

Venture Capital und Investment Banking · Neue Folge, Band 17  
Herausgegeben von Prof. Dr. Klaus Nathusius

Nikolaus Raupp

# **Das Entscheidungsverhalten japanischer Venture-Capital- Manager unter dem Einfluss der Risikowahrnehmung im Verbund mit anderen Faktoren**

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Werner Pascha,  
Universität Duisburg-Essen



# Inhaltsverzeichnis

Geleitwort .....	VII
Vorwort .....	IX
Inhaltsverzeichnis .....	XI
Abbildungsverzeichnis .....	XVII
Tabellenverzeichnis .....	XIX
Abkürzungsverzeichnis .....	XXIII
Kapitel 1: Einleitung .....	1
1.1 Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Venture Capital .....	1
1.2 Methodik .....	3
1.3 Gründe für die Auswahl der japanischen Venture-Capital-Branche für eine Untersuchung des Entscheidungsverhaltens .....	5
1.4 Vorgehensweise .....	9
Kapitel 2: Venture Capital aus institutionenökonomischer Sicht .....	11
2.1 Einordnung in die ökonomische Theorie .....	11
2.2 Die Auswahl der Investitionsziele durch Venture-Capital-Unternehmen .....	13
2.3 Die vertraglichen Vereinbarungen zwischen Finanzier und Entrepreneur .....	15
2.3.1 Die Art der Finanzierung .....	16
2.3.2 Meilensteinfinanzierung (Staging) .....	17
2.3.3 Syndizierung des Investments .....	18
2.3.4 Positionen im Aufsichtsrat .....	19
2.3.5 Optionen auf einen Austausch des Managements .....	19
2.4 Die Kontrolle des Portfoliounternehmens nach der Investition .....	20
2.5 Die Schaffung eines Mehrwertes durch aktive Management-Unterstützung .....	21
2.6 Der Ausstieg (Exit) aus der Beteiligung .....	22
2.6.1 Exit durch einen Börsengang .....	23
2.6.2 Exit durch einen Weiterverkauf der Anteile (Trade-Sale) .....	24
2.6.3 Der Rückverkauf an die Unternehmensgründer .....	24
2.6.4 Exit durch Abschreibung der Beteiligung .....	25
2.7 Das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Unternehmen und den Fondsinvestoren .....	25
Kapitel 3: Die Analyse der Risikowahrnehmung .....	27
3.1 Einführung in die Analyse der Risikowahrnehmung .....	27
3.2 Die Analyse der Risikowahrnehmung in den Wirtschaftswissenschaften .....	31
3.2.1 Die präskriptive Entscheidungstheorie .....	32
3.2.2 Die deskriptive Entscheidungstheorie .....	33
3.2.3 Alternative Modelle zum Entscheidungsverhalten .....	35
3.3 Beispiele für die wirtschaftswissenschaftliche Anwendung der Methodik der Risikowahrnehmung .....	37
3.3.1 Analyse der Risikowahrnehmung in den Entrepreneurial Studies .....	39
3.3.2 Analyse der Risikowahrnehmung im Venture-Capital-Kontext .....	40

Kapitel 4: Venture Capital in Japan .....	43
4.1 Die historische Entwicklung der japanischen Venture-Capital-Branche .....	43
4.1.1 Die Anfänge der japanischen Venture-Capital-Branche und der erste Venture Boom 1972-1973 .....	43
4.1.2 Der zweite Venture-Boom und die Gründung der ersten Venture-Capital- Fonds .....	45
4.1.3 Der dritte Venture-Boom von 1993-2000 .....	47
4.1.4 Entwicklung des institutionellen Umfeldes der japanischen Venture- Capital-Branche seit dem Jahr 2000 .....	48
4.2 Die aktuelle Situation der japanischen Venture-Capital-Branche .....	49
4.2.1 Vorstellung der verschiedenen Arten von Venture-Capital-Unternehmen in Japan .....	50
4.2.1.1 Finanztochterunternehmen .....	50
4.2.1.2 Corporate-Venture-Capital-Unternehmen .....	51
4.2.1.3 Staatliche Venture-Capital-Unternehmen .....	52
4.2.1.4 Unabhängige Venture-Capital-Unternehmen .....	52
4.2.2 Investitionen der japanischen Venture-Capital-Branche .....	53
4.2.2.1 Das Investitionsvolumen der japanischen Venture-Capital-Branche .....	53
4.2.2.2 Investitionen im Fiskaljahr 2008 .....	58
4.2.2.3 Charakteristika der Neuinvestitionen im Fiskaljahr 2008 .....	61
4.2.2.4 Exits aus Venture-Capital-Investments .....	65
4.2.2.5 Charakteristika japanischer Venture-Capital-Fonds .....	67
4.2.2.5 Das Investitionsvolumen der japanischen Venture-Capital-Branche im internationalen Vergleich .....	70
4.2.2.6 Die Renditen der japanischen Venture-Capital-Branche .....	72
4.3 Bewertung des Investitionsverhaltens der japanischen Venture-Capital- Branche .....	74
4.4 Zwischenfazit .....	78
4.5 Exkurs: Finanzierung von High-Tech-Unternehmen in Japan am Beispiel der japanischen Biotechnologie-Branche .....	79
4.5.1 Biotechnologie in Japan .....	79
4.5.2 Die aktuelle Situation der japanischen Biotechnologie-Branche .....	80
4.5.3 Bewertung der Finanzierung von japanischen Biotechnologie- Unternehmen mit Venture Capital .....	85
4.6 Fallstudien zu japanischen Venture-Capital-Unternehmen .....	88
4.6.1 Fallstudie 1: JAFCO .....	88
4.6.2 Fallstudie 2: Daiwa SMBC Capital .....	90
4.6.3 Fallstudie 3: Global Venture Capital .....	92
4.6.4 Fallstudie 4: Global Brain .....	96
4.6.5 Fallstudie 5: Will Capital Management .....	97
4.6.6 Fallstudie 6: Bio Frontier Partners .....	99
4.6.7 Fallstudie 7: Bio-Sight Capital .....	101
4.6.8 Fallstudie 8: Bio Healthcare Partners .....	102
4.6.9 Zusammenfassung der Ergebnisse der acht Fallstudien .....	102
4.7 Zusammenfassung der bisherigen Ergebnisse und Leitfragen für die empirische Untersuchung .....	104

