

German Brachtendorf

# **Gestaffelte Finanzierung junger Unternehmen**

Eine empirische Untersuchung in Deutschland

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Peter Witt

Deutscher Universitäts-Verlag

## Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XIII
Tabellenverzeichnis	XV
Abkürzungsverzeichnis	XIX
Symbolverzeichnis	XXI
1 Einleitung	1
<b>1.1 Motivation und Zielsetzung</b>	<b>1</b>
<b>1.2 Begriffsbestimmungen</b>	<b>4</b>
1.2.1 Junges Unternehmen	4
1.2.2 Gründerbegriff	5
1.2.3 Finanzierung	6
<b>1.3 Gang der Arbeit</b>	<b>8</b>
2 Finanzierungsquellen und zeitlicher Ablauf der Finanzierung junger Unternehmen	10
<b>2.1 Vorbemerkungen</b>	<b>10</b>
<b>2.2 Innenfinanzierung</b>	<b>11</b>
<b>2.3 Außenfinanzierung</b>	<b>14</b>
2.3.1 Begriffserläuterungen	14
2.3.2 Finanzierung durch private Finanziers	18
2.3.2.1 Gründer	18
2.3.2.2 Familie und Freunde	25
2.3.2.3 Privatinvestoren/ Business Angels	26
2.3.3 Finanzierung durch institutionelle Finanziers	28
2.3.3.1 Venture Capital-Gesellschaften	28
2.3.3.2 Strategische Investoren	35
2.3.3.3 Kreditinstitute	38
2.3.3.4 Förderinstitutionen	40
2.3.4 Zusammenfassung	42
<b>2.4 Zeitlicher Ablauf der Finanzierung</b>	<b>43</b>
2.4.1 Der Finanzierungsprozess aus der Sicht des Finanziers	43
2.4.2 Zum Begriff der Staffelung der Finanzierung	44
2.4.3 Transaktionskosten der Finanzierung junger Unternehmen	49
2.4.4 Empirische Befunde zur Staffelung der Gründungsfinanzierung	55

<b>3 Risiken in der Finanzierung junger Unternehmen und deren Berücksichtigung durch Staging</b>	<b>61</b>
<b>3.1 Überblick über das Kapitel</b>	<b>61</b>
<b>3.2 Vorüberlegungen zu Finanzierungskosten und Risiken bei Gründungsfinanzierung</b>	<b>63</b>
3.2.1 Bewertung als Grundlage der Preisfestsetzung	63
3.2.2 Risikobegriff und Systematisierung der betrachteten Risiken	66
<b>3.3 Unternehmensrisiko junger Unternehmen</b>	<b>70</b>
3.3.1 Teilrisiken des Unternehmensrisikos	70
3.3.1.1 Marktrisiko	70
3.3.1.2 Produktionsrisiko	73
3.3.1.3 Finanzwirtschaftliches Risiko	76
3.3.2 Eine zeitabhängige Betrachtung des Preises für Gründungsfinanzierungsmittel	78
3.3.2.1 Ableitung eines geeigneten Lebenszykluskonzepts	78
3.3.2.2 Das Verhältnis von Lebenszykluskonzept und idealtypischem Gründungsfinanzierungsprozess	81
3.3.2.3 Lebenszyklusabhängige Besonderheiten der Unternehmensrisiken und Entwicklung der Kapitalkosten junger Unternehmen	81
3.3.3 Realoptionstheoretische Überlegungen zum Staging	87
3.3.3.1 Überblick	87
3.3.3.2 Flexibilitäten durch Staging	92
3.3.3.3 Interaktionen und Wettbewerb	100
3.3.4 Zwischenfazit zu Unternehmensrisiken und Staging	105
<b>3.4 Verhaltensrisiko in der Finanzierung junger Unternehmen</b>	<b>107</b>
3.4.1 Die Neue Institutionenökonomik als Ansatz zur Beschreibung der Verhaltensrisiken	107
3.4.2 Unsicherheiten in Agency-Beziehungen	112
3.4.2.1 Überblick	112
3.4.2.2 Verhaltensrisiko vor Vertragsabschluss	113
3.4.2.3 Verhaltensrisiko in der Vertragsphase	119
3.4.3 Agency-theoretische Modellierung von gestaffelten Gründungsfinanzierungen in der Literatur	126
3.4.3.1 Das Modell von ADMATI/ PFLEIDERER	126
3.4.3.2 Das Modell von HELLMANN	128
3.4.3.3 Das Modell von NEHER	129
3.4.3.4 Das Modell von BERGEMANN/ HEGE	131
3.4.3.5 Das Modell von CORNELLI/ YOSHA	132
3.4.3.6 Das Modell von BIGUS	134
3.4.4 Kritische Bemerkungen zum Agency-Ansatz	135

