

Entrepreneurship

Hrsg.: Malte Brettel, Lambert T. Koch,
Tobias Kollmann und Peter Witt

Nils Middelberg

**Erfolgsfaktoren
bei der Investitionsmittel-
einwerbung von
Venture-Capital-Gesellschaften**

Eine Mixed-Method-Analyse



Springer Gabler

RESEARCH

Entrepreneurship

Herausgegeben von

M. Brettel, Aachen, Deutschland

L. T. Koch, Wuppertal, Deutschland

T. Kollmann, Duisburg-Essen, Deutschland

P. Witt, Wuppertal, Deutschland

„Entrepreneurship“ ist ein noch relativ junger Forschungszweig, der jedoch in Wissenschaft und Praxis stetig an Bedeutung gewinnt. Denn Unternehmensgründungen und deren Promotoren nehmen für die wirtschaftliche Entwicklung einen zentralen Stellenwert ein, so dass es nur folgerichtig ist, dem auch in Forschung und Lehre Rechnung zu tragen. Die Schriftenreihe bietet ein Forum für wissenschaftliche Beiträge zur Entrepreneurship-Thematik. Ziel ist der Transfer von aktuellen Forschungsergebnissen und deren Diskussion aus der Wissenschaft in die Unternehmenspraxis.

Herausgegeben von

Professor Dr. Malte Brettel
RWTH Aachen

Professor Dr. Lambert T. Koch
Universität Wuppertal

Professor Dr. Tobias Kollmann
Universität Duisburg-Essen
Campus Essen

Professor Dr. Peter Witt
Universität Wuppertal

Nils Middelberg

Erfolgsfaktoren bei der Investitionsmittel- einwerbung von Venture-Capital- Gesellschaften

Eine Mixed-Method-Analyse

Mit einem Geleitwort von Prof. Dr. Tobias Kollmann
und PD Dr. Andreas Kuckertz



Springer Gabler

RESEARCH

Nils Middelberg
Essen, Deutschland

Dissertation Universität Duisburg-Essen, 2012

ISBN 978-3-8349-4319-4

ISBN 978-3-8349-4320-0 (eBook)

DOI 10.1007/978-3-8349-4320-0

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

Springer Gabler

© Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden 2013

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

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

Einbandentwurf: Künkellopka GmbH, Heidelberg

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Gabler ist eine Marke von Springer DE. Springer DE ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media
www.springer-gabler.de

Geleitwort

Venture-Capital-Gesellschaften sind dadurch, dass sie gerade innovative Unternehmensgründungen finanzieren, essentiell für die Innovationskraft einer Volkswirtschaft – damit sie diese Rolle ausüben können, benötigen sie investierbare Mittel. Diese Mittel werden üblicherweise im Zuge eines sogenannten Fundraisings bei Pensionsfonds, Dachfonds und anderen großen institutionellen Investoren eingeworben. Die Schwankungen im Erfolg des Fundraisings von Venture-Capital-Gesellschaften, wie sie bspw. über die Statistiken des Bundesverbands deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften gut nachvollzogen werden können, geben allerdings einen ersten Hinweis darauf, wie herausfordernd die Mitteleinwerbung für die einzelne Venture-Capital-Gesellschaft sein kann. Nils Middelberg hat es sich daher mit der vorliegenden Dissertationsschrift zum Ziel gesetzt, einen Beitrag zum Verständnis der Investitionsmiteleinwerbung von Venture-Capital-Gesellschaften zu leisten.

Ein Blick in die einschlägige, akademische Literatur verrät jedoch schnell, dass kaum belastbare Aussagen zu den Triebkräften erfolgreichen Fundraisings vorliegen. Zwar existieren einige Studien, die erste Einflussfaktoren auf der organisationalen Ebene vorschlagen (wie bspw. die Reputation der Venture-Capital-Gesellschaft) – in der Regel zeichnen sich diese Studien jedoch durch eine makroökonomische Perspektive aus. An dieser offenkundigen Forschungslücke setzt die von Nils Middelberg vorgelegte Dissertationsschrift an. Ausgehend von der Feststellung, dass das Hauptaugenmerk der bisherigen Forschung in diesem Bereich auf harte beziehungsweise objektiv nachprüfbare Kriterien fokussiert, zielt die vorliegende Schrift auf die Erweiterung dieser Kriterien um weiche beziehungsweise intersubjektiv unterschiedlich interpretierbare Kriterien ab – wie beispielsweise das Vertrauen zwischen Investor und Venture-Capital-Gesellschaft. Ziel ist es auch zu ermitteln, welche Faktoren auf der organisationalen Ebene über reine Reputation hinaus die Fundraisingbemühungen von Venture-Capital-Gesellschaften bestimmen und wie Venture-Capital-Gesellschaften diese steuern können.

Die Frage nach Faktoren, die einen signifikanten Einfluss auf den positiven Verlauf der Investitionsmiteleinwerbung ausüben, ist dabei mitnichten als rein akademische Fragestel-

lung zu bewerten: Empirisch abgesichertes Wissen über Einflussfaktoren kann auch für Venture-Capital-Gesellschaften und Investoren eine wertvolle Hilfestellung in der unternehmerischen Praxis darstellen. Die Erweiterung um die Berücksichtigung weicher Faktoren stellt dabei zweifelsohne einen relevanten Fortschritt sowohl in der Forschungstradition als auch hinsichtlich des Fundraisings dar. Dabei gelingt es Nils Middelberg, die identifizierte Forschungslücke sehr überzeugend zu adressieren – dies resultiert aus einer stichhaltigen Begründung des Forschungsmodells im Zuge eines Mixed-Methods-Designs, einem interessanten Primärdatensatz erhoben von einer erfahrungsgemäß sonst zurückhaltenden Population sowie einer adäquaten und dabei technisch nicht trivialen Auswertung dieser Daten. Im Ergebnis steht eine Reihe relevanter Implikationen für Venture-Capital-Gesellschaften und ihre Investoren. Gleichzeitig gelingt es, das komplizierte Verhältnis von Vertrauen und Kontrolle zu erhellen.

Zusammengenommen verfolgt und erreicht Nils Middelberg mit dieser Schrift ein Ziel, welches sowohl für die Praxis des Venture-Capital-Geschäfts als auch für die Entrepreneurial Finance-Theorie von außerordentlicher Relevanz ist. Wir wünschen der Arbeit eine sowohl in der Wissenschaft als auch in der Praxis verdienstermaßen hohe Beachtung und Verbreitung und dem Autor Nils Middelberg viel Erfolg bei seinen nächsten beruflichen Schritten.

Univ.-Prof. Dr. Tobias Kollmann

PD Dr. Andreas Kuckertz

Vorwort

Die Bedeutsamkeit von Venture-Capital für die Innovationskraft von Unternehmen bis hin zu ganzen Wirtschaftsbranchen gilt als unumstritten. Üblicherweise investieren institutionelle Investoren hierfür ihre Investitionsmittel in von Venture-Capital-Gesellschaften aufgelegten Fonds, die diese dann im Rahmen ihrer Funktion als Intermediäre in junge und vielversprechende Unternehmen lenken.

Während das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und finanzierten Unternehmen als relativ gut erforscht gilt, gibt es nur wenig belastbares Wissen zum Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und den sich daran in Form von Fonds beteiligenden Investoren. Zwar existieren einige Studien, die zum Beispiel einen positiven Zusammenhang zwischen dem Track-Record bzw. der Erfahrungs- und Erfolgsgeschichte einer Venture-Capital Gesellschaft und ihrem Erfolg im Fundraising belegen. Eine ganzheitliche Erklärung für den Erfolg im Fundraising bieten diese Studien allerdings nicht.

Genau an dieser Stelle setzt die vorliegende Arbeit an, in dem sie im Rahmen einer Mixed-Method-Studie untersucht, welche weiteren Faktoren im Prozess des Fundraisings bedeutsam sind. Hierfür wird zunächst im Rahmen einer qualitativen Vorstudie die Sichtweise der Manager der Venture-Capital-Gesellschaften erfragt. Auf Basis der Ergebnisse dieser Vorstudie werden im Rahmen einer weltweit durchgeführten quantitativen Studie Investoren mit einem Fokus auf Venture-Capital-Fonds befragt. Auf diese Weise werden beide an dem Prozess beteiligten Parteien berücksichtigt. Im Ergebnis wird neben dem Track-Record die Bedeutung der Faktoren Vertrauen und Kontrolle für ein erfolgreiches Fundraising identifiziert und analysiert. Ferner wird erforscht, wie Vertrauen und Kontrolle entstehen und wie Venture-Capital-Gesellschaften das Fundraising in diesem Sinne positiv für sich beeinflussen können.

Auch wenn eine Dissertationsschrift am Ende einer einzigen Person zugerechnet wird, so ist ein solch großes Projekt selbstverständlich nur mit der Unterstützung vieler Personen erreichbar. Daher danke ich an erster Stelle Herrn Univ.-Prof. Dr. Tobias Kollmann, der mir im Jahre 2008 das Angebot gemacht hat, mein Promotionsvorhaben zu betreuen. Mein Dank gilt neben den die Dissertation betreffenden Anregungen ferner seiner persönlichen

Förderung im Rahmen der Mitarbeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter wie auch als Consultant bei der netSTART Venture GmbH in Köln.

Weiterhin ist mein Zweitgutachter Privatdozent Dr. Andreas Kuckertz hervorzuheben, der mich jederzeit fachlich und persönlich bei der Anfertigung der Dissertationsschrift unterstützt hat. In diesem Zusammenhang sind ebenfalls die zahlreichen gemeinsamen Forschungsreisen zu erwähnen, bei denen wir dieses und andere Forschungsprojekte diskutiert haben. Als besonderer gemeinsamer Höhepunkt ist sicherlich die Diskussion des Forschungsprojektes mit Prof. Josh Lerner, Harvard Business School, im Rahmen des vom Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften ausgerichteten „Wissenschaftlichen Private Equity Kolloquium“ an der Bucerius Law School in Hamburg im Jahre 2010 zu nennen.

Weiterhin danke ich Herrn Univ.-Prof. Dr. Rainer Elschen für die Übernahme der Rolle des dritten Prüfers in meiner Disputation. Ebenso ist Dr. Teemu Kautonen von der Turku School of Economics zu erwähnen, mit dem ich statistische Feinheiten im Rahmen der Auswertung der empirischen Daten diskutieren konnte.

Ferner danke ich allen Kollegen am Lehrstuhl für die angenehme, erlebnisreiche und erfolgreiche Zeit. Neben zahlreichen interessanten Projekten erinnere ich mich gerne an viele lustige Momente im Rahmen gemeinsamer über die Arbeit hinausgehenden Aktivitäten. Im Hinblick auf die vorliegende Dissertationsschrift möchte ich die umfangreichen Recherchetätigkeiten der studentischen Hilfskräfte des Lehrstuhls für E-Business & E-Entrepreneurship im Rahmen der Vorbereitung der empirischen Umfrage hervorheben. Ferner danke ich Frau Yvonne Meves, Herrn Patrick Krell und Herrn Marvin Karczewski für das Korrekturlesen meiner Arbeit und die konstruktive Kritik.

Neben meinen Freunden möchte ich abschließend meiner Familie, insbesondere meinen Eltern, für ihren ständigen Rückhalt während der Dissertationszeit danken. Neben meinem Vater Dr. jur. Gerd Middelberg als anspornendem Vorbild ist an dieser Stelle mein verstorbener Großvater Dr. med. Johannes Nahser zu erwähnen, der uns Enkeln sicherlich als wichtigste Lehre mitgegeben hat, für jeden Tag, an dem wir etwas Neues lernen können, dankbar zu sein. Diese Erkenntnis ist mir nun präsenter denn je. Dieses Buch widme ich meiner Mutter.

Nils Middelberg

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	V
Vorwort	VII
Inhaltsverzeichnis	IX
Abbildungsverzeichnis	XIX
Tabellenverzeichnis	XXI
Abkürzungen & Akronymverzeichnis	XXIII
1. Einführung.....	1
1.1 Einordnung des Fundraisings in den Kontext des Venture-Capital-Geschäfts.....	1
1.2 Identifizierung einer Forschungslücke und Ableitung der Forschungsfragen	2
1.3 Überblick über den Aufbau der vorliegenden Arbeit	4
2. Über das Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften	9
2.1 Begriff des Venture-Capitals	9
2.2 Intermediärfunktion von Venture-Capital-Gesellschaften.....	12
2.3 Fondsmodell.....	13
2.4 Literaturüberblick über die Einflussfaktoren im Fundraising.....	16
2.4.1 Makroökonomische Größen.....	16
2.4.2 Mikroökonomische Größen	17
2.4.3 Beurteilung der bisherigen Forschung in diesem Bereich	19
2.5 Am Fundraising beteiligte Parteien	19
2.5.1 Venture-Capital-Gesellschaften.....	19
2.5.1.1 Typen.....	19
2.5.1.2 Motivation und Ziele.....	21
2.5.1.3 Fundraisingprozess.....	22

2.5.2	Investoren	24
2.5.2.1	Typen	24
2.5.2.2	Motivation und Ziele	27
2.5.2.3	Investitionsprozess	28
2.6	Rechtliche Strukturierung von Venture-Capital-Fonds	33
2.7	Gesellschaftsvertrag	35
3.	Diskussion des globalen Forschungsdesigns der vorliegenden Arbeit	37
3.1	Qualitative und quantitative Forschung als klassische Forschungsparadigmen	37
3.2	Mixed-Method-Forschung als neues Forschungsparadigma	40
3.2.1	Einführung	40
3.2.2	Ausprägungsformen von Mixed-Method-Designs	41
3.3	Bestimmung des Mixed-Method-Designs der vorliegenden Studie	44
4.	Qualitativ-empirische Vorstudie	46
4.1	Methodik der Fallstudie	46
4.1.1	Begriffliche Abgrenzung und Anwendung im vorliegenden Fall	46
4.1.2	Theoretische Vorüberlegungen	47
4.1.3	Fallstudiendesign	48
4.1.4	Datenerhebung	49
4.1.4.1	Datenquellen	49
4.1.4.2	Auswahl der Befragungstechnik	51
4.1.5	Datenauswertung	53
4.2	Beschreibung der Fallstudienanalysen	55
4.2.1	Breit investierender Frühphasen-Fonds mit vorhandenem Team-Track-Record	55
4.2.1.1	Beschreibung der Gesellschaft, des betrachteten Fonds sowie der Besonderheiten des Fundraisings	55

4.2.1.2	Fallinterne Analyse	56
4.2.2	In Inkubatorstrategie eingebundener Frühphasen-Fonds ohne vorhandenen Team-Track-Record	58
4.2.2.1	Beschreibung der Gesellschaft, des betrachteten Fonds sowie der Besonderheiten des Fundraisings	58
4.2.2.2	Fallinterne Analyse	59
4.2.3	Fokussiert investierender First-Time-Fonds mit Kooperation zu deutschem Forschungsinstitut ohne vorhandenen Team-Track-Record	60
4.2.3.1	Beschreibung der Gesellschaft, des betrachteten Fonds sowie der Besonderheiten des Fundraisings	60
4.2.3.2	Fallinterne Analyse	61
4.2.4	Fokussiert investierender Frühphasen-Fonds mit vorhandenem Team-Track-Record	62
4.2.4.1	Beschreibung der Gesellschaft, des betrachteten Fonds sowie der Besonderheiten des Fundraisings	62
4.2.4.2	Fallinterne Analyse	64
4.3	Ableitung von Ergebnissen im Rahmen einer fallübergreifenden Analyse	65
5.	Theoretische Lösungsmöglichkeiten als Vorbereitung für die Ableitung des Forschungsmodells.....	69
5.1	Diskussion eines theoretischen Rahmenwerks	69
5.1.1	Einführung	69
5.1.2	Würdigung der Neoklassik als Rahmenwerk zur Beantwortung der vorliegenden Forschungsfragen	70
5.1.3	Würdigung der neuen Institutionenökonomik als Rahmenwerk zur Beantwortung der vorliegenden Forschungsfragen	71
5.2	Der Begriff der Unsicherheit	73
5.2.1	Abgrenzung nach der Sphäre der Einflussnahme	73
5.2.2	Abgrenzung nach der Art der Entscheidungssituation.....	75

5.3	Spezifizierung des Verhältnisses zwischen Investoren und Managern der Venture-Capital-Gesellschaft als Prinzipal-Agenten-Beziehung.....	78
5.4	Spezifizierung möglicher Informationsasymmetrien zwischen den Investoren und den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft.....	79
5.5	Signaling & Screening als erste Lösungsmöglichkeit.....	82
5.5.1	Theoretischer Hintergrund.....	82
5.5.2	Darstellung der dem Untersuchungsgegenstand artverwandten Signaling-Modelle.....	84
5.6	Kontrolle als zweite Lösungsmöglichkeit.....	86
5.6.1	Bedeutung im Rahmen der vorliegenden Arbeit.....	86
5.6.2	Die Kontraktgestaltung als kontrollgewährendes Element.....	88
5.6.2.1	Explizite Kontrakte.....	88
5.6.2.2	Implizite oder sich selbst durchsetzende Verträge.....	88
5.6.2.3	Relationale / unvollständige Verträge als Lösung nicht vertraglich regelbarer Situationen.....	91
5.7	Vertrauen als dritte Lösungsmöglichkeit.....	92
5.7.1	Darstellung der Bedeutung des Begriffs in den verschiedenen Forschungsdisziplinen.....	92
5.7.1.1	Einleitende Bemerkungen zur Bedeutung in Geschäftsbeziehungen.....	92
5.7.1.2	Vertrauen im Rahmen der sozialpsychologischen Theorie.....	93
5.7.1.3	Vertrauen im Rahmen der sozialwissenschaftlichen Theorie.....	94
5.7.1.4	Vertrauen im Rahmen der ökonomischen Theorie.....	96
5.7.1.5	Vertrauen im Rahmen der integrativen Sichtweise moderner Marketing- / Managementliteratur.....	98
5.7.2	Ableitung einer Definition für das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und Investoren.....	100
5.7.3	Am Vertrauensverhältnis beteiligte Personen.....	101
5.7.3.1	Vertrauensobjekt.....	101

5.7.3.2	Vertrauensgeber	102
5.7.4	Entstehung.....	103
5.7.4.1	Überblick über Determinanten.....	103
5.7.4.2	Vertrauensentstehung nach Zucker	105
5.7.4.3	Vertrauensentstehung nach Lewicki & Bunker	107
5.7.4.4	Integrierender Ansatz nach Doney & Cannon	110
5.7.5	Bedeutung und Wirkweise im innerbetrieblichen Kontext.....	113
5.7.6	Abgrenzung zum Begriff der Kontrolle.....	115
5.8	Zusammenfassung der diskutierten theoretischen Lösungsmöglichkeiten.....	117
6.	Ableitung der Hypothesen und Aufstellung des Forschungsmodells.....	120
6.1	Ableitung der direkt auf die Investitionsentscheidung eines potentiellen Investors wirkenden Faktoren.....	120
6.1.1	Die Bedeutung des Track-Records	120
6.1.2	Die Bedeutung von Vertrauen	121
6.1.3	Die Bedeutung von wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten	122
6.2	Ableitung der indirekt über das Vertrauen auf die Investitions- entscheidung eines potentiellen Investors wirkenden Faktoren.....	124
6.2.1	Die Bedeutung des Track-Records für die Vertrauensentstehung	124
6.2.2	Die Bedeutung der Dauer der Zusammenarbeit für die Vertrauensentstehung.....	125
6.2.3	Die Bedeutung der wahrgenommenen Ähnlichkeit für die Vertrauensentstehung.....	126
6.2.4	Die Bedeutung der Offenheit im Rahmen der Due-Diligence für die Vertrauensentstehung.....	127
6.3	Ableitung der indirekt über die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten auf die Investitionsentscheidung eines potentiellen Investors wirkenden Faktoren	128

6.3.1	Die Bedeutung der Ausgestaltung der Vertragsklauseln für die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten.....	128
6.3.2	Die Bedeutung des Verhaltens der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft im Rahmen der Due-Diligence für die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten	130
6.4	Zusammenfassung.....	132
7.	Quantitativ-empirischer Teil.....	135
7.1	Erhebung der Daten.....	135
7.1.1	Auswahl der Methoden	135
7.1.2	Gestaltung des Fragebogens / Rücklaufoptimierung	137
7.2	Aufbereitung der Daten.....	139
7.2.1	Ausreißeranalyse	139
7.2.2	Prüfung auf Normalverteilung / Linearität als Voraussetzung statistischer Verfahren	141
7.2.3	Behandlung fehlender Werte.....	143
7.2.3.1	Analyse des Musters fehlender Werte.....	143
7.2.3.2	Ersetzung fehlender Daten	145
7.3	Prüfung auf das Vorhandensein von Verzerrungen in den Daten.....	146
7.3.1	Einleitung	146
7.3.2	Non-Response-Bias.....	146
7.3.3	Common-Method-Bias.....	148
7.3.4	Key-Informant-Bias	150
7.4	Deskriptive Analyse der Daten	152
7.4.1	Beschreibung der Studienteilnehmer	152
7.4.2	Beschreibung der von den Studienteilnehmern bei der Beantwortung des Fragebogens zugrunde gelegten Fonds	155
7.5	Entwicklung und Überprüfung der Messmodelle	157

7.5.1	Begriff der Operationalisierung	157
7.5.2	Beurteilung von Messmodellen	159
7.5.2.1	Einführung	159
7.5.2.2	Methoden der ersten Generation	161
7.5.2.3	Methoden der zweiten Generation	162
7.5.3	Operationalisierung und Prüfung der vorliegenden Messmodelle	165
7.5.3.1	Globale Ebene	165
7.5.3.2	Messmodelle der unabhängigen Variablen des abgeleiteten Modells	167
7.5.3.3	Messkonstrukte der medierenden bzw. abhängigen Variablen	178
7.6	Überprüfung der Hypothesen	183
7.6.1	Strukturgleichungsanalyse	183
7.6.2	Pfadmodelle	185
7.6.3	Auswahl des Schätzers	186
7.6.4	Optimierung der vorhandenen Fälle in Bezug auf die Güte der Parameterschätzung	188
7.6.4.1	Diskussion des Begriffs der Stärke	188
7.6.4.2	Anwendung des totalen Aggregationsansatzes als Lösungsmöglichkeit ..	189
7.6.5	Darstellung der Ergebnisse	190
7.7	Durchführung einer Post-hoc-Cluster-Analyse für die Variablen wahrgenommene Ähnlichkeit, Dauer der Zusammenarbeit, Offenheit im Rahmen der Due-Diligence, Track-Record sowie Attraktivität der Vertragsklauseln	191
7.7.1	Begriff und allgemeine Vorgehensweise bei Post-hoc-Cluster-Analysen	191
7.7.2	Beschreibung der Durchführung	193
7.7.2.1	Identifikation der Ausreißer mit der Single-Linkage-Methode	193
7.7.2.2	Bestimmung der Cluster-Anzahl mit der Ward-Methode	194
7.7.2.3	Ermittlung der Cluster-Zugehörigkeit mit der K-Means-Methode	197

7.7.3	Validierung der Ergebnisse	197
7.7.3.1	Einleitung	197
7.7.3.2	Prüfung der internen Validität der Cluster-Lösung	197
7.7.3.3	Prüfung der Kreuz-Validität der Cluster-Lösung	198
7.7.4	Deskriptive Beschreibung der Cluster-Ergebnisse	199
7.8	Durchführung einer Post-hoc-Cluster-Analyse für die Variablen Vertrauen und wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten	202
8.	Ergebnisdiskussion	205
8.1	Überblick und Vergegenwärtigung der behandelten Forschungsfragen	205
8.2	Diskussion der Ergebnisse der Hypothesen	206
8.2.1	Diskussion der direkt auf die Investitionsentscheidung eines potentiellen Investors wirkenden Faktoren	206
8.2.2	Diskussion der indirekt über das Vertrauen auf die Investition- entscheidung eines potentiellen Investors wirkenden Faktoren	208
8.2.2.1	Track-Record	208
8.2.2.2	Dauer der Zusammenarbeit	209
8.2.2.3	Wahrgenommene Ähnlichkeit	211
8.2.2.4	Offenes Verhalten im Rahmen der Due-Diligence	211
8.2.3	Diskussion der indirekt über die wahrgenommenen Kontroll- möglichkeiten auf die Investitionsentscheidung eines potentiellen Investors wirkenden Faktoren	212
8.3	Diskussion der Ergebnisse der Cluster-Analyse	213
8.4	Theoretischer Beitrag	214
8.4.1	Zur Venture-Capital-Literatur	214
8.4.2	Zum Verhältnis von Kontrolle und Vertrauen	215
8.5	Praktische Implikationen	216
8.5.1	Implikationen für das Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften	216

8.5.2	Implikationen für den Investitionsprozess potentieller Investoren	218
8.6	Limitationen und Anknüpfungspunkte für weitere Forschungsstudien.....	219
8.6.1	Methodische Limitationen	219
8.6.2	Inhaltliche Limitationen.....	221
9.	Zusammenfassung und Fazit	224
	Literaturverzeichnis	227
	Anhangsverzeichnis	249
	Anhang	251

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Überblick über den Aufbau der vorliegenden Forschungsarbeit.....	7
Abbildung 2:	Darstellung der Begriffe Venture-Capital sowie Private-Equity in Abhängigkeit der Unternehmensentwicklung der Portfolio-Unternehmen.....	10
Abbildung 3:	Visualisierung des Fondsmodells.....	14
Abbildung 4:	Überblick über die Determinanten des Fundraisings	18
Abbildung 5:	Darstellung des Fundraising-Prozesses aus Sichtweise der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft	24
Abbildung 6:	Überblick über die Investorentypen	25
Abbildung 7:	Darstellung des Investitionsprozesses aus Sichtweise der Investoren	30
Abbildung 8:	Darstellung der Selektionskriterien institutioneller Investoren.....	31
Abbildung 9:	Überblick über Unterschiede zwischen dem qualitativen und dem quantitativen Paradigma	38
Abbildung 10:	Darstellung einer Möglichkeit zur Konzeptualisierung mehrgleisiger Forschungsdesigns.....	43
Abbildung 11:	Überblick über die Vorgehensweise im Rahmen des angewendeten Sequential-mixed-Model-Designs	45
Abbildung 12:	Überblick über die Vorgehensweise beim qualitativen Teil des Sequential-mixed-Model-Designs	55
Abbildung 13:	Darstellung von Unsicherheitsformen in Abhängigkeit der Sphäre der Einflussnahme	74
Abbildung 14:	Darstellung von Unsicherheitsformen in Abhängigkeit der Entscheidungssituation	76
Abbildung 15:	Überblick über mögliche, aus asymmetrischer Informations- verteilung resultierende Probleme.....	80
Abbildung 16:	Graphische Darstellung der Funktionsweise von Signaling-Modellen	83
Abbildung 17:	Überblick über die Vertrauensentstehung nach Zucker (1986).....	107

Abbildung 18:	Überblick über die stufenweise Entwicklung von Vertrauen nach Lewicki & Bunker (1995, 1996).....	109
Abbildung 19:	Systematisierung der Vertrauensentstehung.....	112
Abbildung 20:	Zusammenfassender Überblick über Vorbedingung, Entstehung und Konsequenzen von Vertrauen.....	114
Abbildung 21:	Überblick über theoretische Lösungsmöglichkeiten für das Problem asymmetrischer Informationen	119
Abbildung 22:	Visualisierung des Forschungsmodells	132
Abbildung 23:	Überblick über abgeleitete Hypothesen.....	134
Abbildung 24:	Visualisierung der befragten Teilnehmer nach Kontinenten.....	153
Abbildung 25:	Überblick über Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Entscheidungsebenen.....	155
Abbildung 26:	Überblick über Unterschiede zwischen formativen und reflektiven Messmodellen.....	158
Abbildung 27:	Visualisierung der Ergebnisse des Forschungsmodells.....	191
Abbildung 28:	Graphische Darstellung der Bestimmung der optimalen Cluster-Anzahl mit dem Elbow-Kriterium für den Fünf-Variablen-Fall.....	195
Abbildung 29:	Graphische Visualisierung der finalen Fünf-Cluster-Lösung im Fünf-Variablen-Fall.....	201
Abbildung 30:	Darstellung der Bestimmung der optimalen Cluster-Anzahl mit dem Elbow-Kriterium für den Zwei-Variablen-Fall.....	202
Abbildung 31:	Graphische Visualisierung der finalen Fünf-Cluster-Lösung im Zwei-Variablen-Fall	204
Abbildung 32:	Überblick über modifizierte Selektionskriterien für Venture-Capital-Fonds	219

