finanzierungsvorhaben können dabei verschiedener Natur sein und variieren insbesondere in Abhängigkeit der betrachteten Lebenszyklusphase eines Unternehmens. In frühen Phasen des Unternehmenslebenszyklus, z.B. der Gründungsphase, benötigen Unternehmen VC oft für die Realisation einer Geschäftsidee.⁵⁷ In späteren Lebenszyklusphasen wie der Expansionsphase besteht Kapitalbedarf z.B. für die Durchführung von Wachstumsinvestitionen.⁵⁸

Der Nutzen und die Notwendigkeit der VC Finanzierung aus Sicht des kapitalsuchenden Unternehmens begründen sich in erster Linie durch die Tatsache, dass den betroffenen Unternehmen andere Fremd- und Fördermittel nur begrenzt oder gar nicht zu Verfügung stehen.⁵⁹ Ein nicht-monetäres Motiv, das den Nutzen erklärt, ist die mit einer VC Finanzierung einhergehende Managementunterstützung der Investitionsobjekte. Dieses Charakteristikum spielt vor allem für Existenz-Gründer und junge Unternehmen eine entscheidende Rolle, da diese selten über ausreichendes betriebswirtschaftliches Know-how, Erfahrung oder Kontaktnetzwerke verfügen.⁶⁰ Allerdings profitieren auch Unternehmen, die sich in Expansionsphasen befinden, von der Managementunterstützung. Das Wachstum und die neue Ausrichtung stellen die Betroffenen oft vor Probleme und bringen neue Aufgaben mit sich, die gegebenenfalls nicht alleine gelöst werden können.⁶¹

2.2.3 Venture Capital Gesellschaften

Im Rahmen dieses Abschnittes sollen die VC Gesellschaften als Akteure am Risikokapitalmarkt charakterisiert und hinsichtlich ihrer Zielsetzungen für die VC Finanzierung näher betrachtet werden.

Die Venture Capital Gesellschaft ist eine Unterform der Kapitalbeteiligungsgesellschaft. Ihre Bedeutung erlangen diese Gesellschaften dann, wenn es sich im Rahmen der VC Finanzierung um indirekte Beteiligungen (formeller VC-Markt) handelt. In diesem Fall werden sie neben den Kapitalgebern und –nehmern als dritte Instanz in den Finanzierungsprozess eingegliedert und übernehmen die Rolle eines Intermediär, der

⁵⁷ Vgl. Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 277-280; Engelmann, Andree u.a.: Moderne Unternehmensfinanzierung, S. 111-112; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 25; Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 12-18.

⁵⁸ Vgl. Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S.277- 280; Engelmann, Andree u.a.: Moderne Unternehmensfinanzierung, S. 111-112; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 25; Thamm, René: Portfoliostrategien, S.12-18.

⁵⁹ Vgl. Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 277-280; Engelmann, Andree u.a.: Moderne Unternehmensfinanzierung, S. 112; Heitzer, Bernd: junger innovativer Unternehmen, S. 16-23; Weber, Christian: Diversifikation, S. 18

⁶⁰ Vgl. Engel, Dirk: junge Unternehmen, S. 30; Engelmann, Andree u.a.: Moderne Unternehmensfinanzierung, S. 112; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 26; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 10

⁶¹ Vgl. Engelmann, Andree u.a.: Moderne Unternehmensfinanzierung, S.112; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 26; Weitnauer, Wolfgang: Corporate Finance, S. 485-486;

zwischen den Akteuren vermittelt.⁶² Dabei ergibt sich die Besonderheit, dass die VC Gesellschaft, auch ohne die Bereitstellung eigener Mittel, als Kapitalgeber gegenüber dem kapitalsuchenden Unternehmen auftritt. Die entsprechenden Finanzmittel beschafft die VCG von renditeorientierten Einzelpersonen oder institutionellen Investoren.⁶³

In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass die Beteiligungskonzepte einer VC Gesellschaft variieren können. Man unterscheidet dabei zwischen einem **projektorientierten**- und einem **fondsorientierten** Ansatz.⁶⁴ Ersteres ist dadurch gekennzeichnet, dass **einzelne** Investitionsobjekte, vornehmlich im Frühphasenbereich, mit Kapital ausgestattet werden.⁶⁵ Kennzeichnend ist dabei, dass die zu finanzierenden Unternehmen von vornherein feststehen und der Kapitalgeber somit über die Verwendung seines Kapitals selbst bestimmen kann.⁶⁶

Im Gegensatz zu dem projektorientierten Ansatz steht die fondsorientierte Beteiligung, die auf dem deutschen VC Markt dominiert. Hierbei bietet die VC Gesellschaft einer Reihe von Investoren Anteile an einem Fonds an, durch den anschließend die Investments getätigt werden sollen. Der Fonds wird geschlossen, sobald das für ihn festgelegte Zielkapital erreicht ist. Erst im Anschluss an diesen Schritt beginnt die VC Gesellschaft damit, die potenziellen Portfoliounternehmen zu suchen. Das Fondskapital wird dabei auf eine Vielzahl von Investitionsobjekten verteilt. Kennzeichnend für diesen Ansatz ist, dass die Kapitalgeber i.d.R. nicht wissen, in welche Unternehmen ihre Mittel investiert werden. Man spricht in diesem Zusammenhang von einem sogenannten „Blind Pool“.⁶⁷ In Anlehnung an diese Tatsache ist festzustellen, dass der Investor ein vergleichsweise hohes Risiko hinsichtlich der Kapitalverwendung trägt.⁶⁸

⁶² Vgl. Becker, Hans Paul: Investition, S. 236; Berrios Amador, Maja: Aktivitäten, S. 61-62; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 486; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 15; Thamm, Renée: Portfoliostrategien, S. 9; Weitnauer, Wolfgang: Corporate Finance, S.486.

⁶³ Vgl. Berrios Amador, Maja: Aktivitäten, S. 61-62; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 486; Thamm, René: Portfoliostrategien, S. 9.

⁶⁴ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 486; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 15; Heitzer, Bernd: junger innovativer Unternehmen, S. 38-40; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 23-24; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 64-70; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 12-13.

⁶⁵ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 486; Heitzer, Bernd: junger innovativer Unternehmen, S. 38-40; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 68; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 13.

⁶⁶ Vgl. Heitzer, Bernd: junger innovativer Unternehmen, S.38-40; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 13.

⁶⁷ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 486; Heinen, Johannes: Bewertungskriterien, S. 15-16; Heitzer, Bernd: junger innovativer Unternehmen, S. 38-40; Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 68-70; Thamm, Renée: Portfoliostrategien, S. 19; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 13-14; Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, S. 5.

⁶⁸ Vgl. Nathusius, Klaus: Gründungsfinanzierung, S. 69; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 13.

In Folgenden sollen nun die Ziele von VC Gesellschaften betrachtet werden. Grundlegend wird aus Sicht der VCG zwischen derivativen und originären Zielen unterschieden.⁶⁹ Derivative Ziele leiten sich aus den Interessen der Kapitalgeber ab. Im konkreten Fall bedeutet dies, dass die VC Gesellschaft die Renditeerwartungen der Investoren vertritt und gleichzeitig, falls erforderlich, einen Interessenausgleich schafft, der die Anforderungen der Kapitalnehmer einbezieht. Ein solcher Ausgleich ist für das Zustandekommen der Transaktionen oft unumgänglich. Der Erfolg einer VC Gesellschaft steht in vielen Fällen in Abhängigkeit zu der Entwicklung des Portfoliounternehmens. Da viele der Beteiligungsgesellschaften oft nur eine begrenzte Anzahl von Beteiligungen in ihr Portfolio aufnehmen können, ist es wichtig die Anforderungen dieser wenigen Unternehmen zu kennen und zu berücksichtigen, um deren Erfolg langfristig sicherstellen zu können.⁷⁰ Neben den derivativen Zielen, spielen originäre Ziele eine wichtige Rolle. Zu nennen sind dabei Marktziele bei der Kapitalakquisition, Effizienzziele beim Betrieb der Gesellschaft (v.a. Kosten zu sparen) sowie Vergütungsziele für die erbrachte Dienstleistung.⁷¹

2.3 Grundlagen der Finanzintermediation

2.3.1 Begriff und Arten des Finanzintermediärs

Finanzintermediäre können neben Kapitalanbietern und –nachfragern als weitere Akteure des Kapitalmarktes bestimmt werden. Dieses Marktsegment ist Teil des Finanzmarktes und als Ort gekennzeichnet, an dem Angebot und Nachfrage nach mittel- und längerfristigen Finanzierungsmitteln aufeinander treffen.⁷²

Die dort existierenden Austauschprozesse zwischen Kapitalanbietern und –nachfragern lassen sich als Vertragsbeziehungen definieren.⁷³ Güter und Dienstleistungen, die an Finanz bzw. Kapitalmärkten gehandelt werden, sind sogenannte Finanztitel bzw. Finanzkontrakte, und treten als verschiedene Formen von Verträgen zwischen den Kapitalanbietern und –nachfragern in Erscheinung.⁷⁴ Sie regeln die Gestaltung der Kapitalüberlassung und dokumentieren dabei einerseits die Bereitstellung der finanziellen Mittel sowie andererseits, die sich in diesem Zusammenhang ergebenden

⁶⁹ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 20.

⁷⁰ Vgl. Dowling, Michael/ Welp, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 279; Heitzer, Bernd: junge innovative Unternehmen, S. 37-38; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 20-21.

⁷¹ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 20-21.

⁷² Vgl. Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 37; Pape, Ullrich: Grundlagen, S. 9-10.

⁷³ Vgl. Bernet, Beat: institutionelle Grundlagen, S. 94-95; S. 100; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 46.

⁷⁴ Vgl. Bernet, Beat: institutionelle Grundlagen, S. 94-95; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 37; Pape, Ullrich, S. 9-11.

Ansprüche (Zinsen, Dividende, Rückzahlung, Rendite). Finanzkontrakte sehen Zahlungen zu verschiedenen Zeitpunkten sowohl für den Kapitalnehmer (z.B. Einlage durch Eigenkapital) als auch den Kapitalgeber (z.B. feste Zinsansprüche) vor.⁷⁵

In Abhängigkeit davon, auf welchem Segment des Kapitalmarktes agiert wird, unterscheiden sich Zeitpunkte und Höhe der Zahlungen, sowie Informations-, Kontroll- und Entscheidungsrechte, die den Kapitalanbietern eingeräumt werden.⁷⁶

Teilsegmente des Kapitalmarktes sind einerseits **nicht-organisierte bzw. außerbörsliche** und andererseits **organisierte Kapitalmärkte (Börse)**.⁷⁷ Im Rahmen der VC Finanzierung steht der außerbörsliche Kapitalmarkt im Fokus der Betrachtung, da die Investitionsobjekte als nicht-börsenfähige Unternehmen charakterisiert wurden.⁷⁸

Der nicht-organisierte Markt wird weiterhin in **Eigen- und Fremdkapitalmärkte** unterschieden.⁷⁹ Die an diesen Märkten gehandelten Kontrakte werden danach unterschieden ob sie Eigentums- oder Gläubigerrechte beinhalten.⁸⁰ Im Rahmen der VC Finanzierung finden Austauschbeziehungen am Eigenkapitalmarkt statt, da diese durch die Bereitstellung von haftendem Eigenkapital gekennzeichnet ist. Die gehandelten Finanzkontrakte beinhalten Eigentumsrechte.⁸¹ Auf dem Kapitalmarkt treffen schließlich Angebot und Nachfrage nach haftendem Eigenkapital zusammen.⁸²

Ein effizienter Ausgleich von Kapitalangebot und –nachfrage ist allerdings auf allen Kapitalmarktsegmenten nicht immer einfach. Kapitalanbieter verfügen über kurz-, mittel- oder langfristiges Kapital und haben die Absicht, dieses gewinnbringend anzulegen. Im Gegenzug benötigen Kapitalnachfrager diese Mittel kurz-, mittel-, oder langfristig, um damit ebenfalls Ertrag bringende Investitionen zu tätigen. Selten ist davon auszugehen, dass die Fristen und Beträge der angebotenen und nachgefragten Mittel übereinstimmen.⁸³

Die Problematik resultiert aus der Tatsache, dass die Bedürfnisse der Kapitalmarktakteure hinsichtlich der Basisfunktionen Sparen, Transferieren, Investieren und Finanzieren in diesem Wirtschaftssystem unterschiedlich sind. Je komplexer das System

⁷⁵ Vgl. Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 46; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 37-38.

⁷⁶ Vgl. Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 37-38; Pape, Ullrich, Grundlagen, S. 10-11.

⁷⁷ Vgl. Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 37; Pape, Ullrich: Grundlagen, S. 10-11.

⁷⁸ Vgl. dazu Kapitel 2.1.1.

⁷⁹ Vgl. Pape, Ullrich: Grundlagen, S. 10-11.

⁸⁰ Vgl. Pape, Ullrich: Grundlagen, S. 11.

⁸¹ Vgl. dazu Kapitel 2.2.1.

⁸² Vgl. Pape, Ullrich: Grundlagen, S. 10-11.

