

Paul Georg Guggemoos

**Unterstützung
der Unternehmensentwicklung
junger wachstumsorientierter
Technologieunternehmen durch
Venture Capital-Gesellschaften
in der Betreuungsphase**



RESEARCH

Paul Georg Guggemoos

**Unterstützung der Unternehmensentwicklung
junger wachstumsorientierter Technologieunternehmen
durch Venture Capital-Gesellschaften in der Betreuungsphase**

GABLER RESEARCH

Paul Georg Guggemoos

Unterstützung der Unternehmensentwicklung junger wachstumsorientierter Technologieunternehmen durch Venture Capital-Gesellschaften in der Betreuungsphase

Eine empirische Analyse
unter besonderer Berücksichtigung
der Kapitalnehmer

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Michael Schefczyk



RESEARCH

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

Technische Universität Dresden, 2011

1. Auflage 2012

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH 2012

Lektorat: Marta Grabowski | Viktoria Steiner

Gabler Verlag ist eine Marke von Springer Fachmedien.

Springer Fachmedien ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

www.gabler.de



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

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: KünkelLopka Medienentwicklung, Heidelberg

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-3227-3

Für meine Eltern Brigitte und Horst
und für Liselotte

Geleitwort

Die Dissertation von Paul Georg Guggemoos beschäftigt sich mit der Betreuung von jungen wachstumsorientierten Technologieunternehmen (JWTU) durch Venture Capital-Gesellschaften (VCG), von denen diese eine Eigenkapitalfinanzierung erhalten haben. Als Betreuung wird dabei die Zusammenarbeit zwischen der VCG und den JWTU, die aus der Sicht der VCG auch als Portfoliounternehmen (PU) bezeichnet werden können, zwischen dem Zeitpunkt der Investition und dem Zeitpunkt der Desinvestition angesehen. Ihre Wirkung entfaltet die (erwartete) Betreuung jedoch gleichwohl bereits vor der Investition, nämlich als mögliches Auswahlkriterium für Kapitalnehmer beim Such- und Entscheidungsprozess vor der Finanzierung. Die Betreuung wird insbesondere aus der Perspektive der PU betrachtet.

Im Zentrum der Arbeit steht die empirische Analyse, in der Paul Georg Guggemoos eine Stichprobe von 74 JWTU untersucht. Betrachtet werden dabei insbesondere die Unterschiede der Betreuungsintensität des Kapitalnehmers durch den Kapitalgeber und die Wirkungen dieser Unterschiede. Die empirische Analyse wird sachgerecht fundiert und flankiert durch begriffliche, literaturanalytische und Hypothesen bildende Abschnitte. Hierzu werden mehr als 400 Quellen ausgewertet. Im Rahmen der empirischen Analyse testet Paul Georg Guggemoos 24 Hypothesen und 8 Forschungsfragen. Zu den Befunden gehört, dass überdurchschnittlich erfahrene PU-Managementteams bei der Auswahl eines Kapitalgebers weniger auf nicht-finanzielle Leistungen des Kapitalgebers achten. Die tatsächlichen Betreuungsangebote sind kaum nach Finanzierungs-/Lebenszyklusphasen differenziert, was an vielen Stellen überrascht. Allerdings gleicht die Betreuung häufig Defizite aus. Voraussetzung für eine Betreuung ist die zügige Erreichbarkeit des PU durch die VCG. Obwohl der Einsatz der Betreuung damit keineswegs idealtypisch zu sein scheint, findet Paul Georg Guggemoos Belege dafür, dass eine intensive Betreuung Nutzen stiftet – und zwar insbesondere in frühen Finanzierungsphasen und bei Einsatz kenntnisreicher Investmentmanager. Warum dies nicht von VCG dazu genutzt wird, ihren PU eine intensivere Betreuung nicht nur bei gefühlter Unvermeidbarkeit zuzuwenden, sondern auch in Situationen, in denen sich größere positive Wertentwicklungschancen ergeben, bleibt auch nach Lektüre der Arbeit von Paul Georg Guggemoos offen.

Insgesamt leistet die Studie einen beachtlichen Beitrag zur Klärung der erfolgversprechenden Ausrichtung der Betreuung junger wachstumsorientierter Technologieunternehmen durch die diese finanzierenden Venture Capital-Gesellschaften, zumindest aus der Sicht des Kapitalnehmers. Paul Georg Guggemoos hat dabei insbesondere den bislang zu wenig beachteten Weg beschritten, die Kapitalnehmer zu befragen. Ich wünsche dieser Arbeit deshalb die verdiente Beachtung in Wissenschaft und Praxis!

Prof. Dr. Michael Schefczyk

Vorwort

Sowohl diejenigen, die sich den Herausforderungen einer Dissertation gestellt haben, als auch diejenigen, die andere auf diesem Weg begleitet haben, wissen, dass diese Aufgabe nur derjenige bewältigen kann, dem sein Umfeld Unterstützung, Motivation, Ansporn und regen Gedankenaustausch bietet. Ich hatte das große Glück all dies in der Familie, im Freundeskreis und bei meinen Kollegen an der Technischen Universität Dresden vorzufinden. Demgemäß möchte ich an dieser Stelle allen danken, die mit mir diesen Weg gemeinsam gegangen sind.

Zum Gelingen dieser Arbeit hat mein Doktorvater Professor Dr. Michael Schefczyk wesentlich beigetragen. Er hat es stets verstanden, den notwendigen Schaffensfreiraum zu geben aber vor allem auch in kritischen Phasen fachliche und persönliche Impulse zu setzen. Dank gilt auch Professor Dr. Heinz Klandt für seine Unterstützung bei der Themeneingrenzung und der Befragung, sowie Professor Dr. Susanne Strahnger für ihre Unterstützung in der Abschlussphase.

