

**sofia**

Sonderforschungsgruppe  
Institutionenanalyse

**Venture Capital**

Das Zusammenwirken von Innovatoren und Investoren

Markus Spiwoks (Hrsg.)

Sofia-Diskussionsbeiträge  
zur Institutionenanalyse  
Nr. 99-7  
ISSN 1437 - 126X  
ISBN 3-933795-12-5

## Inhaltsverzeichnis

Autorenverzeichnis	2
Vorwort	3
American Universities and their relationship to Venture Capital John P. McDonough	5
Strukturen des deutschen Venture Capital-Marktes Oliver Hein / Markus Spiwoks	11
Eine transaktionskostentheoretische Beurteilung der Intermediationsleistung von Venture Capital-Gesellschaften Markus Spiwoks	21

## Autorenverzeichnis

**Oliver Hein**, geschäftsführender Gesellschafter der Hein & Cie. Venture Management GmbH in Kronberg im Taunus

**John P. McDonough**, Professor für Medizin an der Barry-University in Florida, USA, und wissenschaftlicher Beirat der Hein & Cie. Venture Management GmbH

**Markus Spiwoks**, geschäftsführender Gesellschafter der Hein & Cie. Venture Management GmbH in Kronberg im Taunus

## Vorwort

Im November 1998 fand auf Initiative von Oliver Hein in Zusammenarbeit mit Prof. Dr. Detlef Wotschke ein Venture Capital-Workshop am Fachbereich für Informatik der Johann Wolfgang von Goethe-Universität in Frankfurt am Main statt.

In dem vorliegenden Tagungsband finden sich die Vorträge dieser Veranstaltung. Teilweise werden die Vorträge unverändert abgedruckt, teilweise in einer überarbeiteten Form wiedergegeben.

Es bleibt zu hoffen, daß dieser Diskussionsbeitrag zu dem Ziel der Veranstaltung, nämlich den Dialog zwischen Wissenschaft und Finanzwelt zu beflügeln, ebenfalls beitragen wird.

Markus Spiwoks, Bad Soden am Taunus



## American Universities and their relationship to Venture Capital

*John P. McDonough*

### Contents

1	Introduction	6
2	How does the university benefit?	7
3	How does the business benefit?	8
4	Direction of initial contact	8
5	Added value to the business	9
6	Summary	9

# 1

## Introduction

Unlike what is the usual case in European countries, American universities may be described as being divided into two (2) general types of operation and governance structures. The United States has both “public” and “private” universities. Public universities are most often owned and operated by the State (as opposed to Federal) government. This is, however, the always the case. Several larger cities, such as New York, also maintain and operate a very large university system. The Federal government of the United States also operates institutions of higher learning that are usually “single purpose” in nature and are related to the Department of Defense. Examples of these facilities are the United States Military Academy, West Point, NY and the Uniformed Services University of the Health Sciences in Bethesda, near Washington, DC. One of the major differences between public and private universities is the sources of the funds required to operate the university. Students usually pay tuition at both public and private universities in the US. At some private universities, student tuition comprises a major portion of the operational budget. In the case of private universities, governmental funds are expended only in terms of research grants, awarded by such governmental agencies as the National Institutes of Health, the National Science Foundation, and such related agencies.

Rather than depending on student tuition payments, many of the larger, well known private universities have substantial charitable endowments that supply a large portion of their operating expenses. Fortunately for these institutions, there is a very long tradition of charitable contributions, from both businesses and individuals, to the endowments of American universities. Private universities are usually operated by either religious institutions or private, not for profit, corporations. These institutions receive no direct tax money payments to support their general operating revenue. Although they do receive some tax monies in the form of government awarded grants for specific types of research, they must remain aware of mechanisms to raise the funds required to continue their operation. One of the potential mechanisms for funds acquisition is the use of a “joint ventures” with a business organization. One may well ask the question: How does a university benefit, other than in funds acquisition from such a joint venture arrangement? The answer is that a university stands to benefit in many important ways. One can consider that the role of a university can be seen to fulfill three (3) separate, but related, needs. One of the most obvious roles of the university is to educate students. Another is to contribute to the sum of human knowledge. It is also generally accepted in the American society that the university should not only benefit humanity in general, but the community in which it is located. A properly managed joint venture with business can help the university to meet all these

diverse goals of the university as well as being a potential revenue stream.

## 2

### **How does the university benefit?**

One obvious benefit is the fact that the university may receive funds from a joint venture arrangement. These monies may come as a result of payments made by the business to the university for the use of its facilities such as laboratories, simulators, faculty time and so forth. Another method of potential reimbursement for the university is the fact that often the university enters into an agreement whereby the university will receive a percentage of future profits that the business may make as of the result the joint venture. This can be done by such arrangements as an actual percentage profit agreement or by the university, usually through a university own foundation or some such mechanism, to acquire some mutually agreed upon number of shares in the business formed as a result of the joint venture. In that case, monetary value to the university will be determined by the market value of the stock it holds.

In addition to financial advantages, as a result of a joint venture, the university may be able to provide additional experiences enhance student learning. This can occur when students are able to gain practical experience in their major area of student by participating directly in the research and development process. For students at a more advanced level, such as doctoral students, their interest is more likely to be maintained in the educational process if they see practical application to their work. It provides the ability to see theoretical concepts actualized in a way more interestingly than may happen merely by repeating that same laboratory experiment that has routinely accomplished by former students. Increased student learning opportunities are not limited to students with an interest in the subject matter of the venture. Those studying such subjects as business administration, finance and the like, may well benefit from the opportunity to participate in the process of creation, operation and management of the venture process itself.

As the relationship between the business and the university develops, there may well be an opportunity for less advanced students to engage in "work/study" programs at the company. Through such an arrangement, students work for the company, on a part time basis while they are students in an effort to earn money to assist in the financing of their education. Such employment relationships need not related directly to their areas of study. Such a relationship may provide the employer/company with a source educated temporary employees while providing the student the opportunity to earn money to help finance their education. If the new business is developed in the community in which the university is located, the new business may offer the possibility of employment to community residents who are not associated with the university. This would provide economic benefit to the community and its residents. Such an arrangement will demonstrate, in practical



terms, how the presents of the university benefits the community in which it is located. It is beneficial for the institutions imagine within the community for residents to see how the institution can bring in jobs and money to improve the local economy. This may be beneficial to the image of the university in several ways. As a tax-exempt institution, either public or charitable, the university pays taxes to neither the State nor Federal government, yet it consumes the services of each such as police protection, fire safety and national defense. If the presence of the university can be seen to make tangible contributions to the community and the nation, it may be perceived as providing, rather than only consuming, resources.

### 3

#### How does the business benefit?

A joint venture arrangement provides the business with the opportunity to avail itself of the expertise of university faculty members. By utilizing interested faculty, the business is spared the expense and difficulty of recruiting experts as employees that may be needed only during the process of research and development. As a result of the large number of faculty available in many areas of expertise, a large pool of potential talents is made available to the developing business. These experts can range from the area of technical interest to that of business administration, finance and marketing. In addition the advantages of the availability of experts, the university may also be able to provide facilities, space and expensive technical equipment that a beginning business may well not be able to acquire by any other means. It is possible for the university to set up a "business incubator" in which experts, facilities, space and equipment can be made available on a temporary basis to beginning businesses. After establishment, this business can then move to their own facilities freeing up the university incubator space for the next business startup.

By being associated with a university in a joint venture during startup, the business will benefit from the perception, by those external to the process, created by its affiliation with the university. If the university is willing to be associated with the business, the arrangements speak to the credibility of the technology, chance of success and seriousness of the endeavor. Obviously any credible university would be reluctant to expend the time and resources required for a joint venture on a company who ideas are ill conceived.

### 4

#### Direction of initial contact

In certain cases it is the business that initiates the contact with the university to explore the possibility of a joint venture. In other cases it is the university who may make the first contact. In cases where a business has an idea or

concept that may require additional research, they may well seek out a university to manage the conduct of the required research. If, on the other hand, a university has been doing research and made a breakthrough in a particular area, they may seek out a business who may benefit from the development of a practical application for their discovery. This "technology transfer" can be used to bring new products and services to the market.

## 5

### Added value to the business

In a joint venture arrangement between a startup business and a university two participants in the process bring considerable added value to the new business. The university brings technical knowledge and a wide variety of subject matter experts. These experts can provide not on technical advise, but also "hand on" assistance. In addition, it can provide access to specialized equipment that may be needed during the startup process of research and development. Further, the business may benefit from the university's ability to network with other academicians and institutions. These contacts may be used to provide additional expertise that may be more available in other settings.

Contrary to what may be believed by some, the purpose of the venture capitalist is not merely to infuse money into a business startup. Clearly, the provision of capital is a crucial step, but not the only value added by the venture capitalist. As is the case with the university, the venture capitalist can provide "hands on" assistance to the startup business. Rather than in the area of technical research subject matter, this assistance is likely to be in the form of advice on format, structure and organization of the new business entity. In addition the venture capitalist will be able to network connections in the areas of finance and awareness of other individuals and businesses in an effort to help the startup enter into synergistic relationships with other entities. Part of the background preparation and "due diligence" prior to investment on the part of the venture capitalist is to develop an understanding of the nature product or serve the new startup is to provide. Part of this knowledge base will be an understanding of the current "state of the art" of the subject in question. Knowledge of potential competitors, mergers, acquisitions and partnerships can be or great benefit to the new startup company.

## 6

### Summary

In addition to the new business itself, both the university and the venture capitalist can benefit from a joint venture arrangement. From both the perspectives of the university and the venture capitalist there needs to be a clear understanding as to the criteria for a desire to be involved in a project. Obvi-

ously, the likelihood of success needs to be considered. As much as one may wish it to be so, the quality of an idea itself is not the only determinant for a successful startup business. Many a good idea has failed to make it to a successful business endeavor. There are three requirements for startup to be successful. First, the project must involve the right people. Not only from a knowledge, but also from an interpersonal, perspective. Not only must the startup's "team" know what they are doing, but also they must be able to do it together. They must be able to work together for the common good of the business enterprise. In addition, they must be able to engender the confidence of not only potential investors, but potential customers and new employees as well. Even the best business idea is doomed to failure if the right team has not been assembled to pursue the development and implementation of the business model. Such a lack of success would benefit none of the participants. Therefore, it is incumbent upon the institutions involved, both the university and the venture capitalist, to assist the new venture not only with technology development, but also with assistance in networking, strategy and team building. When the right combination of ideas and people can be brought together in synergistic fashion, considerable benefits can accrue to the university, the venture capitalist, the investors, and the founders of the new business.

## Strukturen des deutschen Venture Capital-Marktes

von Oliver Hein und Markus Spiwoks

Wagniskapitalinvestments haben in den zurückliegenden Jahren auch in Deutschland ein wachsendes Interesse gefunden. Dafür dürften vor allem drei Entwicklungen verantwortlich sein: Erstens haben die auf historische Tiefstände fallenden Renditen festverzinslicher Wertpapiere sowie die stagnierenden Immobilienmärkte dazu beigetragen, daß viele Anleger bisher vernachlässigte Investmentalternativen sorgfältiger in ihr Investmentkalkül einbezogen haben.<sup>1</sup> Zweitens haben die spektakulären Kursgewinne der Aktien am Neuen Markt vielfach den Blick dafür geschärft, welche Ertragspotentiale in manchen jungen, innovativen Wachstumsunternehmen stecken.<sup>2</sup> Drittens haben die beeindruckenden Anlageerfolge vieler Venture Capital-Fonds (beispielsweise die der Technologieholding VC GmbH mit einer Nettorendite von 52,9% p.a. im Zeitraum von 1990-1996<sup>3</sup>) dazu geführt, daß Wagniskapitalinvestments inzwischen wieder als attraktive Anlagemöglichkeit gelten.