⁸³ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 2; Franke, Günter/ Haxe, Herbert: Finanzwirtschaft, S. 457- 459. Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 38; Polster, Dirk: Finanzintermediation, S. 46-47; Schmidt, Reinhard H./ Terberger, Eva: Grundzüge, S. 465-467.

ist, desto spezifischer werden die Neigungen der Teilnehmer, sodass auch die Problemstellungen in Zusammenhang mit den Basisfunktionen vielschichtiger werden und schwieriger zu beseitigen sind.⁸⁴

Der Einsatz der Finanzintermediation kann an dieser Stelle dazu beitragen, die Bedürfnisse der Akteure in Einklang zu bringen und die effiziente Erfüllung der Basisfunktionen aus Sicht aller Beteiligten zu gewährleisten.⁸⁵ Durch die Festlegung verschiedener Rahmenbedingung, Regeln, Mechanismen und Prozesse sowie den Einsatz spezieller Institutionen und Instrumente können effiziente Finanzintermediationssysteme entstehen, sodass für die Erreichung der oben genannten Ziele und in diesem Sinne für einen Ausgleich von Kapitalangebot und –nachfrage gesorgt werden kann.⁸⁶

Die Durchführung der Finanzintermediation erfolgt durch **Finanzintermediäre**.⁸⁷ Charakterisiert werden diese Akteure als spezialisierte Institutionen, die als Mittler zwischen Kapitalanbietern und Kapitalnachfragern auftreten und so das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage auf Kapitalmärkten organisieren.⁸⁸

Grundlegend lassen sich dabei zwei Arten eines solchen Intermediär unterscheiden.⁸⁹ Werden Institutionen betrachtet, die Finanzmittel von Kapitalanbietern entgegennehmen, um diese dann Kapitalnachfragern zur Verfügung zu stellen, ist die Rede von **Finanzintermediären im engeren Sinne**.⁹⁰ In diesem Zusammenhang spricht man von „Selbstkontraktion“, da die Intermediäre als direkte Gegenpartei der Vertragspartner antreten.⁹¹ Im Gegensatz dazu sind Institutionen, die Vermittlungs- und Informationsleistungen anbieten oder spezielle, vertraglich präzisierete Risiken übernehmen und auf diese Weise den Handel zwischen Anbietern und Nachfragern von Kapital erleichtern oder gar erst möglich machen, als **Finanzintermediäre im weiteren Sinne** zu bezeichnen.⁹² Im Unterschied zur „Selbstkontraktion“, handelt der Intermediär hier im Auftrag eines der Akteure und sucht nach Gegenparteien, die anschließend mit dem Auftraggeber einen gemeinsamen Kontrakt eingehen können.⁹³

⁸⁴ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 2; Schmidt, Reinhard H./ Terberger, Eva: Grundzüge, S. 465-476.

⁸⁵ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 2, S.13; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 38-39; Polster, Dirk: Finanzintermediation, S. 46-47.

⁸⁶ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 2, S. 13; Franke, Günter/ Haxe, Herbert: Finanzwirtschaft, S.457-459; Schmidt, Reinhard H./ Terberger, Eva: Grundzüge, S.465-467.

⁸⁷ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 2; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 38.

⁸⁸ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 196; Greenbaum, Stuart I./ Thakor, Anjan V.: Contemporary, S. 49; Polster, Dirk: Finanzintermediation, S. 46-47.

⁸⁹ Polster, Dirk: Finanzintermediation, S. 47.

⁹⁰ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 116; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 196; O.V.: Finanzintermediär, S. 1; Polster, Dirk: Finanzintermediation, S. 47.

⁹¹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 116.

⁹² Vgl. O.V.: Finanzintermediär, S. 1; Polster, Dirk: Finanzintermediation, S. 47.

⁹³ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 117.

Für beide Arten des Mittlers lassen sich typische Vertreter nennen. Zu den Finanzintermediären **im engeren Sinn** zählen die als Prototyp geltenden Kreditinstitute, Versicherungen, Bausparkassen, Kapitalanlagegesellschaften, Leasing- und Factoringunternehmen sowie die für diese Arbeit im Fokus stehenden **Kapitalbeteiligungsgesellschaften**.⁹⁴

Börsenmakler, Wertpapieranalysten, Rating-Agenturen, Wirtschaftsprüfer, Kreditversicherer, Versicherungsvertreter, Kreditvermittler sind Beispiele für Finanzintermediäre **im weiteren Sinn**.⁹⁵

2.3.2 Transaktionskostentheorie als Erklärungsansatz für den Anlass von Finanzintermediären aus Investorensicht

Im folgenden Abschnitt soll eines der grundlegenden Probleme der modernen Finanzintermediationstheorie näher betrachtet werden. Es handelt sich dabei um die Frage nach der Begründung für die Existenz und die Existenzberechtigung von Finanzintermediären.⁹⁶

Im speziellen Kontext dieser Arbeit geht es dabei darum, herauszuarbeiten, was Investoren bei der Abwicklung von Transaktionen an Kapitalmärkten, dazu veranlassen kann, von dem Instrument der Finanzintermediation Gebrauch zu machen.⁹⁷

Zur Begründung der Existenz- und der Erklärung des Verhaltens von Finanzintermediären wurde eine Vielzahl ökonomischer Erklärungstheorien entwickelt. Das in der Literatur am häufigsten verwendete Erklärungsmodell ist der **Transaktionskostenansatz**, der im Rahmen dieser Arbeit in den Fokus der Betrachtung gelegt wird.⁹⁸

Den theoretischen Grundbaustein dieses Ansatzes bildet die Institutionenökonomie, die sich im Kern mit der vertragsorientierten Interpretation von ökonomischen Austauschbeziehungen beschäftigt.⁹⁹ Genauer betrachtet, geht es darum, die an Finanz- bzw. Kapitalmärkten entstehenden Tauschbeziehungen anhand der Verträge, die zwischen den Marktpartnern abgeschlossen werden, zu erklären, zu interpretieren und zu prognostizieren.¹⁰⁰

Die Entstehung sämtlicher institutionenökonomischen Modelle resultiert aus der Kritik an neoklassischen Denkansätzen, wobei insbesondere die Annahme eines **vollkommenen Marktes** und die damit in Verbindung stehenden Prämissen von den Kritikern

⁹⁴ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 196; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 38; Pape, Ulrich: Grundlagen, S. 10; Polter, Dirk: Finanzintermediation, S. 47.

⁹⁵ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 196; Pape, Ulrich: Grundlagen, S. 10; Polster, Dirk: Finanzintermediation, S. 47.

⁹⁶ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 116.

⁹⁷ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 84; Polster, Dirk: Finanzintermediation, S. 46-47.

⁹⁸ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 90-95; S. 116; S. 135.

⁹⁹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 94-95; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 60-61.

¹⁰⁰ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 94-95; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 60-61.

als fragwürdig eingestuft werden.¹⁰¹ Vollkommene Märkte sind dadurch gekennzeichnet, dass allen Marktteilnehmern sämtliche entscheidungsrelevanten **Informationen jederzeit** und **gleichzeitig** zur Verfügung stehen. Weiterhin gelten die Prämissen, dass unter den Marktpartnern **keine individuellen Präferenzen existieren**, sondern strikt rational auf Grundlage identischer **Präferenzen** gehandelt wird. Ebenfalls bezeichnend für das Marktsystem sind zum einen das Herrschen **vollkommenen Wettbewerbs**, sodass kein Teilnehmer die Preisgestaltung direkt oder indirekt beeinflussen kann und zum anderen die **Gleichberechtigung** der Akteure hinsichtlich des **Zugangs** zum Markt und den darauf stattfindenden **Austauschprozessen**. Als weitere Prämissen werden die beliebige Teilbarkeit der an den Märkten getauschten **Finanzmittel (Kontrakte)**, die „**Nicht-Einschränkung**“ der Marktteilnehmer durch rechtliche und regulatorische Rahmenbedingungen sowie das **Nichtvorhandensein** (bzw. nur in sehr geringem Ausmaß) von **Transaktionskosten** und Steuern betrachtet.¹⁰² Wäre nun davon auszugehen, dass alle Prämissen eines vollkommenen Kapitalmarktes in der Realität erfüllt wären, so gäbe es keinen Erklärungsbedarf für die Existenz von Finanzintermediären, da diese dort nicht vorhanden sein würden. Auf einem Markt mit entsprechend perfekten Gegebenheiten gäbe es keinen Bedarf an einer vermittelnden Instanz, da dort kein Raum für Interessen-, Zielkonflikte oder andere Differenzen hinsichtlich der Bedürfnisse von Anbietern und Nachfragern bestehen würde. Das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage würde keiner Organisation durch Intermediäre bedürfen, da aufgrund der Marktgegebenheiten automatisch für einen Ausgleich gesorgt wäre.¹⁰³

In der Realität ist keine der Prämissen vollkommener Märkte erfüllt, sodass Finanz- bzw. Kapitalmärkte als unvollkommen im Sinne der neoklassischen Theorie bezeichnet werden.¹⁰⁴ Institutionenökonomische Erklärungsansätze setzen an dieser Stelle an. Sie betrachten die Marktunvollkommenheit als ausschlaggebenden Faktor, der die Existenz von Finanzintermediären erklärt, rechtfertigt und begründet.¹⁰⁵ Drei Arten der Unvollkommenheit gelten dabei als besonders einflussreich: Die **Unteilbarkeit** von Produktionsfaktoren sowie wie die der Güter und Dienstleistungen der Finanzintermediation, das Vorhandensein vielfältiger **Informationsmängel** und die Existenz von **Transaktionskosten**.¹⁰⁶

¹⁰¹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 84; S. 90-91; S. 117; S. 135; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S.60-61.

¹⁰² Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 84-85.

¹⁰³ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 84-85; S. 135.

¹⁰⁴ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 90; S. 135;

¹⁰⁵ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 90; S.135; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S.60-61.

¹⁰⁶ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 90; S. 135.

Die Transaktionskostentheorie als möglicher Erklärungsansatz, stützt sich auf die Erkenntnis, dass die Art und Weise der Organisation und Ausführung ökonomischer Aktivitäten in unvollkommenen Märkten einen direkten Einfluss auf die Kosten der daraus resultierenden Transaktionen hat.¹⁰⁷ Konkret bedeutet dies, dass Kosten, die im Zusammenhang mit Austauschbeziehungen an Kapitalmärkten entstehen, durch eine vernünftige Gestaltung und Organisation der mit dem Austausch verbundenen Aktivitäten beeinflusst bzw. reduziert werden können.¹⁰⁸

Die Austauschprozesse am Kapitalmarkt wurden als Vertragsbeziehungen definiert.¹⁰⁹ Sämtliche Kosten, die in Verbindung mit der Vorbereitung und Ausgestaltung, dem Abschluss und der Abwicklung sowie der Überwachung und Erfüllung von Verträgen stehen, werden als **Transaktionskosten** bezeichnet.¹¹⁰ In diesem Zusammenhang werden im Rahmen der **Transaktionskostentheorie** die Kostenwirkungen unterschiedlicher Vertragsspezifikationen untersucht. Ziel ist es schließlich, jenes Kontraktdesign zu finden, das für die Vertragspartner zu den geringsten Transaktionskosten führt, dabei wird unterstellt dass insbesondere der Einsatz von Finanzintermediären zur Reduktion der Transaktionskosten beiträgt.¹¹¹

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Transaktionskostentheorie einen Ansatz liefert, der aufzeigen soll, wie das Instrument der Finanzintermediation dazu beitragen kann, die Transaktionskosten in einem ökonomischen System zu reduzieren um auf diese Weise eine höhere Effizienz dieses System zu erzielen.¹¹²

2.3.3 Klassifikation von Transaktionskosten

Für die Klassifikation von Transaktionskosten gibt es zwei Differenzierungsformen. Man unterscheidet einerseits zwischen **ex ante Transaktionskosten** und andererseits **ex post Transaktionskosten**.¹¹³ Die Differenzierung in die beiden Kategorien basiert auf der Erkenntnis, dass die Austauschbeziehungen am Kapitalmarkt auf der Regelung von vertraglichen Vereinbarungen beruhen. So lassen sich ex ante Kosten als diejenigen Kosten bestimmen, die im Vorfeld eines Vertragsabschlusses anfallen, während ex post Kosten sämtliche Kosten beinhalten, die im Rahmen der Vertrags-

¹⁰⁷ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S.35; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S.60-61.

¹⁰⁸ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 60-61.

¹⁰⁹ Vgl. dazu Kapitel 2.3.1.

¹¹⁰ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 91; S. 100; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 60-61.

¹¹¹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100.

¹¹² Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 95; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 60-61.

¹¹³ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 101; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 38-39.

abwicklung und der Sicherstellung der Erfüllung von Vertragsspezifikationen, anfallen. Dazu zählen insbesondere die Kosten, die für die Absicherung, Durchsetzung und mögliche Anpassungen von Vertragsvereinbarungen entstehen.¹¹⁴

Ein weiteres Element der ex post Transaktionskosten stellen Sanktionskosten dar. Diese entstehen dann, wenn Vertragsbedingungen nicht eingehalten bzw. verletzt werden und dies eine Einleitung zuvor vereinbarter Sanktionen zur Folge hat.¹¹⁵

Eine detailliertere Betrachtung lässt eine Einteilung von Transaktionskosten in verschiedene Kategorien zu. Dabei erfolgt eine Unterteilung in Anbahnungs-, Vereinbarungs-, Abwicklungs-, Kontroll- und Anpassungskosten.¹¹⁶

Unter **Anbahnungskosten** werden alle Kosten verstanden, die in Verbindung mit der Suche und Bewertung von Marktpartnern anfallen. Sie werden der ex ante Kategorie zugeordnet. Man unterscheidet innerhalb dieser Kategorie insbesondere **Suchkosten** z.B. für die Suche nach geeigneten Transaktionspartnern und **Informationskosten** z.B. für die Beschaffung und Aufarbeitung von Informationen, die für den Vertragsabschluss relevant sein können.¹¹⁷

Auch die **Vereinbarungskosten** fallen im Vorfeld des Vertragsabschlusses an. Sie beinhalten sämtliche Kosten der Kontraktion, d.h. in Verbindung mit dem Vertrag anfallende **Verhandlungskosten** z.B. für Verhandlungen zur Spezifikation der Vertragsrahmenbedingungen sowie **Entscheidungskosten und Abschlusskosten** z.B. durch die Einschaltung von Rechtsberatern, Anwälten und Notaren für das Aufsetzen und Beglaubigen der Verträge.¹¹⁸

Eine weitere Kostenkategorie stellen die **Abwicklungskosten** dar, mit denen die eigentlichen Kosten der Transaktionsabwicklung gemeint sind, die über die gesamte Vertragslaufzeit anfallen, z.B. für die laufende Koordination des Transaktionsprozesses. Sie fallen in die Kategorie der ex post Transaktionskosten.¹¹⁹

Die **Kontrollkosten** sind ebenfalls ex post Kosten und umfassen alle einzelnen und periodischen Kosten, die mit der Überwachung des Vertrags, der Vertragspartner oder des Vertragsumfeldes in Zusammenhang stehen. Hierbei kann es sich um die

¹¹⁴ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 101; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 38-39.