Kapitel 5: Das Untersuchungsmodell.....	109
5.1 Das Modell zu Risikowahrnehmung, Erfahrung, Investitionsverhalten und Risikomanagement von Parhankangas und Hellström .....	109
5.1.1 Die Risikowahrnehmung .....	110
5.1.2 Erfahrung .....	111
5.1.3 Risiko des bevorzugten Portfolios.....	111
5.1.4 Risikomanagement .....	112
5.1.5 Kontrollvariablen .....	112
5.1.6 Hypothesen von Parhankangas und Hellström.....	113
5.1.7 Vorgehensweise von Parhankangas und Hellström.....	115
5.1.8 Ergebnisse der Untersuchung von Parhankangas und Hellström.....	117
5.2 Modell für Japan .....	118
5.2.1 Die persönlichen Eigenschaften.....	119
5.2.2 Risikowahrnehmung .....	123
5.2.3 Das ideale Portfolio .....	124
5.2.4 Das präferierte Risikomanagement.....	126
5.2.4.1 Syndizierung.....	126
5.2.4.2 Lead Investor.....	127
5.2.4.3 Hands-On-Management.....	128
5.2.4.4 Externe Experten.....	128
5.2.4.5 Individueller Vertrag .....	128
5.2.4.6 Meilensteinfinanzierung.....	129
5.2.4.7 Rückkaufklauseln .....	129
5.2.4.8 Kreditfinanzierung .....	130
5.2.4.9 Wandelanleihen.....	130
5.2.5 Das tatsächliche Risikomanagement.....	130
5.2.6 Firmeneigenschaften .....	131
5.3 Hypothesen.....	133
5.3.1 Hypothese 1: Zusammenhang zwischen persönlichen Eigenschaften und Risikowahrnehmung .....	134
5.3.2 Hypothese 2: Zusammenhang zwischen persönlichen Eigenschaften und dem präferierten Risikomanagement.....	134
5.3.3 Hypothese 3: Zusammenhang zwischen persönlichen Eigenschaften und dem idealen Portfolio .....	135
5.3.4 Hypothese 4: Zusammenhang zwischen Risikowahrnehmung und dem idealen Portfolio .....	135
5.3.5 Hypothese 5: Zusammenhang zwischen Risikowahrnehmung und dem präferierten Risikomanagement.....	135
5.3.6 Hypothese 6: Zusammenhang zwischen tatsächlichem Risikomanagement und der Risikowahrnehmung.....	135
5.3.7 Hypothese 7: Zusammenhang zwischen dem idealen Portfolio und dem präferierten Risikomanagement.....	136
5.3.8 Hypothese 8: Zusammenhang zwischen dem tatsächlichen Risikomanagement und dem idealen Portfolio.....	136
5.3.9 Hypothese 9: Zusammenhang zwischen den Firmeneigenschaften und der Risikowahrnehmung .....	136
5.3.10 Hypothese 10: Zusammenhang zwischen Firmeneigenschaften und tatsächlichem Risikomanagement .....	137
5.3.11 Hypothese 11: Zusammenhang zwischen Firmeneigenschaften und dem idealen Portfolio .....	137