Trotzdem ist der deutsche Venture Capital-Markt im Vergleich zu Schweden, Frankreich, den Niederlanden oder gar Großbritannien deutlich unterentwickelt. Setzt man das Venture Capital-Volumen ins Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, so rangiert Deutschland nur auf dem elften Platz in Europa und führt damit das Schlußdrittel an (siehe Abb. 1).<sup>4</sup>

1

Vgl.: *Hertz-Eichenrode, Albrecht* (1998a), S. 9.

2

Vgl.: *Strittmatter, Franz Josef; Wielpütz, Jan Frederic* (1998), S. 180 u. 184; *Strittmatter, Franz Josef* (1997), S. 142.

3

Vgl.: *Bohne, Andreas* (1998b), S. 14.

4

Bei einer Betrachtung des absoluten Betrages der Venture Capital-Investitionen nimmt Deutschland hinter Großbritannien und Frankreich Rang drei in Europa ein. Vgl.: *BVK Nachrichten* (1998), S. 87; *Breuer, Rolf E.* (1997), S. 324; *Kölle, Hans Martin* (1999), S. 37. Um jedoch einen Eindruck gewinnen zu können, wie weit das Potential für Venture Capital in Deutschland ausgeschöpft ist, bietet es sich an, die absoluten Zahlen ins Verhältnis zur Größe der Volkswirtschaft zu setzen. Deshalb wird mit Blick auf die hier vorliegende Frage-

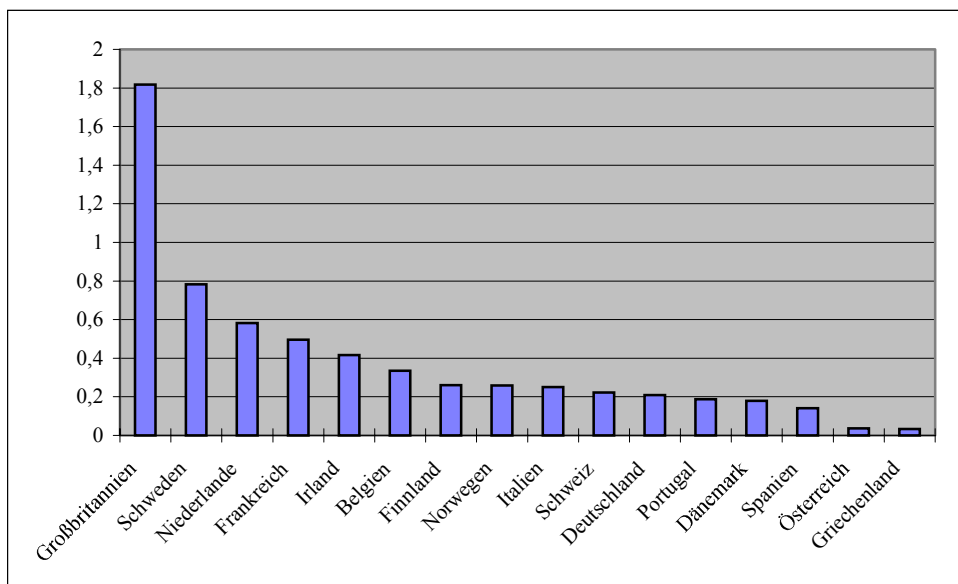


Abb. 1: Volumen der Venture Capital-Investments in % des Bruttoinlandsproduktes zum Jahresende 1997. Quelle: Eigene Berechnung, basierend auf Angaben des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften: BVK Nachrichten, Special vom 25.06.1998, S. 14, und des Instituts der Deutschen Wirtschaft: Zahlen zur wirtschaftlichen Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland 1998, Tab. 139.

Ende 1997 betrug das Fondsvolumen deutscher Venture Capital-Gesellschaften knapp 15 Mrd. DM.<sup>5</sup> Allerdings waren nur etwa 7¾ Mrd. DM in Venture Capital-Projekte, das heißt in konkrete Firmenbeteiligungen investiert. Über 7 Mrd. DM standen also für weitere Firmenbeteiligungen zur Verfügung.<sup>6</sup> Hieran läßt sich ablesen, wie stark das Interesse an Wagniskapitalin-

stellung das Verhältnis von Venture Capital-Investitionen zum Bruttoinlandsprodukt betrachtet. Eine ähnliche Relativierung nehmen beispielsweise Black und Gilson vor. Vgl.: *Black, Bernard S.; Gilson, Ronald J.* (1998), S. 266.

5

Vgl.: *Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften* (1998), S. 73.

6

Mitte 1998 waren allein bei den Venture Capital-Gesellschaften, die dem Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften angehören, noch rund 6 Mrd. DM nicht in Unternehmensbeteiligungen inve-

vestments gestiegen ist.<sup>7</sup> Anlagesuchendes Kapital ist im Überfluß vorhanden. Überzeugende Unternehmenskonzepte, herausragende Unternehmerpersönlichkeiten und damit lohnende Venture Capital-Projekte sind dagegen rar.<sup>8</sup> Nur etwa 2 bis 5% der geprüften Jungunternehmen werden von Venture Capital-Gesellschaften ins Unternehmensportfolio aufgenommen.<sup>9</sup> Als wichtigste Kriterien, die bei der Vergabe von Venture Capital herangezogen werden, sind folgende zu nennen:<sup>10</sup>

1. Internationale Führungsstellung der neuen Technologie beziehungsweise des neuen Produktes
2. Beherrschbare Konkurrenzsituation
3. Ausreichende Marktgröße und Marktwachstum
4. Überzeugende Geschäftsstrategie (insbesondere im Hinblick auf die Wahl der Vertriebskanäle)
5. Qualität des Managements<sup>11</sup>

Mit einem Zuwachs des Fondsvolumens um 47% gegenüber dem Vorjahr liegt Deutschland deutlich über dem europäischen Durchschnitt (41%) und

stiert. Vgl.: *Hertz-Eichenrode, Albrecht* (1998a), S. 9; *Widrat, Susanne* (1999), S. 45. Mitte 1999 standen nach Schätzungen von Pricewaterhouse Coopers europaweit noch rd. 34 Mrd. DM zur Investition in junge Wachstumsunternehmen bereit. Vgl.: *Heilmann, Dirk Hinrich* (1999), S. 20.

7

Hertz-Eichenrode hebt den starken Zuwachs an Venture Capital in Deutschland seit 1986 hervor. Vgl.: *Hertz-Eichenrode, Albrecht* (1998b), S. 203.

8

Vgl.: *Bohne, Andreas* (1998a), S. 21.

9

Vgl.: *Breuel, Birgit* (1988), S. 585; *Bohne, Andreas* (1998c), S. 18; *Burgmaier, Stefanie; Hornig, Frank* (1998), S. 124.

10

Vgl.: *Bohne, Andreas* (1998c), S. 18; *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (1998), S. 25.

11

Dieser Aspekt wird u.a. von *Schefczyk, Gerpott* und *Pahlen* als besonders relevant für den Erfolg des Portfoliounternehmens hervorgehoben. Vgl.: *Schefczyk, Michael; Gerpott, Torsten J.* (1998), S. 573-590; *Pahlen, Dieter* (1998), S. 225; *Impulse* (1990), S. 62. *Zider* bezweifelt die Richtigkeit dieser Einschätzung. Er hält es für wesentlicher, die richtige Branche beziehungsweise Sparte zu treffen. Vgl.: *Zider, Bob* (1998), S. 133.

hat sich damit 1997 als einer der wachstumsstarken Venture Capital-Märkte in Europa gezeigt (siehe Abb. 2).

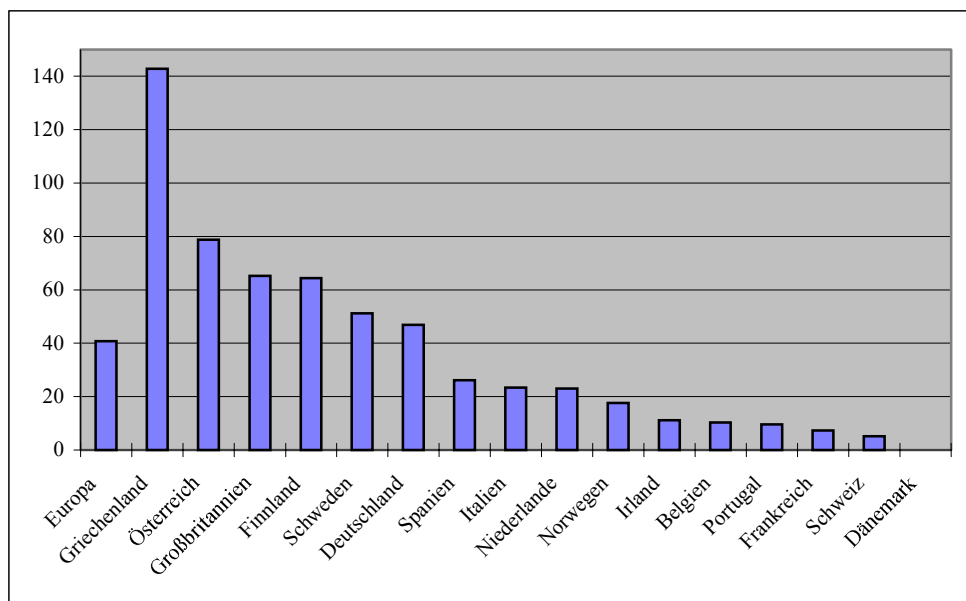


Abb. 2: Zuwachs des Fondsvolumens europäischer Venture Capital-Gesellschaften 1997 in % gegenüber Vorjahr. Quelle: BVK Nachrichten, Special vom 25.06.1998, S. 14.

Der Zuwachs der Fondszuflüsse hat sich 1997 im Vergleich zum Vorjahr sogar mehr als versiebenfacht. Während 1996 den deutschen Venture Capital-Gesellschaften nur etwa 670 Mio. DM neue Mittel zuflossen, waren es 1997 weit über 5 Mrd. DM.<sup>12</sup>

Die Realisierung von Unternehmensbeteiligungen durch deutsche Venture Capital-Gesellschaften vollzog sich in den letzten Jahren in einem erheblich geringeren Tempo als die Generierung von Fondsmitteln. Das Volumen der investierten Mittel deutscher Venture Capital-Gesellschaften stieg 1998 von

<sup>12</sup>

Vgl.: *BVK Nachrichten* (1998), S. 14.

knapp 7,75 Mrd. DM auf rund 10,55 Mrd. DM, das heißt um gut 36% an<sup>13</sup> (siehe Abb. 3).