¹¹⁵ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100-101.

¹¹⁶ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100.

¹¹⁷ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 38-39;

¹¹⁸ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 38-39.

¹¹⁹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 39-40.

Überwachung der Einhaltung von Fristen, der Kontraktqualität oder andere spezifizierte Bedingungen handeln. Auch die Überwachung der Leistung des Vertragspartners fällt in diese Betrachtung.¹²⁰

Als letzte Kategorie der ex post Kosten, sind die **Anpassungskosten** zu betrachten, mit denen sämtliche Kosten gemeint sind, die durch mögliche Vertragsänderungen während der Kontraktlaufzeit entstehen können z.B. für Auseinandersetzungen vor Gericht oder Nachverhandlungen.¹²¹

3 Venture Capital Gesellschaften als Finanzintermediäre: Grundlegende Betrachtung

3.1 Grundlegende Funktionen von Venture Capital Gesellschaften als Finanzintermediäre

3.1.1 Losgrößentransformation

Die Losgrößentransformation gilt als eine der zentralen Funktionen der Finanzintermediation.¹²²

Um einen Ausgleich der Bedürfnisse von Kapitalgeber und –nehmer sicherzustellen, übernehmen Finanzintermediäre in vielerlei Hinsicht Transformationsfunktionen. Eine besondere Bedeutung übernimmt in diesem Zusammenhang die Transformation von Losgrößen.¹²³ Ein Bedürfnisausgleich soll hierbei dadurch geschaffen werden, dass die Finanzintermediäre ein Gleichgewicht von Kapitalangebot und -nachfrage auf den Finanzmärkten erzeugen. Die Notwendigkeit hierfür ergibt sich aus der Tatsache, dass die Volumina des Angebots und der Nachfrage von Finanzmitteln an diesen Märkten meist unterschiedlich hoch sind. Erfahrungsgemäß benötigen die Nachfrager von Kapital oft umfangreiche Mittel, während ein entsprechendes Angebot nur in Teilen zur Verfügung steht.¹²⁴

Finanzintermediäre können diese Problematik dadurch lösen, dass sie viele kleine Kapitalangebote zu einem großen Betrag zusammenfassen (poolen) und aus diesem Pool schließlich die Kapitalnachfrage stillen. In diesem Zusammenhang lassen sich schließlich große Investitionsvorhaben durch viele kleine Finanzierungsvorhaben realisieren. In der umgekehrten Variante funktioniert der Mechanismus ebenso gut.

¹²⁰ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 39-40.

¹²¹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 39-40.

¹²² Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 196; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 39

¹²³ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 196; Engel, Dirk: junge Unternehmen, S. 52-54; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 76.

¹²⁴ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 9-10; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 196; S. 366-367; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 76.

Wird am Markt eine große Kapitalsumme angeboten, kann diese auf viele einzelne Nachfrager verteilt werden. In diesem Fall werden viele kleine Investitionsvorhaben durch ein großes Finanzierungsvorhaben realisiert.¹²⁵

3.1.2 Fristentransformation

Die Fristentransformation soll als weitere Variante der Transformationsfunktion von Finanzintermediären betrachtet werden. Ebenso wie bei der Losgrößentransformation wird ein Bedürfnisausgleich durch das Zusammenführen von Angebot und Nachfrage auf dem Kapitalmarkt verfolgt. Im Unterschied zu der Transformation von Losgrößen geht es hierbei allerdings nicht um einen mengenmäßigen, sondern einen intertemporalen Ausgleich von Kapitalangebot und –nachfrage.¹²⁶

Es handelt sich folglich um eine Zusammenführung von Angebot und Nachfrage an Finanzmitteln, die unterschiedliche Fristigkeiten aufweisen. Die Zielsetzung besteht darin, langfristigen Kapitalbedarf mit Hilfe von kurzfristigem Überschusskapital decken zu können. In einem solchen Fall spricht man von positiver Fristentransformation. Allerdings ist auch der umgekehrte Fall denkbar. In diesem Fall wird langfristiges Überschusskapital zur Deckung von kurzfristigem Kapitalbedarf verwendet, es ist in diesem Sinne von negativer Fristentransformation die Rede.¹²⁷

Im beiden Fällen, insbesondere jedoch im Rahmen der positiven Fristentransformation, muss der Finanzintermediär sicherstellen, dass die Kapitalanleger ihre i.d.R. kurzfristig zur Verfügung gestellten Finanzmittel fristgerecht zurückgezahlt bekommen, während den Kapitalnehmern garantiert werden muss, dass ihnen die gewünschten Mittel für die vereinbarte (i.d.R. längere) Frist zur Verfügung steht.¹²⁸

3.1.3 Risikotransformation

Im Kern der Risikotransformationsfunktion geht es darum, die Wirtschaftssubjekte in ihrem finanzbezogenen Risikomanagement zu unterstützen.¹²⁹

Bedarf hierfür besteht insbesondere aus dem Grund, da die Akteure am Finanz- bzw. Kapitalmarkt sich hinsichtlich ihrer Risikoneigungen unterscheiden, d.h. ihre Bereitschaft und Fähigkeit finanzielle Risiken zu tragen verschieden ausgeprägt ist.¹³⁰

Die Tätigkeit der Finanzintermediäre besteht in diesem Zusammenhang nun darin, die Risikoneigung der Marktteilnehmer in Bezug auf die Funktionen Sparen, Investieren, Finanzieren und Transferieren zu identifizieren und zu beurteilen, um anschlie-

¹²⁵ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 9-10; Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S.196; S. 366-367; Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung Grundlagen, S. 39; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 76-77.

¹²⁶ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 9-10; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 76-77.

¹²⁷ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 9-11; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 76-77.

¹²⁸ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 11; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 76-77.

¹²⁹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 9-11; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 75-76.

¹³⁰ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 9-11; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 75-76.

ßend die mit den entsprechenden Leistungen verbunden Unsicherheiten für Kapitalanbieter und –nachfrager zu reduzieren. Man spricht in diesem Sinne von einer Risikoausgleichsfunktion der Intermediäre.¹³¹

Ein entsprechender Ausgleich wird erzielt, wenn im Rahmen der Finanzintermediation ein effizientes System entwickelt wird, das eine kostenoptimale Risikoanordnung auf diejenigen Wirtschaftssubjekte unterstützt, die bereit sind entsprechende Risiken zu übernehmen, und das denjenigen Wirtschaftsteilnehmern, die bestimmte Risiken nicht zu tragen bereit sind bzw. nur in einem gewissen Ausmaß tragen wollen, gestattet wird diese abzutreten.¹³²

3.1.4 Informationsfunktion

Die Informationsfunktion gilt als eine weitere Kernfunktion der Finanzintermediation. Die wesentliche Aufgabe der Finanzintermediäre besteht in diesem Zusammenhang darin, den Kapitalgebern und –nehmern relevante Informationen zu beschaffen, auf deren Basis wichtige Finanzentscheidungen getroffen werden können. Entsprechende Informationen beziehen sich in der Regel auf die Risiken und Renditen verschiedener Transaktionsmöglichkeiten und sind für den Entscheidungsprozess der Kapitalgeber und –nehmer von großer Bedeutung.¹³³ Die Informationsfunktion von Finanzintermediären kann neben der Informationsbeschaffung auch weitere Leistungen beinhalten, von denen die Marktteilnehmer profitieren können. Entsprechende Leistungen können die Analyse und Interpretation der beschafften Informationen sein.¹³⁴

Für die Akteure des Kapitalmarktes hat die Informationsfunktion der Finanzintermediation eine besondere Bedeutung, da sich die Marktteilnehmer in einer Situation wiederfinden, die von **Informationsdefiziten** und –**assymetrien** geprägt ist. Das Fehlen einer soliden Informationsbasis führt zu **Unsicherheiten im Entscheidungsprozess** und somit zu Risiken im Zusammenhang mit dem erwarteten Ergebnis der Transaktion.¹³⁵ Das Ziel der Akteure besteht schließlich darin, durch die **Beschaffung, Analyse und Interpretation** der entscheidungsrelevanten Informationen, die Unsicherheiten zu reduzieren. Für den einzelnen Marktteilnehmer gestaltet sich dieses Vorhaben jedoch als sehr zeitaufwendig, kostspielig oder gar unmöglich.¹³⁶ Eine der Hauptursachen hierfür liegt in der stürmischen Entwicklung der Finanzmärkte und einer daraus resultierenden Zunahme der **Informationsflut** in vielen Bereichen. Die Marktteilnehmer werden teilweise mit derartigen Informationsmengen überschüttet, dass

¹³¹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 9; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 75-76.

¹³² Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 11; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 75-76.

¹³³ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 13; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 76.

¹³⁴ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 13; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 76.

¹³⁵ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 13; S. 90; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 76.

¹³⁶ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 13.

die Analyse und Interpretation der Informationen für den einzelnen ohne hohen Zeit- und Ressourceneinsatz nahezu unmöglich ist.¹³⁷ Der Einsatz der Finanzintermediäre kann hier Abhilfe verschaffen. In Ausübung der Informationsfunktion sorgen sie schließlich dafür, dass Informationsmängel reduziert werden und gewährleisten auf diese Weise eine effiziente Verbesserung der Informationsbasis, auf deren Grundlagen die Marktteilnehmer Finanzentscheidungen treffen können, die von weniger Unsicherheit geprägt sind.¹³⁸

3.1.5 Transaktionsabwicklung

Eine weitere Kernfunktion der Finanzintermediation stellt die Transaktionsabwicklung dar.¹³⁹ Im Rahmen der Begriffsdefinition von Finanzintermediären wurden diese als jene Akteure des Finanzmarktes klassifiziert, die als Mittler zwischen Anbietern und Nachfragern auftreten und dafür zuständig sind das Zusammentreffen von Kapitalangebot und –nachfrage zu organisieren.¹⁴⁰ Die Transaktionsabwicklung ist wesentlicher Bestandteil dieser Organisation und wird als Durchführung von Kapitalaustauschprozessen zwischen Anbietern und Nachfragern verstanden.¹⁴¹ In Anlehnung an die Unterscheidung zwischen der Finanzintermediation im engeren und im weiteren Sinne, lässt sich auch die Ausübung der Transaktionsabwicklung in diese beiden Bereiche unterteilen. Im engeren Sinne meint die Durchführung der Austauschprozesse vor allem die technische Zusammenführung von Angebot und Nachfrage, während die Betrachtung im weiteren Sinne auch die Phase der Anbahnung, Vereinbarung und Abwicklung der Transaktion beinhaltet.¹⁴²

Finanzintermediäre sind für die Aufgaben im Rahmen der Transaktionsabwicklung prädestiniert. Durch die Entwicklung effizienter Intermediationssysteme sind sie in der Lage, die jeweiligen Bedürfnisse der einzelnen Marktteilnehmer zu berücksichtigen und zu erfüllen und auf diese Weise für einen optimalen Ausgleich von Angebot und Nachfrage am Kapitalmarkt zu sorgen.¹⁴³

3.2 Die Aktivitäten von Venture Capital Gesellschaften mit besonderem Blick auf die Kosten in den Transaktionsphasen

3.2.1 Fund Raising

Im folgenden Abschnitt sollen die Funktionsweise und damit in Verbindung stehende Aktivitäten und Aufgaben einer VCG im Finanzierungsprozess mit besonderem Blick

¹³⁷ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 13.

¹³⁸ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 13; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 76.

¹³⁹ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 196.

¹⁴⁰ Vgl. dazu Kapitel 2.3.1.

¹⁴¹ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 196.

¹⁴² Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 196.

¹⁴³ Vgl. Breuer, Claudia/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Corporate Finance, S. 196.

auf die Entstehungsmöglichkeiten von Transaktionskosten aus Investorensicht, näher betrachtet werden.

Die Aktivitäten untergliedern sich in verschiedene Prozessphasen, sodass von einem phasenorientierten Geschäftsmodell oder aber einer Wertschöpfungskette die Rede ist.¹⁴⁴

Als erste Phase soll das „**Fund Raising**“ betrachtet werden, das im Deutschen als Kapitalakquisition bezeichnet wird. Es bildet den Grundbaustein für alle Folgeaktivitäten einer VCG.¹⁴⁵ Die Aufgabe der Risikokapitalgesellschaft besteht in diesem Zusammenhang darin, Investoren anzuwerben, die bereit sind nötiges Fondskapital zur Verfügung zu stellen, mit dem die VCG im Anschluss in die Portfoliounternehmen investieren können (Pooling der Finanzmittel). Besteht Interesse seitens der Kapitalgeber, vergeben diese sogenannte „Capital Commitments¹⁴⁶“, die solange entgegen genommen werden, bis der Fonds die geplante Größe erreicht hat und geschlossen werden kann.¹⁴⁷

Im Zusammenhang mit der Kapitalakquisition bestehen weitere Aufgaben der VCG darin, ihre Beteiligungspolitik in den Markt zu kommunizieren.¹⁴⁸ Gemeint ist damit, dass die VC Gesellschaft eine klare Fondsstrategie formulieren muss, in der zum einen die inhaltliche Ausrichtung des Fonds (Definition der Zielbranche, Ausrichtung hinsichtlich der Finanzierungsphase, Leistungen der VCG, etc.) und zum anderen die rechtlichen Strukturen (Fondsgröße, Vergütungsregelungen, Strukturierung von Entscheidungsabläufen, etc.) ersichtlich werden.¹⁴⁹

Betrachtet man die Phase „Fund Raising“ hinsichtlich des Entstehungspotentials von Transaktionskosten, ist anzunehmen, dass insbesondere das Anwerben der Investoren im Rahmen der Kapitalakquisition Kosten verursachen wird. Es handelt sich in diesem Zusammenhang vermutlich um die Kategorie der **Anbahnungskosten**.

3.2.2 Deal Generation

Die nächste Phase des Geschäftsmodells wird als „**Deal Generation**“ bezeichnet, die im Deutschen als Beteiligungsakquisition bekannt ist. Es geht hierbei um den Zugang zu potentiellen Beteiligungsobjekten. Die Kernaufgabe der VCG besteht in diesem Zusammenhang darin, mögliche Investitionsobjekte zu suchen und zu identifi-

¹⁴⁴ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 84-89; Dowling, Michael/ Welp, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 282; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 23-24.