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Überblick über die geführten Experten-Interviews im Rahmen der qualitativ-empirischen Vorstudie	51
Tabelle 2:	Überblick über die gebildeten Fallstudien im Rahmen der qualitativ-empirischen Vorstudie.....	54
Tabelle 3:	Überblick über die Prüfkriterien zur Evaluation des Messmodells	165
Tabelle 4:	Überblick über die Ergebnisse der explorativen (Hauptachsen-) Faktorenanalyse	166
Tabelle 5:	Mittelwerte, Standardabweichungen und Korrelationen der quantitativen Variablen	167
Tabelle 6:	Prüfung des Messmodells für das Konstrukt wahrgenommene Ähnlichkeit	170
Tabelle 7:	Prüfung des Messmodells für das Konstrukt Dauer der Zusammenarbeit	171
Tabelle 8:	Prüfung des Messmodells für das Konstrukt Track-Record.....	174
Tabelle 9:	Prüfung des Messmodells für das Konstrukt Due-Diligence	176
Tabelle 10:	Prüfung des Messmodells für das Konstrukt Attraktivität der Vertragsklauseln.....	178
Tabelle 11:	Prüfung des Messmodells für das Konstrukt Vertrauen.....	181
Tabelle 12:	Prüfung des Messmodells für das Konstrukt wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten.....	182
Tabelle 13:	Darstellung der Identifizierung der optimalen Cluster-Anzahl über das Wachstum zur nächsten Stufe	194
Tabelle 14:	Darstellung der vorläufigen Fünf-Cluster-Lösung mittels Ward	196
Tabelle 15:	Prüfung der Inhaltsvalidität mit F-Werten für den Fünf-Variablen-Fall.....	198
Tabelle 16:	Darstellung der Prüfung der Inhaltsvalidität mit F-Werten für den Zwei-Variablen-Fall	203

Abkürzungen & Akronymverzeichnis

\$	US-Dollar
€	Euro
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
bspw.	beispielsweise
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
ca.	circa
CEO	Chief-Executive-Officer
CFI	Comparative-Fit-Index
Co.	Compagnie
DEV	durchschnittlich erfasste Varianz
EFA	Explorative Faktorenanalyse
EM	Expectation-Maximization
erw.	erweitert
etc.	et cetera
et al.	et alii

EVCA	European-Private-Equity-and-Venture-Capital-Association
evtl.	eventuell
GFI	Goodness-of-Fit-Index
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
i.e.S.	im engeren Sinne
IPO	Initial-Public-Offering
i.S.	im Sinne
i.v.m.	In Verbindung mit
i.w.S.	im weiteren Sinne
KFA	Konfirmatorische Faktorenanalyse
KG	Kommanditgesellschaft
KMO	Kaiser-Meyer-Olkin-Koeffizient
MAR	Missing-at-random
MBA	Master-of-Business-Administration
MBI	Management-buy-in
MBO	Management-buy-out
MCAR	Missing-completely-at-random

Mio.	Millionen
ML	Maximum-Likelihood
MNAR	Missing-not-at-random
Mrd.	Milliarde
NVCA	National-Venture-Capital-Association
NFI	Normed-Fit-Index
o.S.	ohne Seitenangabe
o.V.	ohne Verfasser
Rdnr.	Randnummer
RMSEA	Root-Mean-Square-Error-of-Approximation
RNI	Relative-Noncentrality-Index
R.U.L.P.A.	Revised-Uniform-Limited-Partnership-Act
s.	siehe
sig.	signifikant
s.o.	siehe oben
SRMR	Standardized-Root-Mean-Residual
TLI	Tucker-Lewis-Index
u.	und
u.a.	unter anderem

U.L.P.A.	Uniform-Limited-Partnership-Act
überarb.	überarbeitet
vgl.	vergleiche
vollst.	vollständig
WLS	Weighted-least-Square
WLSM	Weighted-least-Squares-with-Robust- Standard-Errors-and-Means-adjusted- Estimator
WLSMV	Weighted-least-Squares-Means-and- Variance-adjusted-Estimator
WRMR	Weighted-Root-Mean-Square-Residual
z.B.	zum Beispiel

1. Einführung

1.1 Einordnung des Fundraisings in den Kontext des Venture-Capital-Geschäfts

Zentraler Gegenstand der Entrepreneurship-Forschung ist die Untersuchung der Schaffung selbständiger und originärer rechtlicher Wirtschaftseinheiten (Kollmann, 2011, S. 11; Kollmann, 2006, S. 333). In diesem Zusammenhang wird für die Umsetzung bzw. Entwicklung von innovativen Ideen, die in eine erfolgreiche Unternehmensgründung münden sollen, oftmals ein erheblicher Kapitalbedarf benötigt (Kollmann, 2011, S. 392 ff.). Außerdem sind Unternehmensgründungen mit großen Risiken behaftet und das Erreichen der Gewinnschwelle ist zumeist noch einige Jahre entfernt. Im Schnitt dauert das Erreichen dieser Schwelle 3,1 Jahre (Kollmann & Kuckertz, 2003, S. 770). Fremdkapitalfinanzierungen, z.B. im Sinne eines Bankkredites, sind daher in den meisten Fällen aufgrund des Mangels an Sicherheiten für Unternehmensgründungen keine Option. Auf genau diese Fälle sind Venture-Capital-Gesellschaften spezialisiert, die Unternehmensgründungen oder junge Unternehmen über eine Beteiligung mit Eigenkapital versorgen. Teilweise bieten Venture-Capital-Gesellschaften zudem Managementunterstützung an (Jessen, 2002, S.59). Als Beispiele für populäre und mit US-Venture-Capital finanzierte Unternehmen sind Microsoft, Intel, Lotus, Compaq Computers oder Apple zu nennen (Gompers & Lerner, 1996, S. 465; Sahlman, 1990, S. 482). Auch in Europa gibt es mit Skype, Mobistar und TomTom erfolgreiche Beispiele für Venture-Capital finanzierte Unternehmen (EVCA bzw. European Venture-Capital & Private-Equity Association, 2007, S. 5).

Volkswirtschaftlich wird der Venture-Capital-Branche eine große Bedeutung in Bezug auf allgemeines volkswirtschaftliches Wachstum (Gohrman & Sahlman, 1989, 231 f.; Popov & Roosenboom, 2009, S. 29 f.), die Generierung von Innovationen (Gompers & Lerner, 2006, S. 306; Kollmann, 2007, S. 51) sowie die Schaffung neuer Arbeitsplätze zugesprochen (Belke, Fehn & Foster, 2003, o.S.; Weitnauer, 2001, S. 17). In den USA wurden in den Jahren 1995 bis 2010 im Schnitt 28,3 Billionen US-Dollar pro Jahr in innovative Unternehmen investiert (National Venture-Capital Association, 2011). In Europa wurden in den Jahren 2000 bis 2009 pro Jahr im Durchschnitt 42,15 Billionen Euro in innovative

Unternehmen investiert (EVCA, 2010)¹. Laut einer Studie der EVCA haben Unternehmen, die mit Private-Equity oder Venture-Capital finanziert wurden, zwischen 2000 und 2004 eine Millionen neue Arbeitsplätze in Europa geschaffen (EVCA, 2007, S. 5). In den Vereinigten Staaten waren Venture-Capital finanzierte Unternehmen im Jahre 2008 sogar für die Erschaffung von 12,1 Mio. Arbeitsplätzen verantwortlich (Deloitte, 2010, o.S.).

Mittlerweile hat sich im Venture-Capital-Geschäft sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Europa die Bildung so genannter Limited-Partnerships – das deutsche Pendant hierzu ist die GmbH & Co. KG – zur Durchführung des Venture-Capital-Geschäfts als Standard durchgesetzt (EVCA, 2010, S. 3; Fenn, Liang & Prowse 1997, S. 2; Gompers & Lerner, 1996, S. 469; Harris, 2010, S. 266; Sahlman, 1990, S. 487; Tausend, 2006, S. 37). Im Prinzip werden hierfür Gelder von der Venture-Capital-Gesellschaft bei den Investoren eingesammelt, welche dann in einem geschlossenen Fonds mit einer begrenzten Laufzeit gepoolt werden. Danach werden die Investitionsmittel in innovative Unternehmen investiert. Nach Entwicklung des Unternehmens werden die Unternehmen im Rahmen eines Exits² verkauft. Die auf diesem Wege realisierten Gewinne fließen mit Abzug einer Gewinnbeteiligung für die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft, dem Carried-Interest, an die Investoren zurück (Kollmann, 2011, S. 404 ff.). Die Einsammlung der Investitionsmittel zur Poolung in den Fonds wird als Fundraising bezeichnet und ist für die Erreichung der oben beschriebenen Ziele eine notwendige Voraussetzung. Die vorliegende Arbeit befasst sich mit den Erfolgsfaktoren bei der Investitionsmittelinwerbung von Venture-Capital-Gesellschaften.

1.2 Identifizierung einer Forschungslücke und Ableitung der Forschungsfragen

Bei Betrachtung bisheriger Forschung zur Investitionsmittelinwerbung von Venture-Capital-Gesellschaften wird deutlich, dass sich die Bemühungen zum einen auf die Analyse makroökonomischer Einflussfaktoren³, wie zum Beispiel die Steuergesetzgebung oder

¹ Die Zahlen für den europäischen Markt sind insbesondere vor dem Hintergrund des Platzens der Dot.com Blase zu sehen. Daher folgt einem starken Anstieg ein starker Abstieg rund um die Jahrtausendwende (Kollmann, 2004, S. 48 ff.; Kollmann, 2006 (2)).

² Unter einem Exit wird die Beendigung der Beteiligung verstanden. Hierfür stehen, wie in Kapitel 2.3 erläutert werden wird, mehrere Möglichkeiten wie z.B. der Börsengang oder der Verkauf an einen weiteren Investor zur Verfügung.

³ Wie in Kapitel 2.4 erläutert werden wird, handelt es sich bei makroökonomischen Faktoren um solche Faktoren, die die Venture-Capital-Gesellschaft nicht beeinflussen kann. Unter mikroökonomischen Faktoren

das allgemeine wirtschaftliche Umfeld, beziehen (Black & Gilson, 1998, S.243 ff.; Gompers & Lerner, 2006, S. 33 ff.; Jeng & Wells, 2000, S. 241 ff.). Im mikroökonomischen Verhältnis zwischen der Venture-Capital-Gesellschaft und den Investoren wurde sich zum anderen mit Erfolgsfaktoren, wie zum Beispiel dem Track-Record, befasst (Gompers & Lerner, 2006, S. 33 ff. Kaplan & Schoar, 2005, S. 1791; Marti & Balboa, 2007, S. 453 ff.; Tausend, 2006, S. 171 f.). Unter dem Begriff des Track-Records versteht sich der Erfolg des Teams in früheren Fonds (Tausend, 2006, S. 35). Ferner sind qualitative Bemühungen in diesem Bereich zu nennen, die sich mit dem Prozess der Investitionsmitteleinwerbung aus Sichtweise der Venture-Capital-Gesellschaft als auch dem Investitionsprozess hinsichtlich Venture-Capital-Fonds aus Sichtweise der Investoren (Limited-Partners) beschäftigen (Barnes & Menzies, 2005, S. 209 ff.; Kuckertz & Middelberg, 2008, S. 556 ff.). Wie die vom Autor im Rahmen des vorliegenden Forschungsprojektes durchgeführte qualitativ-empirische Vorstudie ergab, kommt dem Vertrauen eine besonders große Rolle im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften zu. Folgende Zitate unterstreichen diesen Punkt⁴:

„Sie haben im Netzwerk vorschüssiges Vertrauen. Das müssen Sie dann später beweisen und rechtfertigen. Dennoch ist das Vertrauen erst einmal da. D.h. es sind Leute da, die Ihnen die Möglichkeit geben, Ihre Idee zu präsentieren.“ (Experteninterview 1, 2006)

-als auch-

„Es gab aber auch Investoren, die ziemlich schnell aus dem Bauch heraus entschieden haben. Sie haben gesagt: „Mir gefällt das Team. Die Story ist gut. Ich traue denen. Ich mach das.“ (Experteninterview 5, 2006)

Wird der Stand der Forschung mit diesen Erkenntnissen der qualitativ-empirischen Studie verglichen, kann im Ergebnis festgehalten werden, dass längst nicht alle Einflussfaktoren im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften in der Forschung zu diesem Thema zufriedenstellend aufgearbeitet worden sind. Vielmehr scheint das Phänomen des Fundraisings bisher lediglich partiell und nur in Bezug auf harte bzw. objektiv nachprüfba-

werden hingegen Faktoren verstanden, die die Venture-Capital-Gesellschaft in gewisser Form beeinflussen kann.

⁴ Die Erhebung der qualitativ-empirischen Daten zählten zu einer Prüfungsleistung, die der Autor bereits im Rahmen seines Diploms erbracht hatte (Middelberg, 2007). Diese Daten wurden allerdings in der vorliegenden Arbeit im Hinblick auf völlig andere Fragestellungen erneut ausgewertet (vgl. hierzu im Detail Kapitel 4).

re Kriterien wie beispielsweise den Track-Record, die Bildung oder Erfahrung der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft oder aber die Fokussierung des Fonds diskutiert worden zu sein. Studien, die weiche bzw. intersubjektiv unterschiedlich interpretierbare Konstrukte wie das oben benannte Vertrauen einbeziehen, sind dem Autor hingegen nicht bekannt. Auch sind dem Autor keine Studien aus artverwandten Bereichen bekannt, die zur Schließung der Forschungslücke einen Beitrag leisten könnten.

Die vorliegende Arbeit versucht diese vorliegende Forschungslücke zu schließen, indem neben harten Kriterien wie dem Track-Record auch weiche Faktoren, wie das wahrgenommene Vertrauen bzw. die wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten, einbezogen und hinsichtlich ihres Einflusses auf den Erfolg im Fundraising untersucht werden. Da die vorliegende Arbeit zudem zu Handlungsempfehlungen für die Gestaltung des Fundraisings von Venture-Capital-Gesellschaften kommen will, soll darauf aufbauend betrachtet werden, welche Faktoren sowohl auf das Vertrauen als auch die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten wirken. In der vorliegenden Arbeit werden daher folgende Forschungsfragen zu beantworten sein:

Forschungsfrage 1: Welche weiteren Erfolgsfaktoren gibt es neben dem Track-Record in Bezug auf das Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften?

Forschungsfrage 2: Wie kann eine Venture-Capital-Gesellschaft den Erfolg des Fundraisings positiv für sich beeinflussen?

1.3 Überblick über den Aufbau der vorliegenden Arbeit

Nachdem im vorliegenden Kapitel bereits die Bedeutsamkeit der Einwerbung von Investitionsmitteln diskutiert und die Forschungslücke sowie die Forschungsfragen abgeleitet wurden, wird im zweiten Kapitel die Struktur des Beteiligungsgeschäftes erläutert und auf diese Weise die für das Verständnis und die Durchführung der vorliegenden Arbeit notwendige Grundlage gelegt: Hierfür wird zunächst der Begriff des Venture-Capitals und die Intermediärfunktion von Venture-Capital-Gesellschaften beschrieben. Danach wird das üblicherweise in der Praxis zur Anwendung kommende Fonds-Modell dargestellt. Nachdem ein Überblick über den Stand der Forschung zu den Erfolgsfaktoren im Fundraising gegeben worden ist, werden in einem nächsten Schritt die beiden an dem Prozess des Fundraisings beteiligten Parteien näher beschrieben. In diesem Zusammenhang wird auf die verschiedenen Typen von Venture-Capital-Gesellschaften und die damit verbundenen

unterschiedlichen Motive und Ziele eingegangen sowie letztlich das bekannte Wissen über den Fundraisingprozess erläutert. Das Gleiche geschieht auch für die Investoren (bzw. Limited-Partners), wobei hier das Wissen über den Investitionsprozess dargestellt wird. Daraufhin wird auf die rechtliche Strukturierung des Fondsvehikels sowie den das Verhältnis zwischen den Investoren und der Venture-Capital-Gesellschaft regelnden Gesellschaftsvertrag (Partnership-Agreement) eingegangen.

Wie im letzten Abschnitt erläutert wurde, liegt lediglich gesichertes Wissen über objektiv nachvollziehbare bzw. harte Erfolgsfaktoren wie den Track-Record vor. Daher wird im vierten Kapitel zunächst eine qualitativ-empirische Vorstudie zur explorativen Erfassung des Phänomens durchgeführt. Soll, wie in der vorliegenden Arbeit auf Basis einer qualitativ-empirischen Studie eine quantitative Analyse erfolgen, so wird in der Literatur ein Sequential-mixed-Model-Design vorgeschlagen (Tashakkori & Teddlie, 2003, S. 687 f.). Nach Abgrenzung des Forschungsparadigmas der Mixed-Methods gegenüber klassischen Paradigmen wird im Rahmen des dritten Kapitels die Vorgehensweise der im Rahmen der vorliegenden Arbeit durchgeführten Mixed-Method-Studie beschrieben.

Im vierten Kapitel wird dann die den ersten Teil der Mixed-Method-Studie ausmachende Durchführung der qualitativ-empirischen Fallstudien beschrieben. Als Grundlage werden hierfür zunächst die aus der Literatur bekannten Charakteristika zur Erstellung qualitativ-empirischer Fallstudien beschrieben. Nachdem zu Beginn des Kapitels der Begriff der Fallstudie definiert worden ist, wird die Phase der Datenerhebung sowie der Datenauswertung beschrieben. Im Ergebnis wurden sieben Experteninterviews durchgeführt, die unter Zuhilfenahme von sekundärem Informationsmaterial in vier Fallstudien über konkrete Fundraising-Prozesse von deutschen Venture-Capital-Gesellschaften resultierten. Für die Generierung von Erkenntnissen wurden die einzelnen Fälle zunächst im Rahmen einer fallinternen Analyse dargestellt. In einem nächsten Schritt wurden im Rahmen einer fallübergreifenden Fallanalyse erste Erfolgsfaktoren im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften identifiziert.

Auf Basis des Wissens aus der qualitativ-empirischen Vorstudie wird der Problemgegenstand im fünften Kapitel zunächst aus theoretischer Sichtweise diskutiert. Hierfür wird geklärt, inwieweit die Neoklassik sowie die neue Institutionenökonomik als theoretisches Rahmenwerk zur Lösung der vorliegenden Forschungsfragen dienen können. Klassifiziert als Entscheidungsproblem unter Unsicherheit werden das Prinzipal-Agenten-Verhältnis

zwischen den Investoren und den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft geklärt und die zwischen Investor und Manager der Venture-Capital-Gesellschaft vorliegenden Informationsasymmetrien näher spezifiziert. Als theoretische Antwort auf die Lösung des Problems wird die Theorie des Signaling und Screenings und ferner das theoretische Wissen über Vertrauen sowie Kontrolle diskutiert. Zur Beantwortung der zweiten Forschungsfrage und als Vorbereitung für die Ableitung eines Forschungsmodells werden ferner die theoretischen Grundlagen über die Vertrauensentstehung sowie die Entstehung der Wahrnehmung von Kontrolle im Allgemeinen und mit Bezug auf den speziell vorliegenden Fall diskutiert.

Auf Basis des Wissens aus der qualitativ-empirischen Vorstudie und den theoretischen Lösungsmöglichkeiten wird im sechsten Kapitel ein Forschungsmodell abgeleitet, das zum einen die Frage nach den Erfolgsfaktoren im Fundraising und zum anderen die Frage nach den Beeinflussungsmöglichkeiten der Manager im Fundraising beantworten soll.

Im siebten Kapitel erfolgt die Beschreibung der Überprüfung des hypothetisierten Modells unter Durchführung einer quantitativ-empirischen Studie. Im Gegensatz zur qualitativ-empirischen Vorstudie, bei der Venture-Capital Manager befragt wurden, wurde dabei auf die Perspektive der Investoren (Limited-Partners) abgestellt, so dass im Ergebnis beide am Fundraising beteiligten Parteien befragt wurden. Im Rahmen der Umfrage wurden weltweit Limited-Partners um die Beantwortung von Fragen hinsichtlich ihres letzten konkreten Investitionsprozesses bezüglich eines Venture-Capital-Fonds gebeten. Nach einer detaillierten Beschreibung der Erhebung der Daten wird die Durchführung der für die Analysen notwendigen Aufbereitung der Daten beschrieben. Dies umfasst die Analyse der Daten bezüglich möglicher Ausreißer und des Vorhandenseins einer Normalverteilung sowie die Behandlung fehlender Werte. In einem zweiten Schritt werden die erhobenen Daten auf mögliche Verzerrungen, wie den Non-Response-Bias, den Common-Method-Bias sowie den Key-Informant-Bias getestet. Danach wird die zur Prüfung der Hypothesen notwendige Entwicklung des Messmodells beschrieben. Dies beinhaltet zunächst die Operationalisierung der verwendeten Konstrukte der Arbeit. Im nächsten Schritt erfolgt die Beschreibung der Testung des Messmodells auf Reliabilität bzw. Zuverlässigkeit und Validität bzw. Gültigkeit. Daraufhin wird die Überführung des Forschungsmodells in ein Pfadmodell unter Anwendung des totalen Aggregationsansatzes beschrieben. Abschließend wird eine Post-hoc-Cluster-Analyse zur Identifizierung von Gruppen von Fällen durchgeführt, um

auf diese Weise Handlungsempfehlungen für die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft im Fundraising geben zu können.

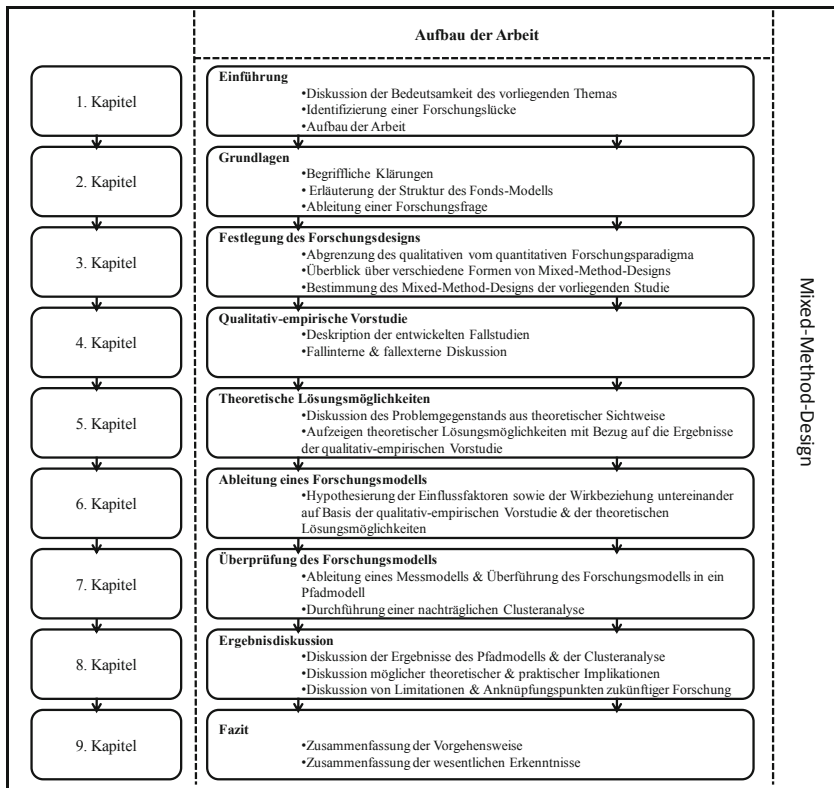


Abbildung 1: Überblick über den Aufbau der vorliegenden Forschungsarbeit

Im achten und letzten Kapitel erfolgt eine detaillierte Auseinandersetzung mit den Ergebnissen der durchgeführten Analysen. So werden die Ergebnisse des Pfadmodells und die Ergebnisse der nachträglichen Cluster-Analyse diskutiert. Im nächsten Schritt werden die Implikationen für die Wissenschaft zusammengetragen, wobei zunächst auf die Bedeutung für den Forschungsstand im Bereich Venture-Capital eingegangen wird. Danach wird diskutiert, inwieweit die gefundenen Ergebnisse einen Einfluss auf die zur Ableitung des Forschungsmodells herangezogenen Theorien haben. Daraufhin werden auf Basis der Ergeb-

nisse praktische Implikationen für das Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften abgeleitet. Obwohl es nicht die primäre Zielstellung der vorliegenden Arbeit ist, so ergeben sich aus der vorliegenden Arbeit auch einige praktische Implikationen für den Investitionsprozess der potenziellen Investoren, die ebenfalls im achten Kapitel präsentiert werden. Danach wird auf die Limitationen der vorliegenden Arbeit eingegangen und es werden Anknüpfungspunkte für weitere Forschungsarbeiten gegeben.

Ein letztes neuntes Kapitel fasst die Vorgehensweise und die wesentlichen Erkenntnisse der vorliegenden Arbeit zusammen. Abbildung 1 gibt einen graphischen Überblick über den Aufbau bzw. die gewählte Vorgehensweise im Rahmen der vorliegenden Arbeit.

2. Über das Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften

2.1 Begriff des Venture-Capitals

Charakteristisch für den Begriff Venture-Capital ist die mittel- bis langfristig begrenzte Überlassung von Beteiligungskapital an junge Unternehmen, die über hohe Wachstumsaussichten verfügen. Zumeist sind Venture-Capital-Beteiligungen mit einer Managementunterstützung verbunden, wobei die Rendite durch Kapitalgewinne erzielt wird (Jessen, 2002, S.59). Eng verbunden mit dem Begriff Venture-Capital ist der Begriff Private-Equity. Analog zur Definition von Venture-Capital geht es ebenfalls um die außerbörsliche Beteiligung an Unternehmen. Die Unterscheidung zwischen Venture-Capital und Private-Equity lässt sich mit Bezug auf die Abbildung 2 anhand der Finanzierungsphase treffen. Venture-Capital-Beteiligungen beziehen sich auf Beteiligungen an den frühen Phasen der Entwicklung (Early-Stages) eines Start-ups wie z.B. der Seed-Phase, der Start-up-Phase sowie der First-Stage-Phase (vgl. zum Begriff der Early-Stage-Finanzierung im Detail Kollmann (2009, S. 85)). Private-Equity-Beteiligungen beziehen sich hingegen auf die Finanzierung von späteren Phasen (Later-Stages) der Entwicklung eines Unternehmens, wie z.B. der Expansionsfinanzierung, der Turnaround- oder der Bridging-Finanzierung (Tausend, 2006, S. 13 f.). Ferner sind dem Begriff des Private-Equity, wie in Abbildung 2 illustriert, die Begriffe Buy-out, Mezzanine sowie die Divesting-Stage zuzuordnen. Die zur Verfügung gestellte und teilweise auch notwendige Managementunterstützung des Portfoliounternehmens nimmt in aller Regel mit der Fortentwicklung des Unternehmens ab. Während diese Unterstützung im Rahmen von Seed-Investments eine große Rolle spielt, ist die Bedeutung im Rahmen von Later-Stages-Investitionen geringer. In aller Regel steigen auch die Dauer der Beteiligungen sowie die investierten Volumina mit einer fortschreitenden Entwicklung (Bader, 1996, S. 10 ff.; Fenn et al., 1997, S. 4).

Allerdings ist zu beachten, dass der Begriff des Venture-Capitals nicht einheitlich definiert wird. Insbesondere beim Vergleich der europäischen mit der amerikanischen Definition ergeben sich Unterschiede: In den USA wird unter dem Begriff des Venture-Capitals lediglich die Finanzierung einer sehr frühen Unternehmensphase verstanden, wobei in Deutsch-

land und Europa auch die Finanzierung späterer Phasen der Unternehmensentwicklung unter diesen Begriff fallen (Trezza, 2005, S. 23 ff.). In der Abbildung 2 wird dies durch die Begriffe Venture-Capital im engeren Sinne sowie Venture-Capital im weiteren Sinne verdeutlicht.

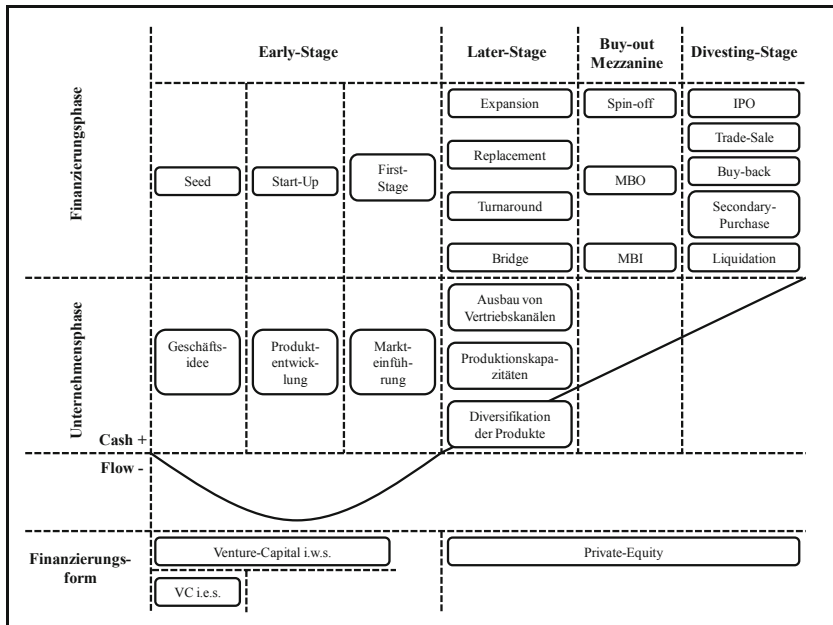


Abbildung 2: Darstellung der Begriffe Venture-Capital sowie Private-Equity in Abhängigkeit der Unternehmensentwicklung der Portfolio-Unternehmen
Eigene Darstellung in Anlehnung an Schefczyk (2006), S. 14.