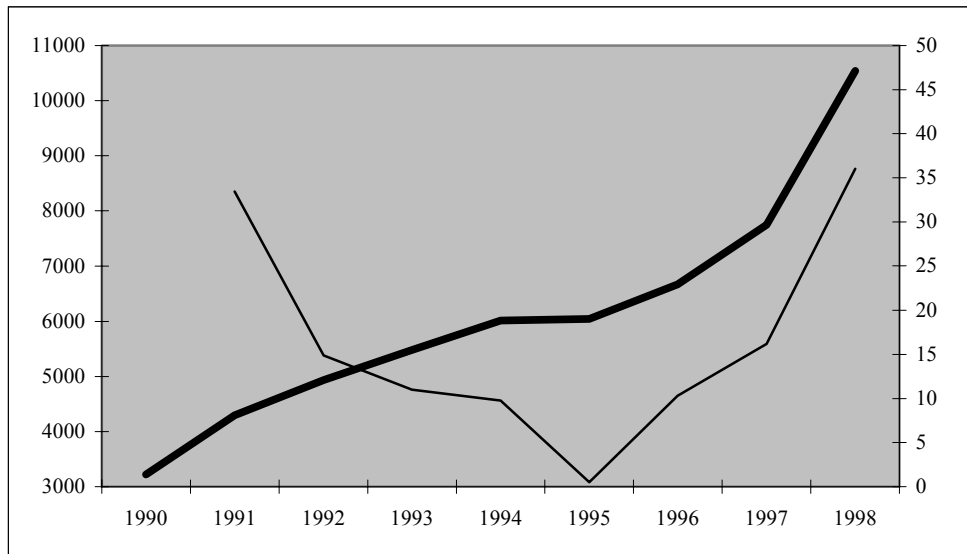


Abb. 3: Volumen des gesamten Unternehmensportfolios deutscher Venture Capital-Gesellschaften in Mio. DM (dicke Linie, linke Skala) und prozentualer Zuwachs des Unternehmensportfolios gegenüber Vorjahr (dünne Linie, rechte Skala). Quelle: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften: BVK Jahrbuch 1998, S. 89; BVK Statistik 1998 vom 17.05.1999, S. 6.

Das Venture Capital-Angebot kommt in Deutschland vor allem von institutionellen Anlegern. Kreditinstitute und Versicherungen stellen zusammen rund 70% des gesamten Mittelaufkommens. Anders, als es in der öffentlichen Diskussion häufig dargestellt wird,<sup>14</sup> scheuen Kreditinstitute Wagniskapitalinvestments offensichtlich nicht (siehe Abb. 4).

<sup>13</sup>

Vgl.: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (1998), S. 89; Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (1999), S. 6.

<sup>14</sup>

Vgl. bspw.: Spremann, Klaus (1998), S. 131.



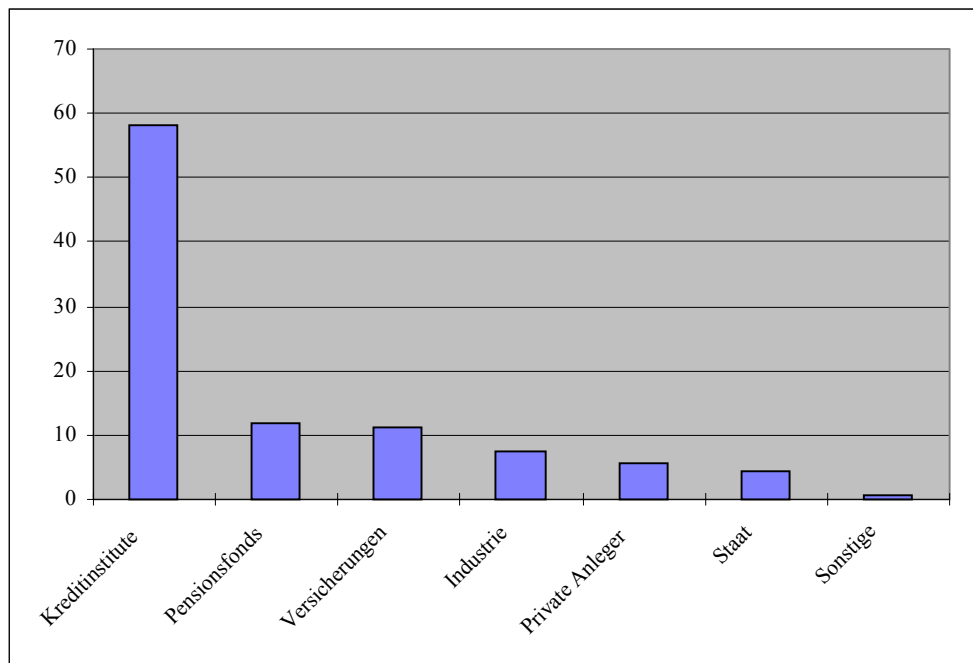


Abb. 4: Kapitalherkunft deutscher Venture Capital-Investments nach Sektoren in %. Quelle: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften: BVK-Jahrbuch 1998, S. 86.

Von Pensionsfonds und Industriebetrieben stammen knapp 20% des deutschen Wagniskapitalvolumens. Diese Investments sind in den seltensten Fällen rein renditeorientiert. Vielmehr spielen für die Industrie häufig strategische Überlegungen die wesentliche Rolle bei Venture Capital-Investments. Es wird der Versuch unternommen, im Rahmen einer Unternehmensbeteiligung neue technologische Entwicklungen voranzutreiben, um sie im Erfolgsfalle für das Mutterhaus zu erschließen oder aber zumindest etablierten Konkurrenzunternehmen den Zugriff zu erschweren.<sup>15</sup>

Von Privatinvestoren kommen nur knapp 6% des Venture Capitals. Der Staat bringt mit seinen diversen Förderprogrammen immerhin knapp 5% des Venture Capital-Volumens auf.

<sup>15</sup>

Vgl.: Rüttschi, Klaus A. (1989), S. 48-50; Conrad, Gala (1999), S. 22.

Bei der Betrachtung der Finanzierungsphasen der Portfoliounternehmen deutscher Venture Capital-Gesellschaften fällt auf, daß der Bereich der Expansion Stage-Finanzierung mit knapp 56% den Löwenanteil einnimmt, während nur ein Anteil von gut 12% auf den Bereich der Early Stage-Finanzierungen (Seed und Start up) entfällt<sup>16</sup> (siehe Abb. 5). Dies ist nur zum Teil darauf zurückzuführen, daß in der Frühphase der Unternehmensentwicklung die Erfolgsaussichten besonders schwierig einzuschätzen sind, so daß sich viele Investoren überdurchschnittlich zurückhaltend zeigen. Ausschlaggebend ist vielmehr, daß der Kapitalbedarf junger Unternehmen in der Early Stage-Phase in der Regel deutlich geringer ausfällt als bei Unternehmen, die sich in der Expansion Stage-Phase befinden. Dementsprechend haben die Early Stage-Finanzierungen in der Volumenbetrachtung häufig ein relativ geringes Gewicht.

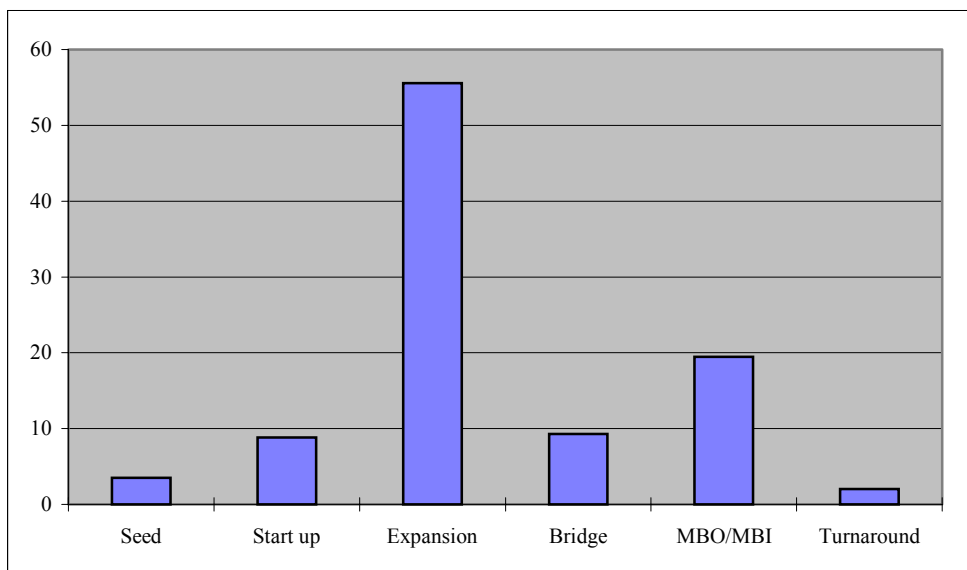


Abb. 5: Aufteilung des Gesamtportfolios deutscher Venture Capital-Gesellschaften auf unterschiedliche Finanzierungsphasen in %. Quelle: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften: BVK Jahrbuch 1998, S. 87.

<sup>16</sup>

Vgl.: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (1998), S. 87.

Betrachtet man statt des Volumens die Anzahl der Investments in den einzelnen Finanzierungsphasen, zeigt sich ein deutlich positiveres Bild für Early Stage-Finanzierungen. Etwa 44% aller Unternehmensbeteiligungen deutscher Venture Capital-Gesellschaften entfallen auf den Bereich der Early Stage-Finanzierungen.<sup>17</sup>

Das Segment der Management Buy Out- beziehungsweise Management Buy In-Finanzierungen nimmt bereits jetzt knapp 20% des Gesamtvolumens ein und dürfte in den nächsten Jahren aufgrund des vielfach anstehenden Generationenwechsels deutlich hinzugewinnen. Schätzungen zufolge kann sich das Volumen dieses Finanzierungssegments innerhalb der nächsten fünf Jahre verzehnfachen.<sup>18</sup>

Zusammenfassend läßt sich feststellen:

1. Der deutsche Venture Capital-Markt ist im Vergleich zu anderen europäischen Ländern unterentwickelt. Allerdings wächst er überdurchschnittlich. Darin spiegelt sich eine allmählich steigende Aufgeschlossenheit deutscher Investoren für den Bereich Venture Capital wider.
2. Entgegen aller Vorurteile bezüglich der konservativen Geschäftspolitik deutscher Kreditinstitute stellt diese Investorengruppe den Löwenanteil des Venture Capital in Deutschland.
3. Early Stage-Finanzierungen nehmen zwar nur einen kleinen Teil des Investmentvolumens, aber einen großen zahlenmäßigen Anteil der Venture Capital-Unternehmensbeteiligungen ein.

<sup>17</sup>

Vgl.: Hertz-Eichenrode, Albrecht (1998a), S. 10.

<sup>18</sup>

Vgl.: Narat, Ingo (1998), S. 27.