¹⁴⁵ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 84-89; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 30; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 23-24.

¹⁴⁶ Kapitalzusagen

¹⁴⁷ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 84; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 28-30; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 23-24.

¹⁴⁸ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 23-24.

¹⁴⁹ Vgl. Krecek, Michael: Investorensicht, S. 29.

zieren. Ziel ist es dabei einen qualitativ und quantitativ ausreichenden Pool an potentiellen VC Nehmern zu generieren.¹⁵⁰ Ein Bestandteil dieses Prozesses ist die Informationsbeschaffung über die kapitalsuchenden Unternehmen.¹⁵¹

Die Problematik im Rahmen der „Deal Generation“, besteht darin, dass die potentiellen Beteiligungsobjekte zu klein sind, um sie mit Hilfe öffentlicher, einfach zugänglicher Quellen ausfindig zu machen, sodass es als vorteilhaft erachtet wird, verschiedene Suchstrategien zu verfolgen, um so möglichst eine Vielzahl attraktiver Portfoliounternehmen zu identifizieren. Mögliche Quellen, die bei der Identifikation hilfreich sein können, sind neben den Referenzen aus eigenen Netzwerken auch Business-Plan-Wettbewerbe, Gründungsveranstaltungen oder Universitäten.¹⁵²

Hinsichtlich des Entstehungspotentials von Transaktionskosten kann im Rahmen der „Deal Generation“ angenommen werden, dass die Suche und Identifikation der potentiellen Investitionsobjekte mit Kosten verbunden sein wird. Auch die Informationsbeschaffung, die in diesem Zusammenhang eine Rolle spielt, kann mit hohen Aufwendungen verbunden sein und entsprechend hohe Kosten verursachen. In diesem Sinne ist zu vermuten, dass hier, ebenso wie in der Phase „Fund Raising“, die Kategorie der **Anbahnungskosten** betroffen ist.

3.2.3 Screening

Die dritte Phase des Wertschöpfungsprozesses ist das sogenannte „**Screening**“. Im Deutschen spricht man in diesem Zusammenhang von der Beteiligungsprüfung.¹⁵³ Diese Aktivität, im Rahmen derer die Hauptaufgabe der VCG darin besteht die potentiellen zuvor identifizierten Beteiligungsunternehmen einer mehrstufigen Prüfung zu unterwerfen um anschließend eine Auswahl der attraktivsten Investitionsobjekte treffen zu können, gilt als besonders relevante Phase des Wertschöpfungsprozesses.¹⁵⁴ Das Verfahren der Beteiligungsprüfung gliedert sich in zwei Stufen, wobei zunächst im Rahmen einer Grobanalyse eine erste, schnelle Bewertung der Investitionsobjekte erfolgt, während anschließend in der Feinanalyse eine genaue Prüfung der Unternehmen vorgenommen wird.¹⁵⁵ Da i.d.R. eine Vielzahl von Unternehmen als Investitions-

¹⁵⁰ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 89; Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 283-284.

¹⁵¹ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 23-24.

¹⁵² Vgl. Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 283-284; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 31.

¹⁵³ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 89; Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Gesellschaften, S. 282-284.

¹⁵⁴ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 89; Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Gesellschaften, S. 282.284; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 28-33; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 23.

¹⁵⁵ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 89, S. 92; Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Gesellschaften, S. 283.

objekte in Frage kommt, ist die Grobanalyse ein wichtiges Instrument, um auf schnellem Wege eine erste Auswahl treffen und die Zahl der vorliegenden Ideen auf ein übersichtliches Maß reduzieren zu können.¹⁵⁶

Die Bewertung der Portfoliounternehmen im Rahmen der Grobanalyse basiert auf einer Prüfung allgemeiner Kriterien. Beispielsweise wird den Fragen nachgegangen, ob die Branche des Unternehmens passend ist, das Beteiligungsvolumen dem Rahmen entspricht, den sich die VCG gesetzt hat und ob die geforderte Mindestrendite erfüllt werden kann.¹⁵⁷ Die ausgewählten Beteiligungsobjekte können im nächsten Schritt der Feinanalyse unterzogen werden.¹⁵⁸

Im Rahmen dieser Analyse erfolgt nun die eigentliche Prüfung der Unternehmen. Da die VCG auf Basis dieses Verfahrens ihre Beteiligungsauswahl trifft, kann die Feinanalyse eine durchaus zeitaufwendige Prozedur sein. Der Ablauf ist dadurch gekennzeichnet, dass die VCG unterschiedliche Bewertungskriterien festlegt und die jeweiligen Unternehmen hinsichtlich dieser Merkmale überprüft.¹⁵⁹

Die VCG orientiert sich bei der Formulierung und Festlegung der Kriterien i.d.R. an drei Hauptfaktoren. Zum einen ist dies das Unternehmen bzw. das Unternehmerteam, der Markt an dem das Beteiligungsunternehmen agiert sowie das Risiko bzw. die Fähigkeit des Unternehmens Risiken zu erkennen und mit diesen geeignet umzugehen.¹⁶⁰ Beispiele für festgelegte Kriterien sind die Managementfähigkeiten und Marktattraktivität des PU, die Produktdifferenzierung, die Persönlichkeiten des (Gründer-)Teams, mögliche Renditeerwartungen, das Potential späterer Veräußerbarkeit der Beteiligung, die Unabhängigkeit von externen Bedrohungen, sowie der Grad der Marktakzeptanz des Produktes.¹⁶¹

Ein weiterer Teil der Feinanalyse wird als „Due Dilligence“ bezeichnet. Diese ist als detaillierte Prüfung gekennzeichnet und hat den Zweck, die Planungsprämissen im Businessplan, den die Unternehmen vorlegen, kritisch und intensiv zu hinterfragen. Dieser Schritt ist besonders wichtig, da keine Vergangenheitswerte vorliegen, auf Basis derer eine Vernünftige Beurteilung der Erfolgswahrscheinlichkeit der PU erfolgen kann.¹⁶²

¹⁵⁶ Vgl. Krecek, Michael: Investorensicht, S. 32-33.

¹⁵⁷ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 92; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 32-33; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 27.

¹⁵⁸ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 92; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 32-33; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 28.

¹⁵⁹ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 93; Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 283; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 34-35; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 25-27.

¹⁶⁰ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 93-94; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 34-35.

¹⁶¹ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 93; Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 283; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 34-35; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 25-27.

¹⁶² Vgl. Krecek, Michael: Investorensicht, S. 36-37.

Im letzten Schritt wird nun basierend auf den Analysen eine Unternehmensbewertung durchgeführt, um die finanzielle Vorteilhaftigkeit des Investitionsobjektes zu ermitteln. Den VCG stehen dafür verschiedene Verfahren zur Verfügung.¹⁶³ Im Anschluss erfolgt die endgültige Auswahl der Investitionsobjekte. Die VCG bekunden ihr Interesse mit Hilfe eines „Letter of Intent“ (LoI). In einem „Term Sheet“ werden schließlich die ersten Eckdaten der Beteiligung festgehalten. Gemeint sind damit vor allem grundsätzliche Beteiligungsbedingungen. Das Ausstellen des „Term Sheet“ mündet schließlich in die Phase der Beteiligungsverhandlung. Erst nach erfolgreicher Beteiligungsverhandlung steht fest, welche Anträge am Ende im Abschluss der Beteiligung enden.¹⁶⁴

Hinsichtlich des Entstehungspotentials von Transaktionskosten lässt sich eine Reihe von Tätigkeiten im Rahmen des „Screening“ identifizieren, die Aufwendungen verursachen. Dabei ist insbesondere davon auszugehen, dass die Prüfung und Bewertung der potentiellen Investitionsobjekte im Rahmen der Feinanalyse mit Kosten verbunden ist. Es ist anzunehmen, dass die entsprechenden Aufwendungen in die Kategorie der **Anbahnungs- und Vereinbarungskosten** einzuordnen sind.

3.2.4 Approval and Structuring

Der folgende Absatz behandelt eine der letzten Phasen im Rahmen des Wertschöpfungsprozesses. Diese wird als „**Approval and Structuring**“ bezeichnet und im Deutschen mit der „Phase der Beteiligungsverhandlung“ übersetzt. Wie der Name bereits erkennen lässt, werden im Rahmen dieser Aktivität die Beteiligungskonditionen vorgeschlagen, verhandelt und fixiert.¹⁶⁵

Im vorangegangenen Kapitel wurde erwähnt, dass den ausgewählten Investitionsobjekten am Ende des „Screening“ ein „Term Sheet“ vorgelegt wird, in dem erste Eckdaten der Beteiligung erfasst werden. Die dort festgehaltenen Punkte sowie weitere Bedingungen unter denen die Beteiligung stattfinden soll, werden schließlich im Rahmen von Beteiligungsverhandlungen diskutiert. Bestenfalls münden die Verhandlungen in einen Vertragsabschluss.¹⁶⁶

Beispielhafte Inhalte, die in den Verhandlungen diskutiert werden, betreffen den Umfang der Investitionen, den Kapitalanteil der VCG, Form und Zeitpunkt der Kapitalzufuhr, Preise der Transaktion, Meilensteinregelungen, Verfahren beim Unternehmensverkauf, mögliche Ausstiegsregeln, Management- und Mitbestimmungspflichten der

¹⁶³ Discounted Cash Flow-Methode, Optionspreistheorie, Venture Capital-Methode

¹⁶⁴ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 96; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 36-37; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 28-29.

¹⁶⁵ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 89; Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 283.

¹⁶⁶ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 96; Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 283.

VCG, Informations- und Kontrollrechte, Regelungen hinsichtlich möglicher Gewinnverteilungen, Haftungsbeschränkungen, Vertraulichkeitsklauseln, etc.¹⁶⁷

Betrachtet man im Rahmen des „Approval and Structuring“ das Entstehungspotential von Transaktionskosten, ist auch hier festzustellen, dass die Ausübung der jeweiligen Tätigkeiten mit Aufwendungen verbunden ist. Es ist dabei zu vermuten, dass die gesamte Organisation des Vertragsabschlusses Kosten verursacht. Insbesondere das Vorschlagen, Verhandeln und Fixieren der Beteiligungskonditionen mit den potentiellen Investitionsobjekten, aber auch der Vertragsabschluss selbst, können hohe Kosten verursachen. Zudem ist anzunehmen, dass ein Bedarf für das Hinzuziehen von Rechtsexperten (z.B. Rechtsanwälten, Notaren, etc.) entstehen kann, sodass auch hier mit der Entstehung von Kosten zu rechnen ist.¹⁶⁸ Im Rahmen dieser Betrachtung kann die Vermutung aufgestellt werden, dass die Aufwendungen in der Phase „Approval and Structuring“ in die Kategorien der **Vereinbarungs- und Abwicklungskosten** einzuordnen sind.

3.2.5 Post Investment Activities

Im Rahmen dieses Abschnittes soll die vorletzte¹⁶⁹ Phase des Wertschöpfungsprozesses näher erläutert werden. Man spricht in diesem Zusammenhang von „**Post Investment Activities**“ bzw. der „Phase nach der Investition“. Nach Durchführung der Kapitalzufuhr geht es nun in dieser Phase um die Beteiligungsbetreuung der Portfoliounternehmen. Der Gedanke hierbei ist, den Investitionsobjekten zusätzliche Leistungen bereitzustellen, um somit deren Unternehmensaufbau und -ausbau zu unterstützen.¹⁷⁰ Mit der Unterstützungsleistung beabsichtigt die VCG die Geschäftsentwicklung stetig kontrollieren zu können, die unternehmerischen Risiken zu mindern und auf lange Sicht eine Wertsteigerung der Beteiligung generieren zu können, sodass im Falle eines Ausstiegs aus der Beteiligung ein angemessener Veräußerungsgewinn erzielt werden kann.¹⁷¹

Eine Notwendigkeit dieser Unterstützung ergibt sich aus der Tatsache, dass das Unternehmensmanagement der PU noch nicht die nötige Erfahrung besitzt und die Unternehmen i.d.R. kein etabliertes Netzwerk z.B. an Zulieferern, Mitarbeitern, Kunden

¹⁶⁷ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 96-97; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 39; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 37-38; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 29.

¹⁶⁸ Vgl. Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 39; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 29; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26.

¹⁶⁹ Die letzte Phase, der „Exit“ bzw. Desinvestition wird im Rahmen dieser Arbeit nicht betrachtet.

¹⁷⁰ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 89; Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 283-286; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 38.

¹⁷¹ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 105; Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 286; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 39-40; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 35.

oder anderen Partnern besitzen, um damit den Unternehmensaufbau allein voranzutreiben.¹⁷²

Die Betreuung der PU durch die VCG kann in Abhängigkeit der Intensität in eine aktive, passive und reaktive Zusammenarbeit unterschieden werden. Im Rahmen des **passiven** Ansatzes geht es ausschließlich um die Überwachung der Unternehmen, um opportunistische Verhaltensweisen des Managementteams minimieren zu können. Die **reaktive** Zusammenarbeit ist dadurch gekennzeichnet, dass die VCG neben der Kontrolle der PU, Beratungs- und Unterstützungsleistungen bereitstellen. Der **aktive** Ansatz ist durch intensive Kontrolle, umfangreiche Managementunterstützung und strategische sowie operative Beratungsleistungen determiniert.¹⁷³

Die Arbeit der VC Gesellschaft im Rahmen der Beteiligungsbetreuung kann auf zwei Wegen erfolgen. Man unterscheidet zwischen vertraglich vereinbarter Gremienarbeit (Mitarbeit im Beirat, Aufsichtsrat oder Gesellschafterausschuss) und der Arbeit auf informellem Weg durch interaktives, ganzheitliches Zusammenwirken mit der Unternehmensleitung im Arbeitsalltag.¹⁷⁴

Die Arbeit in Gremien wird als Beratung im weiteren Sinne bezeichnet. Sie orientiert sich primär an den Interessen der Kapitalgeber und dient in erster Linie der Reduktion finanzieller Verlustrisiken. Gremienarbeit gilt als stark formalisiert und beschränkt infolge dessen die VCG auf eine geringe und passive Beratungsleistung.¹⁷⁵ Im Rahmen der Gremienarbeit übernehmen die VCG primär Informations- und Kontrollaktivitäten. In diesem Zusammenhang besitzt die VCG i.d.R. ein Informationsrecht, das eine regelmäßige Berichterstattung seitens der Geschäftsführung vorsieht sowie ein Prüfungsrecht der dort erhaltenen Informationen. Die VCG erhält in diesem Zusammenhang regelmäßige Umsatzmeldungen, Informationen aus der Bilanz und Gewinn- und Verlust-Rechnung, Zwischenberichte über die Geschäftslage, inklusive Produkt- und Marktentwicklungen, Informationen über die Personalsituation und besonderer Projekte oder Meldungen über besondere Tatbestände wie z.B. Vertragsabschlüsse.¹⁷⁶

Die Arbeit der VCG auf informellem Weg ist durch die operative Beratung gekennzeichnet. Man spricht in diesem Zusammenhang von der Beratung im engeren Sinne, bei der es vor allem um eine aktive und unmittelbare Beteiligung im Management des PU geht, mit der Absicht bestimmte Entscheidungen und Verhaltensweisen der Geschäftsführung zu beeinflussen.¹⁷⁷ Im Rahmen dieser Tätigkeit unterstützt die VCG

¹⁷² Vgl. Krecek, Michael: Investorensicht, S.39.