3.4.5 Das Konzept des Vertrauens	137
3.4.5.1 Vertrauen in der wissenschaftlichen Diskussion	137
3.4.5.2 Vertrauen als Komponente einer Agency-Beziehung	141
3.4.5.3 Entstehung und Entwicklung von Vertrauen	143
3.4.5.4 Aufbau und Wirkung von Vertrauen in Gründungsfinanzierungs- beziehungen	148
3.4.6 Zwischenfazit zu Verhaltensrisiken und Staging	153
<b>3.5 Staging aus dem Blickwinkel der Lagertheorie</b>	<b>154</b>
3.5.1 Vorüberlegungen	154
3.5.2 Das Standardmodell der Lagertheorie	154
3.5.3 Ein einfaches Modell der Gründungsfinanzierung als Bestellmengenoptimierungsproblem mit zeitabhängigen Beschaffungspreisen	156
3.5.4 Modellerweiterung: dynamischer Lagerabgang	163
3.5.5 Beispielrechnungen mit dynamischem Cash burn und sinkenden Eigenkapitalkosten	166
3.5.6 Modellerweiterung: endliche Liefergeschwindigkeit	176
3.5.7 Überlegungen zur Berücksichtigung von Unsicherheiten	177
3.5.8 Beurteilung des lagertheoretischen Ansatzes zur Gründungsfinanzierung	180
<b>3.6 Zusammenfassende Beurteilung von Staging und Ableitung von Hypothesen</b>	<b>182</b>
3.6.1 Überblick	182
3.6.2 Beurteilung von Staging aus der Sicht des Gründers	182
3.6.3 Beurteilung aus der Sicht des Finanziers	186
3.6.4 Explizierung der Hypothesen zur Staffelung der Finanzierung	188
<b>4 Empirische Untersuchung der Staffelung der Gründungsfinanzierung in Deutschland</b>	<b>190</b>
<b>4.1 Methodische Grundlagen der Untersuchung</b>	<b>190</b>
4.1.1 Auswertungsmethoden	190
4.1.1.1 Grundlagen der explorativen und bivariaten Datenanalyse	190
4.1.1.2 Grundlagen der multivariaten Datenanalyse	191
4.1.2 Konzeption der Untersuchung	199
4.1.2.1 Adressaten der Untersuchung	199
4.1.2.2 Erhebungsmethode	201
4.1.2.3 Aufbau des Fragebogens und Durchführung der Befragung	201
4.1.2.4 Aufbereitung der Daten	202
4.1.2.5 Prüfung auf mögliche Verzerrungen der Stichprobe	203
<b>4.2 Uni- und bivariate Befunde der Untersuchung</b>	<b>205</b>
4.2.1 Befunde auf Ebene der Unternehmen	205
4.2.1.1 Alter, Rechtsform und Branchenzugehörigkeit	205
4.2.1.2 Markteintritt und Break Even	206

4.2.1.3 Gründer	210
4.2.1.4 Daten zur Gesamtfinanzierung	215
4.2.1.5 Typen der Finanziere	217
4.2.2 Befunde auf Ebene der Finanzierungsrunden	220
4.2.2.1 Dauer und Höhe der Finanzierungsrunden	220
4.2.2.2 Typ des Finanziers	223
4.2.2.3 Reife der Unternehmen zum Finanzierungszeitpunkt	231
4.2.2.4 Vertragsgestaltung	233
4.2.2.5 Kreditfinanzierung	239
4.2.2.6 Transaktionskosten	240
<b>4.3 Multivariate Überprüfung der Hypothesen zur Staffelung der Finanzierung</b>	<b>242</b>
4.3.1 Zusammenfassung der Hypothesen	242
4.3.2 Untersuchungsmodell	242
4.3.3 Operationalisierung der Variablen und Überprüfung der Konstrukte	244
4.3.4 Befunde der multivariaten Regressionen	251
4.3.5 Diskussion der Befunde	257
<b>5 Zusammenfassung und Ausblick</b>	<b>260</b>
<b>Anhang</b>	<b>269</b>
<b>Literaturverzeichnis</b>	<b>281</b>