## Literatur

- Black, Bernard S.; Gilson, Ronald J. (1998): Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. In: *Journal of Financial Economics*, 47. Jg., 1998, S. 243-277
- Bohne, Andreas (1998a): Bei Venture Capital ist offenbar endlich der Knoten geplatzt. In: *Handelsblatt*, 08.06.1998, S. 21
- Bohne, Andreas (1998b): Die Erfahrung der Firmengründer ist unschätzbar. In: *Handelsblatt*, 24.06.1998, S. 14
- Bohne, Andreas (1998c): Weltweit mit führenden Finanzierern aus Amerika gleichgezogen. In: *Handelsblatt*, 29.07.1998, S. 18
- Breuel, Birgit (1988): *Venture Capital*. In: Christians, F. Wilhelm: *Finanzierungshandbuch*. 2. völlig überarb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 1988, S. 577-598
- Breuer, Rolf E. (1997): *Venture Capital – besseres Umfeld ist notwendig*. In: *Die Bank*, H. 6, 1997, S. 324-329
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (1998): *BVK Jahrbuch 1998*, Berlin 1998
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (1999): *BVK Statistik 1998*, Berlin 17.05.1999
- Burgmaier, Stefanie; Hornig, Frank (1998): Nur der Anfang. In: *Wirtschaftswoche*, Nr. 14, 26.03.1998, S. 124-128
- BVK Nachrichten (1998): *Venture Capital in Europa 1997*. In: *BVK Nachrichten*, Special vom 25.06.1998
- Conrad, Gala (1999): Geldgeber werben um Internet-Gründer. In: *Handelsblatt*, 28./29.05.1999, S. 22
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (1998): Steigende Nachfrage nach Risikokapital. In: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 27.08.1998, S. 25
- Heilmann, Dirk Hinrich (1999): Milliardenflut erfordert Strategiewandel bei Venture-Capital-Fonds. In: *Handelsblatt*, 14.06.1999, S. 20
- Hertz-Eichenrode, Albrecht (1998a): Die Entwicklung des Beteiligungsmarktes in Deutschland. In: *Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BKV): Jahrbuch 1998*. S. 9-17
- Hertz-Eichenrode, Albrecht (1998b): *Venture Capital in Deutschland: Stimmen die Rahmenbedingungen?* In: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, H. 5, 1998, S. 203-206
- Impulse (1990): Mitverdienen am rasanten Wachstum kleiner Firmen. In: *Impulse*, H. 1, 1990, S. 60-63
- Institut der Deutschen Wirtschaft (1998): *Zahlen zur wirtschaftlichen Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland 1998*. Köln 1998
- Kölle, Hans Martin (1999): Risikokapitalgesellschaften profitieren vom Neuen Markt. In: *Finanz und Wirtschaft*, 09.06.1999, S. 37

- Narat, Ingo (1998): Immer mehr Geld fließt nach Deutschland. In: Handelsblatt, 08.06.1998, S. 27
- Pahlen, Dieter (1998): WGZ Venture-Capital Gesellschaft: Erwartungen an ein junges Unternehmen. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 5, 1998, S. 224-225
- Rütschi, Klaus A. (1989): Wie man Innovationen durch Corporate Venturing beschafft. In: io Management Zeitschrift, Nr. 6, 1989, S. 48-52
- Spremann, Klaus (1998): Venture Capital – Was ist das? In: Scheidegger, Alfred; Hofer, Helmut; Scheuenstuhl, Gerhard (Hrsg.): Innovation – Venture Capital – Arbeitsplätze. Antworten zu den Kernfragen. Bern/Stuttgart/Wien 1998, S. 129-143. Bern/Stuttgart/Wien 1998, S. 129-143.
- Strittmatter, Franz Josef (1997): Risikokapital mit Fangnetz. In: Impulse, H. 7, 1997, S. 142-145
- Strittmatter, Franz Josef; Wielpütz, Jan Frederic (1998): Venture Capital: Treibstoff für Traumrenditen. In: Impulse, H. 6, 1998, S. 180-190
- Widrat, Susanne (1999): Schwieriger Zug. In: Bizz, H. 4, 1999, S. 45-49
- Zider, Bob (1998): How Venture Capital Works. In: Harvard Business Review, Nov.-Dec. 1998, S. 131-139

# **Eine transaktionskostentheoretische Beurteilung der Intermediationsleistung von Venture Capital-Gesellschaften**

*von Markus Spiwoks*

## **Übersicht**

1	Erwachender Venture Capital-Markt in Deutschland	22
2	Probleme der Wagnisfinanzierung	24
3	Venture Capital-Gesellschaften als Finanzintermediäre	27
4	Diversifizierung des Unternehmensportfolios	31
5	Fazit	35
6	Literaturverzeichnis	36

# 1

## Erwachender Venture Capital-Markt in Deutschland

Bei Venture Capital- beziehungsweise Wagniskapitalinvestments handelt es sich um überdurchschnittlich risikobehaftete Eigenkapitaleinlagen in junge, innovative Technologie- und/oder Dienstleistungsunternehmen, die mit der Zielsetzung verbunden sind, an der erwarteten, mittel- bis langfristigen Steigerung des Unternehmenswertes zu partizipieren.<sup>1</sup>

Das Interesse an der Finanzierungsform Venture Capital hat in den letzten Jahren auch in Deutschland stark zugenommen. In der Wirtschaftspolitik wird die Bedeutung von jungen Technologieunternehmen für den Strukturwandel hervorgehoben und eine ganze Reihe von staatlichen Fördermaßnahmen aufgelegt.<sup>2</sup> Vor allem aber aus Anlegersicht gewinnen Wagniskapitalinvestitionen

1

Venture Capital wird gelegentlich mit „Risikokapital“ übersetzt (bspw. Staudt, Narat, Mai). „Risikokapital“ wird jedoch häufig auch als gleichbedeutend mit dem Begriff „Eigenkapital“ verwendet (bspw. Christians). Vgl.: Staudt, Erich (1998), S. 19; Narat, Ingo (1998), S. 27; Mai, Jochen (1998), S. 110-111; Christians, F. Wilhelm (1988), S. 529. Eine vollkommen eindeutige Trennung zwischen den Begriffen „Wagniskapital“, „Risikokapital“ und „Eigenkapital“ ist nicht möglich. Jede Form von Eigenkapital ist in seinem Bestand an den Erfolg beziehungsweise Mißerfolg der Unternehmung gebunden. Deshalb gehen Eigenkapitalinvestments unmittelbar auch mit Risiken beziehungsweise Wagnissen einher. Dennoch gibt es einen Unterschied zwischen dem Kauf einer Siemens-Aktie und der Eigenkapitalbeteiligung an einem jungen Biotechnologie-Unternehmen, das möglicherweise in 5 bis 10 Jahren ein bahnbrechendes Medikament entwickeln kann. Allein der Umstand, daß keine eindeutige Trennungslinie gezogen werden kann, sollte nicht dazu führen, daß dieser Unterschied gänzlich außer Acht gelassen wird. Krahnert plädiert für eine semantische Abgrenzung zwischen den Begriffen Risiko und Wagnis: „Risiko und Wagnis sind nicht identisch. Risiko ist eine permanente Gefahr, mit der ich leben muß, aber ein Wagnis will ich bewußt eingehen.“ Vgl.: Krahnert, H.-Joachim (1991), S. 6. Um Mißverständnissen im Rahmen dieses Aufsatzes möglichst aus dem Weg zu gehen, werden im weiteren die Begriffe Wagniskapital bzw. Venture Capital synonym verwendet und so verstanden, wie im ersten Absatz des ersten Kapitels dargelegt. Ähnliche Definitionen finden sich beispielsweise bei Geier, Kaminski oder Kulicke/Wupperfeld. Vgl.: Geier, Christian (1997), S. 42; Kaminski, Ralf (1988), S. 7; Kulicke, Marianne; Wupperfeld, Udo (1996), S. 29. Im Gegensatz dazu bezieht Bernet auch bestimmte Fremdkapitalfinanzierungen in den Venture Capital-Begriff ein. Vgl.: Bernet, Beat (1998), S. 170 u. 172. Bell setzt sich mit dem Definitionsproblem auseinander und nimmt schließlich eine zusätzliche Abgrenzung zwischen Foundation Venture Capital und Merchant Venture Capital vor. Vgl.: Bell, Markus G. (1999a), S. 53.

2

Vgl.: Kulicke, Marianne; Wupperfeld, Udo (1996), S. 10-17; Wefers, Angela (1998), S. 4; Frankfurter Allgemeine Zeitung (1998a), S. 19; Frankfurter Allgemeine Zeitung (1998b), S. 16; Pichotta, Andreas (1990), S. 5; Klemm, Lothar (1998), S. 207; Deutsche Sparkassenzeitung (1999), S. 8; Handelsblatt (1999b), S. 23; Hägele, Jürgen (1991), S. 45 u. 48-49; Haller, Heinz (1991), S. 72-73; Bundesministerium für Wirtschaft

zunehmend an Bedeutung. Zum einen sind Venture Capital-Investitionen ein geeignetes Instrument der Portfoliodiversifizierung, da sie in der Regel nur eine schwache Korrelation zu Aktien- oder gar Anleihenmärkten aufweisen. Zum anderen haben die spektakulären Erfolge der Technologieholding VC GmbH, die von ihrer Gründung 1990 bis 1996 mit ihren Venture Capital-Fonds eine jährliche Nettorendite von 52,9% erwirtschaften konnte,<sup>3</sup> viele Investoren aufmerksam werden lassen.<sup>4</sup> Dennoch konnte sich in Deutschland bisher nur ein Venture Capital-Markt entwickeln, der im internationalen Vergleich sowohl absolut - am Jahresende 1998 waren rund 10,5 Mrd. DM investiert<sup>5</sup> - als auch relativ zur Größe der Volkswirtschaft klein ist.<sup>6</sup> Schefczyk vermutet, daß ein wesentlicher Engpaß bei der weiteren Entwicklung des deutschen Wagniskapitalmarktes die Finanzintermediation durch Venture Capital-Gesellschaften sein könnte.<sup>7</sup>

(1996), S. 1. Eine umfassende Begründung für die staatliche Förderung von jungen Wachstumsunternehmen findet sich bei Kulicke. Vgl.: *Kulicke, Marianne* (1993), S. 233-241; *Kulicke, Marianne* (1998), S. 19-31. Sogar die Einrichtung von Entrepreneurship-Lehrstühlen wurde von staatlicher Seite angeregt. Vgl.: *BFuP* (1999), S. 322. Zur Kritik an staatlicher Bereitstellung von Wagniskapital vgl.: *Staudt, Erich* (1998), S. 19; *Werckmeister, Georg* (1999), S. 19; *Neumann, Gerd* (1999), S. 19. Delamuraz spricht von Venture Capital als einem „Katalysator“ der Wirtschaft. Vgl.: *Delamuraz, Jean-Pascal* (1991), S. 9.

3

Vgl.: *Bohne, Andreas* (1998c), S. 14. Zur kritischen Beurteilung von Erfassungs- und Berechnungsmethoden bezüglich ausgewiesener Renditen von Venture Capital-Gesellschaften vgl.: *Kulicke, Marianne; Muller, Emanuel* (1995), S. 12-17.

4

Hertz-Eichenrode spricht gar von „einer Art Euphorie“, die die Öffentlichkeit mit dem Begriff Venture Capital verbinde. Vgl.: *Hertz-Eichenrode, Albrecht* (1998), S. 9. Betrachtet man den europäischen Venture Capital-Markt, ergeben sich auf lange Sicht (letzte 10 Jahre) durchschnittliche Renditen von rund 12% p.a. Vgl.: *Handelsblatt* (1999a), S. 27

5

Vgl.: *Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften* (1999), S. 6. Ende 1997 waren es lediglich rd. 7,7 Mrd. DM. Vgl.: *Bohne, Andreas* (1998a), S. 21.

6

Vgl.: *Schefczyk, Michael* (1998), S. VII; *Zemke, Ingo* (1998), S. 212; *Bohne, Andreas* (1998b), S. 14; *Gerke, Wolfgang* (1995), S. 17-18; *BVK Nachrichten* (1998), S. 14. Der US-amerikanische Venture Capital-Markt ist etwa achtmal so groß und der britische etwa viermal so groß wie der deutsche. Vgl.: *Rudolph, Bernd* (1999), S. 29; *Kölle, Hans Martin* (1999), S. 37; *Bohne, Andreas* (1999), S. 4.

7

Vgl.: *Schefczyk, Michael* (1998), S. VII.