Danken möchte ich auch allen Vertretern der befragten Unternehmen für die Zeit und Mühe zur Beantwortung meines Fragebogens.

Natürlich gilt auch meinen zahlreichen Diskussionspartnern und Helfern ein Dank: Marcos Bandeira, Sebastian Gurtner, Dr. Hilmar Klink, Dr. Sandra Kirschner, Susann Knappe-Baumann, Dr. Jochen Neubecker, Dr. Frank Pankotsch, Katja Soyez, Dr. Henner Spelsberg, Kirstin Thon, Oliver Uecke, Dr. Tobias Wage, Dr. Hendrik Weber und Jörg Wylegalla für die konstruktive Unterstützung und die Vielzahl an hilfreichen Diskussionen. Nicht vergessen möchte ich auch Helga Krebs, für ihre ermutigenden Worte über die Jahre.

Einen großen Beitrag haben außerdem Mandy Windisch und Sylvia Wage geleistet, denen ich für ihre Ausdauer und ehrliche Kritik bei der Korrektur meiner Arbeit danken möchte.

Mein besonderer Dank gilt meinen Eltern Brigitte und Horst für ihre Geduld, ihren elterlichen Rat und ihre immerwährende Unterstützung. Selbst wenn andere skeptisch ob meines Vorha-

bens oder der Fortschritte waren, haben beiden beharrlich an mich geglaubt und mich bestärkt. Schließlich möchte ich auch besonders Liselotte danken, die während all der Jahre - und vor allem in der Endphase - viel Verständnis aufbringen musste und mir trotz teils großer räumlicher Distanz auch im Alltag stets zur Seite stand, um Freude und Sorgen zu teilen. Meinen Eltern und ihr widme ich diese Arbeit.

Paul Georg Guggemoos

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	VII
Vorwort	IX
Inhaltsverzeichnis	XI
Tabellenverzeichnis	XIX
Abbildungsverzeichnis	XXVII
Abkürzungsverzeichnis	XXIX
1 Einleitung	1
1.1 Ausgangssituation	1
1.1.1 Erfolgsprobleme Venture Capital finanzierter Unternehmen	1
1.1.2 Ursachen für Erfolgsprobleme/Scheitern der PU.....	5
1.2 Zielsetzung der Untersuchung	7
1.3 Vorgehen und Aufbau der Untersuchung	8
2 Entwicklung und Finanzierung von JWTU	13
2.1 Portfoliounternehmen als junge wachstumsorientierte Technologieunternehmen	13
2.2 Unternehmensentwicklung von JWTU	20
2.2.1 Stand der Forschung.....	20
2.2.2 Diskussion des Forschungsstands	24
2.2.3 Phasenmodell zur Entwicklung von JWTU	25
2.2.3.1 <i>Evolutionäre Phasen der Unternehmensentwicklung von JWTU</i>	26
2.2.3.2 <i>Unabhängige Phase der Unternehmensentwicklung von JWTU</i>	34
2.2.3.3 <i>Modelldiskussion und Modellzusammenfassung</i>	36

2.3	Finanzierungsaspekte bei JWTU	39
3	Grundlagen der Finanzierung mit Venture Capital.....	43
3.1	Definition und Abgrenzung von VC und PE	43
3.2	Ausprägungen von VC	47
3.2.1	Informeller VC-Markt	49
3.2.2	Formeller VC-Markt	51
3.3	Aufbau und Struktur von VCG in Deutschland.....	53
3.4	Klassifikation von VCG	56
3.5	Finanzierung von JWTU mit VC.....	60
3.5.1	Frühphasenfinanzierung	61
3.5.2	Expansionsphasenfinanzierung	63
3.5.3	Spätphasenfinanzierung	64
3.5.4	Zusammenfassende Betrachtung der Finanzierungsphasen	65
3.6	Ablauf einer Finanzierung durch VCG.....	65
4	Systematisierung der Ursachen des Scheiterns von PU	75
4.1	Der Businessplan als strukturgebendes Element bei der Analyse von Ursachen des Scheiterns der PU	76
4.1.1	Anforderungen und Ziele eines Businessplans	77
4.1.2	Aufbau und Inhalt eines Businessplans.....	79
4.2	Stand der Forschung und Systematisierung der Scheiterursachen von JWTU	84
4.2.1	Scheiterursachen auf Ebene der Gesamtorganisation	85
4.2.2	Scheiterursachen auf Ebene der Unternehmensleitung.....	88
4.2.3	Scheiterursachen auf funktionaler Ebene.....	95
4.2.3.1	<i>Scheiterursachen in der F&E.....</i>	<i>95</i>
4.2.3.2	<i>Scheiterursachen in der Produktion/Fertigung.....</i>	<i>101</i>
4.2.3.3	<i>Scheiterursachen im Marketing und im Vertrieb.....</i>	<i>102</i>
4.2.3.4	<i>Scheiterursachen im Personalwesen.....</i>	<i>111</i>
4.2.3.5	<i>Scheiterursachen im Finanzwesen.....</i>	<i>113</i>
4.2.3.6	<i>Scheiterursachen im Controlling.....</i>	<i>120</i>