Bei den bereits angesprochenen Seed-Finanzierungen geht es zumeist um die Entwicklung von innovativen Produkt- oder Geschäftsideen. Im Rahmen der Start-up-Finanzierung geht es dann um die konkrete Entwicklung des Produktes bzw. der Geschäftsidee. Im Rahmen von First-Stage-Beteiligungen geht es ferner um die Finanzierung des Produktionsstartes sowie der Markteinführung. Am Ende dieser Phase sollten die Erlöse höher als die Kosten und somit die Gewinnschwelle erreicht sein. Unter einer Expansionsfinanzierung versteht sich eine weitere Finanzierung, z.B. zum Anschub oder Ausbau der Produktion. Unter Bridge-Finanzierungen verstehen sich Vorbereitungen auf einen Börsengang oder den

Verkauf an einen industriellen Investor. Regelmäßig im Rahmen von Private-Equity Finanzierungen geht es zudem um Management-buy-out (MBO) und Management-buy-in (MBI) Finanzierungen, wobei es hierbei um eine Finanzierung der Vorbereitung der Unternehmensnachfolge geht. Zudem sind auch Turnaround-Finanzierungen unter dem Begriff Private-Equity zu subsumieren, die sich auf sanierte und nun wieder im Wachstum befindende Unternehmensbeteiligungen oder solche mit einem Potenzial dazu konzentrieren (Scheffczyk, 1998, S. 35 ff.).

Die Anlageklasse Private-Equity bzw. Venture-Capital wird neben Hedge-Fonds den alternativen Investitionsformen zugeordnet. Ferner gehören hierzu alle Assetklassen, die sich nicht den traditionellen Investitionen zuordnen lassen. Zu den traditionellen Investitionen zählen Aktien-, Renten-, Geldmarkt- sowie sonstige Wertpapier- und Investmentfondsanlagen. Alternative Investitionen zeichnen sich durch eine geringe Korrelation mit den Ergebnissen an den öffentlichen Kapitalmärkten sowie eine geringe Markttransparenz aus (Peetz, 2005, S. 201 f.). Mit der Asset-Klasse werden außerordentlich hohe Renditen verbunden. Wie in Anhang 1 illustriert, sind per 30.6.2008 in einem 10-Jahres Zeitraum im Bereich Early & Seed-Venture-Capital Renditen in Höhe von 32,9 %, mit ausbalancierten Venture-Capital Portfolios 14,4 % und mit Later-Stage Portfolios 8,5 % erwirtschaftet worden. Allerdings zeigt sich bei Berücksichtigung der auf die Weltwirtschaftskrise im Jahre 2008 folgenden Jahre für den 10-Jahres Zeitraum ein anderes Bild. So wurden, wie in Anhang 2 dargestellt, per 31.03.2010 im Bereich Early & Seed-Venture Renditen in Höhe von -3,6 %, mit ausbalancierten Portfolios Renditen in Höhe von -0,1 % und mit Later-Stage Portfolios Renditen in Höhe von 0,3 % erwirtschaftet. Die Zahlen für den 20-Jahres Horizont liegen allerdings wieder näher beieinander. Dementsprechend wurden per 30.06.2008 in einem 20-Jahres Zeitraum im Bereich Early & Seed-Venture Renditen in Höhe von 21,4 % und per 31.03.2010 Renditen in Höhe von 23,2 % erwirtschaftet. Im Bereich ausbalancierter Portfolios lagen die Renditen bei 14,7 % (per 30.06.2008) sowie 14,8 % (31.03.2010). Im Bereich der Later-Stages wurden Renditen in Höhe von 14,5 % (per 30.06.2008) sowie 15,5 % (per 31.03.2010) erwirtschaftet. Insgesamt lassen sich somit die per 31.03.2010 angegebenen Renditen für den 20-Jahre Zeitraum, aufgrund der Verzerrungen durch die Weltwirtschaftskrise, als repräsentativer für diese Anlageklasse ansehen.

2.2 Intermediärfunktion von Venture-Capital-Gesellschaften

Im letzten Abschnitt wurde der Begriff des Venture-Capitals unter Berücksichtigung der Zielobjekte, der so genannten Portfolio-Unternehmen, definiert. Wird der Blick in einem nächsten Schritt auf diejenigen gerichtet, die das Beteiligungskapital für die jungen Unternehmen zur Verfügung stellen, wird zwischen formellem und informellem Venture-Capital unterschieden. Von informellem Venture-Capital wird gesprochen, wenn es von privaten Personen zur Verfügung gestellt wird. Diese Art der Beteiligung wird in der Literatur im Zusammenhang mit der Tätigkeit von Business-Angels diskutiert. Diese verfügen zumeist aufgrund ihres persönlichen Werdegangs über besondere Expertise in einer bestimmten Wirtschaftsbranche und unterstützen die Portfolio-Unternehmen im Rahmen von Direktbeteiligungen mit ihrem speziellen Wissen. Von formellem Venture-Capital wird gesprochen, wenn dieses von Institutionen zur Verfügung gestellt wird (Bell, 1999, S. 53; Schefczyk, 2002, S. 96).

Wird das zuletzt angesprochene formelle Venture-Capital betrachtet, so ergeben sich drei Parteien: die Investoren, die Venture-Capital-Gesellschaft und Portfolio-Unternehmen. Die Vorteile der Zwischenschaltung von Venture-Capital-Gesellschaften haben sich, wie im Folgenden begründet werden wird, aufgrund von hohen Informationsasymmetrien zwischen Investoren und den potenziellen jungen und innovativen Unternehmen herausgebildet. Aus Sichtweise der finanzorientierten Investoren besteht in diesem Zusammenhang die Problematik, junge Unternehmen aufgrund ihres hohen Innovationsgrades und ihrer zumeist kurzen Historie angemessen bewerten zu können. Zudem fehlt den finanzorientierten Investoren regelmäßig die Zeit für eine angemessene Auswahl und Betreuung der Beteiligungsunternehmen (Gompers & Lerner, 2006, S. 127; Schefczyk, 2006, S. 70).

Wird das Wissen aus der neuen Institutionenökonomik zugrunde gelegt, so wird die Beteiligung über einen Intermediär aus Sichtweise der Investoren sinnvoll, wenn diese mit geringeren Transaktionskosten verbunden ist. Dies ist dann gegeben, wenn die Kosten für die Einschaltung eines auf die Beurteilung und die Entwicklung von innovativen Unternehmen spezialisierten Intermediärs die Kosten für die Einschaltung dieses Intermediärs übertreffen (Hartmann-Wendels, 1987, S. 29; Hartmann-Wendels, 2005, S. 218). Laut Schefczyk (2006, S. 67) ist dies aus folgenden Gründen bei Venture-Capital-Gesellschaften der Fall: Venture-Capital-Gesellschaften verfügen zumeist über gute Vernetzungen in den einzelnen Wirtschaftsbranchen, in denen potenzielle, innovative Unternehmen zu finden sind. Die

Einschaltung einer Venture-Capital-Gesellschaft als Intermediär verringert somit die Suchkosten. Neben einer guten Vernetzung bauen sich Venture-Capital-Gesellschaften regelmäßig ein Spezialwissen über bestimmte Wirtschaftszweige auf. Dies wirkt dem oben benannten Problem asymmetrisch verteilter Informationen zwischen jungen Unternehmen und ihren Investoren entgegen, so dass es den Intermediären aufgrund dieses Spezialwissens oftmals besser als den Finanzinvestoren gelingt, potenzielle Portfolio-Unternehmen hinsichtlich ihrer Erfolgchancen zu beurteilen. Da das Investment in potenzielle Unternehmen zum Tagesgeschäft von Venture-Capital-Gebern gehört, ergibt sich für diese ferner die Möglichkeit zur Standardisierung, z.B. bei der Vertragsgestaltung oder bei den Vertragsverhandlungen mit Portfolio-Unternehmen. Hierdurch lassen sich somit Verhandlungs- und Vertragsabschlusskosten senken. Aus Sicht eines an der Asset-Klasse interessierten Investors kann ein Investment über einen Intermediär auch vorteilhaft sein, da dieser auf seiner Ebene durch eine geschickte Portfoliobildung hohe Verlustrisiken begrenzen kann (Weingart, 1994, S. 256; Wolff, 1999, S. 85 ff.). Der Ablauf des Venture-Capital Geschäfts unter Einschaltung eines Intermediärs wird in den nächsten Abschnitten näher erläutert.

2.3 Fondsmodell

Um den Austausch zwischen den drei im letzten Abschnitt beschriebenen Parteien zu organisieren, legen Venture-Capital-Gesellschaften zur Sammlung der im Auftrage der Investoren zu investierenden Investitionsmittel geschlossene Fonds auf (Gompers & Lerner, 2006, S. 7; Schertler, 2003, S. 37). In Abbildung 3 wird der Ablauf des Venture-Capital Geschäfts unter Berücksichtigung eines zu bildenden Fonds geschildert.

Der Prozess des Venture-Capital Geschäfts beginnt mit der Beschaffung der für die Ausführung des Venture-Capital Geschäfts notwendigen Investitionsmittel (Fundraising). Die Investoren beteiligen sich dann üblicherweise an den nach den Bedürfnissen der Investoren strukturierten Fonds (Gompers & Lerner, 2006, S. 7 ff.). In der Regel dauert der Prozess des Fundraisings neun-15 Monate (Simpson, 2000, S. 8). Nach Schließung des Fonds werden die Gelder der Investoren von der Venture-Capital-Gesellschaft in die im Rahmen der Investitionsstrategie vorgeschlagenen Bereiche investiert. Die Tätigkeiten der Venture-Capital-Gesellschaft während der Investitionsphase gelten als gut erforscht und unterteilen sich in die Generierung des Deal-Flows, die Evaluation möglicher Beteiligungen, die Bewertung der Beteiligungsmöglichkeiten mit dem Ziel einer Kaufpreisermittlung, die

Strukturierung der Deals bis hin zur Phase der Managementunterstützung und letztendlich die Kontrolle (vgl. hierzu im Detail Tyebjee & Bruno (1984, S. 1051 ff.) und für eine detaillierte Beschreibung insbesondere Kollmann (2003, S. 322 ff.)).

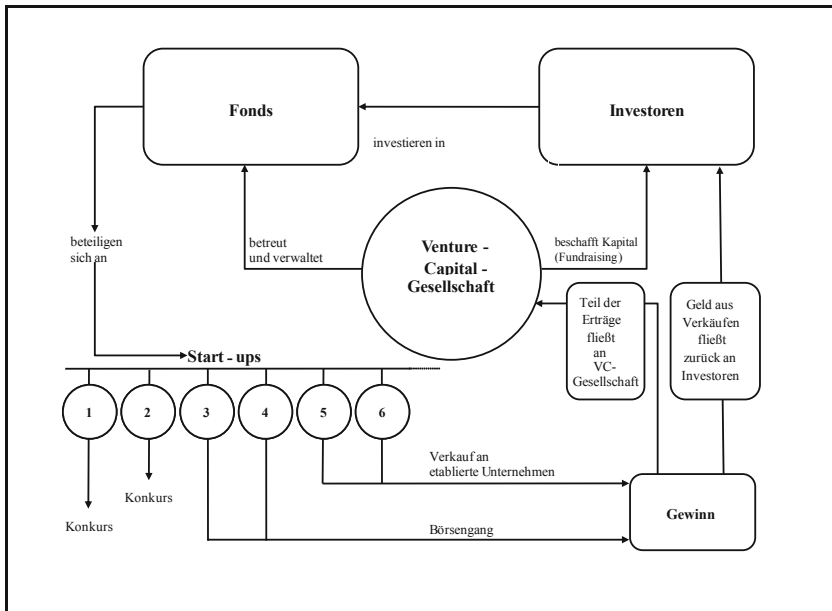


Abbildung 3: Visualisierung des Fondsmodells
In Anlehnung an Kollmann (2011, S. 405).

Im Rahmen der Generierung des Deal-Flows werden potenzielle Beteiligungsunternehmen identifiziert. Sich anbietende Investitionsmöglichkeiten werden im Rahmen der sich anschließenden Beteiligungsevaluation geprüft. Im Rahmen der Bewertung wird ein Kaufpreis für die Beteiligung auf Basis des geschätzten Unternehmenswertes ermittelt. Konnten sich beide Parteien auf einen angemessenen Kaufpreis einigen, geht es in der Phase der Deal-Strukturierung um die Verhandlung eines Finanzierungsvertrages (Investment-Agreements), der die Bedingungen des Investments und die Rechte und Pflichten der beiden Parteien bestimmt. Nachdem die Investition vollzogen wurde, geht es in einer letzten Phase um die Überwachung der Beteiligungsunternehmen sowie die Managementunter-

stützung z.B. hinsichtlich strategischer Planungen sowie der Unterstützung bei der Suche nach neuen Finanzierungsquellen (Gorman & Sahlmann, 1989, S. 237 f.).

Im Rahmen der Investitionsphase ist es die Aufgabe der Venture-Capital-Gesellschaft, ein Portfolio aus verschiedenen Beteiligungsunternehmen zu bilden (Breuer, 2003, S. 391)⁵. Die Lebensdauer eines Fonds beträgt im Durchschnitt zehn bis zwölf Jahre. Die Investitionsphase umfasst dabei normalerweise die ersten fünf Jahre des Fonds. Die Haltedauer der einzelnen Portfolio-Investitionen unterscheidet sich von Branche zu Branche. In der IT-Branche z.B. beträgt die Haltedauer üblicherweise zwischen drei und fünf Jahren, wobei die Haltedauer bei Investitionen im Bereich Biotech bis zu zehn Jahre andauern kann (Pape & Beyer, 2001, S. 628). Bei Investitionen in Unternehmen, die sich in einer sehr frühen Entwicklungsphase wie z.B. der Seed- oder Start-up-Phase befinden, fällt die Beteiligungsdauer von ein bis drei Jahren geringer aus. In der zweiten Hälfte der Lebensdauer des Fonds werden in aller Regel keine Beteiligungen in völlig neue Portfolio-Unternehmen mehr eingegangen. Wohl aber kann es zu weiteren Finanzierungsrunden für bereits bestehende Beteiligungen kommen (Geranio, 2004, S. 62). Mit Ende der Investitionsphase beginnt in der Regel die Wiederholung des Prozesses des Fundraisings zur Akquirierung neuer Investitionsmittel (Fenn et al., 1997, S. 46 f.).

Bis zum Ende der Laufzeit des Fonds werden alle Beteiligungen im Rahmen der Desinvestitionsphase über einen Exit beendet. Gemäß der Literatur stehen hierfür fünf verschiedene Exit-Wege zur Verfügung. Im Rahmen eines so genannten Buy-backs werden die Beteiligungen durch das Managementteam des Unternehmens zurückgekauft. Wird ein Exit über den Verkauf an einen weiteren Finanz-Investor (Private-Equity-Gesellschaft oder Venture-Capital-Gesellschaft) realisiert, so wird von einem Secondary-Purchase gesprochen. Im Rahmen eines so genannten Trade-Sales werden die Anteile an Unternehmen oder industrielle Investoren verkauft, die eventuell neben finanziellen auch strategische Ziele mit dem Erwerb dieses Unternehmens verbinden. Beim Börsengang werden die Anteile der Venture-Capital-Gesellschaft über einen Börsengang veräußert. Eine Liquidation bzw. Abschreibung ist gleichzusetzen mit der Aufkündigung der Finanzierungsverträge. Im Vergleich der verschiedenen Exit-Wege gilt der Börsengang als der geeignetste (Paffenholz, 2004, S. 107 ff.; Wall & Smith, 1997, 8 ff.; Zemke, 1995, S. 66). Die im Rahmen des Exits realisierten Gewinne fließen zu einem großen Teil an die Investoren zurück (Schefczyk, 2006,

⁵ „Der Begriff Portfolio beschreibt die Summe aller Vermögensgegenstände, die ein Investor oder Anleger besitzt.“ (Breuer, 2003, S. 391, Stichwort: Portfolio)

S. 14). Auf die Ausgestaltung der Gewinnbeteiligung wird in Kapitel 2.7 zusammen mit der Erläuterung des Gesellschaftsvertrags näher eingegangen. In einem nächsten Schritt soll nun ein Literaturüberblick über die Einflussfaktoren in der Einwerbung von Investitionsmitteln gegeben werden.

2.4 Literaturüberblick über die Einflussfaktoren im Fundraising

2.4.1 Makroökonomische Größen

Mit Blick auf die Literatur können zwei verschiedene Gruppen identifiziert werden, die Einfluss auf das Fundraising haben. Zum einen handelt es sich dabei um makroökonomische Einflussgrößen, die in diesem Abschnitt diskutiert werden. Zum anderen sind es Einflussgrößen, die die Venture-Capital-Gesellschaft selber betreffen und die sie zum Teil auch selber beeinflussen kann. Da sich diese Faktoren alleine auf die Sphäre des Unternehmens beziehen, wird von mikroökonomischen Größen gesprochen, die Bestandteil des nächsten Unterkapitels sind.

Black und Gilson (1998, S. 274) zeigen, dass ein aktiver Börsenhandel positiv mit einem aktiven Venture-Capital-Markt verbunden ist. Sie begründeten dies mit einer erhöhten Erfolgswahrscheinlichkeit für einen Exit über den Börsengang. Diesen Umstand untersuchten auch Jeng & Wells (2000, S. 285) in Abhängigkeit des Zielfokus des Fonds. Während die Autoren einen großen Einfluss der Möglichkeit von Börsengängen aufgrund allgemeiner Bedingungen an der Börse auf den Erfolg im Investitionsmittelfluss in Later-Stage-Fonds nachweisen konnten, scheint es laut ihrer Studie allerdings keinen Einfluss zwischen Börsenaktivität und Fundraising Erfolg bei Early-Stage-Fonds zu geben. Zudem haben sie herausgefunden, dass eine Unflexibilität auf dem Arbeitsmarkt einen Einfluss auf das Fundraising von Early-Stage-Fonds haben kann, dies aber nicht als Erklärung für Variationen im Fundraising von Later-Stage-Fonds zu Rate gezogen werden kann.

Gompers & Lerner (2006, S. 62 f.) legen dar, dass die Nachfrage nach Venture-Capital auf Seiten der Portfolio-Unternehmen einen Einfluss auf den Erfolg im Fundraising hat. Der Anstieg resultiert in diesem Zusammenhang mittelbar über eine Steigerung im Bereich des Wachstums der volkswirtschaftlichen Wirtschaftsleistung sowie erhöhten Ausgaben für Forschung und Entwicklung in der Gesamtwirtschaft, was zu einer erhöhten Investitionsaktivität im Bereich Venture-Capital führt. Zudem zeigen sie, dass geringere Besteuerungsraten der Kapitalgewinne positiv mit dem Volumen, das in die Asset-Klasse fließt, korre-

liert sind. Gompers und Lerner (2006, S. 62 f.) machen ferner deutlich, dass die Wahrscheinlichkeit, Gelder für einen in der Strategie fokussierten Fonds einzuwerben, nach der Änderung der Regelungen für das Investitionsverhalten von Pensionsfonds im Rahmen der Modifikation steuerlicher Regelungen (ERISA's clarification) gestiegen ist. Sicherlich haben auch wirtschaftliche Krisen Einfluss auf den allgemeinen Zufluss an Kapital in eine bestimmte Asset-Klasse, da hierdurch das verfügbare Kapital insgesamt und somit auch das für eine bestimmte Asset-Klasse vorgesehene Kapital reduziert wird. In der Literatur wird dies unter dem Begriff des Denominator-Effekts diskutiert (Schwartz, 2010, S. 67).

2.4.2 Mikroökonomische Größen

Die Determinanten des Erfolgs des Fundraisings auf der mikroökonomischen Ebene erforschten u.a. Gompers und Lerner (2006, S. 33 ff.), Kaplan und Schoar (2005, S. 1791) sowie Marti und Balboa (2007, S. 453 ff.). Untersucht wurde dieses Phänomen anhand theoretischer Überlegungen sowie mit Sekundärdaten aus branchenspezifischen Datenbanken. Allen Untersuchungen gemeinsam ist die Erkenntnis, dass eine gute Performance in vorherigen Fonds zu höherem Erfolg im Fundraising führt. Insbesondere Desinvestitionen über einen Börsengang oder einen Trade-Sale kommt dabei eine große Bedeutung zu. Gompers und Lerner (2006, S. 63) zeigten, dass die Reputation einer Gesellschaft (gemessen an Art und Größe) ebenfalls einen positiven Einfluss auf den Erfolg im Fundraising hat. Marti und Balboa (2007, S. 453) haben gezeigt, dass es ein Maximum an betreuten Unternehmen bzw. verwaltetem Fondsanteil pro Venture-Capital-Manager gibt, ab dem die Chancen im Fundraising fallen. Ferner haben Marti und Balboa (2007, S. 453) einen Zusammenhang zwischen der Mitgliedschaft in dem amerikanischen Venture-Capital-Branchenverband National-Private-Equity-Association sowie der Höhe des verwalteten Kapitals und dem Erfolg im Fundraising nachgewiesen. Cumming, Fleming und Suchard (2005, S. 295) haben für den australischen Markt aufgezeigt, dass Fonds mit hohem Track-Record und hohen leistungsabhängigen Vergütungen (Performance-Fee oder auch Carried-Interest) und einer geringeren leistungsunabhängigen Vergütung (Management-Fee) höhere Kapitalzusagen erhalten als Fonds mit hohen leistungsunabhängigen Vergütungen. Die Studie stellte zudem einen Zusammenhang zwischen wertsteigernden Aktivitäten und Erfolg im Fundraising fest. Laut Cumming et al. (2005, S. 326 f.) bekommen Venture-Capital-Gesellschaften, die in der Betreuung der Portfolio-Unternehmen relativ viel strategische Managementunterstützung und finanzielle Unterstützung geben, mehr Kapital von

Pensionsfonds als solche, die lediglich finanzielle Unterstützung und Unterstützung im Bereich Marketing bereitstellen.

Makroökonomische Faktoren	Mikroökonomische Faktoren
Nachfrage nach Venture-Capital seitens der Portfolio-Unternehmen (Gompers & Lerner, 2006, S. 62 f.)	Track-Record (gute Leistung in früheren Fonds) (Gompers & Lerner, 2006, S. 33ff.; Kaplan & Schoar, 2005, S. 1791; Marti & Balboa, 2007, S. 453 ff.)
Kapitalertragsteuerreduktion führt zu höherem Zufluss in Anlage-Klasse (Gompers & Lerner, 2006, S. 62 f.)	Ausbildung und Erfahrung (abhängig von Fokus des Fonds) (Tausend, 2006, S. 172)
Aktive Börsenlandschaft hat Einfluss auf Venture-Capital-Markt (Black & Gilson, 1998, S. 274)	Einhaltung eines optimalen Anteils des verwalteten Kapitals pro Manager (Marti & Balboa, 2007, S. 453)
Aktive Börsenlandschaft hat Einfluss auf Later-Stage-Fundraising (Jeng & Wells, 2000, S. 285)	Mitgliedschaft in Branchenverbänden (Marti & Balboa, 2007, S. 453)
Wirtschaftskrisen (Schwartz, 2010, S. 67)	Wertsteigernde Tätigkeiten (Cumming, Fleming & Suchard, 2005, S. 295)

Abbildung 4: Überblick über die Determinanten des Fundraisings

Ein deutschsprachiges Werk, das die Determinanten des Fundraisings untersucht hat, ist das von Tausend (2006). Im Speziellen untersucht Tausend die Selektionsentscheidung institutioneller Investoren hinsichtlich objektiver Kriterien, die Investoren bei der Prüfung von Venture-Capital-Fonds heranziehen. Hierfür analysierte er die historischen Daten von 125 VC-Fonds. Er ist zu dem Ergebnis gekommen, dass vor allem die Ausbildung und die Erfahrung des Management-Teams einen signifikanten Einfluss auf den Erfolg im Fundraising haben. Der optimale Anteil der Manager mit unternehmerischer Fähigkeit sollte nach Tausend (2006, S. 172) bei ca. 15 % liegen. In einer Cluster-Analyse untersuchte er ferner vorhandene Kompetenzverteilungen im Team und deren Einfluss auf den Erfolg im Fundraising. Nach seinen Erkenntnissen scheinen für Later-Stage-Fonds Kompetenzen in den Bereichen Management sowie Investment gefragt zu sein, wobei in Early-Stage-Fonds zudem technologische Kompetenz und Erfahrungen im Bereich der Industrie zählen. Zu-

dem ermittelte er ein optimal zu verwaltendes Fondsvolumen von US-\$ 30 Mio. pro Manager (vgl. hierzu die Zusammenfassung zu seinen Ergebnissen bei Tausend (2006, S. 172)). Die Abbildung 4 fasst den Stand der Forschung zusammen.

2.4.3 *Beurteilung der bisherigen Forschung in diesem Bereich*

Mit Blick auf die mikroökonomischen Erfolgsfaktoren sind die Bedeutung des Track-Records sowie die Beschaffenheit des Managementteams hervorzuheben. Bei näherer Betrachtung der zugrundeliegenden Studien wird allerdings sehr schnell eine an lediglich harten Größen interessierte Vorgehensweise deutlich. Daher stellt sich die Frage, ob es weitere Faktoren gibt, die im Rahmen bisheriger Studien aufgrund der eben beschriebenen Vorgehensweise nicht nachgeprüft wurden. Um dies herauszufinden, bietet sich eine nähere Untersuchung des Verhältnisses zwischen Investoren und Venture-Capital-Gesellschaften zum Zeitpunkt des Fundraisings an. In diesem Zusammenhang erfolgt zunächst ein Überblick über mögliche Ziele und Motive von Venture-Capital-Gesellschaften sowie deren Sichtweise auf den Prozess des Fundraisings. Da die Investoren das Gegenstück zu den Venture-Capital-Gesellschaften in diesem Prozess sind, gilt es zudem die Ziele und Motive dieser näher zu beleuchten und auch ihre Sichtweise auf den Investitionsprozess darzustellen. Ferner wird auf die steuerrechtliche Konzeption des Fondsvehikels als auch auf den üblicherweise im Rahmen des Fundraisings vereinbarten Gesellschaftsvertrag eingegangen.

2.5 Am Fundraising beteiligte Parteien

2.5.1 *Venture-Capital-Gesellschaften*

2.5.1.1 Typen

In der Literatur werden Venture-Capital-Gesellschaften nach ihrem Investitionsschwerpunkt, dem geleisteten Unterstützungsangebot, der Zuordnung zum privaten oder öffentlichen Sektor sowie letztlich der Eigentümerstruktur klassifiziert (Paffenholz, 2004, S. 15; Schefczyk, 2006, S. 9 f.).

Im Rahmen des Investitionsschwerpunktes lassen sich Venture-Capital-Gesellschaften nach anvisierten Branchen, nach Regionen, als auch nach den unterstützten Finanzierungsphasen differenzieren (Pape & Beyer, 2001, S. 628). Hinsichtlich der Branche lässt sich nach fokussiert und nicht-fokussiert investierenden Venture-Capital-Gesellschaften unter-

scheiden. Während erste auf einige wenige Branchen spezialisiert sind, investieren nicht fokussierte Investoren über alle Branchen hinweg in aussichtsreiche Unternehmen. Venture-Capital-Gesellschaften, die in besonders frühen Stadien investieren, tun dies zumeist im Rahmen eines aktiven Betreuungsansatzes mit einem hohen Maß an Unterstützung. Auf der anderen Seite gibt es aber auch passive Venture-Capital-Gesellschaften, die nur ein Mindestmaß an Unterstützung geben und lediglich kontrollierend tätig werden (vgl. für das Verhältnis zwischen den Venture-Capital-Gesellschaften und ihren Investoren im Detail Gorman & Sahlman (1989, S. 232)).

Die zweite bereits oben genannte Unterscheidungsmöglichkeit bezieht sich auf die Zuordnung zum privaten oder zum öffentlichen Sektor. Bei letzterem handelt es sich in Deutschland zumeist um Geschäftszweige von Banken der einzelnen Bundesländer, wie z.B. der Bremer Aufbaubank GmbH in Bremen oder der NRW.Bank in Nordrhein-Westfalen.

Venture-Capital-Gesellschaften werden, wie oben bereits angesprochen, zudem in Abhängigkeit ihrer Eigentümerstruktur unterschieden. Eine abhängige Venture-Capital-Gesellschaft (Captive-Company) verfügt in der Regel nur über einen Investor. Hierbei handelt es sich zumeist um eine 100 %-ige Tochter eines Unternehmens oder eines Kreditinstituts, wobei die Manager des Fonds an die Entscheidungen des Investors gebunden sind. Im Rahmen von großen Industrieunternehmen wird dies unter dem Begriff des Corporate-Venture-Capitals diskutiert (Schüppen & Ehlermann, 2000, S. 3). Bei diesem Typ von Venture-Capital-Gesellschaften wird allerdings kein externes Fundraising betrieben. Üblicherweise werden die Gelder im Rahmen eines offenen Fonds verwaltet und bei Bedarf vom Investor abgerufen. Eine unabhängige Venture-Capital-Gesellschaft (Independent-Company) muss ihre Investitionsmittel zunächst, wie im letzten Kapitel besprochen, extern im Rahmen eines Fundraisings einwerben. Im Gegensatz zu abhängigen Venture-Capital-Gesellschaften werden die Investitionsmittel in so genannten geschlossenen Fonds verwaltet. Die Lebensdauer geschlossener Fonds ist dabei im Gegensatz zu offenen Fonds beschränkt (Schertler, 2003, S. 37). Unabhängige Investoren investieren die im Fonds bereitgestellten Investitionsmittel im Rahmen eines so genannten Blind-pooling-Prozesses. Hiernach haben die Investoren keinen Einfluss auf die Investitionsentscheidungen der unabhängigen Venture-Capital-Gesellschaft (Leopold & Frommann, 1998, S. 119 f.). Im Rahmen der vorliegenden Arbeit geht es somit um unabhängige Venture-Capital-Gesellschaften, die ihr Geld im Rahmen eines externen Fundraisings einwerben müssen.