## 2

### Probleme der Wagnisfinanzierung

Die jungen, innovativen Technologie- und/oder Dienstleistungsunternehmen sind von der Aufnahme eines ordentlichen Geschäftsbetriebes häufig noch weit entfernt. Gelegentlich wird scherzhaft von „2-1-0-Unternehmen“ gesprochen. Das heißt, sie bestehen aus zwei Unternehmern, einer Idee und null Kapital. Um eine neue Produktidee entwickeln und an den Markt bringen zu können, sind die Jungunternehmer darauf angewiesen, Kapital zu akquirieren. Dabei treten in aller Regel eine Fülle von Schwierigkeiten auf:

- Die Erfolgsaussichten einer Produktinnovation am Markt zuverlässig abzuschätzen, ist eine äußerst schwierige, häufig sogar unlösbare Aufgabe.<sup>8</sup> Das schreckt nicht nur Investoren ab, Eigenkapital in die Gesellschaft einzubringen, sondern auch die Unternehmensgründer werden angesichts der Unsicherheit des Erfolgs ihrer Unternehmung oft in einem frühen Stadium der Unternehmensentwicklung zermürbt und geben auf.
- Selbst wenn es sich um eine äußerst vielversprechende Produktinnovation handelt, so bleibt unsicher, ob man diese als erster patentrechtlich absichern beziehungsweise am Markt etablieren kann. Die Anstrengungen der Konkurrenz sind häufig unabsehbar.
- Bei dem Bemühen, externe Berater in die Unternehmensentwicklung einzubeziehen oder Investoren zu gewinnen, besteht immer die Gefahr, daß Know-how-Vorsprünge von Gesprächspartnern abgeschöpft werden. Insbesondere solange keine Patente erworben werden können, ist die Kommunikation zwischen Jungunternehmern einerseits und Beratern beziehungsweise Investoren andererseits dementsprechend nur in eingeschränktem Umfang möglich.
- Häufig steht die technologische Entwicklung des neuen Produktes absolut im Vordergrund der Bemühungen der Jungunternehmer.<sup>9</sup> Managementwissen und kaufmännische Befähigungen sind häufig unter-

8

Vgl.: Neumann, Gerd (1999), S. 19; Spremann, Klaus (1998), S. 132.

9

Vgl.: Spremann, Klaus (1998), S.136.

entwickelt. Dadurch wird das Entwicklungspotential des Unternehmens teilweise drastisch beschnitten.<sup>10</sup>

- In der Regel sind die Ertragspotentiale des Unternehmens nicht nur unsicher, sondern liegen auch weit in der Zukunft. Die meisten Venture Capital-Projekte sind auf einen Zeitraum von vier bis zehn Jahren angelegt.<sup>11</sup> Um die Entwicklung des Unternehmens so weit wie möglich über eine Innenfinanzierung zu gewährleisten, werden in aller Regel während dieser Zeit keine Zinszahlungen oder sonstige laufende Erträge an die Investoren ausgeschüttet.<sup>12</sup> Von den Investoren muß also nicht nur eine überdurchschnittliche Risikobereitschaft,<sup>13</sup> sondern auch ein großes Maß an Geduld erwartet werden.
- Seriöse Geschäftstätigkeit und Scharlatanerie sind in der Gründungsphase eines Unternehmens für potentielle Investoren nur schwer zu unterscheiden. Die Informationsasymmetrie zwischen Unternehmer und Kapitalgeber führt oftmals zu einer Überschätzung des Risikopotentials durch den Investor.<sup>14</sup> Daraus erwächst eine systematische Unterausstattung des Unternehmens mit Wagniskapital.
- Die Aufnahme von Partnern im Unternehmen erfordert von den Unternehmensgründern die Bereitschaft zur Machtteilung. Die Angst, die Zügel, wenn auch nur zu einem überschaubaren Anteil, aus der Hand

10

Vgl.: *Spremann, Klaus* (1998), S. 139.

11

Pahlen schätzt die übliche Investitionsdauer auf 4 bis 8, Geier auf mehr als 5, Breuel auf 5 bis 10 Jahre. Vgl.: *Pahlen, Dieter* (1998), S. 224; *Geier, Christian* (1997), S. 42; *Breuel, Birgit* (1988), S. 594. Kowalewsky legt Ergebnisse einer Studie der Dr. Reuss Management Consult vor, wonach rund zwei Drittel der Beteiligungsfinanzierer einen Investitionshorizont von vier bis sieben Jahren anstreben. Vgl.: *Kowalewsky, Reinhard* (1999), S. 89.

12

Vgl.: *Breuel, Birgit* (1988), S. 582.

13

Vgl.: *Spremann, Klaus* (1998), S. 132.

14

Spremann vermutet außerdem eine gewohnheitsbedingte Präferenz zu Anlageformen, die als sicher gelten. Vgl.: *Spremann, Klaus* (1998), S. 132.

zu geben, hindert viele Jungunternehmer daran, das Unternehmen mit Hilfe von Venture Capitalists voranzubringen.<sup>15</sup>

Venture Capital-Geschäfte sind offensichtlich mit hohen Markttransaktionskosten verbunden. Dahinter verbergen sich im einzelnen Kosten der Marktbenutzung (Such-, Informations- und Anbahnungskosten), Kosten des Abschlusses von Verträgen (Verhandlungs- und Entscheidungskosten) sowie Kosten der Überwachung und Durchsetzung von Verträgen (Überwachungs- und Durchsetzungskosten).<sup>16</sup> Das Aufspüren potentieller Venture Capital-Partner verursacht Suchkosten. Die Abschätzung der Erfolgsaussichten einer Unternehmung, der Markt- und Ertragspotentiale der Produkte, der Entwicklung der Konkurrenzsituation, der erforderlichen Managementmaßnahmen, der Seriosität der Geschäftspartner etc. bringt Informationskosten in erheblichem Umfang mit sich. Die Realisierung einer Venture Capital-Beteiligung zieht unweigerlich Verhandlungs-, Entscheidungs- und Überwachungskosten nach sich. Der Investmentprozeß wird durch solche Transaktionskosten erheblich behindert. Viele per se lohnende Venture Capital-Investments kommen nur deshalb nicht zustande, weil die damit verbundenen Transaktionskosten zu hoch sind.

15

Vgl.: *Forschungsinstitut der Friedrich-Ebert-Stiftung* (1995), S. 12. Beispielsweise Seibert warnt vor dem Machtverlust des Unternehmensgründers bei Mehrheitsbeteiligungen durch Venture Capitalists. Vgl.: *Seibert, Hans-Dieter* (1998), S. 232.

16

Richter und Furubotn unterscheiden drei Grundtypen von Transaktionskosten: Politische Transaktionskosten, Unternehmenstransaktionskosten und Markttransaktionskosten. Die beiden zuerst genannten Kategorien von Transaktionskosten können im Zusammenhang intermediationstheoretischer Fragestellungen vernachlässigt werden. Von großer Bedeutung ist dagegen die Gruppe der Markttransaktionskosten. Martin verwendet diesbezüglich den Begriff der Transaktionskoordinationskosten (TKK). Walz nimmt eine abweichende Systematisierung von Transaktionskosten vor. Er unterscheidet einmalige Transaktionskosten (Kosten der Marktetablierung oder Markterweiterung) und laufende bzw. wiederkehrende Transaktionskosten (Anbahnungskosten, Vorbereitungskosten, Durchführungskosten, Prüf- und Kontrollkosten, Anpassungs- und Veränderungskosten). Albach und Michaelis differenzieren den Transaktionskostenbegriff noch weitreichender. Vgl.: *Richter, Rudolf; Furubotn, Eirik* (1996), S. 49-56; *Martin, Frank* (1994), S. 65-67; *Walz, Hartmut* (1991), S. 43-50; *Albach, Horst* (1988), S. 1160-1165; *Michaelis, Elke* (1985), S. 100.

### 3

#### Venture Capital-Gesellschaften als Finanzintermediäre

Diese Schwierigkeit zu überwinden, ist die Aufgabe von Venture Capital-Gesellschaften. Sie fungieren als Finanzintermediär zwischen Kapitalgebern und -nehmern. Durch gezielte Senkung der Transaktionskosten erleichtern oder ermöglichen sie die Geschäftsverbindungen zwischen Unternehmensgründern und Investoren.

Die Transaktionskostenreduzierung durch Einschaltung einer Venture Capital-Gesellschaft als Intermediär ist im einzelnen auf folgende Wirkungen zurückzuführen:

- Der Kapitalbedarf einer jungen Unternehmung kann nur in Ausnahmefällen von einem Privatinvestor allein befriedigt werden. Zumeist dürfte es erforderlich sein, mehrere Investoren zu gewinnen. Die Privatinvestoren ihrerseits werden üblicherweise bemüht sein, ihr Risiko als Venture Capitalist durch ein Mindestmaß an Diversifizierung zu verringern und sich an mehreren verschiedenen Jungunternehmen zu beteiligen. Damit sind Kapitalanbieter wie -nachfrager gezwungen, mit vielen potentiellen und tatsächlichen Transaktionspartnern Kontakt aufzunehmen, in Verhandlungen zu treten, Abstimmungen vorzunehmen etc. Die Einschaltung des Intermediärs verringert die Anzahl der Transaktionsbeziehungen und in der Regel auch die Anzahl der erforderlichen Transaktionen.<sup>17</sup> Jungunternehmer und Investoren haben dann jeweils nur noch einen Transaktionspartner, nämlich die Venture Capital-Gesellschaft. Durch das Pooling der anlagesuchenden Mittel ist die Venture Capital-Gesellschaft in der Lage, den Finanzbedarf mehrerer Jungunternehmen voll zu decken. Damit ist gleichzeitig das Bedürfnis der Investoren nach einer Streuung der Mittel befriedigt. Die Verringerung der Anzahl der Transaktionsbeziehungen sowie der Anzahl der erforderlichen Transaktionen führt zu einer Verringerung der Informations-, Anbahnungs-, Verhandlungs- und Entscheidungskosten.
- Intermediäre können sich zu institutionalisierten Treffpunkten für Anbieter und Nachfrager entwickeln.<sup>18</sup> Für den Investor ist es unter Um-

17

Vgl.: Breuer, Wolfgang (1993), S. 67-68.

18

Vgl.: Gerke, Wolfgang; Pfeufer, Gabriele (1995), Sp. 729; Schefczyk, Michael (1998), S. 133-134.

ständen sehr mühsam und zeitaufwendig, aus der Grundgesamtheit aller Unternehmen diejenigen herauszufinden, die Venture Capital suchen. Für die Jungunternehmer hingegen kann die Investorenakquisition sehr zeitaufwendig und kostenträchtig sein, da nur ein kleiner Teil der Kapitalanbieter bereit ist, Mittel in Form von Wagniskapital zur Verfügung zu stellen. Venture Capital-Gesellschaften stellen für beide Seiten einen institutionalisierten Treffpunkt dar. Angebot und Nachfrage treffen in gezielter Weise aufeinander. Das kann zu einer erheblichen Verringerung der Suchkosten beitragen.<sup>19</sup>

- Durch die größere Transaktionshäufigkeit ist der Intermediär stärker motiviert und eher in der Lage, eine Reputation als verlässlicher Transaktionspartner aufzubauen, als dies für jeden einzelnen Marktteilnehmer möglich wäre.<sup>20</sup> Die langjährige, erfolgreiche Arbeit einer Venture Capital-Gesellschaft überzeugt nicht nur potentielle Investoren davon, daß die Gesellschaft in der Lage ist, vielversprechende Jungunternehmen zu identifizieren. Auch die Jungunternehmer können daran ablesen, daß die Venture Capital-Gesellschaft über das Know how und die Manpower verfügt, um junge Unternehmen zu fördern und am Markt zu etablieren. Dies kann zur Verringerung der Informations- und Entscheidungskosten beitragen.
- Die Venture Capital-Gesellschaft kann als Intermediär durch die Standardisierung von Mitbestimmungsrechten, Sicherheitsleistungen und sonstigen Vertragsbedingungen die Informations-, Verhandlungs- und Entscheidungskosten senken.<sup>21</sup>
- Transaktionen sind teilweise mit fixen, das heißt weder von der Transaktionshäufigkeit noch vom Transaktionsvolumen abhängenden Transaktionskosten verbunden. So müssen beispielsweise genaue Kenntnisse bezüglich der gesetzlichen Rahmenbedingungen erworben werden. Der damit verbundene Aufwand kann bei einer Bündelung der Transaktionsaktivitäten auf eine größere Zahl von Transaktionen verteilt werden.