¹⁷³ Vgl. Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung, S. 286.

¹⁷⁴ Vgl. Krecek, Michael: Investorensicht, S. 39-40; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 35-36.

¹⁷⁵ Vgl. Krecek, Michael: Investorensicht, S. 39-40; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 35-36.

¹⁷⁶ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 103; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 39-40; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 36-37.

¹⁷⁷ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 103; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 40; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 36-37.

die Geschäftsführung des Unternehmens inhaltlich bei Fachfragen, wobei die VCG für die Bereitstellung des entsprechenden betriebswirtschaftlichen Know-hows entweder auf eigenes Personal oder auf Experten aus ihrem Netzwerk zurückgreift.¹⁷⁸

Die wichtigsten Angelegenheiten, in denen die operative Beratung zum Tragen kommt, betreffen die Finanzierung, den Bereich Personal und Organisation sowie die strategische Ausrichtung des Unternehmens.¹⁷⁹

Die Managementunterstützung ist grundsätzlich ein zeitaufwendiges Unterfangen. Es wird davon ausgegangen, dass ca. 60 Prozent der Zeit einer VCG durch diese Tätigkeit eingenommen wird.¹⁸⁰

In Anbetracht des Entstehungspotentials von Transaktionskosten im Rahmen der Phase „Post Investment Activities“ lässt sich die Annahme treffen, dass sowohl die passiven- als auch die operativen Beratungstätigkeiten kostenintensiv sind. Der Aufbau und Ausbau der Portfoliounternehmen mit dem Ziel der Steigerung des Unternehmenswertes erfordert die permanente Kontrolle der aktuellen Geschäftssituation auf Basis relevanter Informationen. Dieser Kontrollprozess, inklusive der Beschaffung und –auswertung der Informationen, ist mit hohem Aufwand verbunden. Für den Fall, dass die Berater operativ im Management des PU tätig werden müssen, ergibt sich zudem ein zusätzlicher Ressourcenbedarf, da fundiertes betriebswirtschaftliches Know-how eingebracht werden muss, dessen Beschaffung gegebenenfalls durch externe Quellen erfolgen muss. Auch zeitliche Ressourcen werden in diesem Zusammenhang eine Rolle spielen, da die operative Beratungstätigkeit sehr zeitintensiv sein kann.¹⁸¹

In diesem Zusammenhang ist anzunehmen, dass die Kosten im Rahmen der „Post-Investment-Activities“ in die Kategorie der **Abwicklungs-, Kontroll- und Anpassungskosten** einzuordnen ist.

¹⁷⁸ Vgl. Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Wachstumsunternehmen, S. 103; Krecek, Michael: Investorensicht, S. 40; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 36-37.

¹⁷⁹ Vgl. Krecek, Michael: Investorensicht, S. 40; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 37.

¹⁸⁰ Vgl. Krecek, Michael: Investorensicht, S. 40; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 35.

¹⁸¹ Vgl. Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: 38-39; Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-30.

4 Kritische Betrachtung der Vorteilhaftigkeit von Venture Capital Gesellschaften in ihrer Funktion als Finanzintermediäre aus Sicht der Investoren

4.1 Vergleich der Kosten einzelner Transaktionsphasen im Venture Capital Prozess mit und ohne Einschaltung von Finanzintermediären aus Sicht der Investoren

4.1.1 Bestimmung der Transaktionskosten für Finanzkontrakte

Im folgenden Abschnitt soll erläutert werden, wie sich Transaktionskosten für Finanzkontrakte in Abhängigkeit bestimmter Merkmale und Gegebenheiten ihrer Höhe nach bestimmen lassen. Da im weiteren Verlauf dieses Kapitels eine Analyse der Transaktionskosten im Rahmen des VC Prozesses erfolgen soll und VC Transaktionen als Vertragsbeziehungen definiert sind, erlangen die hier getroffenen Annahmen über Kosten von Finanzverträgen eine besondere Bedeutung.¹⁸²

Für Finanzkontrakte bestimmt sich die Höhe der Transaktionskosten auf der einen Seite durch die **Struktur des Transaktionssystems** und auf der anderen Seite durch die **Spezifität**, den Grad der **Unsicherheit** und die **Häufigkeit** der Transaktionen.¹⁸³

Die Struktur des Transaktionssystems soll als erstes näher betrachtet werden. In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass insbesondere die Anbahnungskosten, aber auch andere Transaktionskostenelemente, ihrer Höhe nach direkt abhängig sind von der **Marktstruktur und der Wettbewerbsintensität** des Marktes auf dem der Finanzvertrag abgeschlossen wird. Dabei ist davon auszugehen, dass die Transaktionskosten in **negativer Abhängigkeit** zur Intensität des Wettbewerbs stehen und folglich angenommen werden kann, dass je intensiver der Wettbewerb auf dem Markt ist, desto geringer i.d.R. die Transaktionskosten ausfallen werden.¹⁸⁴

Die **Spezifität** von Transaktionen beeinflusst die Höhe der Kosten von Finanzkontrakten ebenfalls negativ. Mit der Spezifität ist gemeint, dass die Kontraktpartner im Rahmen des Vertragsabschlusses, für bestimmte Finanzkontrakte notwendige, spezifische Investitionen tätigen müssen. Beispielsweise sind die Akteure dazu gezwungen in zusätzliches Wissen oder Sachkapital sowie weitere Ressourcen oder Standorte zu investieren. In diesem Zusammenhang gilt, dass eine hohe Spezifität der Kontrakte mit hohen Investitionen und entsprechend hohen Transaktionskosten einher-

¹⁸² Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100-101; Jost, Peter-J.: Unternehmenskontext, S.10-11.

¹⁸³ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 101; Jost, Peter-J.: Unternehmenskontext, S. 11-16.

¹⁸⁴ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 101.

geht und umgekehrt eine hohe Standardisierung von Kontrakten eine geringere Spezifität erfordert und damit zusammenhängend zu niedrigeren Transaktionskosten führt.¹⁸⁵

Der Faktor der **Unsicherheit** von Transaktionen hat keinen unmittelbaren Einfluss auf die Höhe der Transaktionskosten, sondern ergibt sich aus der Notwendigkeit einer **Risikoreduktion**. Gemeint ist damit, dass das Risiko von Finanzkontrakten durch Unsicherheit erhöht wird und die Akteure zur Reduktion des Risikos auf zusätzliche Informationen angewiesen sind, deren Beschaffung und Analyse mit Kosten verbunden ist. Da in diesem Zusammenhang davon auszugehen ist, dass ein Zusammentragen sämtlicher Informationen, die zur vollständigen Elimination der Unsicherheiten notwendig sind, nicht möglich ist, ist gegebenenfalls davon auszugehen, dass weitere Kosten anfallen, die aus einer im Zeitablauf entstehenden Notwendigkeit der Vertragsanpassung resultieren (Anpassungskosten).¹⁸⁶ Grundsätzlich gelten Informationsmängel als größtes Defizit von Finanzmärkten. In Abhängigkeit davon welche Art von Mängeln (Assymetrien, fehlende Informationen, etc.) bestehen und wie gravierend der Bedarf an zusätzlichen Informationen ausfällt, kann die Höhe der Transaktionskosten variieren. Es kann angenommen werden, dass die Kosten umso höher ausfallen, je gravierender die Informationsmängel ausfallen. Festzuhalten bleibt, dass Unsicherheiten bei Transaktionen auf Informationsmängel zurückzuführen sind und somit einen indirekten Einfluss auf die Entstehung und Höhe von Transaktionskosten haben.¹⁸⁷

Ein letzter Faktor, der die Höhe der Transaktionskosten bestimmt, ist die **Häufigkeit** von Transaktionen. Durch die Ausnutzung von Skaleneffekten kann die Transaktionshäufigkeit einen unmittelbaren Einfluss auf die Höhe der Transaktionskosten haben.¹⁸⁸ Es ist anzunehmen, dass die Kosten einer einzelnen Transaktion umso geringer ausfallen, je häufiger diese durchgeführt wird bzw. je größer das gesamte Transaktionsvolumen ausfällt.¹⁸⁹

4.1.2 Kostenvergleich in der Phase „Fundraising“

Diese Phase ist der erste Schritt im Rahmen des VC Prozesses. Als Hauptaktivitäten wurden in diesem Zusammenhang die Einwerbung von Kapitalgebern sowie das Pooling der Finanzmittel genannt.¹⁹⁰ Grundsätzlich werden für das Aufspüren der potentiellen VC Partner Suchkosten entstehen.¹⁹¹ Die Auswirkungen des Einsatzes von Finanzintermediären in der Phase „Fundraising“ soll mit Hilfe eines Kostenvergleichs

¹⁸⁵ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 101; Jost, Peter-J.: Unternehmenskontext, S. 11-12.

¹⁸⁶ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 101; Jost, Peter-J.: Unternehmenskontext, S. 13.

¹⁸⁷ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 90, S. 101.

¹⁸⁸ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S.101; Jost, Peter-J.: Unternehmenskontext, S. 13-14.

¹⁸⁹ Vgl. Spiwox, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 28-29.

¹⁹⁰ Vgl. dazu Kapitel 3.2.1.

¹⁹¹ Vgl. Spiwox, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-28.

untersucht werden. Zunächst soll die Situation ohne den Einsatz von Intermediären betrachtet werden.

Für den Investor hat das „Fundraising“ im Rahmen der VC Finanzierung eine besondere Bedeutung, die möglicherweise nicht unmittelbar zu erkennen ist. Eine erste Betrachtung ergibt zunächst, dass Kapitalakquisition und Pooling nicht die Hauptinteressen des Investors darstellen. Anstatt sich um das Einwerben weiterer Kapitalgeber zu kümmern, greift der einzelne Investor, um unnötigen Aufwand zu sparen, ausschließlich auf seine eigens vorhandenen Mittel für die Finanzierung zurück.¹⁹² In diesem Fall kommt es zu keiner Ausführung von „Fundraising“ Aktivität und Suchkosten entstehen nicht.

Bei der Einschaltung einer VC Gesellschaft wird das Fundraising in jedem Fall durchgeführt, da es einen Kernbestandteil ihrer Aktivität im Finanzierungsprozess darstellt. Als Resultat muss der Investor durch den Einsatz des Intermediär Such- und Verwaltungskosten tragen.¹⁹³

Betrachtet man die Bedeutung des „Fundraising“ aus Investorensicht jedoch in einem größeren Kontext, ergibt sich eine andere Situation. Die Kapitalakquisition und insbesondere das Pooling der Finanzmittel bilden die Grundbausteine des Finanzierungsprozesses und sind ausschlaggebend für die Funktion eines effizienten Finanzintermediationssystems. Das Fundraising durch die Venture Capital Gesellschaften eröffnet Investoren überhaupt erst die Möglichkeit der Kostenreduktion. Durch das Pooling des Kapitals können Transaktionskosten auf alle am Fonds beteiligten Kapitalgeber verteilt und somit für den Einzelnen reduziert werden.¹⁹⁴

In der Gesamtbetrachtung lässt sich festhalten, dass die Kosten des Fundraising im direkten Vergleich durch den Einsatz der Intermediäre nicht reduziert werden können und gegebenenfalls sogar Mehrkosten entstehen werden. Im Größeren Kontext zeigt sich jedoch, dass die Aktivitäten der VCG im Rahmen des Fundraising essentiell für die Funktion des Finanzintermediationssystems sind. Ohne das Pooling von Finanzmitteln kann keine Kostenverteilung stattfinden und somit auch in späteren Phasen keine Reduktion von Transaktionskosten aus Investorensicht erzielt werden.¹⁹⁵

4.1.3 Kostenvergleich in der Phase „Deal Generation“

Die Aktivitäten innerhalb der „Deal Generation“ stellen einen wichtigen Schritt dar, den Investoren im Rahmen des VC Prozesses gehen müssen. Es betrifft die Suche und Identifikation von potentiellen Investitionsobjekten.¹⁹⁶ Dabei werden auch hier für

¹⁹² Vgl. Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 27.

¹⁹³ Vgl. dazu Kapitel 3.2.1.; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-28.

¹⁹⁴ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67-69; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-30.

¹⁹⁵ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67-69; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-30.

¹⁹⁶ Vgl. dazu Kapitel 3.2.2.

das Aufspüren der potentiellen VC Partner Suchkosten entstehen.¹⁹⁷ Welche Auswirkungen der Einsatz eines Intermediär in dieser Phase haben kann, soll ein Kostenvergleich zeigen.