2.5.1.2 Motivation und Ziele

Schefczyk (2006, S. 20 f.) unterscheidet hinsichtlich der Motivation und den Zielen von Venture-Capital-Gesellschaften zwischen einer originären und einer derivativen Ebene. Während sich derivative Ziele mittelbar aus den Zielen der angebundenen Investoren der Venture-Capital-Gesellschaften ergeben, geht es bei originären Motivationen unmittelbar um die Belange der Venture-Capital-Gesellschaft.

Derivative Zielstellungen lassen sich am besten durch die Intermediationsbeziehung der Venture-Capital-Gesellschaften verdeutlichen. Aufgrund dieser Beziehung ist es Aufgabe der Venture-Capital-Gesellschaften, die finanziellen Ziele der Investoren hinsichtlich Rendite, Sicherheit und Liquidität, die in Kapitel 2.5.2.2 detailliert besprochen werden, in ihre Handlungen einfließen zu lassen. Bei oben besprochenen Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften, oder wenn es sich bei der Investorenschaft weitgehend um Unternehmen handelt, kann zudem die Verfolgung strategischer Ziele neben die Verfolgung finanzieller Ziele treten. Kreditinstitute, die oftmals alleinige Investoren oben benannter abhängiger Gesellschaften sind, geht es neben der Rendite auch um eine Erweiterung der Betreuungsmöglichkeiten. So können Kreditinstitute die eigene Risikoposition minimieren, in dem sie die Eigenkapitalbasis betreuter Unternehmen stärken (Hierl, 1986, S. 86 ff.; Schmidtke, 1985, S. 107 f.). Außerdem können Venture-Capital-Gesellschaften nach der Betreuung im Rahmen der Venture-Capital-Finanzierung Folgegeschäfte in den traditionellen Geschäftsparten des Bankgeschäfts machen (Stedler, 1993, S. 348 f.). Zudem erhalten sie Einblick in technologische Bereiche. Bei öffentlichen Venture-Capital-Gebern steht hingegen der Fördergedanke zur Schaffung von Arbeitsplätzen oder zur Begünstigung von Innovationen im Vordergrund (Schefczyk, 1998, S. 19 f.; Schefczyk, 2006, S. 9).

Das – zumindest aus Sichtweise des einzelnen Managers – bedeutsamste originäre Ziel von Venture-Capital-Gesellschaften ist eine angemessene Vergütung. Die Vergütung von Venture-Capital-Gesellschaften enthält sowohl eine pauschale Komponente (Management-Fee) als auch eine variable Komponente (Carried-Interest). Über die variablen Komponenten sollen die Ziele der Investoren mit den Zielen der Venture-Capital Manager in Einklang gebracht werden. Die pauschale Komponente dient der Deckung der mit dem Management des Fonds verbundenen Kosten (Sahlman, 1989, S. 491).

Ein weiteres originäres Ziel von Venture-Capital Managern ist die Akquirierung von Kapital von bestehenden oder neuen Investoren zu möglichst optimalen Bedingungen. Letztlich werden die Manager einer Venture-Capital-Gesellschaft auch Effizienziele beim Management des Fonds verfolgen. In der Literatur werden die Verwaltungskosten eines Fonds zumeist mit 2-3 % des investierten Kapitals pro Jahr beziffert (Bygrave & Timmons, 1992, 12; Schröder, 1992, S. 137; Weitnauer 2001, S. 83). Allerdings haben besonders große Fonds im Gegensatz zu kleinen Fonds regelmäßig Vorteile, da Verwaltungskosten fix sind und unterproportional zur Entwicklung des Fonds ansteigen.

Neben diesen finanziellen Zielen spielen aber sicherlich auch intrinsische Motivationslagen bei den Managern von Venture-Capital-Gesellschaften eine Rolle. So ist durchaus denkbar, dass eine Verbundenheit mit einem gewissen Wirtschaftsbereich aufgrund der persönlichen Historie des Managers vorliegt. Des Weiteren kann die Unterstützung von innovativen Ideen, die sich im Laufe der Zeit zu großen Unternehmen entwickeln, zu einem gesteigerten Selbstwertgefühl und Stolz führen.

2.5.1.3 Fundraisingprozess

Der Fundraisingprozess wird in der Literatur als mehrschrittiger Prozess beschrieben. Nach Simpson (2000, S. 7 ff.) wird in einem ersten Schritt eine Fondskonzeption bestimmt. Hierunter fällt die Bestimmung einer Investitionsstrategie unter Festlegung der Ziel-Branche(n), der Ziel-Region(en) sowie der Beteiligungsphase(n) und Beteiligungsvolumina. Hierzu passend wird das Ziel-Volumen des Fonds definiert (o.V., 2002, S. 4). In einem zweiten Schritt werden die in Frage kommenden Investoren bestimmt. Diese können sich zum einen aus dem vorherigen Fonds als auch auf Basis einer Kaltakquise, also durch die Ansprache völlig neuer Investoren, ergeben. Im Rahmen der danach folgenden Pre-Marketing-Phase wird am Markt getestet, ob ein Interesse für den Fonds besteht. In dieser Phase werden unter anderem die Bedürfnisse der Investoren hinsichtlich steuerrechtlicher Bedingungen eruiert. Danach wird der Fonds unter Beachtung steuerrechtlicher und gesellschaftsrechtlicher Bedingungen konzipiert⁶. In einem nächsten Schritt werden die für die Vermarktung des Fonds notwendigen Materialien, wie das Private-Placement-Memorandum (PPM) sowie eine Präsentation über den Fonds erstellt. Das Private-Placement-Memorandum wird auch als Visitenkarte eines Unternehmens bezeichnet und

⁶ Für eine Darstellung der in Frage kommenden Rechtsformen wird auf die Darstellungen in Kapitel 2.6 verwiesen.

gibt den Investoren alle für eine Investitionsentscheidung notwendigen Informationen (Hänche & Hammesfahr, 2007, S. 200). In einem weiteren Schritt werden Treffen mit den Investoren veranstaltet. Von einer Road-Show wird in diesem Zusammenhang gesprochen, wenn es zu einer ganzen Reihe an Treffen kommt und das Vorhaben zudem an für die Investoren bedeutsamen Plätzen präsentiert wird (Breuer, 2003, S. 463; Stichwort: Road-show). In einer sich anschließenden Phase der Due-Diligence prüfen potentielle Investoren das Fondsvorhaben hinsichtlich der in Aussicht gestellten Investmentstrategie und insbesondere vor dem Hintergrund, ob das Management Team der Venture-Capital-Gesellschaft zur Erwirtschaftung der in Aussicht gestellten Renditen fähig ist. Wenn sich die Investoren für ein Investment in den Fonds entschieden haben, wird der Gesellschaftsvertrag (Partnership-Agreement) zur Regelung der Rechte und Pflichten zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und Investor vorbereitet und den Investoren zur Verfügung gestellt (vgl. für eine Beschreibung der Regelungsinhalte Kapitel 2.7). Der letzte Schritt des Fundraisings ist die Schließung des Fonds (Closing). Hierbei ist allerdings zu beachten, dass im Rahmen eines Fundraisings mehrere Closings vorgenommen werden können. So kommt es zumeist zu einer vorläufigen Schließung des Fonds, wenn der Fonds genügend Investitionsmittel eingeworben hat, um mit der Investitionstätigkeit zu beginnen. Von einem finalen Closing wird dann gesprochen, wenn sich danach keine weiteren Investoren mehr beteiligen können.

Eine, unter anderem, vom Autor durchgeführte qualitativ-empirischen Studie über das Fundraising von deutschen Venture-Capital-Gesellschaften im Jahre 2006, hat diesen Prozess detailliert betrachtet. Im Ergebnis ist ein detaillierteres Modell über das Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften gebildet worden. Im Gegensatz zu der Beschreibung bei Simpson (2000, S. 7 ff.) berücksichtigt das bei Kuckertz & Middelberg (2008, S. 560) dargestellte Modell explizit die parallele bzw. iterative, d.h., sich wiederholende Durchführung verschiedener Prozesse. So hat diese qualitative Studie zum Ergebnis, dass die Investorenbestimmung parallel zur Bestimmung der Beteiligungsstrategie verläuft. Des Weiteren wird der Prozess in zwei grobe Phasen unterteilt: In der ersten Phase geht es im Wesentlichen um die Strukturierung des Fonds. Diese endet unter Einbeziehung eines Ankerinvestors oder der Investoren aus den Vorgängerfonds mit einer vorläufigen Schließung des Fonds. In einer zweiten Phase geht es dann um die eigentliche Investorenansprache und Überzeugung. Die nachstehende Abbildung 5 illustriert die zeitliche Anordnung der einzelnen Schritte.

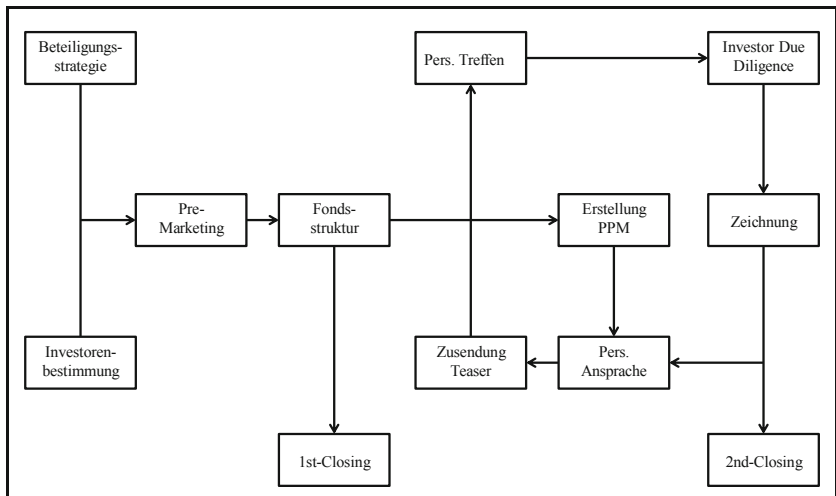


Abbildung 5: Darstellung des Fundraising-Prozesses aus Sichtweise der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft

Entnommen von Kuckertz & Middelberg (2008, S. 560).

2.5.2 Investoren

2.5.2.1 Typen

Im Limited-Partners-Universe von Friedman und Hartrup (2007, S. 7 ff.), einem Branchenbuch mit einem weltweiten Überblick über aktive Investoren im Bereich alternativer Investments, wird zwischen Asset-Managern, Banks & Investment-Banks, Corporate-Investors, Corporate-Pension-Fonds, Endowment-Plans, Family-Offices /Foundations, Government-Agencies, Insurance-Companies, Investment-Companies, Private-Equity-Firms, Dachfonds bzw. Funds-of-Funds und Public-Pension-Fonds, unterschieden. Um eine Klassifikation dieser oben genannten Investoren vorzunehmen, bietet sich zunächst, wie in Abbildung 6 illustriert, eine Unterscheidung zwischen privatwirtschaftlichen und öffentlichen Investoren an.

Zu den öffentlichen Investoren gehören Government-Agencies (Behörden), die die Gelder öffentlicher Einrichtungen verwalten, Endowment-Plans, die die Gelder von Institutionen wie Universitäten verwalten und letztlich Public-Pension-Fonds. Definitionsgemäß handelt es sich bei Public-Pension-Fonds (öffentlichen Pensionsfonds) um alle von den Arbeitge-

bern und Arbeitnehmern eingezahlten, eventuell vom Staat bezuschussten und von staatlicher Hand verwalteten Beträge zur Sicherstellung der Versorgungsbezüge nach dem Renteneintrittsalter (Rutherford, 1992, S. 346, Stichwort: pension fund).

Auf Seite der privatwirtschaftlichen Investoren bietet sich zudem eine Unterscheidung nach originärem bzw. nicht originärem Geschäftszweck an, sowie, ob eine Gesellschaft in eigenem Namen oder im Auftrag Dritter handelt. Die Verfolgung eines originären Geschäftszwecks meint an dieser Stelle, dass die Investmenttätigkeit zum ursprünglichen bzw. zum Hauptgeschäft der Investoren gehört.

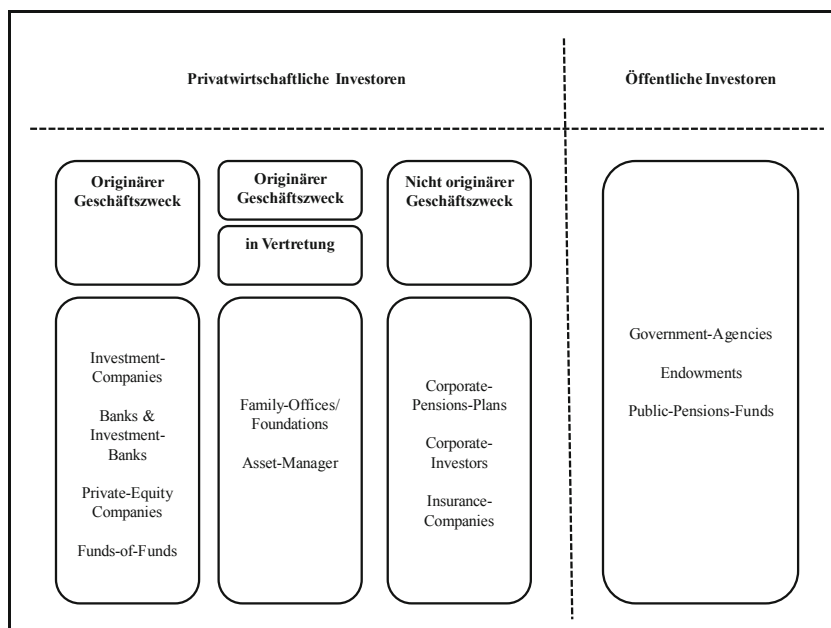


Abbildung 6: Überblick über die Investorentypen

Die erste Gruppe bildet Organisationen ab, zu deren Hauptgeschäft die Investmenttätigkeit gehört und die dies unter eigenem Namen betreiben. In diese Gruppe fallen zunächst Investment-Companies. Definitionsgemäß sind Investment-Companies (Investitionsgesellschaften) Unternehmen, deren Geschäftszweck auf die Verwaltung von Investmentfonds gerichtet ist. Sie investieren das bei ihnen z.B. in Fonds eingelegte Geld dabei in eigenem

Namen (Bestmann, 2007, S. 421 f., Stichwort: Investmentgesellschaft). Die zweite Art von Organisationen in diesem Bereich sind Banks bzw. Investmentbanks (Banken bzw. Investmentbanken). Definitionsgemäß führen Investmentbanken Aktivitäten aus, „*die sich auf die Unterbringung, den Handel (Wertpapierhandel), die Verwahrung und Verwaltung sowie die Beratung über Anlagen in Wertpapieren und wertpapierähnlichen Instrumenten erstrecken*“ (Krumnow, 2000, S. 742, Stichwort: Investment Banking). Obgleich es sich hier definitionsgemäß auch um Beratung und somit Dienstleistungen für andere Unternehmen handelt, treten Banken im Rahmen ihrer Investments zumeist unter eigenem Namen auf. Für die Beschreibung des Tätigkeitsfelds von Private-Equity-Gesellschaften sei auf die Kapitel 2.1 und 2.5.1 verwiesen. Unter Funds-of-Funds (Dachfonds) werden Fonds verstanden, die ihre Kapitalanlagen hauptsächlich in anderen Fonds investieren (Bestmann, 2007, S. 195, Stichwort: Dachfonds). Im vorliegenden Bereich handelt es sich also um Investitionen in Private-Equity oder Venture-Capital-Fonds (Bestmann, 2007, S. 195; Wagner, 2011, S. 147).

Die zweite Gruppe bildet Organisationen ab, zu deren Hauptgeschäft ebenfalls die Investitionstätigkeit gehört, die ihre Dienste aber im Auftrag Dritter und nicht im eigenen Namen ausführen. Zu dieser Gruppe gehören Family-Offices (Familiengesellschaften) und Foundations sowie Asset-Manager (Vermögensverwalter). Family-Offices sind Gesellschaften, deren Kapitalvermögen sich zum großen Anteil im Eigentum einiger weniger Familien befindet. Die Manager handeln somit in Vertretung dieser Familien (Krumnow, 2000, S. 503, Stichwort: Familiengesellschaften). Unter einer Foundation (Stiftung) wird die „*Widmung von Vermögen ... zu einem bestimmten Zweck*“ verstanden (Krumnow, 2000, S. 1216). Auch hier handelt die Stiftung in Auftrag des Stiftungsgebers. Unter Asset Management „*wird die professionelle, selbstständige, dauerhafte und zielorientierte Verwaltung definierter Finanzvermögen von Mandanten aufgrund eines Vollmachtsvertrags ...*“ verstanden (Krumnow, 2000, S. 1335, Stichwort: Vermögensverwaltung; Wierichs & Smets, 2001, S. 10). Der Unterschied zu der oben bereits beschriebenen Investmentgesellschaft ist, dass der Vermögensverwalter seine Investments zwar selbstständig im Rahmen definierter Befugnisse tätigt, diese aber nicht im eigenen Namen durchführt.

Die dritte Gruppe bildet Investoren ab, die ebenfalls als Investoren auftreten, deren Investitionstätigkeit allerdings nicht zu ihrem Hauptgeschäftszweck gehört. Hierzu zählen Corporate-Pensionfonds (betriebliche Pensionsfonds), Corporate-Investors (investierende

Unternehmen) als auch Insurance-Companies (Versicherungsunternehmen). Bei betrieblichen Pensionsfonds handelt es sich um „eine von einem oder mehreren Unternehmen gegründete außerbetriebliche Einrichtung [...] zur Gewährung von Leistungen im Rahmen der betrieblichen Altersvorsorge“ (Schierenbeck, 1994, S. 530, Stichwort: Pensionskasse). Hauptzweck ist somit die Sicherstellung von zukünftigen Leistungsbezügen der Versicherten, wobei die Investmenttätigkeit eine Möglichkeit zur Erreichung dieses Ziels ist. Corporate-Investors charakterisieren sich dadurch, dass sie neben finanziellen Zielen auch strategische Ziele verfolgen können. Auch hier stellt die Investitionstätigkeit nicht den Hauptzweck der Geschäftstätigkeit dar, sondern bietet z.B. die Möglichkeit zum Eintritt in neue Geschäftsfelder (Kollmann & Kuckertz, 2003 (2), S. 27 mit Bezug auf Schween, 1996; vgl. hierzu ferner die Anmerkungen im Abschnitt 2.5.2.2). Hauptzweck von Versicherungsgesellschaften ist die Einnahme von Versicherungsprämien, um Versicherungsnehmer gegenüber Schäden zu versichern. Als Nebenziel können die Versicherungsgesellschaften das Ziel verfolgen, die Versicherungsprämien der Versicherten optimal anzulegen (Schierenbeck, 1994, S. 684, Stichwort: Versicherer).

2.5.2.2 Motivation und Ziele

Investoren, die primär finanzielle Ziele verfolgen, werden hinsichtlich Entscheidungen bezüglich der Anlage-Klasse Venture-Capital, wie bei jeder anderen Investitions-Entscheidung auch, grundlegend nach den Anlagezielen Rentabilität, Sicherheit und Stabilität bzw. Risiko und Liquidität vorgehen (Botschen et al., 1995, S. 500 ff.; Müller (1995), S. 134 ff.; Ruda, 1988, S. 95 ff.; Steiner & Bruns, 2007, 49 ff.). Das Rentabilitätsziel ist dabei weniger auf die Gewinnung laufender Dividende, wie z.B. bei Investitionen in Aktien ausgerichtet, sondern vielmehr auf Kapitalgewinne, die bei der Veräußerung erfolgreicher Portfolio-Unternehmen gewonnen werden können (Schefczyk, 2006, S. 18 mit Bezug auf Schmidtke, 1985, S. 48-50). Wegen der mit dieser Anlageklasse verbundenen äußerst hohen Unsicherheit muss das Sicherheitsziel komplett in den Hintergrund treten. Aufgrund der Beteiligungen an geschlossenen Fonds handelt es sich zudem nicht um liquide Anlagen, so dass auch das Liquiditätsziel nicht von großer Bedeutung sein kann. Beteiligungen an Venture-Capital-Fonds setzen bei Anlegern also die Motivation hinsichtlich hoher Rendite bei einem niedrigem Sicherheits- und Liquiditätsbewusstsein voraus. Bei Anwendung des Wissens aus der Portfoliotheorie nach Markovitz (1952, S. 77 ff.) müsste wegen des hohen Risikos bei Entscheidungen bezüglich Venture-Capital-Investitionen eine höhere erwartete Rendite im Vergleich zu einer risikolosen Staatsanleihe gefordert werden. Eine

alternative Erklärung für die höhere erwartete Rendite ist, dass die Investoren für das Inkaufnehmen der Illiquidität einen Ausgleich in Form einer höheren Vergütung haben wollen (Schwartz, 2010, S. 63).

Während das eben diskutierte Rentabilitätsziel sicherlich für alle Arten von Investoren gilt, können bestimmte Investorentypen weitere, auch nicht rein finanzielle Ziele verfolgen. Bei Industrieunternehmen z.B. treten neben das Renditeziel strategische Ziele, die sich z.B. auf die Entwicklung von Wissen in einer bestimmten Branche beziehen können. Dies wird in der Realität oftmals im Corporate-Venturing angetroffen, wobei es zumeist um die Sicherung von Absatz- und Beschaffungsmärkten, den Zugang zu Technologien und Produkten, den Zugang zu kritischen Ressourcen wie z.B. Forschungs- und Entwicklungskapazitäten oder Ausgliederung bzw. Verselbständigung von Unternehmensteilen geht (Klemm, 1988, S. 141-143; Räbel, 1986, S. 143; Rind, 1981, S. 173-174; Schröder, 1992, S. 121-122). Der Staat hat in der Regel keine Renditeziele, sondern verfolgt den Gedanken der Gründungsförderung, Technologieförderung oder auch Regionalförderung (Schefczyk, 1998, S. 30). Auch Foundations, die sich aus Spenden von Familien ergeben, werden gebildet, um neben Renditezielen ein spezielles, dem Stiftungszweck entsprechendes Ziel zu verfolgen (Schwartz, 2010, S. 96).

2.5.2.3 Investitionsprozess

Um zu Aussagen hinsichtlich der Erfolgsfaktoren im Fundraising zu gelangen, muss vor allem die Perspektive der entscheidenden Personen berücksichtigt werden. Daher soll im Folgenden der Investitionsprozess aus Sichtweise der Investoren dargestellt werden. Der Investitionsentscheidungsprozess eines kapitalinvestierenden Unternehmens beginnt, wie in Abbildung 7 illustriert, im Rahmen einer Investitionsstrategiephase mit der Bestimmung der Anlagenklassenverteilung (Asset-Allokation). Unter diesem Begriff wird die Aufteilung des Vermögens nach den drei Kriterien Performance, Liquidität und Sicherheit im Rahmen einer Portfoliobildung bezeichnet. Zur Erreichung eines ausgewogenen Portfolios stehen von klassischen Anlageformen wie dem Sparbuch über Aktien und Rentenfonds bis hin zu alternativen Anlagen verschiedene Investitionsalternativen bereit (o.V., 2006, S. 511 f.). Der Begriff der Asset-Allokation geht dabei auf den Ansatz der Portfoliotheorie von Markowitz (1952, S. 64 ff.) bzw. vielfältige danach folgende Erweiterungen zurück. Insgesamt orientieren sich finanziell orientierte Investoren bei ihrer Anlagenverwaltung an den drei Anlagezielen Rendite, Sicherheit bzw. Risiko und Liquidität (Steiner & Bruns,

2007, S. 568). Finanziell motivierte Investoren verfolgen, wie im letzten Kapitel bereits dargestellt, mit einer Investition in Venture-Capital hohe Erwartungen hinsichtlich der Rendite, können aber aufgrund der Beschaffenheit der Anlageklasse kein hohes Sicherheitsbedürfnis sowie für diesen Teil des eigenen Kapitals keinen Bedarf an schnell verfügbarer Liquidität haben. Laut der Portfoliotheorie lässt sich durch eine Diversifikation, d.h. die Verteilung der Investitionsmittel innerhalb einer Anlageklasse und über verschiedene Anlageklassen hinweg, das Risiko-Rendite-Verhältnis des eigenen Portfolios verbessern. Durch eine strukturierte Kombination verschiedener Anlagen, die nicht miteinander korreliert sind, wird es möglich, risikoeffiziente Portfolios zu bilden (Steiner & Bruns, 2007, S. 48 ff.; Tausend, 2006, S. 46). Aufgrund der vergleichbar hohen Renditen, aber geringen Korrelation zu anderen Anlageklassen, eignet sich Venture-Capital bzw. Private-Equity daher zur Optimierung des Risiko-Renditeprofils der Anleger (Bance 2002, S. 5 f.; Chen, Baierl & Kaplan, 2002, S. 84 & S. 88). Diese Anlageklasse stellt dabei aber lediglich einen kleinen Teil der Portfolios institutioneller Investoren dar. Nach einer Studie haben Amerikanische Pensionsfonds im Jahre 2001 lediglich 4,9 % ihres Kapitals in Private-Equity und 1,9 % in Venture-Capital angelegt (Chemla, 2004, S. 65).

Hat sich der Investor für diese Anlageklasse entschieden, geht es in einem nächsten Schritt um die Formulierung einer speziell auf diesen Bereich der alternativen Investitionen zugeschnittenen Investitionsstrategie. So sind im Rahmen einer Anlagestrategie für alternative Investitionen die Verteilung innerhalb des Segments Venture-Capital oder späterer Stufen, die Verteilung nach Branchen, die Verteilung nach Regionen sowie nach Ursprungsjahr des Fonds (Vintagejahr), zu planen (Tausend, 2006, S. 46). Je nach Segment oder Branche sinkt oder steigt das Risiko der Investitionen. Allerdings verfügen viele Investoren gar nicht über die Möglichkeit bzw. genügend Kapital, um eine realistische Diversifikationsstrategie innerhalb dieser Anlageklasse zu realisieren. Ein Ausweg aus dieser Situation ist die Investition in Dachfonds (Chemla, 2004, S. 68).

In einem nächsten Schritt beginnt die Pre-Investitionsphase mit der Identifizierung der am Markt befindlichen Venture-Capital-Fonds. Dies geschieht einerseits durch eine aktive Suche nach Investitionsmöglichkeiten und andererseits auf Basis der an die Investoren herangetragenen Investitionsmöglichkeiten.

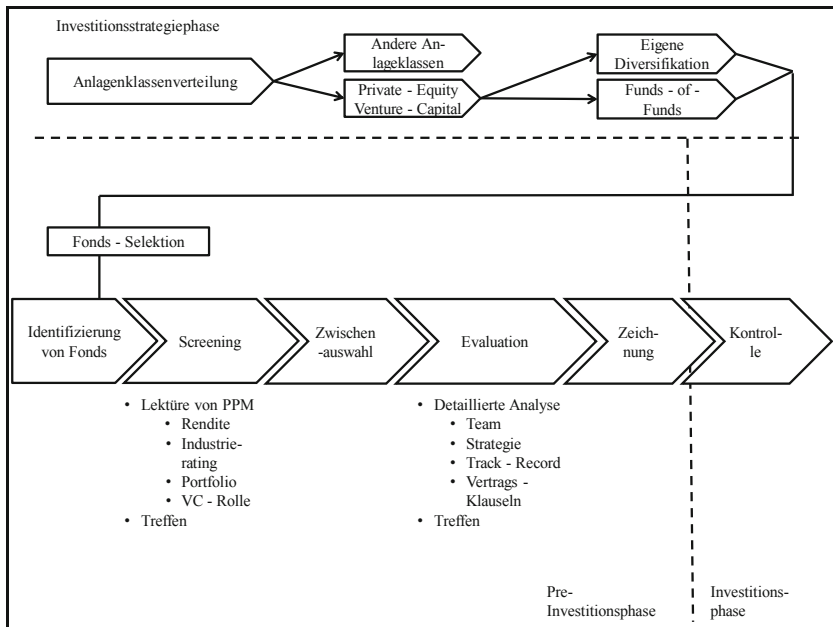


Abbildung 7: Darstellung des Investitionsprozesses aus Sichtweise der Investoren

Veranschaulichung des Investitionsentscheidungsprozesses eines finanziellen Investors in Anlehnung an Barnes & Menzies (2005, S. 214) sowie Tausend (2006, S. 52).