19

Vgl.: *Bernet, Beat* (1998), S. 173.

20

Vgl.: *Breuer, Wolfgang* (1995), S. 517 u. 532-533.

21

Vgl.: *Schefczyk, Michael* (1998), S. 134.

Transaktionen gehen außerdem häufig mit degressiv verlaufenden, variablen Transaktionskosten einher. Beispielsweise fällt die Prüfung der Zuverlässigkeit und Bonität von Transaktionspartnern mit zunehmender Kenntnis der Marktteilnehmer immer leichter.<sup>22</sup> Hier greift eine Übungs- beziehungsweise Erfahrungsdegression (Lernkurveneffekt). In beiden Fällen gehen bei steigender Anzahl von Transaktionen die Kosten pro Transaktion zurück.<sup>23</sup>

Durch die Bündelung der Transaktionsaktivitäten kann der Einsatz von speziellen Technologien lohnend werden, so daß die Transaktionskosten pro Transaktion gesenkt werden können.<sup>24</sup>

Diese als *economies of scale* bekannten Effekte sprechen für eine Bündelung der Transaktionsaktivitäten bei einem Intermediär.<sup>25</sup> Auf diese Weise können Informations-, Anbahnungs-, Entscheidungs- und Überwachungskosten verringert werden. Economies of scale-Effekte treten bei Venture Capital-Gesellschaften insbesondere bei der Prüfung der Zukunftsaussichten junger Unternehmen, beim Abbau der Projektintransparenz sowie bei der Förderung junger Unternehmen durch Nutzung eines weitverzweigten Kontakt- und Beziehungsgeflechtes auf.

- Venture Capital-Gesellschaften beschränken sich in der Regel nicht auf die Vermittlung von Wagniskapital (Finanzierungsfunktion). Vielmehr beteiligen sie sich aktiv an der Entwicklung des Unternehmens, indem sie Geschäftserfahrung und vor allem Geschäftskontakte einbringen (Beratungsfunktion).<sup>26</sup> Aufgrund der gleichzeitigen Ausübung beider Funktionen können sich beispielsweise nutzbringende vertikale oder

22

Vgl.: Strittmatter, Franz Josef; Wielpütz, Jan Frederic (1998), S. 184.

23

Vgl.: Breuer, Wolfgang (1993), S. 69-74; Gerke, Wolfgang; Pfeufer, Gabriele, a.a.O., Sp. 729.

24

Vgl.: Gerke, Wolfgang; Pfeufer, Gabriele (1995), Sp. 729-730.

25

Vgl.: Breuer, Wolfgang (1994), S. 291; Schefzcyk, Michael (1998), S. 134; Misirli, Osman (1988), S. 174-175.

26

Vgl.: Kühn, Thomas W. (1990), S. 608; Breuer, Rolf-E. (1997), S. 325; Pleschak, Franz; Kulicke, Marianne; Stummer, Frank (1998), S. 37-41; Schwartz, Thomas (1991), S. 43; Rütschi, Klaus A. (1989), S. 52.

horizontale Integrationen mehrerer betreuter Unternehmen ergeben. Damit resultieren aus der kombinierten Erstellung verschiedener Intermediationsleistungen positive Synergie- bzw. spill-over-Effekte, die zu einer Kostendegression führen. Dieser als *economies of scope*<sup>27</sup> bekannte Effekt kann zu einer Verringerung des gesamten Spektrums der Markttransaktionskosten führen.

- Die Zusammenfassung von vielen Transaktionen zu einem Transaktionsportfolio führt durch den Diversifizierungseffekt zu einer Risikominderung für alle Beteiligten. Dies ermöglicht Einsparungen von Informations- und Überwachungskosten für den Investor.<sup>28</sup> Wäre er nur an einem Jungunternehmen beteiligt, wäre ein Scheitern dieser Unternehmung gleichbedeutend mit einem Totalverlust seines gesamten Investments. Dementsprechend stünde er unter hohem Druck, mit weitreichenden Überprüfungsmaßnahmen soweit wie irgend möglich sicherzustellen, daß das Jungunternehmen auf Erfolgskurs ist und bleibt. Bei einem diversifizierten Investment ist dagegen eine höhere Fehlertoleranz zu erwarten. In welcher Weise eine Venture Capital-Gesellschaft ihr Unternehmensportfolio diversifizieren kann, wird wegen der großen praktischen Bedeutung dieses Aspektes im Abschnitt 4 im einzelnen dargestellt.

Zusammenfassend läßt sich feststellen: Venture Capital-Gesellschaften verfügen als Intermediäre zwischen Wagniskapitalanbietern und -nachfragern über ein weitreichendes Repertoire an Möglichkeiten, die Markttransaktionskosten bei der Zusammenführung von Angebot und Nachfrage zu vermindern. Sofern die Transaktionskostensparnisse den Intermediationsaufwand spürbar überkompensieren, wird ein Effizienzgewinn und damit auch ein besseres Funktionieren des gesamten Venture Capital-Marktes erreicht.

27

Zu den Begriffen *economies of scale* und *economies of scope* vgl.: Bohr, Kurt (1996), Sp. 375-386.

28

Vgl.: Breuer, Wolfgang (1994), S. 291-292 u. 295-296.

## 4 Diversifizierung des Unternehmensportfolios

Die Erfolgsaussichten von Venture Capital-Gesellschaften hängen sicherlich in erster Linie davon ab, ob sie über kompetente und talentierte Unternehmensakquisiteure verfügen. Je besser antizipiert wird, welche Chancen ein Jungunternehmen zukünftig am Markt haben wird, desto höher wird die Quote gewinnbringend weiterveräußerter Unternehmen ausfallen. Darüber hinaus spielt die aktive Teilnahme der Venture Capital-Gesellschaft an der Unternehmensentwicklung eine herausragende Rolle.<sup>29</sup> Je höher die Qualität des Managementinputs ausfällt, desto besser werden sich die Jungunternehmen am Markt etablieren können.

Ob eine Venture Capital-Gesellschaft über Unternehmensakquisiteure mit der richtigen „Spürnase“ und über Berater mit überdurchschnittlichen Fähigkeiten verfügt, ist für den Investor jedoch schwer abzuschätzen.<sup>30</sup> Selbst ein langjähriger Track Record gibt nur über die Anlageerfolge der Vergangenheit Auskunft. Für eine aktuell anstehende Investitionsentscheidung ist jedoch ausschließlich der künftige Erfolg von Bedeutung.

Die Unsicherheit über den Erfolg eines Wagniskapitalinvestments kann im Vorhinein nicht ausgeräumt werden. Im Gegenteil: Das überdurchschnittliche Risiko ist ein konstitutives Element von Venture Capital-Investments. Aber anhand des Unternehmensportfolios lassen sich Aussagen über die Risikostruktur eines Wagniskapitalproduktes (beispielsweise Venture Capital-Fonds) machen. Die Varianz der Fondsperformance wird um so geringer ausfallen, je stärker die Unternehmensbeteiligungen über verschiedene Branchen und Entwicklungsphasen der Jungunternehmen diversifiziert sind.<sup>31</sup>

29

Vgl.: Büschgen, Hans E. (1985), S. 13; Weiss, Branco (1991), S. 76; Hertz-Eichenrode, Albrecht (1998), S. 13-14.

30

Christoph Benner empfiehlt, „darauf zu achten, ob das Management der Beteiligungsgesellschaft in der Vergangenheit erfolgreiche Jungunternehmen entdeckt habe“. Vgl.: Katzenberger, Paul (1999), S. 29. Dabei wird jedoch außer Acht gelassen, daß die Vergangenheit nicht zwangsläufig ein guter Indikator für die Zukunft sein muß. Ob beispielsweise ein besonders erfolgreicher Akquisiteur inzwischen das Unternehmen verlassen hat, läßt sich für den Außenstehenden kaum nachvollziehen.

31

Vgl.: Boehm-Bezing, Philip von (1998), S. 190; Rüttschi, Klaus A. (1989), S. 48-49; Katzenberger, Paul (1999), S. 29. Differenziertere Ansatzpunkte für die Diversifizierung des Unternehmensportfolios nennt Schühlsler. Vgl.: Schühlsler, Helmut (1997), S. 68-70.



Jungunternehmen, die ein starkes Wachstumspotential aufweisen, finden sich vor allem in den Branchen Kommunikations- und Informationstechnologie, Kommunikations- und Informationsdienstleistungen, Gen- und Biotechnologie, Umwelttechnik, Medizin, Maschinenbau, Flug- und Raumfahrttechnik, neue Werkstoffe, alternative Energiegewinnung, Prozeßsteuerung und Elektronik.<sup>32</sup> Da die Entwicklung dieser Branchen zum Teil nur gering, in jedem Fall aber nicht vollständig miteinander korreliert sind, führt eine Branchendiversifizierung im Unternehmensportfolio zwangsläufig zu einer Risikominderung, ohne daß eine Verringerung des Ertragspotentials damit einhergehen muß.

Der Wachstumszyklus von Unternehmen läßt sich in fünf bis sieben Investitions- bzw. Finanzierungsphasen unterteilen:<sup>33</sup>

- Seed-Phase  
In dieser Phase dominieren die Ausreifung der Unternehmensidee, grundlegende Forschungsaktivitäten und erste Arbeiten an Prototypen. Es werden noch keine Verkaufserlöse erzielt. Die Aufwendungen für Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten können dagegen sehr hoch sein. Die Finanzierung erfolgt durch persönliche Einlagen der Unternehmer, staatliche Fördermittel und Venture Capital.<sup>34</sup>
- Start Up-Phase  
Nun wird die Produktentwicklung zum Abschluß gebracht, die Produktion vorbereitet und erste Marketingaktivitäten entfaltet. In den meisten Fällen wird in diesem Stadium die Unternehmensgründung vollzogen. Nach wie vor stehen den Aufwendungen keine Verkaufserlöse gegenüber. Unverändert erfolgt die Finanzierung allein durch persönli-

32

Vgl.: Hofstätter, Karl (1992), S. 168-169; Bygrave, William D.; Timmons, Jeffrey A. (1992), S. 95-123; Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (1998), S. 79.

33

Vgl.: Bell, Markus G. (1999b), S. 373; Bohne, Andreas (1999), S. 3-4; Christen, Daniel V. (1991), S. 38-42; Breuel, Birgit (1988), S. 583-584; Schefczyk, Michael (1998), S. 35-36; Zemke, Ralf (1995), S. 28-36. Abweichend von diesem Ansatz zeigt Bohne in Anlehnung an die Genes Venture Services GmbH auch überlappende Phasen des Venture Capital-Fondsmanagements. Vgl.: Bohne, Andreas (1998d), S. 20.