4.2.3.7	<i>Scheiterursachen von Netzwerken</i>	123
4.3	Phasenzuordnung von Scheiterursachen und Ableitung des Betreuungsbedarfs	124
4.3.1	Zuordnung der Scheiterursachen auf Ebene der Gesamtorganisation	125
4.3.2	Zuordnung der Scheiterursachen auf Ebene der Unternehmensleitung	126
4.3.3	Zuordnung der Scheiterursachen auf den funktionalen Ebenen	128
4.3.3.1	<i>Zuordnung der Scheiterursachen in der F&E</i>	128
4.3.3.2	<i>Zuordnung der Scheiterursachen in der Produktion/Fertigung</i>	128
4.3.3.3	<i>Zuordnung der Scheiterursachen im Marketing und Vertrieb</i>	130
4.3.3.4	<i>Zuordnung der Scheiterursachen im Personalwesen</i>	134
4.3.3.5	<i>Zuordnung der Scheiterursachen im Finanzwesen</i>	135
4.3.3.6	<i>Zuordnung der Scheiterursachen im Controlling</i>	137
4.3.3.7	<i>Zuordnung der Scheiterursachen bei Netzwerken</i>	139
4.3.4	Zusammenfassung der Scheiterursachenanalyse und des Betreuungsbedarfs	139
5	Betreuung der PU durch VCG	143
5.1	Theoretische Erklärungsansätze der PU-VCG Beziehung	144
5.1.1	Theorien mit geringer Relevanz für die Erklärung der PU-VCG Beziehung	145
5.1.1.1	<i>Neoklassische Finanzierungstheorie</i>	145
5.1.1.2	<i>Property Rights-Theorie</i>	146
5.1.1.3	<i>Theorie der asymmetrischen Informationen</i>	146
5.1.1.4	<i>Transaktionskostentheorie</i>	147
5.1.1.5	<i>Vertragstheorie</i>	148
5.1.2	Theorien mit mittlerer Relevanz für die Erklärung der PU-VCG Beziehung	149
5.1.2.1	<i>Ressourcenbasierter Ansatz</i>	149
5.1.2.2	<i>Wissensbasierter Ansatz</i>	150

5.1.3	Theorien mit hoher Relevanz für die Erklärung der PU-VCG	
	Beziehung.....	151
5.1.3.1	<i>Agency Theorie</i>	151
5.1.3.2	<i>Sozialkapitaltheorie</i>	156
5.2	Stand der Forschung zur Betreuung durch VCG	158
5.3	Systematisierung der Betreuungsleistungen	172
5.3.1	Betreuungsleistungen auf Ebene der Gesamtorganisation.....	172
5.3.2	Betreuungsleistungen auf Ebene der Geschäftsführung	175
5.3.3	Betreuungsleistungen auf funktionaler Ebene	178
5.3.3.1	<i>Betreuungsleistungen in der F&E</i>	178
5.3.3.2	<i>Betreuungsleistungen in der Produktion</i>	181
5.3.3.3	<i>Betreuungsleistungen im Marketing und Vertrieb</i>	182
5.3.3.4	<i>Betreuungsleistungen im Personalwesen</i>	185
5.3.3.5	<i>Betreuungsleistungen im Finanzwesen</i>	185
5.3.3.6	<i>Betreuungsleistungen im Controlling</i>	188
5.3.3.7	<i>Betreuungsleistungen zu Netzwerken</i>	190
5.3.4	Zusammenfassung der Maßnahmen und der Intensität der Betreuung.....	192
5.4	Phasenzuordnung von Betreuungsaktivitäten	192
5.5	Vergleich zwischen Betreuungsangebot und Betreuungsbedarf.....	193
5.6	Erfolgsrelevanz der Betreuung	196
5.6.1	Messgrößen	196
5.6.2	Erfolgsrelevanz der Betreuung.....	199
5.7	Determinanten der Erfolgswirkung der Betreuung.....	201
5.8	Zusammenfassung zur Betreuung durch VCG	202
6	Ableitung der Forschungshypothesen.....	205
6.1	Erwartungen hinsichtlich der Auswahl der VCG durch PU	205
6.2	Erwartungen zu Unterschieden in der Betreuungsintensität.....	206
6.2.1	Bestimmungsfaktoren des Betreuungsniveaus in den Ebenen und funktionalen Bereichen	207
6.2.2	Phasenspezifische Bestimmungsfaktoren des Betreuungsniveaus.....	208

6.2.2.1	<i>Technologischer Bereich</i>	208
6.2.2.2	<i>Kaufmännischer Bereich</i>	209
6.2.3	Bestimmungsfaktoren des Betreuungsniveaus in Abhängigkeit von PU	214
6.2.4	Bestimmungsfaktoren des Betreuungsniveaus in Abhängigkeit von VCG	215
6.2.5	Bestimmungsfaktoren des Betreuungsniveaus aus wissenschaftstheoretischen Ansätzen	218
6.3	Erwartungen hinsichtlich der Betreuungswirkung	219
6.3.1	Allgemeine Wirkung der Betreuung	220
6.3.2	Wirkung der Betreuung unter Berücksichtigung der Ebenen und Bereiche	220
6.3.3	Phasenspezifische Betreuung	221
6.3.4	Berücksichtigung der einschränkenden Betreuungsfaktoren	222
6.3.4.1	<i>Auswirkung der PU-spezifischen Hemmnisse</i>	222
6.3.4.2	<i>Auswirkung der VCG-spezifischen Hemmnisse</i>	223
6.3.5	Ableitung aus den wissenschaftstheoretischen Erklärungsansätzen	224
6.4	Zusammenfassung der Hypothesen und Forschungsfragen	224
7	Empirische Untersuchung	227
7.1	Methodik der Untersuchung	227
7.1.1	Zielgruppe	227
7.1.2	Wahl des Erhebungsinstrumentes	229
7.1.3	Aufbau des Fragebogens	232
7.1.4	Vorgehen bei der Datenerhebung	234
7.2	Empirische Befunde	237
7.2.1	Charakteristika und Repräsentativität der eigenen Stichprobe	237
7.2.2	Deskriptive Merkmale der eigenen Untersuchung	243
7.2.2.1	<i>Befragungsteilnehmer nach dem Key Informant Approach</i>	244
7.2.2.2	<i>Unternehmensspezifische Merkmale</i>	244
7.2.2.3	<i>Finanzierungsspezifische Merkmale</i>	246
7.2.2.4	<i>Teamspezifische Merkmale</i>	250