Auf Basis der Marketingmaterialien, wie z.B. dem Teaser, d.h. einer Kurzbeschreibung der wesentlichen Eckdaten des Fonds oder dem Private-Placement-Memorandum (Privatplatzierungsprospekt), wird im Rahmen der Screening-Phase auf allgemeiner Ebene geprüft, inwieweit der Venture-Capital-Fonds zur Investitionsstrategie des Investors passt. Tausend (2006, S. 76 ff.) hat eine Liste über regelmäßig eingesetzte Selektionskriterien, unterteilt in die Struktur, die Vertragsbeziehung und die Strategie des Fonds, die Fähigkeiten und Eigenschaften des Managementteams sowie die Motivation und Anreize des Managementteams, zusammengestellt (vgl. hierzu Abbildung 8). Allerdings wird im Rahmen seiner Arbeit nicht, wie in der vorliegenden Arbeit, zwischen einer Screening-Phase und einer Evaluationsphase unterschieden. Vielmehr bezieht er die Selektionskriterien auf den gesamten Prozess. Dennoch soll eine Zusammenstellung an dieser Stelle zur Illustration eines Überblicks erfolgen. In dieser Screening-Phase kommt es zudem zu ersten Treffen mit den Venture-Capital-Managern. Für diese Phase sind laut einer Studie von Barnes & Menzies (2005, S. 218) für eine Weiterbetrachtung des Fonds die *“magnitude and consistency of*

historic returns of previous funds” und die “the perception of the VC as ‘hands on’ and ‘adding value’ von großer Bedeutung.

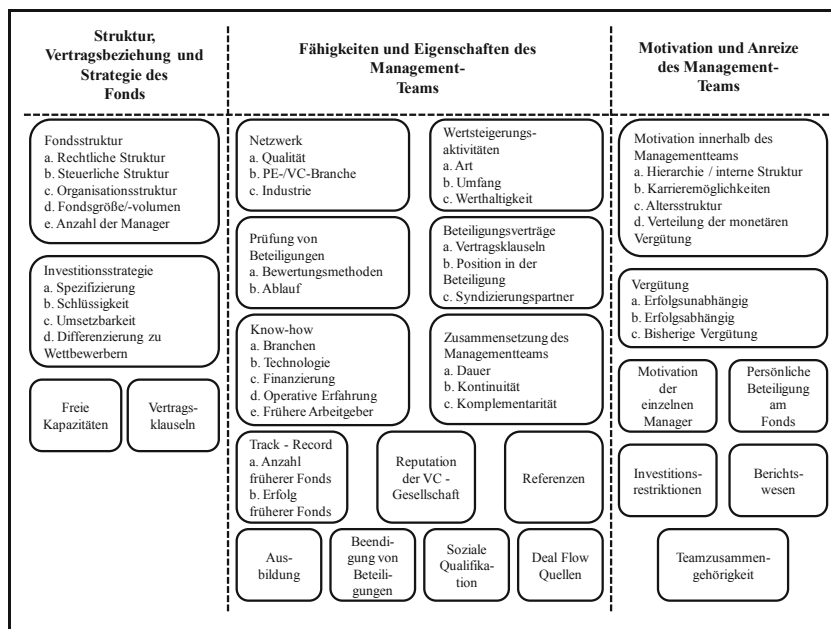


Abbildung 8: Darstellung der Selektionskriterien institutioneller Investoren

In Anlehnung an Tausend (2006, S. 76 f.).

In einem nächsten Schritt, der Zwischenauswahl, wird entschieden, welche Fonds nicht weiter und welche im Rahmen einer Evaluation genauer betrachtet werden. In der Evaluationsphase kommt es zu zahlreichen Treffen mit den Managern der Venture-Capital-Fonds. Letzten Endes kommt es laut der qualitativ-empirischen Studie von Barnes & Menzies, (2005, S. 219 f.) auf Basis einer verdichteten Meinung zu den nachstehend genannten vier Kriterien zu einer Entscheidung, ob in das Team investiert wird. Die einzelnen Punkte sind gemäß ihrer Bedeutung angeordnet.

- Venture-Capital-Team⁷

⁷ In diesem Punkt gibt es Übereinstimmungen mit den Selektionskriterien, die die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft beim Auftun von innovativen Portfolio-Unternehmen als Investitionsmöglichkeiten

- Team-Track-Record
- Investitionsstrategie des Fonds
- Vertragsklauseln

Im Rahmen der auf die Zeichnung folgenden Investitionsphase wird die Investition kontrolliert und der Investor nimmt die ihm auf Basis des in Kapitel 2.7 genannten Gesellschaftsvertrags zustehenden Mitsprache- und Kontrollrechte wahr.

Wird vor dem Hintergrund des eben dargestellten Wissens nun die Frage gestellt, welche Faktoren letzten Endes für eine Investitionsentscheidung verantwortlich sind, so ist in der Evaluationsphase anzusetzen. Sicherlich haben die in Abbildung 7 dargestellten vorgelagerten Phasen auch einen Einfluss auf die Entscheidung der Investoren bzw. auf den Erfolg im Fundraising. Jedoch resultiert ein Großteil der vorgelagerten Entscheidungen aus Grundsatzentscheidungen im Hause des Investors. So ist die Wahl des Prozentsatzes, den der Investor im Rahmen seiner Anlagenverteilung in die Anlageklasse Venture-Capital investieren will, nur bedingt abhängig von der Güte der einzelnen Venture-Capital-Gesellschaften. Natürlich würde sich der Anteil von Venture-Capital an der Gesamtallokation, d.h. aller zur Verfügung stehenden Investitionsmittel bei Nichtvorhandensein möglicher Investitionsmöglichkeiten, verringern. Wird allerdings von einem gesunden Markt ausgegangen, handelt es sich um eine von der Qualität der Venture-Capital-Gesellschaften losgelösten Entscheidung. Des Weiteren kann ein fokussiert investierender Fonds von vorne herein nicht für den Investor interessant sein, wenn dieser mit seiner Portfoliodiversifikation kollidiert. So könnte ein fokussierter Fonds für die bisherige Risikoallokation des Investors zu viele Risiken bergen. Somit würde ein Fonds, unabhängig von der Qualität der dahinterstehenden Venture-Capital-Gesellschaft oder möglicher Renditechancen, nicht weiter betrachtet werden. Wenn in der vorliegenden Arbeit von Erfolgsfaktoren gesprochen wird, so wird davon ausgegangen, dass diese Faktoren direkt mit den Eigenschaften der jeweiligen Venture-Capital-Gesellschaft verbunden sind und diese für eine Entscheidung verantwortlich sind. Mit Bezug auf den in Abbildung 7 dargestellten Investitionsprozess wird dies in der Evaluationsphase der Fall sein.

anwenden. So wird die Qualität des Managementteams der Portfolio-Unternehmen als besonders wichtig empfunden (Kollmann & Kuckertz, 2005, S. 36).

2.6 Rechtliche Strukturierung von Venture-Capital-Fonds

Mit Bezug auf das letzte Kapitel gilt es noch zu klären, in welcher Form die Fondsvehikel strukturiert werden und in welcher Form die einzelnen Parteien an dem Fonds beteiligt sind. Mit Vorgriff auf die im Rahmen der vorliegenden Arbeit durchgeführte, quantitativ-empirische Studie liegt in der vorliegenden Arbeit ein Fokus auf Nordamerika sowie Westeuropa (vgl. hierzu im Detail Kapitel 7.4.1).

Die übliche Gesellschaftsform für einen Fonds in den Vereinigten Staaten ist das Limited-Partnership (Gompers & Lerner, 1996, S. 469, Harris, 2010, S. 266; Sahlman, 1990, S. 487). Die häufigst vorkommende Strukturierungsform in Europa ist das Private Limited-Partnership (EVCA, 2010, S. 3; Fenn et al. 1997, S. 2; Tausend, 2006, S. 37). Das dazu passende deutsche Pendant ist die Strukturierung eines Venture-Capital-Fonds in Form einer GmbH & Co. KG (Rodin, Veith & Bärenz, 2004, S. 103).

In den Vereinigten Staaten ist die Gesellschaftsform durch das Mustergesetz „Uniform Limited-Partnership Act“ (U.L.P.A.) bzw. seine überarbeitete Fassung, den „Revised Uniform Limited-Partnership Act 1976“ (R.U.L.P.A.), geregelt und wurde von allen Staaten mit der Ausnahme Louisianas übernommen. Insofern der einzelne Staat keine Spezialregeln erlassen hat, gelten somit die eben beschriebenen Gesetze (Merkt & Göthel, 2006, S. 129, RN 122 & S. 154 RN 183). Das englische Private-Limited-Partnership wird nach dem Recht des Commonwealth of England im Limited-Partnership Act 1907 geregelt. Für das deutsche Fondsvehikel gelten die Gesetze der §§ 161 ff. HGB.

Bei der Limited-Partnership bzw. dem Private-Limited-Partnership sind die Investoren als Limited-Partners und die Managementgesellschaft regelmäßig als geschäftsführender General-Partner an der Gesellschaft beteiligt (Sahlmann, 1990, 487 ff.; vgl. hierzu ferner § 4 (1-2) & § 6 (1) Limited Partnership Act sowie §§ 301 ff. & §§ 401 ff. U.L.P.A.). Bei der deutschen GmbH & Co. KG sind üblicherweise die Investoren als Kommanditisten, eine Verwaltungs-Gesellschaft als Komplementärin und eine Managementgesellschaft als geschäftsführende Kommandistin an der Gesellschaft beteiligt (Rodin, Veith & Bärenz, 2004, S. 103; § 164 ff. HGB).

Ein wesentlicher Grund für die Strukturierung in dieser Form ist die sich für die Investoren ergebende Haftungsbeschränkung. So sind Investoren aufgrund ihrer Stellung als Kommanditisten (§ 171 (1) HGB) bzw. als Limited-Partner (§ 4 (2) Limited Partnership Act

1907 sowie § 303 U.L.P.A.) ausdrücklich von einer unbeschränkten Haftung ausgeschlossen. Bei den angelsächsischen bzw. US-amerikanischen Gesellschaften ist die beschränkte Haftungsbeschränkung ferner mit dem Verzicht auf die Geschäftsführungsbefugnis verbunden. Beteiligen sich die Limited-Partner bzw. Investoren an der Geschäftsführung, so verlieren sie ihr Privileg der beschränkten Haftung (§ 6 (1) Limited-Partnerships Act 1907; § 303 (a) U.L.P.A.; Gompers & Lerner, 2006, S. 65).

Ein weiterer Grund für eine Strukturierung in dieser Form ist die Steuerbefreiung auf Ebene der Gesellschaft. So werden die Investoren bei der amerikanischen Strukturierung lediglich auf ihrer persönlichen Ebene steuerpflichtig. Die Erträge werden direkt durchgereicht und es erfolgt keine Doppelbesteuerung (Harris, 2010, S. 267). Gleiches gilt auch für die englische Form (EVCA, 2010 (2), S. 6). Für deutsche Gesellschaftsformen gilt dies analog, insofern sie als vermögensverwaltende Gesellschaft und nicht als gewerblich tätig angesehen wird (EVCA, 2010 (2), S. 6; Rodin, Veith & Bärenz, 2004, S. 107). Nach dem Schreiben der BaFin vom 16.12.2003 ist dies der Fall, wenn

- keine gewerbliche Prägung bzw. gewerbliche Infektion,
- kein Einsatz von Bankkrediten und keine Übernahme von Sicherheiten,
- keine umfangreiche eigene Organisation für die Verwaltung des Beteiligungsvermögens,
- keine Ausnutzung eines Markts, um unter Einsatz beruflicher Erfahrungen auf fremde Rechnung tätig zu werden,
- kein Anbieten der Investitionen gegenüber einer breiten Öffentlichkeit oder Handeln auf fremde Rechnung,
- keine kurzfristige Beteiligung, d.h. mittelfristiges Halten der Beteiligung über drei bis fünf Jahre,
- keine Reinvestition von Veräußerungserlösen,
- kein unternehmerisches Tätigwerden in Portfolio-Gesellschaften, d.h. keine Beteiligung am aktiven Management der Zielgesellschaft (Wahrnehmung von Aufsichtsratsfunktionen ist unschädlich)

vorliegt (Rodin, Veith & Bärenz, 2004, S. 107 ff.).

2.7 Gesellschaftsvertrag

Der Gesellschaftsvertrag (Partnership-Agreement) ist ein expliziter Vertrag zur Regelung des Verhältnisses zwischen der Venture-Capital-Gesellschaft und ihren Investoren. Ganz allgemein gesprochen strukturiert er die Rechte und Pflichten aller beteiligten Parteien. Im Partnership-Agreement werden allgemeine Regelungen bezüglich der Gesellschaftsform, der Beteiligung des General-Partners, der Lebensdauer des Fonds, Regelungen über den Einzahlungszeitpunkt, die Kompensation für die Dienstleistungen der Venture-Capital-Gesellschaft, die Verteilung der Einnahmen zwischen Venture-Capital und Investoren, Regelungen bezüglich der Berichterstattung und der Rechnungslegung, spezielle Interessenkonflikte zwischen der Venture-Capital-Gesellschaft sowie den Investoren und letztlich die Einrichtung so genannter Investorenbeiräte, dokumentiert (Sahlman, 1990, S. 489 ff.). Zur Lösung der in Kapitel 2.2 beschriebenen Problematik asymmetrischer Informationen beinhalten Partnership-Agreements zwei wesentliche Regelungsinhalte:

- 1) Regelungen bezüglich anreizkompatibler Vergütungsstrukturen.
- 2) Regelungen zur Konkretisierung bzw. Beschränkung des Investitionsverhaltens (Feinendegen, Schmidt & Wahrenburg, 2003, S. 1168).

Eine anreizkompatible Vergütung wird dabei regelmäßig durch eine erfolgsunabhängige Komponente (Managementgebühr bzw. Management-Fee) sowie durch eine erfolgsabhängige Komponente (Carried-Interest) erreicht. Während die Managementgebühr, wie bereits in Kapitel 2.5.1.2 ausgeführt, zur Deckung der notwendigen Kosten dient, soll durch die zweite Komponente eine Interessenkongruenz zwischen Investor und Venture-Capital-Gesellschaft erreicht werden (Schröder, 1992, S. 133). VC-Fonds verlangen regelmäßig Management-Fees zwischen 2,25 und 2,5 % (Deibert 2005, S. 30)⁸. Sowohl im europäischen als auch im amerikanischen Markt hat sich eine erfolgsabhängige Vergütung (Carried-Interest) in Höhe von 20 % durchgesetzt (Borrell 2005, S. 29).

Da der Carried-Interest aufgrund seines Optionscharakters eine alleinige Beteiligung an den Gewinnen, nicht aber an den Verlusten darstellt, besteht hierbei der Anreiz für risikoreiches Verhalten (Feinendegen et al., 2003, S. 1170). Daher finden sich in den

⁸ Die Höhe des Prozentsatzes der Management-Fee hängt von der Größe des Fonds ab. Bei sehr kleinen Fonds (<100 Mio. €) ist die Vergütung mit 2,5 % deutlich höher als bei besonders großen Fonds (>500 Mio. €) mit 1,7 % (o.V., 2003, S. 21).

Partnership-Agreements regelmäßig Vertragsklauseln, die ein den Investoren schadenes Verhalten begrenzen sollen. Laut Feinendegen et al. (2003, S. 1171), die sich in ihrer Analyse für den europäischen Markt an der Analyse von Gompers & Lerner (1996, S. 480 f.) für den US-amerikanischen Bereich orientiert haben, lassen sich drei Kategorien von Vertragsklauseln unterscheiden: Die erste Kategorie umfasst Vertragsklauseln zur Regelung des allgemeinen Fondsmanagements. Diese werden für eine allgemeine Begrenzung des Risikos vereinbart und umfassen unter anderem Einschränkung bezüglich einer maximalen Höhe einer Investition in ein einzelnes Portfolio-Unternehmen oder aber der Wiederanlage von Kapitalgewinnen. Zweitens gibt es Vertragsklauseln zur Begrenzung der Aktivitäten der Manager. Diese beinhalten z.B. Beschränkung einer Direktinvestition aus dem persönlichen Vermögen des Venture-Capital-Managers oder aber die Beschränkung von Nebentätigkeiten. Die dritte Gruppe beschränkt Venture-Capital-Manager bezüglich konkret zu tätiger Investitionen wie z.B. der Beschränkung von Investitionen in andere Anlageklassen als Venture-Capital.

3. Diskussion des globalen Forschungsdesigns der vorliegenden Arbeit

3.1 Qualitative und quantitative Forschung als klassische Forschungsparadigmen

Im Rahmen dieser Arbeit wird ein Mixed-Method-Design angewendet. Als Hintergrundwissen bzw. weil Mixed-Method-Designs auf dem qualitativen und quantitativen Ansatz aufbauen, werden diese zunächst erläutert, bevor im nächsten Abschnitt dezidiert auf den Begriff der Mixed-Methods eingegangen wird.

Üblicherweise beginnt der Forschungsprozess mit der Festlegung von Fragestellungen im Rahmen einer Konzeptionsphase, wobei das gebildete Modell im Rahmen einer Empiriephase anhand von erhobenen Daten analysiert bzw. ausgewertet wird. Abschließend werden Schlussfolgerungen im Rahmen einer gleichnamigen Phase gezogen (Angerer, Foscht & Swoboda, 2006, S. 115 f.). Klassischerweise folgt die empirische Sozialforschung dabei entweder dem qualitativen oder dem quantitativen Paradigma. Unter einem Paradigma lässt sich dabei eine gedankliche Struktur subsumieren, die von der gesamten Wissenschaft für sinnvoll erachtet wird (Angerer et al., 2006, S. 117 mit Bezug auf Kuhn, 1973). Die Merkmale und somit Unterschiede zwischen dem qualitativen und quantitativen Paradigma lassen sich am besten durch die Gegenüberstellung gewisser, diesen beiden Ansätzen üblicherweise zugesprochenen Merkmalen beschreiben (Bortz & Döring, 2006, S. 299 mit Bezug auf Lamnek, 2005, S. 242 ff.), die sich in der Abbildung 9 wiederfinden und in den folgenden Absätzen erläutert werden.

Der quantitative Ansatz geht, angelehnt an seine naturwissenschaftlichen Wurzeln davon aus, dass es Gesetzmäßigkeiten im Verhalten von Personen gibt (Bortz & Döring, 2006, S. 301). Im Gegensatz dazu wird der Mensch im Sinne qualitativer Bemühungen als schaffendes Wesen gesehen, das in der Lage ist, seine Umwelt zu beeinflussen und zu analysieren. Soziale Tatsachen sind demnach nicht gegeben, sondern als spezifisches und vor allem beeinflussbares Verhalten zu betrachten (Lamnek, 2005, S. 243). Die Anhänger des qualitativen Paradigmas meinen im Gegensatz zu den Anhängern des quantitativen Paradigmas,

dass das Verhalten eines Individuums nicht erklärt, sondern allenfalls auf Basis des Nachvollziehens der inneren Weltsicht der handelnden Personen verstanden werden kann (Bortz & Döring, 2006, S. 301). Ziel des quantitativen Paradigmas ist es somit, objektbezogen zu erklären, wobei es Ziel des qualitativen Paradigmas ist, subjektbezogen zu verstehen (Lamnek, 2005, S. 245).

Quantitative Forschung	Qualitative Forschung
erklären	verstehen
nomothetisch	idiografisch
(Theorie-) prüfend	(Theorie-) entwickelnd
deduktiv	induktiv
ätiologisch	interpretativ
ahistorisch	historisierend
objektiv	subjektiv
geschlossen	offen
Labor	Feld
harte Methoden	weiche Methoden

Abbildung 9: Überblick über Unterschiede zwischen dem qualitativen und dem quantitativen Paradigma

In Anlehnung an Bortz & Döring (2006, S. 299) sowie Lamnek (2005, S. 242 ff.).

Das Begriffspaar Nomothetik und Idiographie wurde klassischerweise dazu benutzt, die Naturwissenschaften von den Geisteswissenschaften zu unterscheiden. Nach dem nomothetischen Verfahren werden generalisierende Naturgesetze aufgestellt, wobei im Rahmen einer idiografischen Vorgehensweise einzelne historische Ereignisse beschrieben werden. Die naturwissenschaftliche Herangehensweise wird dabei klassischerweise eher dem quantitativen Paradigma, das geisteswissenschaftliche Paradigma eher dem qualitativen Paradigma zugeordnet (Bortz & Döring, 2006, S. 299).

Im Rahmen der quantitativen Forschung werden Hypothesen mit Hilfe von statistischen Methoden geprüft. Die Generierung von Hypothesen ist dabei aber nicht Teil der Methodik, sondern geschieht auf Basis einer Literaturarbeit im Vorhinein. Die qualitative Forschung gilt als theorieentwickelnd, da der theoretische Bezugsrahmen im Laufe des Forschungsprozesses erneuert bzw. auch weiterentwickelt werden kann. Das quantitative Forschungsparadigma gilt als rein theorieprüfend, wobei der Schwerpunkt des qualitativen Paradigmas auf der Theorienentwicklung liegt (Angerer, 2006, S. 118 mit Bezug auf Lamnek, 2005, S. 247 ff.; Müller, 2000, S. 136). Somit ist der Schwerpunkt qualitativer Forschung exploratorisch, wobei der Schwerpunkt quantitativer Forschung konfirmatorisch ist.

Daran schliesst sich das Begriffspaar Deduktion und Induktion an: Im Rahmen der Deduktion wird vom Allgemeinen auf das Besondere, vom Ganzen auf das Einzelne sowie vom Abstrakten auf das Konkrete geschlossen (Bortz & Döring, 2006, S. 300). Im Rahmen der Induktion wird von Beobachtungen auf die Theorie (Lamnek, 2005, S. 250) bzw. vom Konkreten auf das Abstrakte gefolgert. Die Deduktion bezieht sich dabei auf das quantitative, die Induktion auf das qualitative Forschungsparadigma.

Das quantitative Paradigma gilt als ätiologisch, da es mit dem zur Verfügung stehenden Instrumentarium versucht, Ursachen für gewisse Zustände aufzudecken. Das qualitative Paradigma gilt hingegen als interpretativ, da nach aktuellen Strukturen gesucht wird und weniger nach Ursachen. Nicht die Frage nach dem warum?, sondern nach dem wie? bzw. wozu? steht hierbei im Vordergrund (Lamnek, 2005, S. 255 f.).

Da die Zielsetzung quantitativer Forschung, die sich am Leitbild des kritischen Rationalismus orientiert, im Aufdecken raum- und zeitlich unabhängiger Gesetzesaussagen besteht, gilt sie als ahistorisch. Im qualitativen Paradigma wird hingegen eine historische Komponente explizit einbezogen, da ein Verstehen die Berücksichtigung des Kontextes erfordert (Lamnek, 2005, S. 256 f.).

Im Rahmen quantitativer Sozialforschung wird angenommen, dass der Forscher soziale Handlungen anderer objektiv erfassen kann. Demgegenüber werden qualitative Methoden als subjektiv charakterisiert und als Gegenpol zur quantitativen Sozialforschung interpretiert. Da eine objektive Erfassung der Realität schon alleine daher nicht möglich ist, weil der Forscher im Rahmen des Forschungsprozesses subjektive Voraussetzungen schafft,

eignet sich eine Unterscheidung hinsichtlich Objektivität und Subjektivität nicht, da letzten Endes beide Paradigmen mit einem unterschiedlichen Subjektivitätsgrad in der Datenerfassung und auch Datenanalyse arbeiten (Lamnek, 2005, S. 252 ff.). So fließt im Rahmen eines quantitativen Forschungsprozess das Wissen eines Wissenschaftlers in die Hypothesengenerierung und danach in die Operationalisierung ein. Unabhängig von der Tatsache, dass Individuen Informationen unterschiedlich zu Wissen verarbeiten, begründet alleine die Auswahl unterschiedlicher Quellen zur Ableitung von Hypothesen eine gewisse Subjektivität.

Im quantitativen Forschungsparadigma spielt der Dialog keine Rolle. Es gilt daher als geschlossen. Im Gegensatz dazu gilt das qualitative Forschungsparadigma als offen. Der zu beobachtende Gegenstand wird sukzessive durch den Dialog mit dem Probanden auf Basis der Erfassung seiner Deutungen und Wirklichkeitskonzeptionen erfasst (Lamnek, 2005, S. 257 f.).

Der Unterschied zwischen Laboruntersuchungen und Felduntersuchungen bezieht sich auf die Durchführung der Erhebung. Bei einer Felduntersuchung wird der Befragte zu Erlebnissen aus seinem Leben gefragt, wobei bei einer Laboruntersuchung die komplette Befragung auf die Forschungsfrage zugeschnitten ist. Der Unterschied zwischen Labor- und Felduntersuchungen bezieht sich dabei auf das Ausmaß an ausgeübter Kontrolle. Während diese bei einer Laboruntersuchung sehr groß ist, ist diese bei einer Felduntersuchung geringer (Bortz & Döring, 2006, S. 299).

Abschließend wird im Zusammenhang mit dem quantitativen Paradigma von harten Methoden gesprochen, wobei im Zusammenhang mit dem qualitativen Paradigma von weichen Methoden gesprochen wird (Bortz & Döring, 2002, S. 298).

3.2 Mixed-Method-Forschung als neues Forschungsparadigma

3.2.1 Einführung

Wie durch die Gegenüberstellung deutlich wurde, ergeben sich bei der Festlegung auf ein bestimmtes Forschungsparadigma gewisse Limitationen. Wird dem quantitativen Paradigma gefolgt, ist der Weg des Forschungsprojektes durch das Ableiten und Prüfen der Hypothesen vorbestimmt. Wird im qualitativen Forschungsparadigma verblieben, so stellt sich regelmäßig die Frage nach der Generalisierbarkeit der Analyseergebnisse. Seit den 1960er

Jahren haben sich als Antwort auf diese Limitationen also die Mixed-Method-Designs als drittes Forschungsparadigma etabliert (Leech & Onwuegbuzie, 2009, S. 266; Johnson, Onwuegbuzie & Turner, 2007, S. 112; Teddlie & Tashakkori, 2007, S. 3 ff.). Forscher mehrerer Forschungsbereiche plädieren daher für eine sinnvolle Kombination des oben beschriebenen quantitativen mit dem qualitativen Ansatz (vgl. exemplarisch für die Diskussion im Bereich der Betriebswirtschaftslehre Curral & Towler (2003, S. 518), für die Diskussion im Bereich der Erziehungswissenschaften Johnson & Onwuegbuzie (2004, S. 241 ff.), für den Bereich der Psychologie Waszak & Sines (2003, S. 574 ff.)).

Eine sehr einfache Definition von Mixed-Method-Designs findet sich bei Greene, Caracelli & Graham (1989, S. 256), nach der es sich bei Mixed-Method-Designs um die Kombination mindestens einer quantitativen mit einer qualitativen Methode handelt. Ferner ist die Definition von Tashakkori & Teddlie zu nennen, die bei Johnson et al. (2007, S. 121) nachzulesen ist und sich auf eine Befragung von Top-Forschern zum Begriff der Mixed-Methods bezieht:

“Mixed methods research is a type of research design in which QUAL [qualitative; Anmerkung durch den Autor] and QUAN [quantitative; Anmerkung durch den Autor] approaches are used in type of questions, research methods, data collection and analysis procedures, or in inferences.”

Der Einsatz von Mixed-Method-Designs kann mehrere Gründe haben: Zum einen können sowohl Fragestellungen, die normalerweise im Rahmen eines quantitativen Designs gelöst werden würden, als auch Fragestellungen, die im Rahmen eines qualitativen Designs gelöst werden würden, innerhalb einer Studie behandelt werden. Es ist somit möglich, theoriegenerierende als auch theorieprüfende Forschungsfragen in einer Studie zu beantworten (Angerer, 2006, S. 119; Teddlie & Tashakkori, 2007, S. 3 ff.). Ferner wird es dem Forscher durch die Kombination des Einsatzes von qualitativen als auch quantitativen Methoden ermöglicht, zu detaillierteren Rückschlüssen bzw. fundierteren Ableitungen zu gelangen. Letztlich bietet es die Möglichkeit zur Analyse von gegensätzlichen Sichtweisen innerhalb ein und derselben Studie (Molina-Azorin, 2011, S. 7).

3.2.2 Ausprägungsformen von Mixed-Method-Designs

Je nach Einbezug jeweils qualitativer und quantitativer Methoden lassen sich Forschungen im Bereich der Mixed-Method-Designs auf einem Kontinuum von nicht gemischt bis voll-

ständig gemischt anordnen. Der Begriff des Kontinuums soll dabei andeuten, dass es eine große Anzahl verschiedener Mixed-Method-Designs gibt. Die Auswahl eines passenden Designs stellt dabei für die praktizierenden Forscher regelmäßig ein Problem dar (Leech & Onwuegbuzie, 2009, S. 266). Daher haben Forscher der verschiedenen Disziplinen Typologien zur Ordnung dieser vielen verschiedenen Ansätze gebildet. In Abhängigkeit des Forschungszweckes unterscheiden z.B. Greene, Caracelli & Graham (1989, S. 255 ff.) nach verschiedenen Designs zum Zweck der Triangulation, Komplementarität, Entwicklung, Initiierung und Erweiterung im Forschungsprojekt. Morse (1991, S. 120 ff.) unterscheidet hingegen verschiedene Designs ebenfalls nach dem Forschungszweck in simultane sowie sequentielle Mixed-Method-Designs. In dem Aufsatz von Tashakkori & Teddlie (2003, S. 671 ff.) wird nach eingleisigen und mehrgleisigen Untersuchungsdesigns unterschieden. Diesem Ansatz wird auch in der vorliegenden Arbeit gefolgt.