34

Vgl.: Schefczyk, Michael (1998), S. 35; Sidler, Sonja (1997), S. 8-9; Christen, Daniel V. (1991), S. 39; Zemke, Ingo (1995), S. 29-31. Breuel und Zemke sehen den Kapitalbedarf in dieser Phase in der Regel als sehr gering an. Vgl. Breuel, Birgit (1988), S. 583; Zemke, Ingo (1995), S. 29.

che Einlagen der Unternehmer, staatliche Fördermittel und Venture Capital.<sup>35</sup>

- **First Stage-Phase**  
Das Unternehmen tritt erstmals mit seinen neuen Produkten am Markt auf. Gleichzeitig ist der Aufbau von Fertigung und Vertrieb zu bewältigen. Das Unternehmen wird in verschiedene Aufgabenbereiche aufgegliedert und zusätzliches Personal wird akquiriert. Neben den bisherigen Finanzierungsquellen stehen nun auch erste Verkaufserlöse sowie Lieferantenkredite zur Verfügung.<sup>36</sup>
- **Second Stage-Phase**  
In dieser Phase steht die Marktdurchdringung durch Ausbau der Vertriebskanäle im Vordergrund. Die Ausweitung der Produktion geht damit einher. Zum ersten Mal kommt Fremdkapital zur Finanzierung in Frage.<sup>37</sup>
- **Third Stage-Phase (Bridge-Phase)**  
Die Ausweitung des Vertriebs auf internationale Märkte sowie die Überwindung anderer Wachstumsschwellen stehen im Mittelpunkt dieser Phase. Häufig wird zu dieser Zeit der Börsengang oder die Veräußerung des Unternehmens an einen Konzern vorbereitet. Damit rückt das Ende des Venture Capital-Investments in greifbare Nähe.<sup>38</sup>
- **Later Stage-Phase**  
Gelegentlich kommt es noch zu einer Diversifizierung der Produktpalette, zu einer weiteren Expansion und erforderlichenfalls zu Restruktu-

35

Vgl.: *Schefczyk, Michael* (1998), S. 35; *Sidler, Sonja* (1997), S. 9; *Christen, Daniel V.* (1991), S. 39-40; *Breuel, Birgit* (1988), S. 583; *Zemke, Ingo* (1995), S. 31-32.

36

Vgl.: *Christen, Daniel V.* (1991), S. 41; *Sidler, Sonja* (1997), S. 9; *Breuel, Birgit* (1988), S. 583-584; *Zemke, Ingo* (1995), S. 33-34.

37

Vgl.: *Schefczyk, Michael* (1998), S. 36; *Sidler, Sonja* (1997), S. 9; *Breuel, Birgit* (1988), S. 584; *Zemke, Ingo* (1995), S. 34.

38

Vgl.: *Schefczyk, Michael* (1998), S. 36; *Christen, Daniel V.* (1991), S. 41; *Breuel, Birgit* (1988), S. 584; *Zemke, Ingo* (1995), S. 34.

rierungs- oder Sanierungsmaßnahmen. Häufig dürften diese Aktivitäten mit Fremdkapital finanziert werden, doch kann hier noch einmal der Einsatz von Venture Capital gefragt sein.<sup>39</sup>

- **Divesting Stage-Phase**  
Abschließend kommt es zum Börsengang, zum Verkauf des Unternehmens an ein anderes Unternehmen oder zu einem Management Buy Out. In jedem Fall fließt nun das Wagniskapital an die Investoren zurück. Anteilig partizipieren sie an der Wertsteigerung des Unternehmens.<sup>40</sup>

Eine Diversifizierung des Unternehmensportfolios nach Investitions- beziehungsweise Finanzierungsphasen bringt insbesondere zwei erwünschte Wirkungen mit sich. Zum einen wird durch die Staffelung der Investitions- beziehungsweise Desinvestitionszeitpunkte eine Querfinanzierung möglich. So werden beispielsweise die Anteilshalter von geschlossenen Venture Capital-Fonds in geringerem Maße mit sich abwechselnden Ausschüttungen und Nachschußerfordernissen belastet. Zum anderen wird damit eine zeitliche Aufächerung der Börsengänge beziehungsweise Unternehmensverkäufe erreicht, was die Anfälligkeit der Gesamterträge bezüglich schwacher Börsenphasen deutlich verringert. Die Varianz der Fondsperformance wird also um so geringer ausfallen, je stärker die Unternehmensbeteiligungen über verschiedene Entwicklungsphasen der Jungunternehmen diversifiziert sind.<sup>41</sup>

Eine breite Diversifizierung der Unternehmenbeteiligungen ist für den Einzelinvestor aufgrund seines begrenzten Anlagevolumens kaum zu erreichen. Venture Capital-Gesellschaften sind in besonderem Maße geeignet, den dargestellten Diversifizierungseffekt für jeden Einzelinvestoren zu ermöglichen.<sup>42</sup>

39

Vgl.: *Christen, Daniel V.* (1991), S. 41-42; *Zemke, Ingo* (1995), S. 34-35.

40

Vgl.: *Christen, Daniel V.* (1991), S. 41-42; *Sidler, Sonja* (1997), S. 10.

41

Vgl. *Rütschi, Klaus A.* (1989), S. 51. In den letzten Jahren zeichnete sich in den USA trotz der damit verbundenen höheren Risikoexposition ein Trend zur Spezialisierung von Venture Capital-Gesellschaften auf ganz bestimmte Sparten von Jungunternehmen ab. Vgl.: *Schilit, Keith W.; Willig, John T. (Hrsg.)* (1996), S. 27-42.

42

Siehe dazu auch Kapitel 3.

## 5

### Fazit

Venture Capital-Gesellschaften können als Finanzintermediäre erheblich zur Senkung der Markttransaktionskosten beitragen. Eine effiziente Zusammenführung von Wagniskapitalangebot und -nachfrage ist - von Einzelfällen abgesehen<sup>43</sup> - ohne Finanzintermediation nur schwer vorstellbar.<sup>44</sup> Versuche, im deutschen Sprachraum Venture-Börsen als Intermediär zu etablieren, verlaufen bisher recht schleppend.<sup>45</sup> Dementsprechend kommt den Venture Capital-Gesellschaften auch weiterhin eine herausragende Rolle bei der weiteren Entwicklung des Wagniskapitalmarktes in Deutschland zu.

43

Ohne Finanzintermediäre kommen Investoren aus, die selbst über weitreichende fachliche Kenntnisse und über Managementenerfahrung verfügen. Diese sogenannten Business Angels beziehen jedoch häufig weitere, auch fachfremde Investoren als Venture Capital-Geber mit ein. Auf diese Weise werden sie selbst zu Intermediären, die in ihrer Funktion von Venture Capital-Gesellschaften nicht mehr zu unterscheiden sind.

44

Spremann baut eine andere Argumentation auf, kommt jedoch weitgehend zu demselben Ergebnis. Vgl. *Spremann, Klaus* (1998), S. 141-143. Schefczyk kommt zu einem zurückhaltenderen Urteil. Vgl.: *Schefczyk, Michael* (1998), S. 143-144.

45

Die Gründung einer Venture Capital-Börse in Basel ist gescheitert. Vgl.: *Börsen-Zeitung* (1998), S. 13. Neue Ansätze im Umfeld der Stuttgarter und der Rheinisch-Westfälischen Börse zeigen jedoch, daß das Bemühen um eine zumindest börsenähnliche Intermediation von Venture Capital fortbesteht. Vgl.: *Süddeutsche Zeitung* (1998), S. 29; *Tatzl, Andreas* (1999), S. 28; *Widrat, Susanne* (1999), S. 46. In Österreich ist es immerhin gelungen, eine börsenähnliche Venture Capital-Vermittlungsagentur auf den Weg zu bringen. Vgl.: *Dorn, Helmut* (1997), S. 59-63. Gerke schlägt die Errichtung einer Deutschen Informationsbörse (DIB) vor. Vgl.: *Gerke, Wolfgang* (1995), S. 18-19; *Gerke, Wolfgang* (1991), S. 39. Die Kreditanstalt für Wiederaufbau hat in Zusammenarbeit mit der Deutsche Börse AG das Deutsche Eigenkapitalforum im Internet eingerichtet. Außerdem fanden seit 1997 einige Eigenkapitalbörsen in Berlin und Leipzig statt, die aber eher Messe- als Börsencharakter hatten. Vgl.: *Leinberger, Detlef* (1998), S. 218; *Heilmann, Dirk Hinrich* (1999), S. 14.

## 6

### Literatur

- Albach, Horst (1988): Kosten, Transaktionen und externe Effekte im betrieblichen Rechnungswesen. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Heft 11/1988, S. 1143-1170
- Bell, Markus G. (1999a): Venture Capital. In: WISU, 1/1999, S. 53-56.
- Bell, Markus G. (1999b): Venture Capitalist oder Angel – Welcher Kapitalgeber stiftet größeren Nutzen? In: Die Bank, 6/1999, S. 372-377.
- Bernet, Beat (1998): Finanzintermediation und Risikofinanzierung. In: Scheidegger, Alfred; Hofer, Helmut; Scheuenstuhl, Gerhard (Hrsg.): Innovation – Venture Capital – Arbeitsplätze. Antworten zu den Kernfragen. Bern/Stuttgart/Wien 1998, S. 169-178.
- BFuP (1999): Existenzgründung. In: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis (BFuP), 3/1999, S. 322-332.
- Boehm-Bezing, Philip von (1998): Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen durch Finanzintermediäre. Studienreihe der Stiftung Kreditwirtschaft an der Universität Hohenheim, Bd. 21, Berlin 1998
- Bohne, Andreas (1998a): Bei Venture Capital ist offenbar endlich der Knoten geplatzt. In: Handelsblatt, 08.06.1998, S. 21
- Bohne, Andreas (1998b): Kapitalzustrom verändert die Spielregeln der Branche. In: Handelsblatt, 12./13.06.1998, S. 14
- Bohne, Andreas (1998c): Die Erfahrung der Firmengründer ist unschätzbar. In: Handelsblatt, 24.06.1998, S. 14
- Bohne, Andreas (1998d): Deutschlands ältestes Venture-Haus wagt sich wieder hoch hinaus. In: Handelsblatt, 08.09.1998, S. 20
- Bohne, Andreas (1999): Investieren in Chancen. In: Handelsblatt: Venture Capital. Handelsblatt Broschüren, Düsseldorf 1999, S. 3-5
- Bohr, Kurt (1996): Economies of Scale und Economies of Scope. In: Kern, Werner; Schröder, Hans-Horst; Weber Jürgen (Hrsg.): Handwörterbuch der Produktionswirtschaft. 2. völlig neu gestaltete Aufl., Stuttgart 1996, Sp. 375-386
- Börsen-Zeitung (1998): Basler Pläne für Venture-Börse geplatzt. In: Börsen-Zeitung, 09.07.1998, S. 13
- Breuel, Birgit (1988): Venture Capital. In: Christians, F. Wilhelm: Finanzierungshandbuch. 2. völlig überarb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 1988, S. 577-598
- Breuer, Rolf-E. (1997): Venture Capital - besseres Umfeld ist notwendig. In: Die Bank, 6/1997, S. 324-329
- Breuer, Wolfgang (1993): Finanzintermediation im Finanzmarktgleichgewicht. Wiesbaden 1993
- Breuer, Wolfgang (1994): Finanzintermediation und Wiederverhandlungen. In: Kredit und Kapital, Heft 2/1994, S. 291-309