7.2.2.4.1	<i>Teamspezifische Merkmale zum Gründungszeitpunkt</i>	250
7.2.2.4.2	<i>Teamspezifische Merkmale zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung</i>	252
7.2.2.4.3	<i>Teamspezifische Merkmale zum Befragungszeitpunkt</i>	263
7.2.3	Auswahl der VCG durch PU.....	273
7.2.4	Betreuung der PU durch VCG.....	282
7.2.4.1	<i>Betreuungsleistungen der VCG</i>	282
7.2.4.2	<i>Phasenspezifische Betreuung durch VCG</i>	284
7.2.4.3	<i>Berücksichtigung der Bestimmungsfaktoren des Betreuungsniveaus in Abhängigkeit von PU</i>	288
7.2.4.4	<i>Berücksichtigung der Bestimmungsfaktoren des Betreuungsniveaus in Abhängigkeit von VCG</i>	293
7.2.4.5	<i>Auswirkung vertraglicher Regelung zur Betreuung auf die Betreuungsintensität der VCG</i>	307
7.2.5	Erfolgswirkung der Betreuung der VCG.....	308
7.2.5.1	<i>Erfolgsmessgrößen und allgemeine Erfolgswirkung</i>	308
7.2.5.2	<i>Erfolgswirkung der Betreuung auf die Entwicklung der Ebenen und Bereiche der PU</i>	320
7.2.5.3	<i>Erfolgswirkung einer langfristigen VC-Unterstützung</i>	325
7.2.5.4	<i>Erfolgswirkung PU-spezifischer Determinanten</i>	327
7.2.5.5	<i>Erfolgswirkung VCG-spezifischer Determinanten</i>	329
7.2.5.6	<i>Erfolgswirkung nach Phasen</i>	336
7.2.5.7	<i>Auswirkung vertraglicher Vereinbarungen zu Betreuungsleistung durch VCG auf den Erfolg von PU</i>	344
7.3	Zusammenfassung der Ergebnisse der eigenen Untersuchung	345
8	Interpretation der Ergebnisse	349
8.1	Überblick der Erkenntnisse der eigenen Untersuchung	349
8.2	Implikationen für PU und VCG	355
8.2.1	Implikationen für PU.....	355
8.2.2	Implikationen für VCG.....	358
8.3	Ansatzpunkte für weitere Forschung	361
8.3.1	Empirische Herangehensweise.....	362

8.3.2	Theoriegestützte Herangehensweise	364
8.3.3	Phasenspezifische Herangehensweise.....	365
8.3.4	Herangehensweise auf Basis spezifisch untersuchter Themen	366

Anhang	369
---------------------	------------

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1.1:	Exits deutscher VCG 2001-2009	3
Tabelle 1.2:	Mitglieder des BVK e.V. und PU-Totalausfälle von 1994 – 2009	5
Tabelle 2.1:	Phasenmodell der Unternehmensentwicklung von JWTU	38
Tabelle 2.2:	Vereinfachte Finanzierungssystematik	39
Tabelle 3.1:	Volumen der VC- und PE-Finanzierungen in Deutschland von 2003 bis 2007	46
Tabelle 3.2:	Volumen der VC- und PE-Finanzierungen in Europa von 2002 bis 2006	46
Tabelle 3.3:	Entwicklung des formellen VC-Marktes in Deutschland von 1997 bis 2009	53
Tabelle 3.4:	Durchschnittliches Volumen der Exittransaktionen von 2003 bis 2009 (in Mio. EUR)	71
Tabelle 3.5:	Anzahl der Desinvestitionen nach Exitkanal von 2003 bis 2007	73
Tabelle 4.1:	Identifizierte Scheiterursachen auf Ebene der Organisation	87
Tabelle 4.2:	Identifizierte Scheiterursachen auf Ebene der Unternehmensleitung	94
Tabelle 4.3:	Identifizierte Scheiterursachen im Bereich F&E	101
Tabelle 4.4:	Identifizierte Scheiterursachen im Bereich Produktion	102
Tabelle 4.5:	Identifizierte Scheiterursachen im Bereich Marketing und Vertrieb	111
Tabelle 4.6:	Identifizierte Scheiterursachen im Bereich Personalwesen	113
Tabelle 4.7:	Identifizierte Scheiterursachen im Bereich Finanzen	119
Tabelle 4.8:	Identifizierte Scheiterursachen im Bereich Controlling	123
Tabelle 4.9:	Identifizierte Scheiterursachen bei Netzwerken	124
Tabelle 4.10:	Zuordnung von Scheiterursachen und Unterstützungsbedarfs auf Ebene der Organisation	126

Tabelle 4.11:	Zuordnung von Scheiterursachen und Betreuungsbedarf auf Ebene der Geschäftsleitung.....	127
Tabelle 4.12:	Zuordnung von Scheiterursachen und Betreuungsbedarf im Bereich F&E	129
Tabelle 4.13:	Zuordnung von Scheiterursachen und Betreuungsbedarf im Bereich Produktion	129
Tabelle 4.14:	Zuordnung von Scheiterursachen und Betreuungsbedarf im Bereich Marketing/Vertrieb	133
Tabelle 4.15:	Zuordnung von Scheiterursachen und Betreuungsbedarf im Bereich Personal	134
Tabelle 4.16:	Zuordnung von Scheiterursachen und Betreuungsbedarf im Bereich Finanzen	136
Tabelle 4.17:	Zuordnung von Scheiterursachen und Betreuungsbedarf im Bereich Controlling.....	138
Tabelle 4.18:	Zuordnung von Scheiterursachen und Betreuungsbedarf beim Netzwerkaufbau	139
Tabelle 5.1:	Wissenschaftstheoretische Ansätze zur Erklärung von VC.....	144
Tabelle 5.2:	Literatur zur Betreuung durch VCG mit VCG als Untersuchungsobjekt.....	168
Tabelle 5.3:	Literatur zur Betreuung durch VCG mit PU und VCG als Untersuchungsobjekte.....	169
Tabelle 5.4:	Literatur zur Betreuung durch VCG mit PU als Untersuchungsobjekt.....	170
Tabelle 5.5:	Intensität/Bedeutung der Betreuung auf Ebene der Organisation.....	174
Tabelle 5.6:	Intensität/Bedeutung der Betreuung auf Ebene der Geschäftsführung	177
Tabelle 5.7:	Intensität/Bedeutung der Betreuung im Bereich F&E.....	180
Tabelle 5.8:	Intensität/Bedeutung der Betreuung im Bereich Produktion.....	182