Es werden im Folgenden nur die für die vorliegende Arbeit relevanten Äste in der Konzeptionalisierung nach Tashakkori & Teddlie (2003, S. 681 ff.) näher beschrieben (vgl. zur Illustration Abbildung 10). Für die nicht dargestellten eingleisigen Untersuchungsdesigns wird für die Datenerhebung als auch Datenanalyse lediglich eine Methode benutzt. In mehrgleisigen Untersuchungsdesigns kommen hingegen mehrere Methoden zur Beantwortung einer Fragestellung zum Einsatz. Im Rahmen der mehrgleisigen Designs gilt es zwischen monodisziplinären und gemischten Designs zu unterscheiden. Monodisziplinäre Forschungsdesigns legen lediglich ein Paradigma zugrunde, wobei in mehrgleisigen Designs beide oben genannten Forschungsparadigmen Anwendung finden. Der Unterschied von monodisziplinären zu den eingleisigen Designs liegt darin begründet, dass bei erstgenannten mehrere Methoden zur Erhebung und Auswertung der Daten eingesetzt werden.

In einem nächsten Schritt gilt es zwischen gemischten Methodendesigns, gemischten Forschungsdesigns und integrierten Forschungsdesigns zu unterscheiden. Bei erstgenannten werden qualitative und quantitative Erhebungen parallel zueinander durchgeführt, wobei in weiteren Schritten in dem jeweiligen Paradigma verblieben wird. Gemischte Forschungsdesigns sind insofern weiter zu fassen, als dass es sowohl zu einem Mix der Methoden in der Erhebungs-, als auch in später folgenden Analyse- sowie Schlussfolgerungsphasen kommen kann. Von einem integrativen Ansatz wird gesprochen, wenn z.B. die ersten beiden besprochenen Ansätze miteinander kombiniert werden.

Auf der Ebene der gemischten Forschungsdesigns gilt es sowohl zwischen gemischten Forschungsdesigns mit paralleler Vorgehensweise, gemischten Forschungsdesigns mit sequenzieller Vorgehensweise als auch solchen mit datenkonvertierender Vorgehensweise zu unterscheiden. Bei erstgenannten werden zwei verschiedene Herangehensweisen an ein Problem verfolgt, die dann in einer abschließenden Phase zusammengeführt werden. Bei der sequentiellen Vorgehensweise (Sequential-mixed-Model-Design) fließen die Resultate einer Vorstudie in eine Hauptstudie. Hierbei können sowohl Vor- als auch Hauptstudie jeweils qualitativ oder quantitativ sein. Bei der datenkonvergierenden Vorgehensweise werden zunächst Daten entweder qualitativ oder quantitativ erhoben. In einem zweiten Schritt werden diese dann in dem jeweils anderen Format abgefragt und abschließend zusammengeführt.

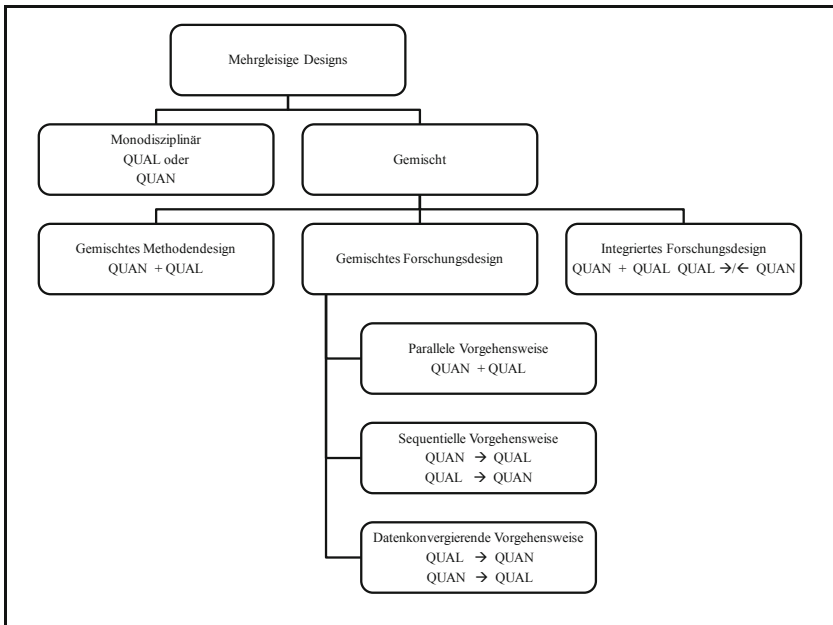


Abbildung 10: Darstellung einer Möglichkeit zur Konzeptualisierung mehrgleisiger Forschungsdesigns
In Anlehnung an Angerer et al. (2006, S. 121) sowie Tashakkori&Teddle (2003, S. 681 ff.).

Morse (1991, S. 121 ff.) hat eine Notation für die Beschreibung von Mixed-Method-Studien eingeführt. Danach wird die simultane Benutzung von Methoden mit einem + und

sequentielle Designs mit einem → versehen werden. Die Vorgehensweise von Morse gehört laut Leech & Onwuegbuzie (2009, S. 272) zu der ersten dieser Art, die fortwährend angepasst wurde und die auch im Rahmen der vorliegenden Arbeit Anwendung findet.

3.3 Bestimmung des Mixed-Method-Designs der vorliegenden Studie

Im Rahmen eines Literaturstudiums konnten als wesentliche Erfolgsfaktoren für das Fundraising der Track-Record der Gesellschaft sowie die Beschaffenheit des Managementteams identifiziert werden (vgl. hierzu Kapitel 2.4.). Ferner wurde herausgestellt, dass die bisherige Forschung lediglich an harten bzw. objektiv messbaren Größen interessiert war. Dies alleine spricht für eine nicht hinreichende Aufarbeitung des Forschungsfeldes.

In einem ersten Schritt geht es also darum, weitere Erfolgsfaktoren neben der Bedeutsamkeit des Track-Records zu identifizieren. Aufgrund der Offenheit und der damit verbundenen Entdeckungsmöglichkeiten (vgl. hierzu im Detail Kapitel 3.1) bietet sich die Durchführung einer qualitativ-empirischen Studie an. Überdies ist es das Bestreben des Autors, intersubjektiv nachprüfbare Kausalzusammenhänge aufzudecken. Für Fälle, in denen qualitative Vorstudien Vorbereitung für quantitative Studien sein sollen, sind laut Tashakkori & Teddlie (2003, S. 687 f.) Sequential-mixed-Model-Designs anzuwenden. Für die Auswahl eines solchen Designs spricht ferner, dass diese Vorgehensweise die populärste im Bereich der Management-Studien ist (Molina-Azorin, 2011, S. 12 f.). Anwendungsbeispiele finden sich in der Literatur zahlreiche (vgl. hierzu im Detail Molina-Azorin, 2011, S. 7 ff.). So wurde z.B. in der Studie von Sharma & Vredenburg (1998, S. 729) zunächst im Rahmen einer qualitativ-empirischen Fallstudie die Anwendbarkeit des Ressourcenansatzes geprüft, wobei die im Rahmen dieser qualitativen Vorstudie beobachteten Beziehungszusammenhänge dann im Rahmen einer standardisierten Online-Umfrage geprüft wurden. Thornhill & Amit (2001, S. 25) entwickelten auf Basis des theoretischen Wissens sowie der Durchführung von qualitativen Interviews im Rahmen der Grounded-Theory ein Modell über die Beziehungen zwischen Muttergesellschaften und Tochterfirmen. Zusammen mit theoretischen Erkenntnissen wurde ein Forschungsmodell konstruiert, welches später im Rahmen eines quantitativen Teils einer Prüfung unterzogen wurde.

Nachdem eine qualitative Vorstudie mit dem Ziel der Identifizierung weiterer, neben dem Track-Record bedeutsamer Einflussfaktoren auf Basis des in diesem Kapitel dargestellten Wissens durchgeführt worden sein wird, geht es danach um die Ableitung eines For-

schungsmodells. Aus der Literatur zur Ableitung von Theorien im Rahmen qualitativer Fallstudien ist bekannt, ähnliche und kontrastierende Literatur in den Prozess der Theoriegewinnung bzw. der Ableitung von Hypothesen miteinzubinden (Eisenhardt, 1989, S. 544). Dieser Empfehlung soll auch an dieser Stelle gefolgt werden, so dass es in einem nächsten Schritt um eine theoretische Anreicherung bzw. Ergänzung der im Rahmen der qualitativ-empirisch durchgeführten Studie gewonnenen Erkenntnisse geht. Darauf aufbauend wird ein Forschungsmodell abgeleitet, welches dann in einem weiteren Schritt im Sinne des vorgeschlagenen QUAL → QUAN Designs geprüft wird. Die nachstehende Abbildung 11 fasst das gewählte Vorgehen in der vorliegenden Arbeit zusammen.

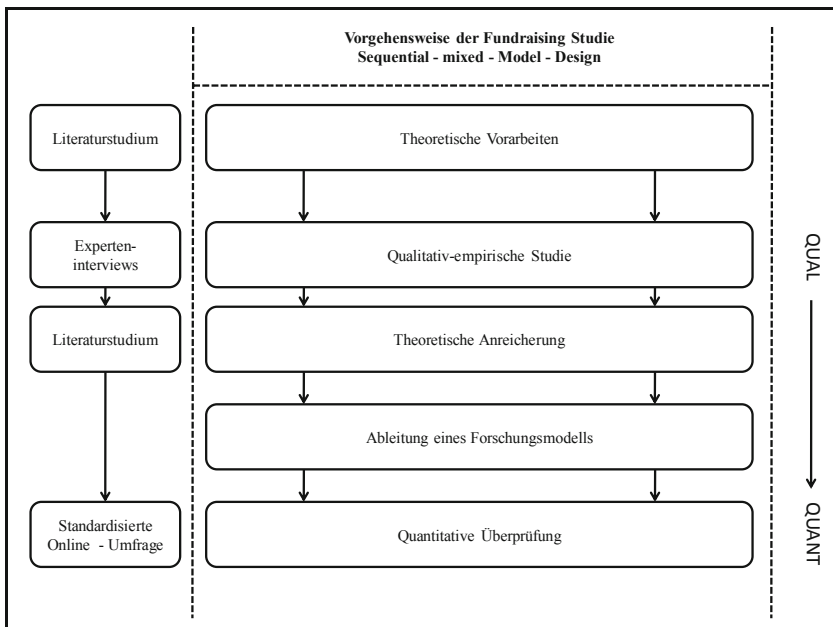


Abbildung 11: Überblick über die Vorgehensweise im Rahmen des angewendeten Sequential-mixed-Model-Designs

4. Qualitativ-empirische Vorstudie

4.1 Methodik der Fallstudie

4.1.1 Begriffliche Abgrenzung und Anwendung im vorliegenden Fall

Die Fallstudie wird den Methoden qualitativen Forschens zugeordnet. Allerdings ist sie keine Methode bzw. kein systematisches Verfahren im engeren Sinne, wie z.B. die datenerhebende qualitative Befragung, die qualitative Beobachtung bzw. die Erhebung mittels nonreaktiver Verfahren, oder auf der Seite der Auswertung die Globalauswertung, die qualitative Inhaltsanalyse nach Mayring oder z.B. die Auswertung im Sinne der Grounded-Theory (Brüsemeister, 2000, S. 61; vgl. zu den einzelnen Methoden qualitativer Forschung im Detail Bortz & Döring (2006, S. 321 ff.)). Vielmehr geht die Fallstudie an dieser Stelle weiter, indem sie mehrere Methoden zur Erreichung qualitativer Forschungsziele zusammenfasst bzw. sich mehrerer Methoden bedient (vgl. hierzu im Detail Brüsemeister, 2000, S. 61). Es wird im Zusammenhang mit Fallstudien teilweise auch von einem wissenschaftlichen Forschungsansatz gesprochen (Borchardt & Göthlich, 2006, S. 40). Yin (2003, S. 13 f.) definiert Fallstudien wie folgt:

„A case study is an empirical inquiry that investigates a contemporary phenomenon within its real-life context The case study inquiry copes with the technically distinctive situation in which there will be many more variables of interest than data points, and as one result relies on multiple sources of evidence, with data needing to converge in a triangulating fashion, and as another result benefits from the prior development of theoretical propositions to guide data collection and analysis.“

Nach dem Einsatzzweck bzw. zugrunde liegenden Forschungsgegenstand dienen Fallstudien zur Beantwortung von explorativen, deskriptiven als auch explanativen Fragestellungen (Borchardt & Göthlich, 2006, S. 40). Haupteinsatzort von Fallstudien sind dabei unerforschte und komplexe Felder mit dem Ziel der Verschaffung eines ersten Lagebilds (Stickel-Wolf & Wolf, 2005, S. 189 f.). Ferner besteht die Möglichkeit durch den Einsatz von Fallstudien neue Theorien zu generieren und bestehende Theorien einem Test zu unterziehen (Eisenhardt, 1989, S. 535). Dem quantitativen Forscher kann der Einsatz von

Fallstudien ferner zur Ableitung von Hypothesen und der Validierung von Konstrukten dienen (Borchardt & Göthlich, 2006, S. 40).

Zielstellung der vorliegenden Arbeit ist es, die Erfolgsfaktoren im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften abzuleiten. Dabei gilt es zu erforschen, welche weiteren Faktoren, neben den in der Literatur bereits identifizierten Faktoren, für den Erfolg eines Fundraisings verantwortlich sind (vgl. hierzu Kapitel 2.4 und 2.5). Wie auch schon im Zusammenhang mit der Definition der Mixed-Method-Designs herausgestellt wurde, gilt es diese in einem ersten Schritt mittels explorativer Techniken zu identifizieren. Um zu Hypothesen zu gelangen ist es zudem sinnvoll, Erklärungszusammenhänge für die mögliche Wirkungsweise der einzelnen Faktoren aufzudecken. Im Hinblick auf den oben beschriebenen Einsatzort von Fallstudien und deren Eignung für die Erklärung von Zusammenhängen eignet sich die Anwendung auch im vorliegenden Fall.

4.1.2 Theoretische Vorüberlegungen

Die Methodikliteratur zur Durchführung von Fallstudien gibt vor, dass zu Beginn des Forschungsvorhabens und somit vor Einstieg in das Feld ein konkretes Erkenntnisinteresse definiert wird.

Wenn dies geschehen ist, finden sich in der Literatur zwei gegengerichtete Empfehlungen für die Durchführung der Fallstudien. Während Yin (2003, S. 21 ff.) ein theoriegestütztes Verfahren vorschlägt, soll laut Empfehlungen der Grounded-Theory vollständig auf das Zurückgreifen auf Theorien verzichtet werden (Berg, 2006, S. 362; Stake 1995, S. 15 ff.). Wird dem gestützten Verfahren nach Yin (2003, S. 21 ff.) gefolgt, so ist eine bereits in vorherigen Forschungsarbeiten entwickelte Theorie als Leitlinie für die Konzipierung und Durchführung der Fallstudien zu verwenden. In einem zweiten Schritt sollen dann die Ergebnisse der qualitativen Studie mit der verwendeten Theorie abgeglichen werden (Yin, 2003, S. 33 ff.). Wird hingegen den Empfehlungen der Grounded-Theory gefolgt, so soll ohne jegliches Vorwissen an die Forschungsarbeit herangetreten werden, um die Flexibilität der Forschung zu gewährleisten und eine Offenheit für völlig neue und nicht zu erwartende Ergebnisse herzustellen (Berg, 2006, S. 362; Stake, 1995, S. 15 ff.).

Das Erkenntnisinteresse in der vorliegenden Arbeit ist bereits im ersten Kapitel im Rahmen der Forschungsfrage definiert worden und bezieht sich im Wesentlichen auf die Erfolgsfaktoren im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften und inwiefern die Manager

der Venture-Capital-Gesellschaft diese eventuell positiv für sich beeinflussen können. Hierfür wurde zunächst theoretisches Wissen zu den Erfolgsfaktoren im Fundraising sowie Wissen über den Prozess bzw. den Ablauf des Fundraisings aus Sichtweise der Venture-Capital-Manager auf der einen Seite sowie den Prozess der Investmententscheidung aus Sichtweise der Limited-Partners auf der anderen Seite herausgearbeitet. Es besteht somit eine Vorstellung über den Prozess des Fundraisings sowie die besondere Bedeutung des Track-Records in diesem Zusammenhang. Mit Blick auf die Vorgehensweise wird somit der Empfehlung von Yin (2003, S. 21 ff.) gefolgt, nach der mit einem gewissen Vorwissen ins Feld gegangen werden soll.

4.1.3 Fallstudiendesign

In einem nächsten Schritt ist das Design der Fallstudie zu bestimmen. Hinsichtlich der Anzahl der Fälle gilt es zwischen einer Einzelfallstudie (Single-Case-Design) sowie vergleichenden Fallstudien (Multiple-Case-Design) zu unterscheiden. Vorteilhaft an der letztgenannten Methode ist, dass die Ergebnisse durch Ähnlichkeiten und Unterschiede zwischen den einzelnen Fällen hinterfragt werden können und somit insgesamt ein qualitativ höherer Erkenntnisgewinn zu erwarten ist (Eisenhardt, 1989, S. 541; Miles & Huberman, 1994, S. 29; Yin, 2003, S. 19 & 53).

Während die Auswahl von Fällen im quantitativen Paradigma entweder nach dem Zufallsprinzip im Sinne einer Stichprobe (Sampling-Methode), oder aber im Sinne einer Vollerhebung erfolgt, liegt die Auswahl der Fälle im qualitativen Paradigma im Ermessen des Forschers. Das heißt allerdings nicht, dass dieser diese gänzlich frei wählen kann. Für die Erreichung einer gewissen Qualität müssen die Fälle in einem klaren Verhältnis zum Forschungsziel stehen und deren Auswahl darüber begründet werden können (Eisenhardt, 1989, S. 537; Stake, 1995, S. 4).

Bei vergleichenden Fallstudien kann der Forscher hinsichtlich der Auswahl der Fälle entweder einer gleichartigen Replikation (Literal-Replication) oder einer andersartigen Replikation (Theoretical-Replication) folgen (Yin, 2003, S. 47). Welche Replikationslogik gewählt wird, hängt auch von den sich im Laufe der Studien ergebenden Zielen ab: So kann sich das Ziel ergeben, bestätigende Fälle zu finden. Es kann sich aber auch das Ziel ergeben, vorläufige Theorien weiterzuentwickeln oder letztlich Beispiele für völlig entgegengesetzte Typen zu finden. Bei der Literal-Replication werden Fälle mit gleichen Rahmen-

bedingungen mit dem Ziel der Wiederholung gleicher Ergebnisse bzw. der Bestätigung dieser ausgewählt. Bei der Theoretical-Replication werden hingegen Fälle selektiert, bei denen die Resultate, zumindestens auf Basis der Theorie, als völlig gegensätzlich zu erwarten sind (Yin, 2003, S. 47 f.). Die Fallzahl sollte bei einer vergleichenden Studie mindestens bei vier liegen, wobei in der Literatur vier bis zehn Fälle für ein optimales Ergebnis empfohlen werden (Eisenhardt, 1989, S. 545). Je nach Fragestellung, also je komplexer oder neuartiger diese ist, desto weniger Fälle werden für eine ausführliche Analyse benötigt (Ghauri, 2004, S. 109 ff.).

In der vorliegenden Studie stellt ein Fall einen konkreten Fundraising-Prozess aus Sichtweise einer deutschen Venture-Capital-Gesellschaft dar. Da es die zentrale Forschungsfrage der vorliegenden Arbeit ist, weitere neben dem Team-Track-Record wichtige Erfolgsfaktoren im Fundraising zu identifizieren, ist es opportun, den Prozess der Investitionsmitteleinwerbung von Gesellschaften, die über einen langjährigen Team-Track-Record verfügen, solchen gegenüberzustellen, die über keinen langen Track-Record verfügen. Es bietet sich somit ein vergleichendes Fallstudiendesign mit einer Theoretical-Replication an. Die Beobachtung des gesamten Prozesses des Fundraisings bietet sich zudem an, um zu Aussagen zu gelangen, inwieweit die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft gewisse Faktoren positiv beeinflussen können.

4.1.4 Datenerhebung

4.1.4.1 Datenquellen

Die Fallstudienmethode ist nicht auf den Einsatz einer bestimmten Datenerhebungsmethode festgelegt. Vielmehr wird sich im Rahmen der Durchführung einer Fallstudienanalyse je nach Angemessenheit im Hinblick auf das Ziel des Forschungsprojekts im Katalog der verschiedenen Datenerhebungstechniken bedient (Kutschker, Bäuerle & Schmid, 1997, S. 14). Üblicherweise werden im Rahmen der Erstellung von Fallstudien verschiedene Datenerhebungsmethoden kombiniert. Dabei können die verwendeten Verfahren sowohl qualitativ als auch quantitativ sein (Eisenhardt, 1989, S. 534 f.). Da die vorliegende Studie einem Mixed-Method-Design folgt und zunächst eine qualitativ-empirische Studie durchgeführt wird, wird an dieser Stelle lediglich auf qualitative Datenerhebungsverfahren eingegangen. Erläuterungen zu den in der vorliegenden Arbeit angewendeten quantitativen Methoden finden sich in Kapitel 7.

Im Rahmen qualitativer Datenerhebungsverfahren wird bei Bortz & Döring (2006, S. 308 ff.) zwischen qualitativen Befragungen, qualitativen Beobachtungen sowie nonreaktiven Verfahren unterschieden. Bei qualitativen Befragungen ist zwischen Einzel- und Gruppenbefragungen zu unterscheiden. Während bei erstgenanntem die Informationen von einer Person bezogen werden, werden die Informationen bei der zweiten Form bei einer Gruppe erhoben (Bortz & Döring, 2006, S. 313 ff.). Hinsichtlich qualitativer Beobachtungen wird von Bortz & Döring (2006, S. 321 ff.) zwischen der Beobachtung von Rollenspielen, Einzelfallbeobachtung und Selbstbeobachtung unterschieden. Bei Rollenspielen wird versucht, reale Situationen zu imitieren, um darauf basierend Informationen zu den untersuchenden Objekten zu gewinnen. Bei der Einzelbeobachtung werden einzelne Untersuchungsobjekte einer detaillierten Analyse unterzogen. Die Eigenschaften bzw. Verhaltensweisen des Objekts werden dabei mittels spezifischer Beobachtungsmethoden genau untersucht. Bei der Selbstbeobachtung geht es um die Auskünfte der Untersuchungspersonen bezüglich selbst beobachteter Verhaltensweisen. Beispielsweise wird hier ein Tagebuch hinsichtlich gewisser Verhaltensweisen geführt. Unter nonreaktiven Verfahren verstehen sich Datenerhebungsverfahren, bei deren Erhebung keinerlei Einfluss auf die untersuchten Personen, Ereignisse oder Prozesse ausgeübt wird. Als Beispiele werden bei Bortz & Döring (2006, S. 325 f.) die Analyse von physischen Spuren, Büchern, Zeitschriftenartikeln, Archiven und Verzeichnissen etc. genannt. An anderer Stelle wird auch von der Auswertung verfügbarer Sekundärmaterialien, wie z.B. Geschäftsberichten, Presseveröffentlichungen, internen Dokumenten sowie früheren empirischen Untersuchungen gesprochen, wobei die Befragung und Beobachtung als Primärquelle angesehen wird (Berg, 2006, S. 364; vgl. zu möglichen Quellen qualitativer Fallstudien zudem Yin (2003, S. 85 ff.)).

Für die Erstellung der Fallstudien in der vorliegenden Arbeit wurden zum einen Einzelinterviews geführt. Auf Basis des Mitgliederverzeichnisses der Interpräsenz des Bundesverbandes für Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK e.V. http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/25/title/Mitglieder_A-Z) wurden hierfür Mitte des Jahres 2006 zehn Gesellschaften mit einem Track-Record und zehn ohne Track-Record ermittelt, die in den Jahren vor 2006 einen neuen Fonds aufgelegt hatten. Den auf diese Weise identifizierten Gesellschaften wurden Anfragen bezüglich eines Interviews gestellt, die zu sieben Interviews im Zeitraum zwischen September und Oktober 2010 geführt haben. Aus den in der Tabelle 1 in der Spalte Verwendungszweck mit dem Begriff Fallstudienbildung gekenn-

zeichneten Interviews wurden Fallstudien gebildet. Die übrigen Interviews eigneten sich nicht für die Erstellung einer Fallstudie, weil es sich in dem Gespräch um kein konkretes Fundraising, oder aber es sich nicht um ein kontrastierendes Beispiel im Sinne des Ziels, Venture-Capital-Gesellschaften mit vorhandenem Track-Record solchen ohne Track-Record gegenüberzustellen, handelte. Dennoch fanden die Inhalte der Experteninterviews, aus denen keine Fallstudie gebildet wurde, als Expertenmeinung Eingang in die vorliegende Arbeit. Die auf diese Weise erhobenen Primärinformationen wurden ferner durch Sekundärinformationen wie Presseveröffentlichungen, Veröffentlichungen in Fachmagazinen und Fachpublikationen, Informationen auf den Webseiten der jeweiligen Venture-Capital-Gesellschaft sowie, wenn vorhanden, das Private-Placement-Memorandum ergänzt.

Experten-interview	Position des Gesprächspartners	Gründungsjahr der Gesellschaft	Datum des Interviews	Verwendungszweck
1	Senior Analyst	2005	12.09.2006 13:30 – 14:45	Fallstudienbildung
2	Partner	k.A.	14.09.2006 14:00 – 15:00	Fallstudienbildung
3	Partner	1999	21.09.2006 10:00 – 11:30	Expertenmeinung
4	Partner	2000	29.09.2006 12:00 – 12:45	Expertenmeinung
5	Partner	2005	06.10.2006 10:00 – 11:00	Fallstudienbildung
6	Founder & Managing Partner	1997	11.10.2006 13:30 – 14:30	Fallstudienbildung
7	General-Partner	1998	25.10.2006 18:00 – 18:20	Expertenmeinung

Tabelle 1: Überblick über die geführten Experten-Interviews im Rahmen der qualitativ-empirischen Vorstudie

4.1.4.2 Auswahl der Befragungstechnik

Hinsichtlich der gewählten Hilfsmittel ist zwischen einem persönlichen Interview, einer schriftlichen Befragung und einem Telefoninterview zu unterscheiden (Diekmann, 2006, S. 373). Die Möglichkeiten der dabei einsetzbaren Befragungstechniken lassen sich gut illustrieren, wenn diese auf einem Kontinuum mit den Polen wenig strukturiert (offen) bis vollständig strukturiert angeordnet werden. „Bei einem vollständig strukturierten Interview werden ... alle Fragen mit ... vorgegebenen Antwortkategorien in ... festgelegter Reihenfolge gestellt“ (Diekmann, 2006, S. 374). Wird hingegen kein Fragebogen eingesetzt, so wird von einer nicht strukturierten Vorgehensweise gesprochen (Atteslander, 2003,

S. 146 ff.). Bei vorstrukturierten Interviews kommen regelmäßig geschlossene als auch offene Fragen zum Einsatz. Offene Fragen ziehen dabei keine festen Antwortkategorien nach sich. Im Gegensatz zu geschlossenen Fragen antwortet die befragte Person völlig frei. Bei geschlossenen Fragen werden hingegen mögliche und relevante Antwortkategorien vorgegeben, aus denen der Befragte auswählen soll (Atteslander, 2003, S. 162). In der Methodenliteratur hat sich eine Vielzahl verschiedener Varianten qualitativer Einzelbefragungen entwickelt, die alle auf dem oben angesprochenen Kontinuum einzuordnen sind (vgl. für einen Überblick über die verschiedenen Formen u.a. Bortz & Döring (2006, S. 315); Flick (1995, S. 94 ff.); Lamnek (1995, S. 35 ff.); Spöhring (1989, S. 147 ff.)). Als sehr schwach strukturierte Form ist das narrative Interview zu nennen. Basierend auf einen Erzählstoß durch den Interviewer wird der Befragte dazu aufgefordert, Erzählungen zu gewissen Episoden in seinem Leben zu machen (Bortz & Döring, 2006, S. 315 mit Bezug auf Schütze, 1983). Danach folgt das Experteninterview, welches definitorisch ein „*Sammelbegriff für [alle] offene[n] oder teilstandardisierte[n] Befragungen von Experten zu einem vorgegeben Bereich oder Thema*“ ist (Bortz & Döring, 2006, S. 315). Im Gegensatz zu dem zuvor beschriebenen narrativen Interview, als auch den meisten anderen qualitativen Interviewformen, steht beim Experteninterview nicht der Befragte im Mittelpunkt, sondern sein Wissen bzw. seine Erfahrung in Bezug auf den Forschungsgegenstand (Meuser & Nagel, 1991, S. 442 f.). In der Mitte der beiden gebildeten Pole steht das halbstrukturierte Interview bzw. das Leitfadeninterview nach Hopf (1978). Hierbei wird ein Set an Fragen vorbereitet, die dann im Rahmen des Interviews je nach Eignung flexibel zum Einsatz kommen (Bortz & Döring, 2006, S. 315 mit Bezug auf Hopf, 1978, S. 97 ff.). Das fokussierte Interview wird dabei auf Basis eines bereits völlig durchdachten Erkenntnisgegenstands durchgeführt. Diesem Ziel entsprechend ist es im Gegensatz zu den anderen eben beschriebenen Formen am strukturiertesten (Bortz & Döring, 2006, S. 316 mit Bezug auf Merton & Kendall, 1979).