Zunächst soll die Situation ohne Finanzintermediation betrachtet werden. Für die Suche und Identifikation potentieller Beteiligungsobjekte müssen die Investoren zunächst aus einer Grundgesamtheit aller kapitalsuchenden Unternehmen diejenigen herausfiltern, die einen Bedarf an Venture Capital vorweisen.¹⁹⁸ Die Anzahl aller nach Kapital suchenden Unternehmen wird von beachtlicher Größe sein, sodass sich der Such- und Identifikationsprozess als mühsam und zeitaufwendig gestalten wird. Der Investor wird hohe Suchkosten tragen müssen.¹⁹⁹

Eine geringe Wettbewerbsintensität des Marktes kann die Aktivitäten der Investoren zusätzlich beeinflussen. Für eine Situation in der wenig Wettbewerb unter den kapitalsuchenden Unternehmen herrscht, wird die Identifikation dieser Unternehmen zusätzlich erschwert werden. Die Anbahnungskosten werden bei geringer Wettbewerbsintensität höher ausfallen.²⁰⁰

Betrachtet man nun im Vergleich eine Situation, die durch den Einsatz von Finanzintermediären gekennzeichnet ist, werden die Kosten für die Suche und Identifikation der Beteiligungsobjekte geringer ausfallen.²⁰¹ Aufgrund ihrer Erfahrung und Expertise im Bereich der VC Finanzierung, sowie langjähriger Tätigkeitsausübung, verfügen VCG über große Kontaktnetzwerke. Sie können somit auf eine Vielzahl von Quellen zurückgreifen, wodurch die Suche nach den Investitionsobjekten erleichtert wird.²⁰² In Anbetracht dessen werden sie nicht wie die Investoren darauf angewiesen sein, die VC suchenden Unternehmen aus einer enormen Grundgesamtheit herauszufiltern. In diesem Zusammenhang wird auch eine geringe Wettbewerbsintensität die Arbeit der VCG weniger beeinflussen wird, als die der Kapitalgeber.

Zusammenfassend zeigt der Vergleich, dass eine VCG im Verhältnis zum Investor weniger Aufwendungen für die Aktivitäten im Rahmen der „Deal Generation“ aufbringen muss. Dieser kann somit durch den Einsatz des Finanzintermediärs von einer Reduktion der Suchkosten profitieren.²⁰³

¹⁹⁷ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 60; S. 67-69; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-27.

¹⁹⁸ Vgl. Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-28.

¹⁹⁹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 127-128; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-28.

²⁰⁰ Vgl. dazu Kapitel 4.1.1.

²⁰¹ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-28.

²⁰² Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-28; Thamm, René: Portfoliostrategien, S.75.

²⁰³ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-27.

4.1.4 Kostenvergleich in der Phase „Screening“

Im Rahmen des „Screening“ werden die bereits identifizierten Investitionsobjekte geprüft und ausgewählt.²⁰⁴ Ziel ist es, Unsicherheiten seitens der Investoren zu beseitigen. Folglich basiert die Prüfung auf der Beschaffung und Auswertung von Informationen, sodass Informationskosten entstehen werden.²⁰⁵ Wird davon ausgegangen, dass die vollständige Elimination von Unsicherheiten auf Basis der Informationen nicht erreicht wird, entstehen zusätzlich Anpassungskosten.²⁰⁶

Ein Kostenvergleich soll zeigen, welche Auswirkungen der Einsatz einer VCG im Rahmen des „Screening“ haben kann. Zunächst soll die Situation ohne Finanzintermediation betrachtet werden. Die kapitalsuchenden Unternehmen der VC Finanzierung kennzeichnet ein hohes Risikopotential. Die Investoren übernehmen die Rolle haftender Gesellschafter und tragen das volle unternehmerische Risiko.²⁰⁷ Aufgrund dessen ist es in ihrem Interesse, die potentiellen Beteiligungsobjekte hinsichtlich ihres Erfolgspotentials vorab zu überprüfen. Da sich die Kapitalnachfrager im Rahmen der VC Finanzierung zumeist in frühen Phasen der Unternehmensentwicklung befinden, liegen keine Vergangenheitswerte vor, die eine Abschätzung des Ertragspotentials zulassen. Für die Investoren bedeutet dies, die Abschätzung auf Basis alternativer Daten durchführen zu müssen, die es erstmal zu beschaffen und auszuwerten gilt.²⁰⁸ Problematisch ist nun die Tatsache, dass die Beschaffung und Auswertung der Informationen mit hohen Kosten verbunden ist. Aufgrund einer wachsenden Informationsflut gestalten sich entsprechende Prozesse schwierig und können dem einzelnen Marktakteur kaum zugemutet werden. Der Investor wird nur unter hohem Zeit- und Ressourceneinsatz in der Lage sein, die eigenen Informationsdefizite zu beseitigen.²⁰⁹ Dabei werden die Kosten mit zunehmendem Grad der Unsicherheit und entsprechend steigendem Informationsbedarf steigen.²¹⁰ Sind die Unsicherheiten nicht zu beseitigen muss der Kapitalgeber sich um die Anpassung des Vertrags bemühen, sodass ihm auch dafür hohe Kosten entstehen.²¹¹

Betrachtet man nun im Vergleich die Situation unter Einbezug einer VCG als Finanzintermediär, kann angenommen werden, dass die Beschaffung und Analyse zusätzlicher Informationen für den Mittler mit weniger Aufwand verbunden sein wird, als es für den Kapitalgeber der Fall ist. Bei der Informationsbeschaffung wird die VCG nicht

²⁰⁴ Vgl. dazu Kapitel 3.2.3.

²⁰⁵ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 13; S. 90; S. 100-101; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 60, S. 67; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-30.

²⁰⁶ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S.101; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 38-39.

²⁰⁷ Vgl. dazu Kapitel 2.1.1.

²⁰⁸ Vgl. Heitzer, Bernd: junger innovativer Unternehmen, S. 17; Mitter, Christiane: Venture, S. 126.

²⁰⁹ Vgl. dazu Kapitel 3.1.4.

²¹⁰ Vgl. dazu Kapitel 4.1.1.

²¹¹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 101; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 39.

mit denselben Informationsmängeln konfrontiert sein wird, wie der Investor. VC Gesellschaften stehen als Mittler zwischen beiden Transaktionspartnern und pflegen mit diesen längerfristige Geschäftsbeziehungen. Auf diese Weise haben sie Zugriff auf eine Reihe von Informationen, die den jeweiligen Akteur betreffen. In Anbetracht dessen wird die VCG auch eher befähigt sein die bestehenden Unsicherheiten vollständig zu eliminieren.²¹²

Im Rahmen der Informationsanalyse kann die VCG von ihrer Erfahrung profitieren. Die Prüfung der potentiellen Beteiligungsobjekte hinsichtlich Zuverlässigkeit, Bonität oder Ertragspotential wird der VC Gesellschaft mit zunehmender Kenntnis der Marktteilnehmer leichter fallen. Man spricht in diesem Fall von einem Lernkurveneffekt, der zu einer Reduktion von Transaktionskosten führt.²¹³

Das Ergebnis des Vergleichs zeigt, dass im Rahmen des „Screening“ der Einsatz einer VC-Gesellschaft zu einer Reduktion der Informationskosten und Anpassungskosten führt.

4.1.5 Kostenvergleich in der Phase „Approval and Structuring“

In der Phase „Approval and Structuring“ steht als Kernaktivität die Beteiligungsverhandlung zwischen den Vertragspartnern im Fokus der Betrachtung.²¹⁴

Für die Ausführung der Aktivitäten fallen Aufwendungen an, die mit dem Abschluss von Verträgen in Verbindung stehen. Insbesondere Vereinbarungskosten in Form von Verhandlungs-, Entscheidungs-, Abschluss- und Informationskosten entstehen für die Verhandlung und Festlegung von Beteiligungskonditionen und Rahmenbedingungen der Transaktion. Für den Fall, dass die Verhandlungen in einen Vertragsabschluss münden, werden für die weitere Laufzeit des Kontraktes zudem Abwicklungskosten entstehen.²¹⁵

Ein Kostenvergleich soll zeigen, welchen Einfluss der Einsatz eines Finanzintermediärs im Rahmen des „Approval and Structuring“ haben kann. Zunächst soll die Situation ohne Einschaltung von Intermediären analysiert werden. Dabei ist davon auszugehen, dass die Höhe der Transaktionskosten in starker Abhängigkeit zu der **Spezifität der Transaktionen** steht. Gemeint ist damit, dass Investoren bei hoher Spezifität bzw. geringer Standardisierung von Verträgen und Vertragsbeziehungen, gezwungen sind, notwendige transaktionsspezifische Investitionen im Hinblick auf den Vertragsabschluss zu tätigen. Je geringer die Standardisierung der Transaktionen ist, desto

²¹² Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 117-123; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-30.

²¹³ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 117-123; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67-69; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S.28-29.

²¹⁴ Vgl. Kapitel 3.2.4.

²¹⁵ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 38-40; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 60, S. 67.

mehr spezifische Investitionen müssen getätigt werden. Als Resultat entstehen Transaktionskosten.²¹⁶

Der VC Geber wird i.d.R. mit Situationen konfrontiert sein, in denen die Spezifität von Transaktionen verhältnismäßig hoch ist. Für einen Vertragsabschluss im Rahmen der VC Finanzierung wird der Investor, aufgrund mäßiger Erfahrung, mangelnder Spezialisierung auf Vertragsverhandlungen und –abschlüsse und fehlendem rechtsspezifische Know-how gezwungen sein, in zusätzliches fachspezifisches Wissen zu investieren.²¹⁷ Denkbar ist in diesem Zusammenhang das Engagement von Rechtsanwälten oder externer Rechts- und Steuerberater. Entsprechende Investitionen sind mit enormen Kosten verbunden.²¹⁸

Betrachtet man die Situation nun unter Einbezug einer VCG als Finanzintermediär, werden die VC Transaktionen aus Sicht des Intermediär eine geringere Spezifität aufweisen, als aus Sicht des Investors. Folglich besteht hier nicht dieselbe Notwendigkeit, zusätzliche Investitionen in Wissen oder andere Ressourcen zu tätigen. Der hierfür ist, dass die VCG aufgrund ihrer Spezialisierung und Erfahrung im Bereich der VC Finanzierung, bereits mit dem Abschluss von Finanzkontrakten vertraut und in Rechtsfragen geübt ist.²¹⁹ Aufgrund ihrer Erfahrung und Expertise bei Vertragsabschlüssen ist eine VCG in der Lage Mitbestimmungsrechte, Sicherheitsleistungen und andere Rahmenbedingungen des Vertrags zu standardisieren und auf diese Weise zu einer Reduktion der Informations-, Verhandlungs- und Entscheidungskosten beizutragen.²²⁰

Der Vergleich zeigt, dass der Einsatz von Finanzintermediären auch in der Phase „Approval and Structuring“ zur Senkung der Transaktionskosten aus Investorensicht beiträgt.

4.1.6 Kostenvergleich in der Phase „Post Investment Activities“

Als Kernaktivität der Phase „Post Investment Activities“ steht die Beteiligungsbetreuung der Investitionsobjekte im Betrachtungsfokus.²²¹ Die Aktivitäten in dieser Phase dienen vor allem dem Zweck der Kapitalgeber, deren Ziel darin besteht eine positive Unternehmensentwicklung aktiv herbeizurufen, um anschließend von einer Wertsteigerung der Beteiligung zu profitieren. In diesem Sinne werden sie bestrebt sein, die

²¹⁶ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 101; Jost, Peter-J.: Unternehmenskontext, S. 11-12; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67-69.

²¹⁷ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 101, S. 118, S. 125; dazu Kapitel 2.3.2; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 41-42; Jost, Peter-J.: Unternehmenskontext, S.11-12; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-30; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67-69.

²¹⁸ Vgl. Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, S. 39.

²¹⁹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 101, S. 118; S. 125; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-30; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67-69.

²²⁰ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 118, S. 125; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 28; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S.67-69.

²²¹ Vgl. dazu Kapitel 3.2.5.

aktuelle Entwicklung stetig zu überwachen, zu kontrollieren und schließlich aktiv oder reaktiv in das Geschehen einzugreifen. Für sämtliche damit in Verbindung stehende Aktivitäten werden Abwicklungs-, Kontroll-, Überwachungs- und Anpassungskosten entstehen, wobei deren Höhe in Abhängigkeit der Intensität der Betreuung variieren wird.²²²

Ein Kostenvergleich soll auch im Rahmen der „Post Investment Activities“ die Auswirkungen des Einsatzes von Finanzintermediären zeigen. Zunächst soll die Situation ohne Einschaltung einer VCG betrachtet werden. Für den Fall, dass die Investoren eigenständig für die Ausführung der Aktivitäten zuständig sind, werden hierbei erhebliche Kontroll- und Überwachungskosten entstehen. Neben der Leistungsbewertung, wird die Überwachung der Vertragspartner und der Einhaltung von Vertragsbedingungen ein hohes zeitliches Engagement erfordern und zu hohen Kosten führen. Um ständig und angemessen über den Stand der Unternehmensentwicklung informiert zu sein werden die Kapitalgeber zudem viel Zeit und Mühe für das Generieren und Auswerten von Informationen investieren müssen (z.B. die Beschaffung und Analyse von Daten aus der Bilanz- und Gewinn- und Verlustrechnung).²²³

Da die Investoren vermutlich nicht über ein allumfassendes betriebswirtschaftliches Know-how verfügen, kann für die Auswertung der Informationen das Hinzuziehen externer Berater erforderlich sein und damit einhergehend zu Kosten führen.²²⁴

Vergleicht man nun die entsprechende Situation mit Einbezug einer VCG als Finanzintermediär unter Berücksichtigung der vorher getroffenen Erkenntnisse, besteht hierdurch die Möglichkeit die Aktivitäten im Rahmen der „Post Investment Activities“ kostengünstiger durchzuführen.

Auf der einen Seite greift erneut das Argument der bestehenden Erfahrung und Spezialisierung einer VCG. Da die entsprechenden Gesellschaften sich ausschließlich und wiederholt mit der Abwicklung von VC Transaktionen beschäftigen werden Lernkurveneffekte zum Tragen kommen. Mit steigender Anzahl von Transaktionen wird die Ausführung der Aktivitäten für die VCG leichter, sodass weniger Aufwand und Kosten entstehen.²²⁵

Des Weiteren kann damit argumentiert werden, dass die Funktion der VCG sich nicht ausschließlich auf die Finanzierung der Unternehmen beschränkt, sondern diese von vornherein dadurch gekennzeichnet sind, zusätzliche Managementunterstützung für

²²² Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 100; Kapitel 3.2.5; Erlei, Mathias/ Jost, Peter-J.: Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 77; S. 38-40; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 39.