Tabelle 5.9:	Intensität/Bedeutung der Betreuung im Bereich Marketing und Vertrieb	184
Tabelle 5.10:	Intensität/Bedeutung der Betreuung im Bereich Finanzwesen.....	187
Tabelle 5.11:	Intensität/Bedeutung der Betreuung im Bereich Controlling	190
Tabelle 5.12:	Intensität/Bedeutung der Betreuung bei Netzwerken	191
Tabelle 5.13:	Ebenen und Bereiche mit ausgeprägter Diskrepanz zwischen Betreuungsbedarf und Betreuungsangebot	195
Tabelle 5.14:	Messgrößen der Erfolgsmessung	197
Tabelle 5.15:	Ergebnisse zur Erfolgsrelevanz der Betreuung für PU in bisherigen Studien.....	200
Tabelle 6.1:	Gruppierung der Betreuungsbereiche	207
Tabelle 6.2:	Zusammenfassung der Forschungsfragen.....	225
Tabelle 6.3:	Zusammenfassung der Hypothesen	225
Tabelle 7.1:	Kennzahlen der eigenen Erhebung	236
Tabelle 7.2:	Verlauf des Fragebogenrücklaufs	237
Tabelle 7.3:	VC-Investitionen deutscher VCG im In- und Ausland.....	238
Tabelle 7.4:	Verteilung der Phasenzugehörigkeit in der Stichprobe und der Erwartung.....	239
Tabelle 7.5:	Verteilung des Investitionsvolumen in der Stichprobe und der Erwartung.....	240
Tabelle 7.6:	Finanzierungsvolumina nach Finanzierungsrunden	246
Tabelle 7.7:	Verteilung der Finanzierungsrunden bei den PU.....	247
Tabelle 7.8:	Alter der untersuchten PU zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung	248
Tabelle 7.9:	Verteilung Alters der PU in Abhängigkeit der Finanzierungsrunde.....	249
Tabelle 7.10:	Verteilung der PU nach Phasen bei der Erstfinanzierung.....	250
Tabelle 7.11:	Geschäftsleitungsgrößen zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung nach Entwicklungsphasen	254

Tabelle 7.12:	Geschäftsleitungsgrößen zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung nach Branche	255
Tabelle 7.13:	Phasenspezifische Verteilung der Kaufleute zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung	257
Tabelle 7.14:	Ausbildungshintergrund der PU-Managementteams zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung nach Branchen	257
Tabelle 7.15:	Objektiver Erfahrungshintergrund der PU-Geschäftsführung zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung	259
Tabelle 7.16:	Subjektiver Erfahrungshintergrund der PU-Geschäftsführung zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung	260
Tabelle 7.17:	Zusammenhang zwischen der Existenz von Kaufleuten im PU-Management und der Erfahrung in kaufmännischen Bereichen zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung	262
Tabelle 7.18:	Vakanzen in der PU-Geschäftsleitung zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung	262
Tabelle 7.19:	Geschäftsleitungsgrößen zum Befragungszeitpunkt nach Entwicklungsphasen	265
Tabelle 7.20:	Geschäftsleitungsgrößen zum Befragungszeitpunkt nach Branchen	266
Tabelle 7.21:	Phasenspezifische Verteilung der Kaufleute zum Befragungszeitpunkt	268
Tabelle 7.22:	Ausbildungshintergrund der PU-Managementteams zum Befragungszeitpunkt nach Branche	268
Tabelle 7.23:	Objektiver Erfahrungshintergrund der PU-Geschäftsführung zum Zeitpunkt der Befragung	269
Tabelle 7.24:	Subjektiver Erfahrungshintergrund der PU-Geschäftsführung zum Befragungszeitpunkt	270
Tabelle 7.25:	Zusammenhang zwischen dem Vorhandensein von Kaufleuten im PU-Management und der Erfahrung in kaufmännischen Bereichen zum Befragungszeitpunkt	271

Tabelle 7.26:	Vakanzen in der PU-Geschäftsleitung zum Befragungszeitpunkt.....	272
Tabelle 7.27:	Mittelwertvergleich der Reputation des Investors im Hinblick auf die Anzahl der Finanzierungsangebote des PU	274
Tabelle 7.28:	Mittlere Ränge der Reputation des Investors im Hinblick auf die Anzahl der Finanzierungsangebote.....	274
Tabelle 7.29:	Mittelwertvergleich von Kriterien zur Auswahl der VCG durch PU unter Berücksichtigung der Anzahl der Finanzierungsangebote	275
Tabelle 7.30:	Kriterien zur Auswahl von VCG	276
Tabelle 7.31:	Zusammenhang zwischen Erfahrung des PU-Managements und Kriterien der Auswahl einer VCG durch PU	278
Tabelle 7.32:	Zusammenhang zwischen Vollständigkeit des PU-Managementteams und Kriterien der Auswahl einer VCG durch PU	279
Tabelle 7.33:	Ausprägung der Intensität der Betreuungsmaßnahmen über alle Phasen	283
Tabelle 7.34:	Phasenspezifische Unterschiede der Betreuung.....	284
Tabelle 7.35:	Zusammenhang zwischen Alter der PU und Intensität der Betreuungsleistung der VCG	289
Tabelle 7.36:	Zusammenhang zwischen Erfahrung und Vollständigkeit des PU-Management und der Intensität der Betreuung durch VCG	290
Tabelle 7.37:	Zusammenhang der Kompetenzen der Investmentmanager und der Betreuungsintensität.....	294
Tabelle 7.38:	Betreuungsunterschiede aufgrund des beruflichen Hintergrunds der Investmentmanager.....	301
Tabelle 7.39:	Zusammenhang zwischen Beteiligungsquote der VCG sowie Finanzierungsvolumen und der Betreuungsintensität.....	302
Tabelle 7.40:	Signifikante Zusammenhänge zwischen einer mehrperiodischen VC-Finanzierung, der Betreuungsintensität sowie der Beteiligungshöhe der VCG und der gesamten Finanzierungshöhe	304