Hinsichtlich der Frage der gewählten Hilfsmittel wurden mit Managern von Venture-Capital-Gesellschaften, die ihren Geschäftssitz in Nordrhein-Westfalen hatten, persönliche Interviews durchgeführt. Interviews mit Managern von Venture-Capital-Gesellschaften, die ihren Geschäftssitz in anderen Bundesländern hatten, wurden telefonisch durchgeführt.

Mit Bezug auf die Forschungsfrage, weitere Erfolgsfaktoren neben dem Track-Record zu identifizieren, bietet sich das oben beschriebene Experteninterview für den vorliegenden

Fall an. Insbesondere im Hinblick auf die hier zu befragende Population kommt der Entwicklung eines Interviewleitfadens eine besondere Bedeutung zu. So ist aus der Literatur bekannt, dass ein zu offen geführtes Interview beim Befragten das Gefühl von Inkompetenz des Befragenden aufkommen lassen könnte und dieses dann durch den Befragten abgebrochen werden würde (Meuser & Nagel, 1991, S. 448). Diese Gefahr besteht im vorliegenden Bereich insbesondere im Hinblick auf die zu erwartende, hohe Bildung der Manager (Tausend, 2006, S. 143 ff.). Gestartet wurde dabei mit einem Interviewleitfaden, der sich auf das im zweiten Kapitel dargestellte Wissen bezog, wobei dieser im Rahmen der Forschungsstudie bzw. zwischen den Interviews aufgrund neuer Erkenntnisse weiterentwickelt wurde (Berg, 2006, S. 365).

4.1.5 Datenauswertung

Auf Basis der geführten Interviews sowie des Einbezugs von Sekundärinformationen, z.B. von den Internetpräsenzen der Venture-Capital-Gesellschaften, wurden gemäß dem Prinzip der Theoretical-Replication vier Fallstudien gebildet, wobei es sich um zwei Venture-Capital-Gesellschaften mit Track-Record und zwei ohne Track-Record handelt: Die erste Fallstudie bezieht sich auf eine im Jahre 1998 gegründete Gesellschaft, wobei das betrachtete Fundraising ein Volumen in Höhe von 30 Mio. € hatte. Die zweite Fallstudie bezieht sich auf eine im Jahre 2005 gegründete Gesellschaft, wobei das betrachtete Fundraising ein Volumen in Höhe von 50 Mio. € hatte. Die dritte Fallstudie bezieht sich ebenfalls auf eine 2005 gegründete Gesellschaft, wobei das betrachtete Fundraising ein Volumen in Höhe von 60 Mio. € hatte. Die letzte Fallstudie bezieht sich auf eine 1997 gegründete Gesellschaft, wobei das betrachtete Fundraising ein Volumen in Höhe von 130 Mio. € hatte. Die Tabelle 2 fasst die grundlegenden Eigenschaften der gebildeten Fallstudien zusammen, wobei eine detaillierte Betrachtung in den Kapiteln 4.2.1 bis 4.2.4 erfolgt.

In einem nächsten Schritt geht es darum, diese gebildeten Fallstudien im Sinne der oben skizzierten Forschungsfragen auszuwerten. Der erste Schritt dabei ist eine so genannte fall-interne Analyse (Case-within-Analysis), im Rahmen derer Einzigartigkeiten des konkreten Falles aufgedeckt werden sollen. Hierfür bedarf es zunächst einer Beschreibung des auf Basis der erhobenen Daten gebildeten Falles (Berg, 2006, S. 365 f.). In einem zweiten Schritt erfolgt dann eine fallübergreifende Fallstudieninterpretation (Cross-Case-Analysis). Ziel dieses Schrittes ist dabei die Erkennung von Mustern zwischen den einzelnen Fällen.

Zur Analyse bietet sich die Gegenüberstellung von Unterschieden und Gemeinsamkeiten, die Unterscheidung nach verschiedenen Quellen der Datenerhebung und die Analyse mittels zuvor festgelegter Dimensionen an (Eisenhardt, 1989, S. 539 ff.).

Fall	Fondsfokus	Investmentansatz	Volumen	Jahr	Dauer	Experten-interview
1	Early-Stage	Hybrid	€ 30 Mio.	2003	18 Monate	2
2	Incubator / Early-Stage	ICT	€ 50 Mio.	2005	6 – 12 Monate	1
3	Early-Stage	ICT / Renewable Energy / New Materials	€ 60 Mio. (anvisiert)	2005 / 2006	18 Monate (geplant)	5
4	Early-Stage	ICT / Life-Science	€ 130 Mio.	2001	18 Monate	6

Tabelle 2: Überblick über die gebildeten Fallstudien im Rahmen der qualitativ-empirischen Vorstudie
In Anlehnung an Kuckertz & Middelberg (2008, S. 559).

Die Beschreibung der Fälle im Rahmen der fallinternen Analyse erfolgte unter Zuhilfenahme der Methode der Inhaltsanalyse nach Mayring (1997, S. 56 f.). Die Analyse innerhalb sowie zwischen den Fällen wurde mit Hilfe des von Hopf entwickelten thematischen Codierens durchgeführt. Codieren meint in diesem Zusammenhang die Bearbeitung eines Textes durch die Zuordnung von Kategorien bzw. Klassifikationen von Textmerkmalen (Kuckartz, 2005, S. 60). Beim thematischen Codieren wird das erhobene Material (bereits vorher fixierten) Auswertungskategorien zugeordnet. Die Bestimmung der Auswertungskategorien erfolgt parallel zur Entwicklung des Interviewleitfadens. Im vorliegenden Fall wurden diese Codes zunächst auf Basis des in Kapitel 2 dargestellten Wissens gebildet. Weitere Auswertungskategorien ergaben sich dabei im Rahmen des Analysevorgangs. Analog zu dem in Kapitel 4.1.3. bestimmten Design ist das Vorgehen beim thematischen Codieren theoriegeleitet und offen zugleich (Flick, 2000, S. 447; Kuckartz, 2005, S. 88.). In der vorliegenden Arbeit wurde dies mit Hilfe des Programms MAXQDA 2 durchgeführt.

Im Folgenden werden die vier gebildeten Fallstudien in Verbindung mit einer fallinternen Analyse dargestellt, wobei darauf basierend eine fallübergreifende Analyse erfolgt. Die folgende Abbildung 12 fasst die in der Arbeit gewählte Vorgehensweise zusammen.

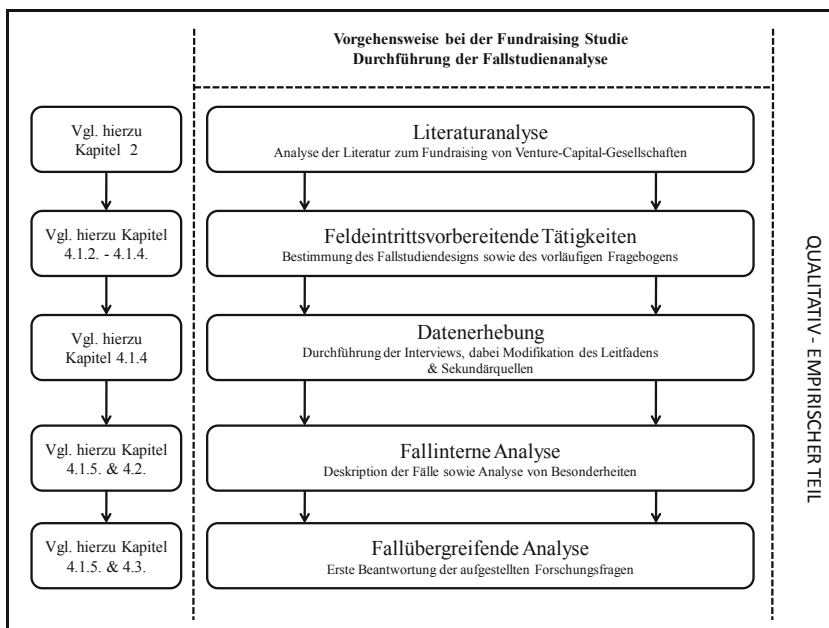


Abbildung 12: Überblick über die Vorgehensweise beim qualitativen Teil des Sequential-mixed-Model-Designs

In Anlehnung an Eisenhardt (1989, S. 533).

4.2 Beschreibung der Fallstudienanalysen

4.2.1 *Breit investierender Frühphasen-Fonds mit vorhandenem Team-Track-Record*

4.2.1.1 Beschreibung der Gesellschaft, des betrachteten Fonds sowie der Besonderheiten des Fundraisings

Die befragte Gesellschaft ging im Jahre 2003 aus einer anderen Gesellschaft hervor, wobei das Frühphasengeschäft auf die neu gebildete Gesellschaft übertragen wurde. Die Gesellschaft investiert als Generalist in den Finanzierungsphasen Seed-, Start-up sowie der frühen Expansionsfinanzierung mit Ausnahme von Investitionen im Bereich der Biotechnologie über alle Branchen hinweg. Das Team besteht aus drei Personen, wobei lediglich eine über einen persönlichen Track-Record im Bereich Venture-Capital verfügt. Es handelt sich bei dem untersuchten Fonds um den dritten der Gesellschaft, wobei der direkte Vorgänger

mit einem Volumen von 22 Mio. € geschlossen wurde. Das Fundraising ist im Jahre 2001 mit einem beabsichtigten Zielvolumen von 60 Mio. € gestartet worden.

Die Strukturierung des Fonds wurde in Abhängigkeit der Bedürfnisse der Investoren durchgeführt, wobei extensive Einzel-Investorengespräche geführt worden sind. Änderungswünsche, z.B. an der Investitionsstrategie, wurden in Abhängigkeit der Konkretisierung eines Zeichnungswunsches vorgenommen. Bevor es zu einer Strukturierung des Fonds kam, wurden gemeinsame Investorengespräche geführt. Dieser Prozess musste allerdings wiederholt werden, da zwei Investoren während dieses Teils des Prozesses von einer Investition in den Fonds Abstand genommen haben.

In einem nächsten Schritt wurde der Fonds im Rahmen eines ersten Closings als deutsche GmbH & Co. KG strukturiert, wobei die Management-GmbH als geschäftsführende Kommanditistin, die Verwaltungs-GmbH als Komplementärin und die Investoren als Kommanditisten an der Gesellschaft beteiligt waren. Kurz vor dem geplanten finalen Closing ist abermals ein Investor abgesprungen, so dass sich der Prozess auch an dieser Stelle verzögert hat.

In dem vorliegenden Fundraising-Prozess wurde keine gesonderte Due-Diligence durchgeführt. Die Fragen der Investoren wurden im Wesentlichen im Rahmen der Einzel- und Gruppentreffen geklärt. Während des gesamten Prozesses vom initialen Kontakt bis zur Fondsschließung wurden den Investoren angeforderte Informationen jederzeit zur Verfügung gestellt. Am Ende wurde das Fundraising aufgrund der schlechten Marktlage und mit dem Ziel der Rettung des Fonds bei ca. 50 % des geplanten Zielvolumens (ca. 30,3 Mio. €) abgebrochen und der Fonds geschlossen. Am Ende entfielen 41 % auf Privatinvestoren, die über ein Family-Office gebündelt waren, 33 % der Anteile entfielen auf die ehemalige Unternehmensgruppe, 25 % auf die Kreditanstalt für Wiederaufbau und 1 % entfiel auf das Management-Team.

4.2.1.2 Fallinterne Analyse

Mit Blick auf die Dauer des Fundraisings sowie die im Verhältnis zum Zielvolumen eingeworbenen Investitionsmittel ist dies kein Beispiel für ein besonders erfolgreiches Fundraising. Wie bereits weiter oben beschrieben wurde, verfügte die Gesellschaft bereits über eine gewisse Lebensdauer seit der Gründung. Laut Aussage des Managers hat der Track-Record keinen besonders großen Einfluss auf den Erfolg im Fundraising gehabt. Wie das

angeführte Zitat unterstreicht, deutet dies darauf hin, dass die Gesellschaft die Investoren nicht mit ihren bisherigen Leistungen überzeugen konnte. Somit wird die Theorie zur Bedeutung des Track-Records von einer negativen Seite bestätigt.

„Obwohl hier relativ viel verlangt wurde, wollten die Investoren aber nicht die exakten Renditen der Vorgängerfonds berechnet haben. Das war auch schwierig, weil beide Fonds nicht ausinvestiert waren.“ (Experteninterview 2, 2006)

Mit Blick auf wichtige Faktoren im Fundraising wurde in diesem Prozess die Offenheit im Rahmen der Due-Diligence identifiziert. So mussten die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft den Investoren die angeforderten Informationen schnellstmöglich zukommen lassen. Inhaltlich bezogen sich diese Informationen, wie das folgende Zitat verdeutlicht, neben beruflichen auch auf private Details.

„Daneben verlangten sie Informationen zu den Lebensläufen der einzelnen Manager und zu den Vorgängerfonds in schriftlicher Form. ... Sie wollten Informationen über das private Umfeld haben, ob man zum Beispiel verheiratet ist, ob man Kinder hat und wo man wohnt etc.. Wichtig war auch, wie lange welche Tätigkeit ausgeübt wurde. Sie wollten sich vergewissern, dass das Management längerfristig zur Verfügung steht. Es wurde also ein Managementteam mit gewissem Durchhaltevermögen verlangt. ... Wenn ein Investor Informationen haben wollte, haben wir sie ihm sofort zu Verfügung gestellt.“ (Experteninterview 2, 2006)

Als Erfolgsfaktor lässt sich zudem identifizieren, dass die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft bereits vor der Ansprache im Rahmen des Fundraisings in längeren Geschäftsbeziehungen mit den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft standen. Ferner scheint die Pflege dieser Geschäftsbeziehung für den Erfolg im Fundraising von Bedeutung zu sein. So wurden Änderungswünsche mit jedem Investor einzeln diskutiert. Letztlich hatte die Länge der Geschäftsbeziehung einen Einfluss auf die Dauer und Intensität der Due-Diligence. Wie das nachstehende Zitat verdeutlicht, konnten durch die Dauer der Geschäftsbeziehung bereits viele Dinge vorausgesetzt werden.

„Wir hatten den Vorteil, dass wir alle Investoren schon vorher kannten. Das ist vielleicht abweichend von dem Fall, in dem eine Gesellschaft ganz neu starten muss. Man kannte sich aus Geschäftsbeziehungen in der Vergangenheit.“ (Experteninterview 2, 2006)

Letztlich scheint auch die Ausgestaltung der Vertragsklauseln einen wesentlichen Einfluss auf die Entscheidung der Investoren zu haben. Jedenfalls wurden die Investoren bereits weit vor der Strukturierung des Fonds in die Gespräche mit einbezogen und es wurde bei der Strukturierung des Fonds sowie der Ausgestaltung des Partnership-Agreements explizit auf die Wünsche der einzelnen Investoren Rücksicht genommen.

4.2.2 *In Inkubatorstrategie eingebundener Frühphasen-Fonds ohne vorhandenen Team-Track-Record*

4.2.2.1 Beschreibung der Gesellschaft, des betrachteten Fonds sowie der Besonderheiten des Fundraisings

Im zweiten Fall wurde das Fundraising einer Venture-Capital-Gesellschaft analysiert, die auf Initiative einer renommierten Persönlichkeit in der Softwareentwicklung im Jahre 2005 gegründet worden ist. Das untersuchte Fundraising bezog sich auf einen Fonds, der in eine Inkubatorstrategie in einem High-Tech-Cluster in den neuen Bundesländern eingebettet war. Aufgabe eines New-Economy-Inkubators ist die Unterstützung von Internetfirmen in einer sehr frühen Phase ihrer Entwicklung, in dem neben Investitionsmitteln, Büroräumen bzw. Infrastruktur, Beratungs- und Unterstützungsleistungen letztlich der Zugang zu einem Kontaktnetzwerk geboten wird (Lesch & Twele, 2005, S. 25 ff.). Für die Leitung der Venture-Capital-Gesellschaft engagierte der Initiator einen erfahrenen Venture-Capital Manager aus Israel. Durch den Initiator und zugleich Ankerinvestor wurden 35 € Mio. für eine erste Fondschließung bereitgestellt.

Der Fonds wurde, wie es für einen deutschen Fonds üblich ist und in Kapitel 2.6 bereits ausführlich dargestellt wurde, als GmbH & Co. KG strukturiert. Der Investitionsfokus des betrachteten Fonds liegt auf der Finanzierung von IT-Start-ups in der Seed-Phase mit Schwerpunkt im regionalen Bereich des High-Tech-Clusters. Weitere 15 Mio. € sollten im Jahre 2005 bei externen Investoren eingeworben werden. Zeitgleich wurde vom Geschäftsführer ein Managementteam zusammengestellt. Das Fundraising unterschied sich in diesem Fall sehr von der in Kapitel 2.5.1.3 dargestellten Vorgehensweise. So wurde keine kalte Investorenakquise durchgeführt. Vielmehr wurden Investoren aus dem privaten Netzwerk des Initiators angesprochen. Nachdem den Investoren die üblichen Unterlagen zur Verfügung gestellt worden waren, wurden Treffen mit diesen vereinbart. Danach erfolgte die Phase der Due-Diligence, im Rahmen derer die im Private-Placement-

Memorandum gemachten Angaben von den Investoren geprüft wurden. Nachdem die Investoren diesen Prozess abgeschlossen hatten, wurden diesen die Beteiligungsverträge zugesendet. Am Ende handelte es sich mit einer Landesbank als auch einer kalifornischen Venture-Capital-Gesellschaft um zwei institutionelle Investoren. Die anvisierten 15 Mio. € konnten vollständig eingeworben werden, wobei dieser Prozess zwischen drei und sechs Monaten gedauert hat.

4.2.2.2 Fallinterne Analyse

Zunächst ist festzuhalten, dass es sich bei dem beobachteten Fonds um einen First-Time-Fonds handelt. Daher lag im vorliegenden Fall auch kein gemeinsamer Team-Track-Record vor. Jedoch verfügte der vom Initiator engagierte Geschäftsführer durch das Leiten mehrerer Venture-Capital-Gesellschaften über einen beachtlichen persönlichen Track-Record. Zudem steht auch der Name des Initiators für Erfolg im Zusammenhang mit der Identifizierung von innovativen Software-Projekten. Auch wenn im vorliegenden Fall kein Team-Track-Record vorliegt, muss festgehalten werden, dass die einzelnen beteiligten Personen ihre Fähigkeit durch bisherige Erfahrungen und Erfolge in diesem Bereich nachweisen konnten. Somit wird auch durch dieses Fallbeispiel die Bedeutsamkeit des Track-Records für Erfolg im Fundraising unterstrichen, auch wenn sich dieser auf eine andere Ebene bezieht.

Als wesentlicher Erfolgsfaktor für das Fundraising hat sich im vorliegenden Fall die Bedeutung des Netzwerks des Initiators herausgestellt. So wurden beide Investoren aus dem Bekanntenkreis des Initiators gewonnen.

Darüber hinaus konnte, wie das folgende Zitat illustriert, die besondere Bedeutung von Vertrauen im Zusammenhang mit der Investitionsentscheidung von Investoren identifiziert werden.

„... . Sie haben im Netzwerk vorschüssiges Vertrauen. Das müssen Sie dann später beweisen und rechtfertigen. Dennoch ist das Vertrauen erst einmal da.“
(Experteninterview 1, 2006)

Letztlich indiziert das Fallbeispiel die Bedeutung der Due-Diligence als Erfolgsfaktor im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften. Im vorliegenden Fall wurde viel Zeit in die Durchführung der Due-Diligence über das Managementteam investiert. So wurde in-

tensiv überprüft, ob das Managementteam sowohl fachlich als auch menschlich zusammenpasst. Die Due-Diligence beinhaltet dabei auch die Überprüfung persönlicher Verhältnisse. Die Bedienung dieser Bedürfnisse ist dabei laut Aussage des Managers essentiell für eine Investitionsentscheidung.

4.2.3 *Fokussiert investierender First-Time-Fonds mit Kooperation zu deutschem Forschungsinstitut ohne vorhandenen Team-Track-Record*

4.2.3.1 Beschreibung der Gesellschaft, des betrachteten Fonds sowie der Besonderheiten des Fundraisings

Im dritten Fall wurde die das Fundraising betreibende Gesellschaft im Frühjahr des Jahres 2005 gegründet. Das Projekt der Auflage eines Frühphasen-Fonds wurde von einer renommierten Forschungsgesellschaft initiiert. Die für die Fallstudie gewonnene Managementgesellschaft wurde von diesem Institut für das Fundraising als auch das spätere Management des Fonds im Rahmen eines Wettbewerbs ausgesucht. Es handelt sich bei dem Fonds um den ersten von den Akteuren gemeinsam aufgelegten Fonds, so dass kein Team-Track-Record vorlag. Jedoch verfügen alle beteiligten Personen über einen jahrelangen persönlichen Track-Record im Bereich Venture-Capital.

Gemäß der Investitionsstrategie wird in den Branchen Information und Kommunikation, Halbleitertechnik sowie in energie- und materialwissenschaftliche Technologien investiert. Der Fokus des Fonds liegt auf Unternehmen in der Start-up-Phase, wobei in späteren Phasen nachinvestiert werden kann. Zu Beginn des Fundraisings im Frühjahr 2005 wurde beabsichtigt, 60 Mio. € einzusammeln. Bevor in das Fundraising eingestiegen wurde, wurde der Fonds rechtlich strukturiert und darauf basierend der Gesellschaftsvertrag (Partnership-Agreement) sowie die begleitenden Marketingmaterialien wie z.B. das Private-Placement-Memorandum erstellt. Der Fonds wurde als GmbH & Co. KG strukturiert und folgt damit dem deutschen Standard.

Neben dem initiiierenden Ankerinvestor kam die Gesellschaft über Empfehlungen im persönlichen Netzwerk der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft zu ihren Investoren. Zielinvestoren waren dabei kleine Family-Offices, Unternehmen sowie die Kreditanstalt für Wiederaufbau. Bis zu einem ersten Closing im November 2005 wurden mehrere Unternehmen sowie die Kreditanstalt für Wiederaufbau für den Fonds gewonnen, die sich insgesamt mit ca. 36 Mio. € an dem Fonds beteiligt haben. Aus diesem Pool haben sich

weitere Investoren ergeben, wobei darauf geachtet wurde, dass die strategischen Interessen der einzelnen Investoren sich nicht widersprachen.

Die Durchführung der Due-Diligence unterschied sich zwischen den einzelnen Investoren. Während einzelne Investoren eine sehr lange und intensive Due-Diligence durchgeführt haben, sind andere Investoren relativ kurzfristig zu einer Entscheidung gekommen.

Zum Zeitpunkt der Durchführung des Interviews im September 2006 waren bereits 50 Mio. € eingesammelt, wobei sich der Prozess des Fundraisings kurz vor dem Ende und somit dem finalen Closing befand. Mit verbleibender Dauer bis zum Ende des Jahres 2006 wurde mit einer Dauer von 18 Monaten für das Fundraising gerechnet.

4.2.3.2 Fallinterne Analyse

Bei dem in der vorliegenden Fallstudie dargestellten Fonds handelt es sich um einen First-Time-Fonds. Die Gesellschaft verfügte somit, wie bereits im letzten Abschnitt gesagt, nicht über einen Team-Track-Record. Die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft verfügten allerdings über einen persönlichen Track-Record im Bereich Venture-Capital. Zudem signalisiert ein namhaftes deutsches Forschungsinstitut Wissen und Erfahrung in Bezug auf die in Aussicht gestellte Investitionsstrategie. Im Hinblick auf den Erfolg der Gesellschaft im Fundraising ist somit anzunehmen, dass der persönliche Track-Record der einzelnen Manager den Mangel an Track-Record auf Ebene der Gesellschaft ausgeglichen hat. Die dargestellte Strategie im Zusammenhang mit der Einbindung eines renommierten deutschen Forschungsinstituts wurde dabei vom befragten Manager als eindeutiger Faktor für den Erfolg interpretiert.

Die Frage, ob die Spezialisierung auf die oben benannten Branchen einen Einfluss auf den Erfolg im Fundraising hat, wurde von dem befragten Spezialisten mit Verweis auf die Portfoliodiversifikation auf Ebene der Investoren beantwortet. Hiernach hängt die Entscheidung, ob primär nach fokussierten oder generell investierenden Venture-Capital-Gesellschaften geschaut wird, vom bisherigen Portfolio ab und ist laut Meinung des Spezialisten unabhängig von den Aktivitäten der Venture-Capital-Gesellschaft. Von daher kann an dieser Stelle nicht von einer besonderen Bedeutung einer spezialisierten Strategie gesprochen werden.

Die Investoren wurden im vorliegenden Fall aus dem persönlichen Netzwerk der Manager identifiziert. Somit scheint eine gute Vernetzung auch im vorliegenden Fall unabdingbare Voraussetzung für den Erfolg im Fundraising zu sein. Über dieses Netzwerk gelang es der Venture-Capital-Gesellschaft relativ schnell, weitere Investoren zu finden. Dabei fungierten in den Netzwerken bekannte und bereits für den Fonds gewonnene Investoren als Qualitätssignal.

Im Hinblick auf die Due-Diligence wurde die Ehrlichkeit und Kontinuität in den den Investoren zur Verfügung gestellten Informationen hervorgehoben. Für ein optimales Gelingen des Fundraisings wurden im vorliegenden Fall mit einem Großteil der Investoren Einzeltreffen organisiert. Im Zusammenhang mit der Due-Diligence wurde das Vertrauen in die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft als wesentlicher Erfolgsfaktor im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften identifiziert. So unterschied sich die Dauer der Due-Diligence von Investor zu Investor. Während einige Investoren, unabhängig von der Dauer der bisherigen Zusammenarbeit oder der gegenseitigen Vertrautheit, eine sehr intensive Due-Diligence unternommen haben, illustriert folgendes Zitat eindeutig die Wichtigkeit von Vertrauen im Hinblick auf die Investitionsentscheidungen von Investoren im untersuchten Fundraising.

„Es gab aber auch Investoren, die ziemlich schnell aus dem Bauch heraus entschieden haben. Sie haben gesagt: Mir gefällt das Team. Die Story ist gut. Ich traue denen. Ich mache das.“ (Experteninterview 5, 2006)

4.2.4 Fokussiert investierender Frühphasen-Fonds mit vorhandenem Team-Track-Record

4.2.4.1 Beschreibung der Gesellschaft, des betrachteten Fonds sowie der Besonderheiten des Fundraisings

Im vierten Fall handelte es sich um eine Venture-Capital-Gesellschaft, die bereits im Jahre 1997 gegründet wurde. Der erste Fonds (1998/1999) hatte ein Volumen in Höhe von 85 Mio. €, wobei der zweite und hier betrachtete Fonds ein Zielvolumen in Höhe von 250 Mio. € hatte. Es lässt sich somit durchaus von einer Gesellschaft mit einem Team-Track-Record sprechen.

Die Investitionsstrategie bezog sich auf Start-up sowie Early-Stage-Investments in den Bereichen der Informations- und Kommunikationstechnologie, Life Science, Materialien und Komponenten sowie auf Schnittstellen zwischen diesen Technologien. Es wurde anvisiert, weltweit zu investieren.

Das Fundraising zu dem betrachteten Fonds begann im Jahre 2001. Zur Akquise der Investoren wurde ein Placement-Agent engagiert. Nachdem die notwendigen Marketing-Materialien erstellt worden waren, wurden in einem ersten Schritt bestehende Investoren angesprochen und deren Bestätigung eingeholt. Auf Basis dieser Bestätigung wurde über das Netzwerk des Placement-Agents sowie das Netzwerk der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft eine Shortlist möglicher, für den Fonds in Frage kommender Investoren, erstellt. Dabei wurden hauptsächlich institutionelle Investoren und Unternehmen angesprochen. Nicht angesprochen wurden dabei private Investoren sowie regionale Investoren mit Fördergedanken.

Persönliche Treffen im Rahmen der Due-Diligence wurden durch den Placement-Agent organisiert. Die Due-Diligence wurde dabei durch einen extra für diesen Zweck erstellten Electronic-Briefcase unterstützt. Von den Investoren verlangte Informationen, z.B. über bisherige Leistungen, über die einzelnen Manager der Venture-Capital-Gesellschaft oder bisherige Portfolio-Unternehmen, wurden den Investoren elektronisch und online jederzeit verfügbar gemacht. Dabei unterschied sich die Länge und Intensität der Due-Diligence in Abhängigkeit von den bisherigen Beziehungen zwischen den Investoren und der Venture-Capital-Gesellschaft. Die Due-Diligence unbekannter Investoren hat dabei länger gedauert als die von Investoren, die bereits im Vorgängerfonds investiert hatten. Bestehende Investoren prüften dabei im Wesentlichen, ob die bisherige Strategie sinnvoll weitergeführt werden konnte.