Kapitel 6: Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung.....	139
6.1 Vorgehensweise .....	139
6.2 Bewertung der Repräsentativität der Ergebnisse .....	140
6.3 Deskriptive Ergebnisse .....	141
6.3.1 Persönliche Eigenschaften .....	141
6.3.2 Firmeneigenschaften .....	144
6.3.3 Ideales Investitionsportfolio.....	147
6.3.4 Risikowahrnehmung .....	149
6.3.5 Risikomanagement .....	150
6.4 Analyse und Interpretation der Ergebnisse .....	156
6.4.1 Korrelationen innerhalb der Kategorien .....	157
6.4.1.1 Korrelationen zwischen den persönlichen Eigenschaften .....	157
6.4.1.2 Korrelationen zwischen den Variablen der Risikowahrnehmung..	158
6.4.1.3 Korrelationen zwischen den Variablen des idealen Portfolios .....	159
6.4.1.4 Korrelationen zwischen den Variablen des „tatsächlichen Risikomanagements“.....	159
6.4.1.5 Korrelationen zwischen den Variablen des „präferierten Risikomanagements“.....	160
6.4.1.6 Korrelationen zwischen den Firmeneigenschaften .....	161
6.4.2 Hypothese 1: Überprüfung eines Zusammenhangs zwischen persönlichen Eigenschaften und Risikowahrnehmung.....	163
6.4.2.1 Zusammenhang zwischen persönlichen Eigenschaften und der Wahrnehmung von Agency-Risiken .....	163
6.4.2.2 Persönliche Eigenschaften und die Wahrnehmung von Marktrisiken .....	163
6.4.2.3 Persönliche Eigenschaften und die Wahrnehmung von Innovationsrisiken.....	164
6.4.2.4 Persönliche Eigenschaften und die Risikowahrnehmung insgesamt .....	164
6.4.2.5 Interpretationen der Zusammenhänge von persönlichen Eigenschaften und Risikowahrnehmung .....	165
6.4.3 Hypothese 2: Zusammenhang zwischen persönlichen Eigenschaften und dem präferiertem Risikomanagement .....	166
6.4.4 Hypothese 3: Überprüfung eines Zusammenhangs zwischen persönlichen Eigenschaften und dem idealen Portfolio .....	170
6.4.5 Hypothese 4: Überprüfung eines Zusammenhangs zwischen Risikowahrnehmung und dem idealen Portfolio.....	171
6.4.5.1 Wahrnehmung von Agency-Risiken und Zusammensetzung des idealen Portfolios .....	171
6.4.5.2 Wahrnehmung von Marktrisiken und die Zusammensetzung des idealen Portfolios.....	172
6.4.5.3 Wahrnehmung von Innovationsrisiken und die Zusammensetzung des idealen Portfolios .....	172
6.4.5.4 Risikowahrnehmung insgesamt und die Zusammensetzung des idealen Portfolios .....	172
6.4.6 Hypothese 5: Überprüfung eines Zusammenhangs zwischen Risikowahrnehmung und präferiertem Risikomanagement .....	173
6.4.7 Hypothese 6: Untersuchung eines Zusammenhangs zwischen Risikowahrnehmung und tatsächlichem Risikomanagement.....	175
6.3.8 Hypothese 7: Untersuchung eines Zusammenhangs zwischen idealem Portfolio und präferiertem Risikomanagement.....	177

6.3.9 Hypothese 8: Untersuchung eines Zusammenhangs zwischen dem idealem Portfolio und dem tatsächlichem Risikomanagement.....	179
6.3.10 Hypothese 9: Untersuchung eines Zusammenhangs zwischen Firmeneigenschaften und Risikowahrnehmung .....	181
6.4.11 Hypothese 10: Untersuchung eines Zusammenhangs zwischen Firmeneigenschaften und tatsächlichem Risikomanagement .....	182
6.4.12 Hypothese 11: Untersuchung eines Zusammenhangs zwischen Firmeneigenschaften und idealem Portfolio.....	185
6.4.13 Zusammenfassung der Ergebnisse der Korrelationsanalysen.....	186
6.4.14 Weitere statistische Analysen .....	189
6.5 Qualitative Ergebnisse der Befragung.....	194
6.5.1 Das „Exit-Risiko“ .....	194
6.5.2 Das „Eigentümer-Risiko“ .....	196
6.5.3 Das „Yakuza-Risiko“ .....	198
6.5.4 Der Mangel an Business Angels.....	200
6.5.5 Zusammenfassung der qualitativen Ergebnisse .....	201
Kapitel 7: Fazit.....	203
7.1 Zusammenfassung der Fragestellung.....	203
7.2 Bewertung der Venture-Capital-Finanzierung in Japan.....	204
7.3 Bewertung der theoretischen Ergebnisse .....	206
7.4 Bewertungen der allgemeinen Methodik.....	208
7.5 Ausblick.....	210
Literaturverzeichnis .....	213
Verzeichnis der Internetquellen .....	225