Tabelle 7.41:	Partielle Korrelation zum Austausch der Geschäftsleitung	304
Tabelle 7.42:	Zusammenhang zwischen der Distanz zwischen PU und VCG und der Betreuungsintensität.....	305
Tabelle 7.43:	Vertragliche Vereinbarung und Betreuungsintensität durch VCG	307
Tabelle 7.44:	Einfluss der Betreuung der VCG auf den wirtschaftlichen Erfolg der PU	310
Tabelle 7.45:	Clusteranalyse nach Betreuungsaktivitäten: Maßnahmenübersicht.....	314
Tabelle 7.46:	Mittelwertvergleich der Betreuungsintensität der Clustergruppen.....	315
Tabelle 7.47:	Phasenspezifische Verteilung der PU der Cluster	316
Tabelle 7.48:	Clusteranalyse nach Betreuungsaktivitäten: Erfolgsübersicht.....	317
Tabelle 7.49:	Mittelwertvergleich der Erfolgsmessgrößen der Clustergruppen	318
Tabelle 7.50:	Zusammenhang zwischen ebenen- und bereichsspezifischen Betreuungsaktivitäten und Entwicklung der Ebenen und Bereiche.....	321
Tabelle 7.51:	Zusammenhang zwischen der Entwicklung der PU in einzelnen Bereichen und dem wirtschaftlichen Erfolg	323
Tabelle 7.52:	Vergleich des PU-Erfolgs unter Berücksichtigung der Anzahl der Betreuungsphasen	325
Tabelle 7.53:	Wirkung der Erfahrung des PU-Managements auf den Erfolg der Betreuung durch VCG	327
Tabelle 7.54:	Zusammenhang zwischen Informationsstand der VCG und Erfolg der PU	330
Tabelle 7.55:	Auswirkung der Kenntnisse der Investmentmanager auf den Erfolg der PU	332
Tabelle 7.56:	Einfluss der Betreuung der VCG auf den PU-Erfolg in den Frühphasen.....	337
Tabelle 7.57:	Einfluss der Betreuung der VCG auf den PU-Erfolg in den Spätphasen	341
Tabelle 7.58:	Unterschiede im Erfolg zwischen PU mit und ohne vertraglich vereinbarte Betreuungsleistungen durch VCG	344

Tabelle 7.59:	Erkenntnisse zur Auswahl von VCG durch PU.....	346
Tabelle 7.60:	Erkenntnisse zur Intensität der Betreuung durch VCG.....	346
Tabelle 7.61:	Erkenntnisse zur Erfolgswirkung der Betreuung durch VCG	347
Tabelle 8.1:	Gegenüberstellung des Betreuungsbedarfs, der gemessenen Betreuungsintensität sowie der Verbesserungspotentiale.....	361
Tabelle 8.2:	Forschungsbedarf aus empirischer Herangehensweise.....	364
Tabelle 8.3:	Forschungsbedarf aus theoretischer Herangehensweise	365
Tabelle 8.4:	Phasenspezifischer Forschungsbedarf	366
Tabelle 8.5:	Forschungsbedarf aus spezifisch untersuchten Themen	368

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1.1:	Struktur der Arbeit	9
Abbildung 2.1:	Portfoliounternehmen im Rahmen der jungen Unternehmen	19
Abbildung 2.2:	Entwicklungsverlauf von JWTU.....	36
Abbildung 3.1:	Ausprägungen und Beteiligungsformen von VC	48
Abbildung 3.2:	Entwicklung des formellen VC-Marktes in Deutschland von 1997 bis 2009	52
Abbildung 3.3:	Struktur der Beziehung zwischen Investoren, VCG und PU	56
Abbildung 3.4:	Klassifikation von VCG nach sektoraler Zugehörigkeit.....	60
Abbildung 3.5:	Idealtypische Finanzierung von JWTU durch Risikokapital	65
Abbildung 3.6:	Idealtypischer Ablauf der Finanzierung durch eine VCG	66
Abbildung 3.7:	Eigenständigkeit in Abhängigkeit des Desinvestitionskanals.....	72
Abbildung 4.1:	Entrepreneurship: Kernbereich, Beispiele von Teilgebieten und benachbarte Felder	76
Abbildung 4.2:	Systematisierung der Scheiterursachen von JWTU	84
Abbildung 5.1:	Reziproke Prinzipal-Agent Beziehung von PU und VCG	155
Abbildung 7.1:	Zeitlicher Verlauf des Fragebogenrücklaufs.....	236
Abbildung 7.2:	Umsatz in der Stichprobe und in der Erwartung.....	241
Abbildung 7.3:	Mitarbeiteranzahl in der Stichprobe und in der Erwartung	242
Abbildung 7.4:	Branchenverteilung in der Stichprobe und in der Erwartung	242
Abbildung 7.5:	Verteilung der Gründungsjahre der untersuchten PU	245
Abbildung 7.6:	Verteilung der Anzahl der Gründer zum Gründungszeitpunkt.....	251
Abbildung 7.7:	Verteilung der Anzahl der Mitarbeiter zum Gründungszeitpunkt	252
Abbildung 7.8:	Anzahl der Mitglieder der Geschäftsführung zum Zeitpunkt der Erstfinanzierung.....	253
Abbildung 7.9:	Ausbildungshintergrund des PU-Managements zum Zeitpunkt der Erstinvestition	256