- Breuer, Wolfgang (1995): Finanzintermediation und Reputationseffekte. In: Kredit und Kapital, Heft 4/1995, S. 516-534
- Büschgen, Hans E. (1985): Venture Capital - Die Sicht der Kreditwirtschaft. SK-Texte der Stadtsparkasse Köln, Nr. 14, Köln 1985
- Bundesministerium für Wirtschaft (Hrsg.) (1996): Risikokapital für Existenzgründer und mittelständische Unternehmen. Bonn 1996
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (1998): BVK Jahrbuch 1998, Berlin 1998
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (1999): BVK Statistik 1998, Berlin 1999
- BVK Nachrichten (1998): Venture Capital in Europa 1997. In: BVK Nachrichten, Special vom 25.06.1998
- Bygrave, William D.; Timmons, Jeffrey A. (1992): Venture Capital at the Crossroads. Boston 1992
- Christen, Daniel V. (1991): Anlagen in Venture Capital-Fonds. Ein Beitrag zum besseren Verständnis des internationalen Venture Capital-Geschäfts aus Investorensicht. Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Bd. 144, Bern/Stuttgart 1991
- Christians, F. Wilhelm (1988): Erschließung des Kapitalmarktes als Quelle für Risikokapital. In: Christians, F. Wilhelm: Finanzierungshandbuch. 2. völlig überarb. u. erw. Aufl., Wiesbaden 1988, S. 525-562
- Delamuraz, Jean-Pascal (1991): Vorwort zu: Weiss, Branco (Hrsg.): Praxis des Venture Capital. Zürich 1991
- Deutsche Sparkassenzeitung (1999): Förderprogramme für Risikokapital. In: Deutsche Sparkassenzeitung, 30.04.1999, S. 8
- Dorn, Helmut (1997): Erfahrungen mit Seedfinancing. Neue Chancen mit „Business Angels“. In: Stadler, Wilfried (Hrsg.): Beteiligungsfinanzierung. Neue Chancen für Risikokapital. Wien 1997, S. 53-63
- Forschungsinstitut der Friedrich-Ebert-Stiftung (Hrsg.) (1995): Risikokapital für junge Technologieunternehmen. Erfahrungen und neue Möglichkeiten. Reihe „Wirtschaftspolitische Diskurse“, Nr. 72, Bonn 1995
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (1998a): Der Zugang zu Wagniskapital soll in Deutschland leicht gelingen. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 15.09.1998, S. 19
- Frankfurter Allgemeine Zeitung (1998b): Banken tun sich schwer mit Gründungsfinanzierungen. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 25.04.1998, S. 16
- Geier, Christian (1997): Venture capital – Risiko und Chance. In: Finanz und Wirtschaft, 25.10.1997, S. 42
- Gerke, Wolfgang (1995): Der Finanzplatz Deutschland braucht Innovation statt Reaktion. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 1, 1995, S. 16-26
- Gerke, Wolfgang (1991): Aufgabenstellung und Akzeptanz einer Informationsbörse für Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen. In: In-

- stitut für Mittelstandsforschung der Universität Mannheim (Hrsg.): Risikokapital für Mittelständische Unternehmen. Veröffentlichungen des Instituts für Mittelstandsforschung, Nr. 5, Mannheim 1991, S. 15-39
- Gerke, Wolfgang; Pfeufer, Gabriele (1995): Finanzintermediation. In: Gerke, Wolfgang; Steiner, Manfred (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens. 2. überarb. u. erw. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 727-735
- Haller, Heinz (1991): Beteiligungskapital in den neuen Bundesländern. In: Institut für Mittelstandsforschung der Universität Mannheim (Hrsg.): Risikokapital für Mittelständische Unternehmen. Veröffentlichungen des Instituts für Mittelstandsforschung, Nr. 5, Mannheim 1991, S. 71-74
- Hägele, Jürgen (1991): Der Beitrag öffentlicher und privater Kapitalbeteiligungsgesellschaften zur Risikokapitalbereitstellung. In: Institut für Mittelstandsforschung der Universität Mannheim (Hrsg.): Risikokapital für Mittelständische Unternehmen. Veröffentlichungen des Instituts für Mittelstandsforschung, Nr. 5, Mannheim 1991, S. 45-54
- Handelsblatt (1999a): In die Gründer-Euphorie mischen sich Sorgen. In: Handelsblatt, 21.06.1999, S. 27
- Handelsblatt (1999b): Venture Capital. Handelsblatt Broschüren, Düsseldorf 1999
- Heilmann, Dirk Hinrich (1999): Kontakthof für Innovatoren und Investoren. In: Handelsblatt, 16./17.04.1999, S. 14
- Hertz-Eichenrode, Albrecht (1998): Die Entwicklung des Beteiligungsmarktes in Deutschland. In: Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BKV): Jahrbuch 1998. S. 9-17
- Hofstätter, Karl (1992): Small Business und Venture Capital in den USA und Österreich. Wiesbaden 1992
- Kaminski, Ralf (1988): Venture Capital. Risikokapital für innovative mittelständische Unternehmen. Reihe „Kapitalversorgung der mittelständischen Wirtschaft“, Bd. 1, Spardorf 1988
- Katzenberger, Paul (1999): Der Börse einen Schritt voraus. In: Süddeutsche Zeitung, 15.07.1999, S. 29
- Klemm, Lothar (1998): Wagniskapitalförderung als Ländersache? In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 5/1998, S. 207
- Kölle, Hans Martin (1999): Risikokapitalgesellschaften profitieren vom Neuen Markt. In: Finanz und Wirtschaft, 09.06.1999, S. 37
- Kowalewsky, Reinhard (1999): Die neuen Pioniere. In: Capital, H. 11, 1999, S. 86-110
- Krahenen, H.-Joachim (1991): Risikoverhalten mittelständischer Unternehmer. In: Institut für Mittelstandsforschung der Universität Mannheim (Hrsg.): Risikokapital für Mittelständische Unternehmen. Veröffentlichungen des Instituts für Mittelstandsforschung, Nr. 5, Mannheim 1991, S. 3-8
- Kühr, Thomas W. (1990): Venture Capital. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 11/1990, S. 607-608

- Kulicke, Marianne (1998): Der Aufbau eines Marktes für Beteiligungskapital. Stuttgart 1998
- Kulicke, Marianne (Hrsg.) (1993): Chancen und Risiken junger Technologieunternehmen. Heidelberg 1993
- Kulicke, Marianne; Müller, Emanuel (1995): Renditen von Venture-Capital-Gesellschaften. Eine Literaturlauswertung zum amerikanischen und europäischen Venture-Capital-Markt. Karlsruhe 1995
- Kulicke, Marianne; Wupperfeld, Udo (1996): Beteiligungskapital für junge Technologieunternehmen. Heidelberg 1996
- Leinberger, Detlef (1998): Risikokapital für kleine und mittlere Unternehmen: Erfahrungen der Kreditanstalt für Wiederaufbau. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 5/1998, S. 216-218
- Mai, Jochen (1998): Risikokapital gibt's genug. In: Wirtschaftswoche, Nr. 21, 14.05.1998, S. 110-114
- Martin, Frank (1994): Wettbewerbliche Neuorientierung von Kreditgenossenschaften. Eine Betrachtung unter besonderer Berücksichtigung transaktionskostenökonomischer Überlegungen zum Finanzverbund. Berlin 1994
- Michaelis, Elke (1985): Organisation unternehmerischer Aufgaben - Transaktionskosten als Beurteilungskriterium. Frankfurt/Bern/New York 1985
- Misirli, Osman (1988): Venture-Capital-Gesellschaften als Intermediäre auf dem Kapitalmarkt. Reihe Gründung, Innovation und Beratung, Bd. 8, Bergisch Gladbach/Köln 1988
- Narat, Ingo (1998): Immer mehr Geld fließt nach Deutschland. In: Handelsblatt, 08.06.1998, S. 27
- Neumann, Gerd (1999): Technologietransfer in Deutschland - Illusion und Wirklichkeit. In: Handelsblatt, 06.01.1999, S. 19
- Pahlen, Dieter (1998): WGZ Venture-Capital Gesellschaft: Erwartungen an ein junges Unternehmen. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 5/1998, S. 224-225
- Pichotta, Andreas (1990): Die Prüfung der Beteiligungswürdigkeit von innovativen Unternehmungen durch Venture Capital-Gesellschaften. Reihe Gründung, Innovation und Beratung, Bd. 11, Bergisch Gladbach/Köln 1990
- Pleschak, Franz; Kulicke, Marianne; Stummer, Frank (1998): Beteiligungsfinanzierung in Technologie-Unternehmen der Neuen Bundesländer. Karlsruhe/Freiburg 1998
- Richter, Rudolf; Furubotn, Eirik (1996): Neue Institutionenökonomik. Eine Einführung und kritische Würdigung. Tübingen 1996
- Rudolph, Bernd (1999): Vermittler zwischen Gründung und Börsengang. In: Süddeutsche Zeitung, 15.07.1999, S. 29
- Rütschi, Klaus A. (1989): Wie man Innovationen durch Corporate Venturing beschafft. In: io Management Zeitschrift, Nr. 6, 1989, S. 48-52



- Schefczyk, Michael (1998): Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften. Betriebswirtschaftliche Abhandlungen, Neue Folge, Bd. 106, Stuttgart 1998
- Schilit, Keith W.; Willig, John T. (Hrsg.) (1996): International Directory of Venture Capital Funds. Chicago/London 1996
- Schühler, Helmut (1997): Venture Finanzierungen I: Erfolgskriterien und Entwicklungsmöglichkeiten in Österreich. In: Stadler, Wilfried (Hrsg.): Beteiligungsfinanzierung. Neue Chancen für Risikokapital. Wien 1997, S. 64-73
- Schwartz, Thomas (1991): Venture Capital – Treibstoff für die Unternehmensentwicklung. In: Institut für Mittelstandsforschung der Universität Mannheim (Hrsg.): Risikokapital für Mittelständische Unternehmen. Veröffentlichungen des Instituts für Mittelstandsforschung, Nr. 5, Mannheim 1991, S. 41-43
- Seibert, Hans-Dieter (1998): Vier-Stufen-Modell der Venture-Capital-Finanzierung. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 5/1998, S. 231-233
- Sidler, Sonja (1997): Risikokapital-Finanzierung von Jungunternehmen. 2. Aufl., Bern/Stuttgart/Wien 1997
- Spremann, Klaus (1998): Venture Capital – Was ist das? In: Scheidegger, Alfred; Hofer, Helmut; Scheuenstuhl, Gerhard (Hrsg.): Innovation – Venture Capital – Arbeitsplätze. Antworten zu den Kernfragen. Bern/Stuttgart/Wien 1998, S. 129-143
- Staudt, Erich (1998): Das Märchen vom Risikokapitalmangel. In: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 29.04.1998, S. 19
- Strittmatter, Franz Josef; Wielpütz, Jan Frederic (1998): Venture Capital: Treibstoff für Traumrenditen. In: Impulse, 6/1998, S. 180-190
- Süddeutsche Zeitung (1998): Guter Start für Wagniskapital-Markt. In: Süddeutsche Zeitung, 12.11.1998, S. 29
- Tatzl, Andreas (1999): Privatanleger können Starthilfe leisten. In: Süddeutsche Zeitung, 16.03.1999, S. 28
- Walz, Hartmut (1991): Unabhängiger Vertrieb von Finanz- und Vorsorgedienstleistungen für private Kunden in der Bundesrepublik Deutschland. Eine Analyse unter dem Transaktionskostenaspekt. Mannheim 1991
- Weiss, Branco (1991): Ein sorgfältiger Beobachter im Hintergrund. Die Rolle des Venture Capitalisten. In: Weiss, Branco (Hrsg.): Praxis des Venture Capital. Zürich 1991
- Wefers, Angela (1998): Verfügbarkeit von Wagniskapital verbessern. In: Börsen-Zeitung, 04.08.1998, S. 4
- Werckmeister, Georg (1999): Es fehlt eine Innovationsoffensive. In: Handelsblatt, 06.01.1999, S. 19
- Widrat, Susanne (1999): Schwieriger Zug. In: Bizz, 4/1999, S. 45-49.

- Zemke, Ingo (1998): Strategische Erfolgsfaktoren von Venture Capital- beziehungsweise Private-Equity-Gesellschaften. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 5/1998, S. 212-215
- Zemke, Ingo (1995): Die Unternehmensverfassung von Beteiligungskapital-Gesellschaften. Analyse des institutionellen Designs deutscher Venture Capital-Gesellschaften. Wiesbaden 1995