²²³ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 118- 123; dazu Kapitel 3.2.5.

²²⁴ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 118-123; Kapitel 2.3.2; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26.

²²⁵ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 118-123; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-29.

die Beteiligungsunternehmen bereitzustellen. Die VC Gesellschaften beteiligen sich grundsätzlich aktiv an der Unternehmensentwicklung, indem sie versuchen ihre Geschäftserfahrung und Kontakte in die Unternehmen einzubringen und diesen beratend zur Seite zu stehen.²²⁶

Der Vergleich zeigt, dass durch den Einsatz einer VC Gesellschaft im Rahmen der Phase „Post Investment Activities“ eine Reduktion der Transaktionskosten aus Investorensicht erzielt werden kann.

4.2 Beurteilung der Vorteilhaftigkeit des Einsatzes von Venture Capital Gesellschaften als Finanzintermediäre aus Sicht der Investoren auf Basis des Kostenvergleichs in den Transaktionsphasen

In Anlehnung an den Kostenvergleich im Rahmen des Venture Capital Prozesses wird ersichtlich, dass VC Geschäfte grundsätzlich mit hohen Markttransaktionskosten verbunden sind.²²⁷ In diesem Zusammenhang erlangt der Einsatz von Finanzintermediären eine große Bedeutung, da davon ausgegangen wird, dass sämtliche Transaktionskosten durch den Einsatz der Mittler gezielt gesenkt werden können und auf diese Weise die Austauschbeziehungen nicht nur erleichtert, sondern gar erst ermöglicht werden.²²⁸ Im Rahmen dieses Kapitels geht es nun darum, auf Basis des Kostenvergleichs für den VC-Prozess, die Vorteilhaftigkeit der Finanzintermediation aus Sicht der Investoren zu beurteilen.

Für die Aktivitäten der Phase „Fundraising“ wurde im direkten Vergleich zunächst festgestellt, dass die mit der Kapitalakquisition in Verbindung stehenden Suchkosten, durch den Einsatz der Intermediäre nicht gesenkt werden können und der Investor sogar mit Mehrkosten zu rechnen hat. Eine Betrachtung im größeren Kontext zeigte jedoch, dass der Einsatz einer VCG im Rahmen des Fundraising den Grundbaustein für das Funktionieren eines effizienten Intermediationssystems legt. Die Besonderheit ergibt sich dadurch, dass im Rahmen des Einsatzes ein Pooling von Finanzmitteln stattfindet. Auf diese Weise eröffnet sich die Möglichkeit Transaktionskosten auf alle an einem Fonds beteiligten Investoren zu verteilen. Wäre ein Investor alleiniger Kapitalgeber im Portfolio einer VCG, so müsste er alle Kosten alleine tragen. Die Spezialisierungs- und Erfahrungsvorteile der VCG würden für ihn zwar zu einer Kostenreduktion führen, allerdings nicht einem ergiebigen Ausmaß. Der Nutzen der Finanzintermediation wäre aus Investorensicht minimal. Der eigentliche Vorteil ergibt sich erst dann, wenn die Kosten mit Hilfe des Poolings auf viele weitere Investoren verteilt

²²⁶ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S.67-90; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 29.

²²⁷ Vgl. Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26.

²²⁸ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 95, S. 117; S. 135; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-30.

werden können und der Einzelne diese nicht mehr in voller Höhe tragen muss. Durch diesen Effekt werden die Kostenersparnisse aufgrund von Spezialisierungs-, Erfahrungs- und anderen Vorteilen der VCG zudem verstärkt. Dementsprechend hat diese Gegebenheit für Investoren eine umfassende Auswirkung auf alle restlichen Phasen des Finanzierungsprozesses.²²⁹

Im Rahmen der „Deal Generation“, ist aus Investorensicht festzustellen, dass durch den Einsatz einer VCG, der Such- und Identifikationsprozess nach erfolgsversprechenden Investitionsobjekten enorm erleichtert werden kann. Im Umkehrschluss führt dies zu einer Reduktion der Suchkosten. Ein Grund der dazu beiträgt ist, dass Venture Capital Gesellschaften das Potential besitzen, sich zu institutionalisierten Treffpunkten für VC Geber und –Nehmer zu entwickeln, sodass eine Verknüpfung der Interessen erleichtert wird und für einen effizienten Ausgleich von VC Angebot und Nachfrage gesorgt werden kann.²³⁰

Der Einsatz der Intermediäre bewährt sich auch in weiteren Phasen des VC Prozesses. Kapitalgeber sind normalerweise gezwungen mit einer Vielzahl von potentiellen und tatsächlichen Transaktionspartnern in Kontakt zu treten, zu verhandeln und über Bedingungen abzustimmen, sodass hohe Kosten entstehen können. Werden VCG's eingeschaltet, reduziert sich eine Kontaktaufnahme auf einen einzigen Transaktionspartner, nämlich die VC Gesellschaft. Mit einer entsprechenden Reduktion der Transaktionsbeziehungen, geht i.d.R. auch eine Reduktion der Anzahl von Transaktionen einher. Aus Investorensicht senken sich dadurch die Aufwendungen bzw. Transaktionskosten. Den größten Einfluss hat die Reduktion auf Informations-, Anbahnungs-, Verhandlungs- und Entscheidungskosten. Schlussfolgernd sind hier insbesondere die Phasen „Deal Generation“, „Screening“ sowie „Approval and Structuring“ betroffen.²³¹

Eine separate Betrachtung der Phase „Screening“ hinsichtlich der Vorteilhaftigkeit zeigt außerdem, dass der Einsatz von Intermediären zu einer Reduktion von Informationskosten führen kann.²³² Informationsmängel gelten als größtes Defizit von Finanzmärkten. Sie werden als ausschlaggebender Faktor für die Entstehung von Unsicherheit im Rahmen von Entscheidungsprozessen betrachtet und können somit zu hohen Risiken in Zusammenhang mit den erwarteten Ergebnissen aus Finanzkontrakten führen.²³³ Da die VC Investoren als Akteure an unvollkommenen Kapitalmärkten von entsprechenden Defiziten in hohem Ausmaß betroffen sind, stellt für sie die Reduktion

²²⁹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 117-120; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67-69; Spiwoks, transaktionstheoretische Beurteilung, S. 26-30.

²³⁰ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 118; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 27-28.

²³¹ Vgl. Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 27.

²³² Vgl. dazu Kapitel 4.1.4.

²³³ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S.90; S. 117-118.

dieser Mängel einen der größten Kostenfaktoren da.²³⁴ In Anlehnung an die Erkenntnisse des Kostenvergleichs in der „Screening“ Phase, werden die Kosten für die Beseitigung von Informationsdefiziten und –mängeln, durch den Einsatz eines Finanzintermediärs geringer ausfallen, sodass dieser aus Investorensicht eindeutig als vorteilhaft zu beurteilen ist.

Ein weiterer Aspekt, der eine Beurteilung der Vorteilhaftigkeit zulässt betrifft die Häufigkeit von Transaktionen. In diesem Zusammenhang können verschiedene Phasen des VC-Prozesses betrachtet werden, wobei auch hier ein großer Einfluss auf die Aktivitäten des „Screening“ erkennbar ist. Hinsichtlich der Transaktionshäufigkeit lässt sich feststellen, dass der Aufwand für bestimmte Aktivitäten geringer ausfällt, wenn dieser im Rahmen einer Bündelung von Transaktionsaktivitäten auf eine Vielzahl von Transaktionen verteilt wird.²³⁵

Die Möglichkeit der Aufwandsreduktion hängt mit der Tatsache zusammen, dass Transaktionen zum Teil mit fixen Transaktionskosten verbunden sind und somit weder in Abhängigkeit zur Transaktionshäufigkeit noch zum Transaktionsvolumen stehen. Betrachtet man beispielsweise die Kosten der Informationsbeschaffung über gesetzliche Rahmenbedingungen, wird einer VCG der daraus resultierende Aufwand einmalig entstehen. Die Informationen können anschließend jedoch für eine Vielzahl von Transaktionen genutzt werden, sodass sich aufgrund dieser Bündelung eine Reduktion der Informationskosten pro Transaktion ergeben wird.²³⁶

Das Erzielen dieses Effektes hängt mit einem wichtigen Marktangel unvollkommener Kapitalmärkte zusammen: der Unteilbarkeit von Ressourcen und Produktionsfaktoren, die zur Erbringung der Intermediationsleistung eingesetzt werden. Finanzintermediäre nutzen die Erkenntnis, dass diese Unteilbarkeit zu der Entstehung hoher Fixkosten führt. Bei der Erfüllung von Basisfunktionen der Finanzintermediation (wie oben beschrieben), bewirken die Fixkosten schließlich eine Erzielung von Mengen- und Skaleneffekten und führen so zur Reduktion der Transaktionskosten.²³⁷

Ein ähnliches Phänomen lässt sich auf Basis der variablen Kosten begründen. In diesem Zusammenhang kann die Annahme getroffen werden, dass Transaktionen oft mit degressiv verlaufenden, variablen Transaktionskosten einhergehen. Betrachtet man Aktivitäten im Rahmen des „Screening“ wie beispielsweise die Bonitätsprüfungen der Vertragspartner oder die Prüfung der Zuverlässigkeit und Zukunftsaussichten

²³⁴ Vgl. dazu Kapitel 2.3.2.

²³⁵ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 118; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 28.

²³⁶ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 118; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 28-29.

²³⁷ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67.69; Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 90.

potentieller Investitionsobjekte, so werden einer VCG diese Aktivitäten mit zunehmender Kenntnis der Marktteilnehmer stetig leichter fallen.²³⁸ Eine entsprechende Wirkung wird als Übungs- bzw. Erfahrungsdegression oder auch Lernkurveneffekt bezeichnet und führt schließlich dazu, dass bei steigender Anzahl von Transaktionen eine Reduktion der Informationskosten je Stück erzielt werden kann.²³⁹

Die Effekte der Bündelung von Transaktionsaktivitäten und die daraus resultierende Kostenreduktion können unter dem Begriff „economies of scale“ zusammengefasst werden und sprechen eindeutig für den Einsatz von Finanzintermediären im VC-Prozess und deren Vorteilhaftigkeit aus Sicht der Kapitalgeber. Neben der Senkung von Informationskosten besteht hierbei auch das Potential Anbahnungs-, Entscheidungs- und Überwachungskosten zu reduzieren, sodass diese Effekte auch für die Aktivitäten im Rahmen der Phasen „Approval and Structuring“ sowie „Post investment activities“ bedeutsam sind.²⁴⁰

Im Rahmen der Phase „Approval and Structuring“ kann neben des Degressionseffektes ein weiterer Aspekt betrachtet werden, der eine Beurteilung der Finanzintermediation zulässt. In Anlehnung an die Erkenntnisse des Kostenvergleichs, soll hier die Tatsache betrachtet werden, dass VC Gesellschaften als Finanzintermediäre aufgrund ihrer Erfahrung, in der Lage sind, eine Vielzahl von Vertragsbedingungen zu standardisieren. Auf diese Weise werden die Aufwendungen für die Vertragsverhandlungen reduziert, sodass Informations-, Verhandlungs- und Entscheidungskosten enorm gesenkt werden können.²⁴¹

Betrachtet man die „Post investment activities“ hinsichtlich der Vorteilhaftigkeit der Finanzintermediation kann aufgrund der Erkenntnisse des Kostenvergleichs festgestellt werden, dass der Einsatz einer VCG dort als durchaus positiv beurteilt werden kann. Es wurde ersichtlich, dass die Beratungsfunktion, neben der Finanzierungsfunktion, eine der Kernkompetenzen von VC Gesellschaften darstellt, sodass die Gesellschaften aufgrund dieser Gegebenheit dazu in der Lage sind, die Abwicklungs-, Kontroll-, Überwachungs-, Informations- und Anpassungskosten, die durch die Aktivitäten Beteiligungsbetreuung anfallen, zu reduzieren.²⁴²

In Bezug auf die Ausübung der Beratungsfunktion ergibt sich ein zusätzlicher Kostenvorteil durch den Einsatz von Finanzintermediären, der mit einem weiteren Degressi-

²³⁸ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 118; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67-69; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 28-29.

²³⁹ Vgl. Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67-69; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S.28-29.

²⁴⁰ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 90, S. 118; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67-68; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 29.

²⁴¹ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 118-125; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 28; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67-69.