Abbildung 7.10: Verteilung der Anzahl der Mitglieder der Geschäftsführung zum Befragungszeitpunkt	264
Abbildung 7.11: Ausbildungshintergrund des PU-Managements zum Befragungszeitpunkt	267
Abbildung 7.12: Regelungen zur Betreuung im Beteiligungsvertrag	280
Abbildung 8.1: Entscheidungshilfe bei der Auswahl von Finanzierungsalternativen	356
Abbildung 8.2: Identifizierte Forschungsfelder	362

Abkürzungsverzeichnis

BA	Business Angel
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Venture Capital Association
DL	Dienstleistung
EBS	EBS Universität für Wirtschaft und Recht
ERP	European Recovery Program
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association
HTGF	High-Tech Gründerfonds
JTU	Junge Technologieunternehmen
JU	Junge Unternehmen
JWTU	Junge wachstumsorientierte Technologieunternehmen
JWU	Junge Wachstumsunternehmen
KEF	Kritische Erfolgsfaktoren
KFW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMU	Kleine und mittelständische Unternehmen
LEI	Lehrstuhl für Entrepreneurship und Innovation
MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft
MIS	Management-Informationssystem
NTBF	New Technology-Based Firm
NTBV	New Technology-Based Venture
PE	Private Equity
PEG	Private Equity-Gesellschaft
PU	Portfoliounternehmen
SCG	Seed Capital-Gesellschaft
Sig.	Signifikanz
STBF	Small Technology-Based Firm
TOU	Technologieorientierte Unternehmensgründung
TU	Technologieunternehmen
TUD	Technische Universität Dresden
VC	Venture Capital
VCG	Venture Capital-Gesellschaft

1 Einleitung

1.1 Ausgangssituation

Im Rahmen der Diskussion über junge wachstumsorientierte Technologieunternehmen (JWTU) wurde in den letzten Jahren der Erforschung von Erfolgsfaktoren und Scheiterursachen in Deutschland vermehrt Aufmerksamkeit zuteil. Insbesondere die Einflussnahme von institutionellen Eigenkapitalgebern, den so genannten Venture Capital-Gesellschaften (VCG), auf die Unternehmensentwicklung der durch sie finanzierten JWTU, den so genannten Portfoliounternehmen (PU), ist Gegenstand zahlreicher Untersuchungen.¹ Die aktuelle Diskussion ist durch eine kapitalgeberorientierte Sichtweise über Art, Umfang und Auswirkungen der durch sie erbrachten Finanzierung und kaufmännische Unterstützungsleistung auf die Unternehmensentwicklung ihrer PU geprägt. Erfolg wird meist in Form einer Nutzenmaximierung der Kapitalgeber gemessen bspw. der Renditemaximierung des investierten Kapitals. In der Regel werden die von den VCG geleisteten Unterstützungen hierbei als Erfolgsfaktoren für eine positive Unternehmensentwicklung eines PU gewertet, während bei der Ursachenforschung für eine negative Unternehmensentwicklung oder ein Scheitern eines PU vorwiegend Defizite beim PU und seinem Management diskutiert werden. Deutlich zu kurz kommt in Wissenschaft und Praxis der Abgleich von Scheiterursachen der PU mit dem Betreuungsangebot der VCG. Dies entspricht der Sichtweise der Kapitalnehmer in Bezug auf den benötigten Unterstützungsbedarf im Abgleich mit dem seitens der VCG geleisteten Unterstützungsangebot sowie dessen Erfolgsrelevanz für die Unternehmensentwicklung der PU. Aufgabe dieser Arbeit ist daher aus der Sichtweise der PU, ausgehend von deren Unterstützungsbedarf, systematisch die Auswirkung der Unterstützung durch VCG zu untersuchen und Verbesserungspotentiale aufzudecken.

1.1.1 Erfolgsprobleme Venture Capital finanzierter Unternehmen

Die Auswirkung der Betreuung der VCG auf die Unternehmensentwicklung bzw. den Unternehmenserfolg aus einer kapitalnehmerorientierten Sicht ist Gegenstand zahlreicher empirischer Untersuchungen. Ansatzpunkt dieser Arbeit ist, dass bisherige Studien vorwiegend außerhalb Deutschlands durchgeführt wurden, oftmals nur ein geringes Spektrum an Betreu-

¹ Für neuere Monographien siehe z. B. zu Managementfragen Pleschak (2001) und Purle (2004), zu Erfolgsfaktoren Werner, H. (2000) oder Kugler (2003), zu Scheiterursachen Pleschak et al. (2002b) sowie zur Einflussnahme von VCG auf PU Pankotsch (2005).

ungsaktivitäten umfassen und sich bei den abgefragten Maßnahmen vorwiegend am Betreuungsangebot der VCG und nicht am Betreuungsbedarf der PU orientieren.² Eine Betrachtung der Exitkanäle, die Mitglieder des Bundesverband Deutscher Kapitalgesellschaften – German Private Equity and Venture Capital Association e.V. (BVK) zum Verkauf von Beteiligungen an PU nutzten, zeigt ein differenziertes Bild über die Unternehmensentwicklung von VC-finanzierten PU. Für die Jahre 2001 bis 2009 ist in Tabelle 1.1 sowohl für den Gesamtmarkt der BVK-Mitglieder³ als auch für den aus JWTU-Sicht besonders relevanten Frühphasenmarkt, der dem VC-Markt entspricht,⁴ jeweils eine Übersicht zu den Exittransaktionen dargestellt.⁵

Seit 2001 bewegt sich die Totalausfallquote, also die Anzahl der mit Verlust von den VCG veräußerten und damit wohl meist unerfolgreichen PU, im Verhältnis zu den insgesamt getätigten Exittransaktionen des Gesamtmarktes zwischen 20 % bis 50%. Höchststand war in 2003 eine Totalausfallquote von fast der Hälfte aller Exits. Eine Verbesserung der Situation ergab sich ab dem Jahr 2005 in dem der Anteil der Totalausfälle an den Exittransaktionen deutlich unter 50 Prozent blieb. Im Frühphasenmarkt lag die Scheiterquote ab 2002 und 2003 sogar über der Hälfte aller in diesem Segment getätigten Exits. Eine mögliche Erklärung bietet der Zusammenbruch des Neuen Marktes um 2001, da dies ein bevorzugter Exitkanal der VCG war, den sie nach dem Zusammenbruch nicht weiter nutzen konnten. Gleichzeitig mussten VCG vertraglich geregelte Finanzierungszusagen der Boomjahre einhalten. So ist anzunehmen, dass VCG ab 2002 die Finanzierung nach der Zahlung der vertraglichen Tranchen verstärkt einstellten, z. B. aufgrund verringerter Erfolgsaussichten der Geschäftsmodelle vieler PU in der Krisenzeit, Mangel an Kapital oder fehlender Folgefinanzierung.⁶ Dass Krisen Auswirkung auf PU in Form von niedrigeren Finanzierungsvolumina bei Erst- und Folgefi-

² Für eine Analyse des Literaturfelds zur Betreuung von PU siehe auch Kapitel 5.2.

³ Der BVK e.V. weist in seinen Veröffentlichungen darauf hin, dass Entwicklungen im Gesamtportfolio der Mitgliedsunternehmen den Entwicklungen des gesamten deutschen Beteiligungskapitalmarktes entsprechen und dadurch über das Mitgliederportfolio getroffene Aussagen auf den deutschen Gesamtmarkt übertragbar sind.

⁴ Siehe hierzu die Definition von Venture Capital in Kapitel 3.

⁵ Aufgrund der veröffentlichten Jahresstatistiken des BVK e.V. ist der vorliegende Vergleich erst ab 2001 möglich. Durch eine Veränderung in der statistischen Erfassung des Frühphasenmarktes im Jahre 2003 sind die Ergebnisse der vorherigen Jahre nicht unmittelbar mit den Ergebnissen späterer Jahre vergleichbar. Für die an dieser Stelle aufzuzeigende Tendenz ist dies jedoch nicht relevant. Für den Frühphasenmarkt 2009 lagen zur Einreichung dieser Arbeit noch keine Statistiken vor.

⁶ Zu Exitmöglichkeiten von VCG siehe Kapitel 3.6.

finanzierung seitens der VCG weisen Block/Sandner (2009) empirisch anhand der Marktbeobachtungen des VC-Markts in den USA nach der Finanzkrise von 2008 nach.⁷

Ein weiterführender Vergleich der Anteile der Totalausfälle im Frühphasenbereich mit den Totalausfällen im Gesamtmarkt zeigt, dass der Anteil der Totalausfälle von PU in den frühen Unternehmensphasen auf einem hohen Niveau verblieb. Besonders negativ fallen die Jahre von 2003 bis 2007 im Rahmen dieser Betrachtung auf: Die Mehrheit der ausgefallenen PU war dem Frühphasenbereich zuzuordnen. Herauszustellen ist das Jahr 2004, da dort alle ausgefallenen PU aus dem Frühphasenbereich stammten.

Tabelle 1.1: Exits deutscher VCG 2001-2009

Jahr	Gesamtmarkt			Frühphasenmarkt			Vergleich
	Exits (Anzahl)	PU Totalausfall (Anzahl)	Anteil Totalausfall an Exits	Exits (Anzahl)	PU Totalausfall (Anzahl)	Anteil Totalausfall an Exits	Anteil Frühphasen-Totalausfällen an Gesamt-Totalausfällen
2009	707	218	30,8 %	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
2008	641	146	22,8 %	227	70	30,8 %	47,9 %
2007	718	154	21,4 %	656	148	22,6 %	96,1 %
2006	625	144	23,0 %	571	139	24,3 %	96,5 %
2005	717	199	27,8 %	659	194	29,4 %	97,5 %
2004	615	252	41,0 %	576	252	43,8 %	100,0 %
2003	518	245	47,3 %	479	244	50,9 %	99,6 %
2002	1225	491	40,1 %	317	207	65,3 %	42,2 %
2001	1186	443	37,4 %	340	170	50,0 %	38,4 %

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an BVK-Jahresberichte der entsprechenden Jahre

Basierend auf der Annahme, dass Gründer eines PU beabsichtigen durch eine VC-Finanzierung und der damit einhergehenden Unterstützung das Wachstum ihrer PU und deren langfristige Überleben zu sichern,⁸ ist festzustellen, dass dieses Ziel im Beobachtungszeitraum nicht einmal von der Hälfte der sich in der Frühphase befindenden PU erreicht wurde.

Zu berücksichtigen ist die unterschiedliche Auswirkung eines Totalausfalls eines PU auf VCG und das PU. So ist der Exit Totalausfall aus Unternehmenssicht als negativer einzuschätzen als aus VCG-Sicht: Für das PU bedeutet der Exit Totalausfall in der Regel die end-

⁷ Vgl. Block/Sandner (2009), S.430-432.

⁸ Vgl. Bell (2001), S.35-38, Almus et al. (1999), S.12.