²⁴² Vgl. dazu Kapitel 4.1.6.

onseffekt in Verbindung steht. Die VCG sind in der Lage die Beratungsfunktion zeitgleich zu der Finanzierungsfunktion auszuüben. Durch die parallele Ausübung können sich horizontale oder vertikale Integrationen mehrerer Portfoliounternehmen ergeben. Die VC Gesellschaft ist dadurch in der Lage ihre Intermediationsleistungen zu kombinieren und zeitgleich bei verschiedenen Unternehmen anzuwenden, sodass hieraus positive Synergieeffekte (Spill-over-Effekte) resultieren. Diese führen letztendlich zu einer Kostendegression und können zu einer Reduktion des gesamten Spektrums von Transaktionskosten am VC Markt beitragen. Man bezeichnet diesen Effekt als „economies of scope“.²⁴³

Ein letzter grundlegender Aspekt, der die Vorteilhaftigkeit von Finanzintermediären beleuchten soll, betrifft die Möglichkeit von VCG mehrere Transaktionen zu einem Portfolio zusammenzufassen. Die Investoren wären hierzu nur unter Inkaufnahme erheblicher Anbahnungskosten in der Lage. Intermediäre erzielen durch das Zusammenfassen der Transaktionen Diversifizierungseffekte, die schließlich in eine Risikominderung der Investoren resultieren. Der sich daraus ergebende Vorteil, basiert allerdings nicht nur auf einer Reduktion von Anbahnungskosten, sondern auf einer zusätzlichen Möglichkeit die Überwachungskosten zu senken. Der Grund hierfür ist, dass Investoren davon ausgehen müssen, einen Totalverlust ihres Investments zu erleiden, wenn sie sich ausschließlich an einem Unternehmen beteiligen. In diesem Zusammenhang entsteht ein enormer Druck für die Kapitalgeber, das Investitionsobjekt ständig zu überprüfen und sicherzustellen, dass es sich auf Erfolgskurs befindet. Hierfür würden enorme Überwachungskosten anfallen. Durch die Diversifizierung des Investments sinkt der Druck der Überwachung. Der Investor weist eine höhere Fehlertoleranz auf, da er weniger zu verlieren hat wenn eines der Investments scheitert. Auf dieser Erkenntnis begründet sich die Tatsache, dass VC Gesellschaften durch Portfoliodiversifizierung nicht nur in der Lage sind das Risiko der Investoren unter Reduzierung von Anbahnungskosten zu mindern, sondern parallel dazu fähig sind, die Überwachungskosten der Investoren zu senken.²⁴⁴

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass der Einsatz der Finanzintermediation aus Investorensicht unter Berücksichtigung von Transaktionskosten eine Vielzahl von Vorteilen mit sich bringt. Die VCG kann in sämtlichen Phasen des VC Finanzierungsprozesses zu einer Reduktion der Transaktionskosten beitragen. In wie fern die Finanzintermediation für Investoren als absolut vorteilhaft eingestuft werden kann und

²⁴³ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 118; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 77; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 29-30.

²⁴⁴ Vgl. Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen, S. 118-123; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S. 30; Schefczyk, Michael: Venture Capital, S. 67-69.

somit als ernsthafte Alternative zur direkten Finanzierung in Erwägung gezogen werden sollte erfordert einen Vergleich der Gesamttransaktionskosten. Aus Sicht des Kapitalgebers gilt es in diesem Zusammenhang zu beurteilen, ob die Transaktionskostensparnisse den für den Einsatz eines Finanzintermediärs zu leistenden Aufwand kompensieren können.²⁴⁵

5 Schlussbetrachtung

Das Ziel der vorliegenden Arbeit war es die Bedeutung der Finanzintermediation aus Investorensicht im Rahmen der VC Finanzierung unter Berücksichtigung von Transaktionskosten zu beurteilen. Als Hauptakteure wurden dabei Finanzintermediäre in Form von Venture Capital Gesellschaften betrachtet.

Im Hinblick auf die Zielsetzung dieser Ausarbeitung, wurden dafür zunächst grundlegende Aspekte der VC Finanzierung sowie der Finanzintermediation näher erläutert. Eine besondere Würdigung galt in diesem Zusammenhang der Transaktionskostentheorie, als Erklärungsansatz für die Existenz und die Existenzberechtigung von Finanzintermediären. Anschließend wurden die beiden Themengebiete der Finanzintermediation und der VC Finanzierung verknüpft, indem grundlegende Funktionen von Finanzintermediären mit den Aktivitäten von VC Gesellschaften im VC Finanzierungsprozess in Verbindung gebracht wurden. Den letzten Teil der Ausarbeitung bildete schließlich die Vorteilhaftigkeitsanalyse. Dafür wurde im ersten Schritt ein Vergleich von Transaktionskosten im Rahmen des VC Prozesses mit und ohne Einschaltung von Intermediären durchgeführt, während anschließend im zweiten Schritt die Vorteilhaftigkeit der Finanzintermediation auf Basis der Erkenntnisse des Kostenvergleichs beurteilt wurde.

Eine zusammenfassende Betrachtung zeigt, dass VC Investoren als Akteure unvollkommener Märkte mit einer Reihe von Marktmängeln konfrontiert werden. Direkte Finanzierungsvorhaben mit den jeweiligen Marktpartnern werden dadurch erheblich erschwert. Um in Anbetracht dessen eine effiziente Gestaltung der Vertragsbeziehungen erzielen zu können, müssen die entsprechenden Mängel reduziert werden. Eine Problematik entsteht in diesem Zusammenhang dadurch, dass diese Reduktion mit hohen Aufwendungen für die Vorbereitung, Durchführung und Überwachung von Transaktionen einhergeht und dem Kapitalgeber somit Kosten entstehen. Diese wurden im Zuge dieser Ausarbeitung als Transaktionskosten identifiziert.

²⁴⁵ Vgl. Neus, Werner: Finanzierung, S.128-130; Schefczyk, Michale: Venture Capital, S. 61; Spiwoks, Markus: transaktionstheoretische Beurteilung, S.30.

Im Rahmen der Institutionenökonomik wurde auf Basis dieser Erkenntnis der Transaktionskostenansatz entwickelt, der den Einsatz von Finanzintermediären zur Reduktion von Transaktionskosten als Lösung des Problems vorschlägt und dadurch die optimale Gestaltung von Vertragsbeziehungen am Kapitalmarkt gewährleisten soll. Dieser Lösungsvorschlag wurde schließlich für die Analyse im Zuge dieser Ausarbeitung zugrunde gelegt, und führte in der Tat zu dem Ergebnis, dass durch den Einsatz der Finanzintermediation Transaktionskosten reduziert und gleichmäßiger auf die Akteure verteilt werden konnten. In Folge dessen konnte dadurch die Effizienz der Vertragsbeziehungen und des Wirtschaftssystems erhöht werden.

Auch im Kontext der Venture Capital Finanzierung erwies sich der Einsatz von Venture Capital Gesellschaften als Form des Finanzintermediärs in Hinblick auf die Transaktionskostenreduktion in sämtlichen Phasen des Finanzierungsprozesses als vorteilhaft. In wie fern eine absolute Vorteilhaftigkeit gegeben sein kann, hängt davon ab, ob die Aufwendungen, die für den Einsatz der Finanzintermediäre entstehen können, durch die Kosteneinsparungen kompensiert werden können.

In Anbetracht der Ergebnisse ist jedoch zu vermuten, dass sich Kapitalgeber auch dann für den Einsatz der Finanzintermediation entscheiden werden, wenn die absolute Vorteilhaftigkeit nicht gewährleistet werden kann, da vor allem knappe Ressourcen in Form von Zeit, Wissen und Informationen, die den Kapitalgebern oft fehlen, durch die Finanzintermediation zur Verfügung gestellt werden.

Literaturverzeichnis

- Bernet, Beat: Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, München, Wien 2003.
- Berrios Amador, Maja: Aktivitäten renditeorientierter Kapitalbeteiligungsgesellschaften, in: Berrios Amador, Maja/ Lohmann, Karl/ Pleschak, Frank (Hrsg.): Beteiligungskapital in der Unternehmensfinanzierung, Grundfragen, Konzepte, Erfahrungen, Wiesbaden 1999, S.v61-73.
- Becker, Hans Paul: Investition und Finanzierung, Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft, 6. aktual. Aufl., Wiesbaden 2013.
- Betsch, Oskar/ Groh, Alexander P./ Schmidt, Kay: Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, München, Wien 2000.
- Brettel, Malte u.a.: Private Equity-Investoren, Eine Einführung, Stuttgart 2008.
- Brettel, Malte/ Rudolf, Markus/ Witt, Peter: Finanzierung von Wachstumsunternehmen, Grundlagen-Finanzierungsquellen-Praxisbeispiele, Wiesbaden 2005.
- Breuer, Claudia (Hrsg.)/ Breuer, Wolfgang/ Schweizer, Thilo: Gabler Lexikon Corporate Finance, 2. vollst. überarb. Aufl., Wiesbaden 2012.
- Dowling, Michael/ Welpel, Isabell: Venture-Capital-Finanzierung aus Sicht der Portfoliounternehmen. In: Börner, Christoph J./ Grichnik, Dietmar (Hrsg.): Entrepreneurial Finance, Kompendium der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung, Heidelberg 2005, S. 277-300.
- Engel, Dirk: Venture Capital für junge Unternehmen, Schriftenreihe des ZEW, Band 71, Diss., Univ. Frankfurt O., Baden-Baden 2004.
- Engelmann, Andree u.a.: Moderne Unternehmensfinanzierung, Risikokapital für Unternehmensgründung und –wachstum, Frankfurt a. M. 2000.
- Erlei, Mathias/ Jost-Peter-J.: Theoretische Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, in: Jost, Peter-J. (Hrsg.): Der Transaktionskostenansatz in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart 2001, S. 35-75.
- Franke, Günter/ Haxe, Herbert: Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. überarb. Aufl., Berlin, Heidelberg 2004.
- Gräfer, Horst/ Rösner, Sabrina/ Schiller, Bettina: Finanzierung, Grundlagen, Institutionen, Instrumente und Kapitalmarkttheorie, Mit Fragen, Aufgaben und Lösungen, 7. durchges. Aufl., Berlin 2011.
- Gündel, Matthias/ Katzorke, Björn: Private Equity, Finanzierungsinstrument und Anlagemöglichkeit, Köln 2007.
- Greenbaum, Stuart I./ Thakor, Anjan V.: Contemporary Financial Intermediation, Orlando 1995.

- Heimlich, Benjamin: Überblick über die deutsche Venture Capital-Landschaft, Was Gründer wissen müsse, <http://www.vc-magazin.de/finanzierung/venture-capital/item/2555-%C3%BCberblick-%C3%BCber-die-deutsche-venture-capital-landschaft>, eingesehen am 24.04. 2014, 4 Seiten.
- Heinen, Johannes: Bewertungskriterien in der Venture Capital Finanzierung, Modellbasierte Beziehungsanalyse zwischen Investoren und Unternehmen, Hamburg 2012.
- Heitzer, Bernd: Finanzierung junger innovativer Unternehmen durch Venture Capital-Gesellschaften, Eine ökonomische Analyse, Reihe: Gründung, Innovation und Beratung, Band 23, Diss., Univ. Münster, Lohmar, Köln 2000.
- Jesch, Thomas A.: Private-Equity-Beteiligungen, Wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen aus Investorensicht, Wiesbaden 2004.
- Jost, Peter-J.: Der Transaktionskostenansatz im Unternehmenskontext, in: Jost, Peter-J. (Hrsg.): Der Transaktionskostenansatz in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart 2001, S. 9-34.
- Krecek, Michael: Venture Capital aus Investorensicht, Entscheidungstheoretische Analyse von Strukturen und Vertragsklauseln, Schriftenreihe der Handelshochschule Leipzig, Diss., Wiesbaden 2005.
- Ludwig, Eberhard/ Präsich, Joachim/ Schikorra, Uwe: Finanzmanagement, Lehr- und Praxisbuch für Investition, Finanzierung und Finanzcontrolling, 4. erw. u. überarb. Aufl., Heidelberg 2012.
- Mitter, Christiane: Venture Capital-Empirische Erkenntnisse im Kontext der Entrepreneurial Finance, Zeitschrift für KMU und Entrepreneurship (ZfKE), 58 Jg. (2010), H.2, S. 121-139.
- Murray, Gordon: Seed Capital und Corporate Venturecapital, Startkapital für junge Unternehmen, in: Frank, Andrea/ Höfer, Simone (Hrsg.): Interaktive Wertschöpfung, Neue Innovationsmodelle zwischen Wirtschaft und Wissenschaft, Essen 2011, S. 38-39.
- Nathusius, Klaus: Grundlagen der Gründungsfinanzierung, Instrumente, Prozesse, Beispiele, Wiesbaden 2001.
- Neus, Werner: Finanzierung, in: Jost, Peter-J.: Der Transaktionskostenansatz in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart 2001, S. 107-153.
- O.V.: Finanzintermediär, <https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Glossareintraege/F/finanzintermedi%C3%A4r.html>, eingesehen am 31.03.2014, 1 Seite.
- O.V.: Venture Capital, Venture Capital/ Wagniskapital, http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/36/aid/461/title/Venture_Capital___Wagniskapital, eingesehen am 24.04.2014, 1 Seite.

- Pape, Ulrich: Grundlagen der Finanzierung und Investition, Mit Fallbeispielen und Übungen, 2. überarb. u. erw. Aufl., München 2011.
- Polster, Dirk: Finanzintermediation und institutioneller Wandel, Finanzsystem, Universalbanken, Kreditgenossenschaften, Münstersche Schriften zur Kooperation, Band 50, Diss., Univ. Münster, Aachen 2001.
- Putnoki, Hans/ Schwadorf, Heike/ Then Berg, Friedrich: Investition und Finanzierung, München 2011.
- Schefczyk, Michael: Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity, Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler, 2. Überarb. u. aktual. Aufl., Stuttgart 2006.
- Schmidt, Reinhard H./ Terberger, Eva: Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. aktual. Aufl., Wiesbaden 1997.
- Spiwoks, Markus: Eine transaktionstheoretische Beurteilung der Intermediationsleistung von Venture Capital-Gesellschaften, in: Spiwoks, Markus (Hrsg.): Venture Capital, Das Zusammenwirken von Innovatoren und Investoren, Sofia-Diskussionsbeiträge zur Institutionenanalyse, Nr. 99-7, Darmstadt 1999, S. 21-41.
- Thamm, Renée: Portfoliostrategien von Venture-Capital-Gesellschaften, Agencytheoretische Analyse der Zusammensetzung und Größe des Portfolios, Schriften zur quantitativen Betriebswirtschaftslehre, Diss., Univ. Göttingen, Wiesbaden 2009.
- Weber, Christian: Diversifikation versus Spezialisierung- Vorteilhaftigkeit von Portfoliostrategien bei Venture Capital Investments, Schriftenreihe Finanzmanagement, Band 13, Diss., Univ. München, München 2002.
- Weitnauer, Wolfgang: Handbuch Venture Capital, -Von der Innovation zum Börsengang-, 3. überarb. Aufl., München 2007.

Eidesstattliche Erklärung

Hiermit versichere ich, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne fremde Hilfe angefertigt habe. Ich versichere auch, dass ich bei allen Gedanken, Befunden und anderen Inhalten, die nicht von mir stammen, direkt vor Ort auf die entsprechenden Quellen verwiesen habe. Alle wörtlichen Zitate sind als solche kenntlich gemacht.