Die grobe Strukturierung in Form eines Paralfonds mit einer deutschen GmbH & Co. KG sowie eines Private-Limited-Partnerships auf Guernsey war bereits durch die Vorgängerfonds vorgegeben. Aus der Parallelstruktur des Fonds resultierend gab es sowohl eine deutsche als auch eine englische Management Gesellschaft. Die Investoren waren entweder als Limited-Partner an der L.P. oder aber als Kommanditisten an der GmbH & Co. KG beteiligt. Die genaue Ausgestaltung der einzelnen Vertragsklauseln ergab sich im Laufe der Verhandlungen mit den Investoren im Rahmen der Due-Diligence.

Ein erstes Closing erfolgte nach sechs Monaten im Jahre 2001, wobei ein zweites und finales Closing nach weiteren zwölf Monaten mit einem Volumen in Höhe von 130 Mio. € vollzogen wurde. Als Investoren konnten einige internationale Banken sowie strategisch investierende Unternehmen gewonnen werden.

4.2.4.2 Fallinterne Analyse

Bei dem vorliegenden Fall lag bereits ein bis in das Jahr 1998 zurückliegender Team-Track-Record vor. Darüber hinaus verfügte der Gründer der Venture-Capital-Gesellschaft über einen hohen persönlichen Track-Record im Bereich Venture-Capital. Die in Kapitel 2.4 im Rahmen des Literaturüberblicks gemachten Angaben über die Bedeutung des Track-Records werden somit auch im vorliegenden Fall bestätigt.

Der vorliegende Fall unterstreicht ferner die Bedeutung des Wiedergewinns der in den Vorgängerbonds investierten Investoren für den Erfolg im Fundraising des Nachfolgebonds. Die erneute Zeichnung bestehender Investoren dient für potentielle, nicht entschlossene Investoren dabei, wie das folgende Zitat unterstreicht, als Qualitätsindikator.

„Als Trigger-Point ist das Backing der alten Investoren zu hinterfragen. Denn dies wiederum ist eine der Hauptfragen potentieller neuer Investoren.“ (Experteninterview 6, 2006)

Die Due-Diligence war viel intensiver bei Investoren, zu denen die Gesellschaft noch keine Beziehung hatte als bei Investoren, die bereits in den Vorgänger-Fonds investiert hatten. Das effiziente Bereitstellen von Informationen im Rahmen technologisch möglicher Grenzen kann dabei als Erfolgsfaktor für ein erfolgreiches Fundraising angesehen werden. In diesem Zusammenhang wird, wie das folgende Zitat des Managers verdeutlicht, zudem die Bedeutung von Vertrauen in die handelnden Akteure deutlich.

„... Neue Investoren müssen mit den handelnden Akteuren vertraut gemacht werden, so dass die Due-Diligence intensiver wird. In erster Linie ist Venture-Capital ein People-Investment.“ (Experteninterview 6, 2006)

Die Analyse des vorliegenden Falles verdeutlicht zudem eine Bedeutung der Verhandlung von den Vertragsklauseln mit den einzelnen Investoren. So flossen die einzelnen Forderungen der Investoren in die grundlegende Struktur des Fonds mit ein.

Die Auswahl einer spezialisierten Strategie begründete der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft mit der Möglichkeit, im Rahmen eines Fonds mehrere Unternehmen über einen längeren Zeitraum begleiten zu können. Typische Venture-Capital Renditen sind laut dem Manager der Venture-Capital-Gesellschaft nur mit großen Erfolgen im Portfolio möglich, was wiederum eine Nachfinanzierung in späteren Finanzierungsrunden nach sich zieht, um der Gefahr zu entgehen, in späteren Phasen verwässert zu werden. Für eine glaubwürdige Hybrid-Struktur würden dafür mehr als 200 Mio. € benötigt werden. Da es aber für eine deutsche Venture-Capital-Gesellschaft zum Zeitpunkt des Fundraisings unmöglich war, soviel Geld für einen Fonds zu gewinnen, wurde auf eine spezialisierte Strategie gewechselt. Ob die spezialisierte Strategie ein Erfolgsfaktor im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften ist, lässt sich im vorliegenden Fall nicht eindeutig beantworten.

4.3 Ableitung von Ergebnissen im Rahmen einer fallübergreifenden Analyse

Zunächst ist bei der Analyse zu berücksichtigen, dass sich die Durchführung der qualitativen Fallstudien lediglich auf deutsche Venture-Capital-Gesellschaften bezogen. In diesem Zusammenhang wurden zum größten Teil Partner von deutschen Early-Stage Venture-Capital-Fonds als Experten befragt (vgl. hierzu im Detail Tabelle 1 und Tabelle 2). Dies ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass die quantitativ-empirische Studie auf eine weltweite Population abzielte (vgl. hierzu Kapitel 7). Da es aber bei den befragten Managern Konsens war, dass sich das Fundraising einer deutschen Venture-Capital Gesellschaft auf internationale Investoren bezieht und die Ergebnisse daher als repräsentativ für das internationale Venture-Capital-Geschäft eingeschätzt werden können, soll durch eine fallübergreifende Analyse dennoch versucht werden zu ermitteln, welche Faktoren einer besonderen Untersuchung bedürfen.

Als erstes wird im Rahmen der qualitativen Studie die bereits im Rahmen der Literaturanalyse identifizierte Bedeutung des Track-Records bestätigt. Dennoch konnte im Rahmen der vorliegenden qualitativ-empirischen Studie herausgearbeitet werden, dass ein Mangel am Team-Track-Record durch den persönlichen Track-Record der einzelnen beteiligten Personen ausgeglichen werden kann. Des Weiteren scheint die Beteiligung von Unterstützern wie prominenten Initiatoren oder die Einbindung von Forschungsinstituten ebenfalls einen positiven Einfluss auf den Erfolg im Fundraising zu haben. Folgendes Zitat eines Experten unterstreicht dabei die Bedeutung des Track-Records auf den Erfolg im Fundraising.

„Für ein Team mit Track-Record – mit Investorserfolgen in der Vergangenheit – ist es schon einfacher. Man sagt immer ‚numbers speak louder than words‘.“ (Experteninterview 3, 2006)

Die Analyse der einzelnen Fallstudien hat ergeben, dass die Strukturierung des Fonds steuerlichen und rechtlichen Gegebenheiten folgen und daher im Wesentlichen durch externe Bedingungen vorgegeben sind. Des Weiteren folgen die Venture-Capital-Gesellschaften, wie im Kapitel 2.6 bereits beschrieben wurde, gewissen Standards im Hinblick auf die Konzipierung des Fondsvehikels (vgl. hierzu im Detail: EVCA, 2010, S. 3; Fenn et al., 1997, S. 2; Tausend, 2006, S. 37). Eine steuerrechtliche Strukturierung des Fonds-Vehikels scheint daher keinen Erfolgsfaktor im Fundraising zu bilden und wird daher im Weiteren nicht mehr als solches im Rahmen dieser Studie analysiert.

Insbesondere die erste als auch die zuletzt dargestellte Fallstudie verdeutlichen, dass ein Entgegenkommen hinsichtlich der Ausgestaltung von Vertragsklauseln einen Einfluss auf die Entscheidung der Investoren haben kann. Folgendes, im Rahmen eines Experteninterviews erhobenes Zitat unterstreicht dabei die Bedeutung des Entgegenkommens von Managern hinsichtlich der Ausgestaltung von Vertragsklauseln.

„... . Die Terms werden ... in Gesprächen mit den Investoren kontinuierlich angepasst. Oftmals wird kurz vor Schluss noch eine Hurdle-Rate in die Terms and Conditions aufgenommen.“ (Experteninterview 7, 2006)

Obgleich die Fälle zwei bis vier eine fokussiertere bzw. spezialisiertere Strategie als der erste Fonds verfolgen und erfolgreicher im Fundraising schienen, lassen sich aus den qualitativen Ergebnissen keine eindeutigen Ableitungen hinsichtlich einer Vorteilhaftigkeit fokussierter Investitionsstrategien ableiten. Daher wird die Bedeutung der Fokussiertheit allenfalls der Screening-Phase im Investment-Prozess des Investors beigemessen, in der der Investor schaut, in wie weit er z.B. auf Basis der hausinternen Portfoliodiversifikation generell in den Fonds investieren könnte. Somit wird dieses Thema im Rahmen der vorliegenden Arbeit, in der es um einen Zeitraum kurz vor der finalen Entscheidung geht, nicht weiter verfolgt. Folgende Aussagen verdeutlichen dabei die Widersprüchlichkeit hinsichtlich der im Rahmen der qualitativen Interviews erhobenen Aussagen:

„Das ist ein Philosophiestreit. Ich würde diesen mit dem klaren Jein beantworten. ... Eine Regel bezüglich der Erfolgswahrscheinlichkeit lässt sich nicht ableiten.“
(Experteninterview 4, 2006)

Aus der fallübergreifenden Analyse lässt sich eine Bedeutung des Verhaltens der Manager im Rahmen der Due-Diligence auf den Erfolg im Fundraising ableiten. In allen Fällen wurde den Investoren jeweils eine den Ansprüchen angemessene Due-Diligence ermöglicht bzw. wurde den Bedürfnissen der Investoren nach Informationen jederzeit entsprochen. Des Weiteren wurde die Bedeutung eines offenen und ehrlichen Verhaltens von den befragten Spezialisten explizit hervorgehoben.

Bei der fallübergreifenden Analyse ergibt sich zudem eine besondere Bedeutung für die bisherigen Geschäftskontakte zwischen den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft und ihren Investoren. So kamen in jedem Fall ein beträchtlicher Teil der Investoren aus dem Netzwerk der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft. Im vierten Fall wird dies durch das erneute Investieren bisheriger Investoren unterstrichen, wobei im zweiten illustrierten Fall langjährige Verbindungen zwischen Investor und Venture-Capital-Gesellschaft aus anderen Projekten vorlagen. Somit lässt sich ein Zusammenhang zwischen der Dauer der Kenntnis bzw. Geschäftskontakte und einer positiven Entscheidung im Fundraising vermuten.

Im vierten Fall wurde das Zurückgreifen auf einen Placement-Agent illustriert. Dieser hat die Venture-Capital-Gesellschaft im Hinblick auf die administrative Durchführung des Fundraisings unterstützt. Placement-Agents unterstützen die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft vor allem durch ein Netzwerk aus Investoren, die angesprochen werden können. Es ließe sich somit annehmen, dass die Chancen im Fundraising dadurch steigen. Laut der Meinung der Experten ziehen die Placement-Agents bei der Auswahl ihrer Mandate ähnliche Kriterien wie die Investoren selber heran, da sie es sich nicht leisten können, schlechte Fonds und somit solche mit geringeren Chancen im Fundraising zu unterstützen. Placement-Agents verschaffen sich daher zunächst ein detailliertes Bild von der Befähigung der Investoren und beobachten diese zunächst. Mit anderen Worten engagieren sich Placement-Agents nur, wenn Investoren sowieso investieren würden. Somit lässt sich Placement-Agents allenfalls ein mittelbarer Einfluss auf die Selektionsentscheidung nachweisen, so dass die Einschaltung eines Placement Agents nicht als Erfolgsfaktor gewertet werden kann. Folgendes Zitat unterstreicht die Bedeutung von Placement-Agents.

„Placement-Agents können im Jahr nur eine begrenzte Anzahl von Mandaten übernehmen. Wie Banken nehmen sie das, was am einfachsten zu platzieren ist. Wer will schon Aufwand haben.“ (Experteninterview 7, 2006)

Letztlich wurde im Rahmen der Analyse der Fallstudien eine Indikation für die besondere Bedeutung von Vertrauen auf die Selektionsentscheidung von Investoren gefunden. So führten Investoren, zu denen die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft lange Geschäftsverbindungen verband, eine weniger intensive Due-Diligence durch und verließen sich auf ihr Vertrauen in die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft. Zudem wurde das Venture-Capital-Geschäft in mehreren qualitativen Interviews als so genanntes Peoples'-Business dargestellt, wobei Vertrauen in die handelnden Personen besonders wichtig ist.

Zusammengefasst sind im Rahmen der qualitativ-empirischen Studie folgende Erfolgsfaktoren identifiziert worden:

- Die Durchführung einer den Investorenansprüchen angemessenen Due-Diligence
- Die Ausgestaltung der Vertragsklauseln
- Das Vorhandensein einer Erfahrungs- und Erfolgsgeschichte (Track-Record)
- Die Vertrauenswürdigkeit der Venture-Capital-Gesellschaft
- Die Dauer der Zusammenarbeit zwischen den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft und den Investoren

5. Theoretische Lösungsmöglichkeiten als Vorbereitung für die Ableitung des Forschungsmodells

5.1 Diskussion eines theoretischen Rahmenwerks

5.1.1 Einführung

Um ein Fundraising-Modell abzuleiten und zu theoretisch fundierten Hypothesen zu gelangen, gilt es zunächst ein theoretisches Rahmenwerk, innerhalb dessen die bisherigen qualitativen Ergebnisse einzuordnen sind, zu finden. Mit Bezug auf die der vorliegenden Arbeit zugrundegelegten Forschungsfragen geht es darum, die Erfolgsfaktoren im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften zu beleuchten und ferner aufzuzeigen, in welcher Form die Venture-Capital-Gesellschaften die Investitionsmitteleinwerbung positiv für sich beeinflussen können. Um dies zu tun, wird in der vorliegenden Arbeit die Sichtweise der Investoren abgefragt. Im Detail gilt es zu analysieren, was die Entscheidung der Investoren hinsichtlich einer Investition beeinflusst. Eine besondere Bedeutung bekommt der Begriff der Unsicherheit im vorliegenden Kontext, da Investitionen in Venture-Capital, wie bereits in Kapitel 2.5.2.2 diskutiert wurde, über ein besonders hohes Risiko-Rendite-Profil verfügen. Wird also eine theoretische Aufarbeitung des vorliegenden Erkenntnisgegenstands angestrebt, gilt es darum, ein Theorienwerk bezüglich der Entscheidungsfindung unter Beachtung der Unsicherheit zu finden (Kuckertz, 2006, S. 93).

Ein Teilbereich des Gedankengebäudes der neuen Institutionenökonomie befasst sich dabei mit der Untersuchung der Aktionen verschiedener Akteure unter Unsicherheit. Wie in den folgenden Kapiteln herausgearbeitet werden wird, kann diese Theorie durchaus bei der Aufklärung des zu untersuchenden Gegenstands helfen, diesen allerdings auch nicht vollständig erklären. Die neue Institutionenökonomie war dabei in ihren Anfängen eine Weiterentwicklung der Neoklassik. Obgleich sie mittlerweile eine völlig eigenständige Theorie ist, hat sie noch gewisse Gemeinsamkeiten mit der Neoklassik (Richter & Furubotn, 2010, S. 2 f.). Zum allgemeinen Verständnis bzw. der Abgrenzung sollen daher zunächst die Grundannahmen der Neoklassik beschrieben werden.

5.1.2 Würdigung der Neoklassik als Rahmenwerk zur Beantwortung der vorliegenden Forschungsfragen

In der Welt der Neoklassik verfügen die einzelnen Marktteilnehmer über eine exogen vorgegebene Präferenzstruktur, wobei die Marktteilnehmer ihr Verhalten durch rationales Verhalten maximieren. Ferner liegen vollkommene Informationen vor. In der Welt der Neoklassik sind Monopole unmöglich, da eine atomistische Konkurrenz, bestehend aus vielen Anbietern und Nachfragern, vorliegt. Auf dem Markt werden lediglich homogene Güter gehandelt, wobei unterschiedliche Nachfrager das gleiche Gut immer gleich bewerten. Ebenfalls abstrahiert die Neoklassik von Lerneffekten auf Seiten der Marktteilnehmer, so dass von Erfahrungen der Vergangenheit abstrahiert wird. Jeder Nachfrager und Anbieter hat Zugang zum Markt, da keine Markteintrittsbarrieren, Transaktionskosten oder zeitliche Friktionen vorliegen. Zudem gilt in der neoklassischen Welt die Annahme der Informationseffizienz. Somit verfügen alle Marktteilnehmer über dieselben Erwartungen, wobei die Informationen für jedermann verfügbar sind (Adler, 1996, S. 4; Feess, 2000, S. 292; Schumann, Meyer & Ströbele, 1999, S. 41 ff.).

Wichtigkeit bekommt das Gedankengut der Neoklassik in der Finanzwirtschaftslehre z.B. im Rahmen der Kapitaltheorie, bei der die optimale Kapitalstruktur diskutiert wird. Im Rahmen dieser Theorie geht es im Wesentlichen um die Auswirkungen des Verschuldungsgrades auf die Finanzierungskosten (Peridon, Steiner & Rathgeber, 2009, S. 17 f.). Im Rahmen der These über die Irrelevanz der Finanzierung wiesen ferner Modigliani & Miller (1958, S. 261 ff.) nach, dass der Wert des Unternehmens und damit die durchschnittlichen Kapitalkosten durch eine Veränderung des Verschuldungsgrades nicht veränderbar sind. Ein weiteres wichtiges Werk im Rahmen der neoklassischen Finanzierungstheorie ist das Capital-Asset-Pricing-Model von Sharpe (1964, S. 388 ff.). Danach ergibt sich der Wert des Portfolios nicht durch die isolierte Betrachtung eines einzelnen Investments, sondern durch die Betrachtung des Risikos für ein aggregiertes Portfolio. Im Rahmen der ebenfalls der neoklassischen Finanzierungslehre zuzuordnenden Finanzchemie bzw. dem Financial-Engineering geht es im Wesentlichen um die Bewertung von Finanztiteln (Peridon et al. 2009, S. 17 ff.).

Werden die dargestellten Prämissen sowie die im letzten Abschnitt illustrierten Anwendungsfelder der Neoklassik im Finanzierungsbereich betrachtet, so wird schnell klar, dass sich die Neoklassik nicht als Rahmenwerk für die Analyse des vorliegenden Problems eig-

net. Dies liegt hauptsächlich darin begründet, dass es in der neoklassischen Welt, wie oben beschrieben, keine unvollkommenen Informationen gibt. Der Grund für die Intermediärfunktion von Venture-Capital-Gesellschaften ist aber gerade der Informationsvorsprung, den die Venture-Capital-Gesellschaft vor den Investoren hat (Schefczyk, 2006, S. 11). Mit anderen Worten entstehen Venture-Capital-Gesellschaften gerade durch das Vorhandensein von Informationsasymmetrien. Das Vorhandensein von Venture-Capital-Gesellschaften ist somit in der Welt der Neoklassik undenkbar (Kuckertz, 2006, S. 95 f.).

5.1.3 Würdigung der neuen Institutionenökonomik als Rahmenwerk zur Beantwortung der vorliegenden Forschungsfragen

Wie bereits im letzten Abschnitt gesagt, kann die neue Institutionenökonomie als Weiterentwicklung zur neoklassischen Theorie interpretiert werden. Es sei allerdings darauf hingewiesen, dass diese nicht als generelle Kritik an der Neoklassik entstanden ist. Vielmehr knüpft diese an die Lehre der Neoklassik an, in dem sie die Prämissen der Neoklassik in Teilen aufgibt. Insofern also nicht etwas anderes gesagt wird, gelten die im letzten Abschnitt aufgeführten Punkte somit auch für die neue Institutionenökonomik (Erlei, Leschke & Sauerland, 2007, S. 46 ff.).

Ein wesentlicher Unterschied zur Neoklassik besteht in der Aufgabe der Prämisse vollständiger Konkurrenz. In diesem Zusammenhang ist es Aufgabe der neuen Institutionenökonomie zuzuordnenden Transaktionskostentheorie zu untersuchen, wann z.B. Monopole einen gesamtgesellschaftlichen Vorteil bieten. Fragestellungen, die sich durch die Aufgabe der Prämisse extern vorgegebener Präferenzen ergeben, sind dabei ebenfalls Teil der Transaktionskostentheorie. Ein weiterer Teilbereich der Transaktionskostenökonomie befasst sich mit der Berücksichtigung der mit der Aushandlung von Preisen bzw. Verträgen verbundenen Kosten (Erlei et al., 2007, S. 46 f.).

Die für die vorliegende Arbeit wichtigste Differenz zur Neoklassik besteht in dem Einbezug von Informationsasymmetrien zwischen den Marktteilnehmern. So befasst sich die aus der neuen Institutionenökonomik entstandene Informationsökonomik mit der Analyse ökonomischer Systeme bei unvollständigen Informationen (Erlei et al., 2007, S. 46 f.). In der Literatur wird in diesem Zusammenhang zwischen der Informationsökonomik im engeren Sinne sowie der Informationsökonomik im weiteren Sinne unterschieden. Bei erst genannter geht es um die Auswirkungen unterschiedlicher Informationsbedingungen auf die Funk-

tionsweise ökonomischer Systeme (wie z.B. Unternehmen, Kooperationsformen, Märkte oder auch die Gesamtwirtschaft). Bei der zweiten Form geht es sowohl um die wirtschaftliche Betrachtung der Informationsbeschaffung (Screening) als auch Informationsverschaffung (Signaling) (Roberts, Mosena & Winter, 2010, Stichwort: Informationsökonomik).

Der Einbezug asymmetrischer Informationen begründet in diesem Zusammenhang die Bedeutung von Institutionen. Funktionierende Institutionen sorgen dafür, dass Standards wie z.B. die Währung oder auch das Längenmaß gegeben und allen Marktteilnehmern bekannt sind. Auf diese Weise bieten sie den einzelnen am Austausch beteiligten Marktteilnehmer Sicherheit und Effizienz im Hinblick auf die Austauschprozesse (Erlei et al., 2007, S. 47; vgl. zur Bedeutung von Institutionen im Detail Göbel, 2002, S. 1 ff.).

Ein weiteres wichtiges Feld der neuen Institutionenökonomie ist die Analyse des Ausgleichs zweier, an einer Leistungsbeziehung beteiligter, wirtschaftlicher Akteure. Dieses, unter dem Begriff der Prinzipal-Agenten-Theorie behandelte Phänomen, entstammt der Finanzierungslehre, wobei es im Wesentlichen um die Findung von Lösungen der sich durch die Informationsasymmetrie ergebenden Möglichkeiten eines opportunistischen Verhaltens zu Lasten des Kapitalgebers geht. Im Ergebnis sollen Zielkonflikte zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer gelöst werden (Perridon, Steiner & Rathgeber, 2009, S. 25). Die ebenfalls der neuen Institutionenökonomie zuzuordnende Property-Rights-Theorie befasst sich mit Handlungs- bzw. Verfügungsrechten an Gütern (Perridon et al., 2009, S. 25 f.).

Beim vorliegenden Forschungsgegenstand geht es, wie bereits zu Beginn des Kapitels dargestellt, um eine Entscheidung unter Unsicherheit. Die neue Institutionenökonomik bietet sich als Rahmenwerk für den vorliegenden Untersuchungsgegenstand an, da die finanztheoretische Relevanz von Venture-Capital-Gesellschaften in der Literatur insbesondere in der Ausübung der Finanzintermediärfunktion gesehen wird (Scheffczyk, 2006, S. 71).

Um begrifflichen Missverständnissen vorzubeugen und zu einer genauen Begriffsklärung zu gelangen, wird zunächst der Begriff der Unsicherheit erläutert (Bartelt, 2002, S. 31). Danach wird das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und ihren Investoren auf Basis des Wissens zur Prinzipal-Agenten-Theorie analysiert. Darauf aufbauend werden auf Basis der Theorie Lösungen zum Abbau der damit verbundenen Probleme vorgeschlagen. Es sei aber an dieser Stelle bereits angedeutet, dass zur Lösung des vorliegenden Prob-

lems der alleinige Bezug auf eine Theorie nicht ausreichend ist. Vielmehr wird es darum gehen, Elemente (z.B. aus sozialwissenschaftlichen Theorien) wie das Vertrauen zu ergänzen. Erkenntnisse der Transaktionskostenökonomie bzw. der Verfügungsrechte werden lediglich am Rande für die Analyse des vorliegenden Gegenstands von Interesse sein.

5.2 Der Begriff der Unsicherheit

5.2.1 Abgrenzung nach der Sphäre der Einflussnahme

Um zu fundierten Investitionsentscheidungen zu gelangen, sind Unsicherheiten bei Investitionsentscheidungen, wie bereits erläutert, grundsätzlich zu berücksichtigen. In der Literatur finden sich mehrere Systematisierungsmöglichkeiten für diesen Begriff. Eine mit Bezug auf den vorliegenden Untersuchungsgegenstand zu betrachtende Unterscheidung findet sich bei Hirshleifer & Riley (1979, S. 1376 f.), nach der zwischen endogener und exogener Unsicherheit unterschieden wird. Unter endogener Unsicherheit fehlen dem Individuum vollständige Informationen bezüglich anderer Marktpartner. Davon unterscheiden sie exogene Unsicherheit, bei dem der einzelne Marktakteur keine vollständigen Informationen über die Entwicklung der Umwelt hat. Für letzteres nennen die Autoren dabei Beispiele wie die Weizenernte, das allgemeine Produktivitätsniveau oder aber politische Entwicklungen. Wird dieses Wissen mit dem Begriff der Sphäre der Einflussnahme zusammengebracht, so liegt exogene Unsicherheit außerhalb des Einflussbereichs der an einer Austauschbeziehung beteiligten Personen. Endogene Unsicherheit ist hingegen solche Unsicherheit, die auch durch Verhaltensweisen der anderen, an der Transaktion beteiligten Personen, beeinflusst werden kann (Bartelt, 2002, S. 35 f.). Endogene Unsicherheit kann auch durch exogene Unsicherheit beeinflusst werden. Durch die Veränderungen in der Umwelt können sich neue Handlungsmöglichkeiten auftun, die darüber wiederum das Verhalten der Austauschpartner verändern können (Williamson & Streissler, 1990, S. 66 ff.).

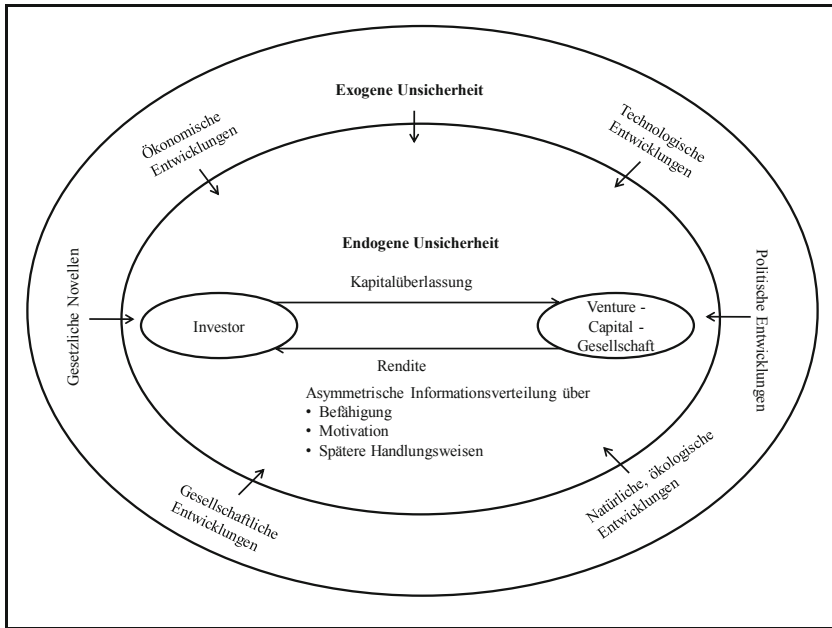


Abbildung 13: Darstellung von Unsicherheitsformen in Abhängigkeit der Sphäre der Einflussnahme

Im vorliegenden, zu untersuchenden Fall planen Investoren, den Venture-Capital-Gesellschaften Kapital zu überlassen. Im Gegenzug erwarten sie von den Venture-Capital-Gesellschaften die Erwirtschaftung einer Venture-Capital typischen Rendite (von anderen Zielen sei an dieser Stelle aufgrund von Vereinfachungen abstrahiert; vgl. hierzu Kapitel 2.5.2.2). Vor der Entscheidung hinsichtlich eines konkreten Investments wird der Investor, wie die Abbildung 13 illustriert, ebenfalls mit exogener als auch endogener Unsicherheit konfrontiert sein⁹. Gemäß dem vorne skizzierten Geschäftsmodell investieren Limited-Partners in die Venture-Capital-Gesellschaften, die ihr Geld wiederum in Portfolio-Unternehmen investieren. Sich ergebende Änderungen in der wirtschaftlichen Entwicklung einer Volkswirtschaft werden dabei Einflüsse auf die Portfolio-Unternehmen und damit mittelbar auf die Entwicklung des Venture-Capital-Fonds und somit auf die realisierbare Rendite haben. Es ist hier von einer exogenen Unsicherheit zu sprechen, da keiner der bei-

⁹ Mit Bezug auf den gesamten Venture-Capital-Prozess ist die Unsicherheit der Limited-Partners mit der Unsicherheit zu vergleichen, die die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft bei der Auswahl ihrer Beteiligungsunternehmen berücksichtigen müssen (vgl. für eine detaillierte Diskussion des Begriffs der Unsicherheit in diesem Verhältnis Kollmann & Kuckertz, 2010, S. 741 ff.).

den Akteure einen Einfluss auf die Entwicklung der wirtschaftlichen Umwelt haben kann. Als weitere exogene Unsicherheiten lassen sich auch gesetzliche, politische oder (steuer-)rechtliche Veränderungen ausmachen. Änderungen in der Steuergesetzgebung können dabei ebenfalls einen Einfluss auf die Rendite des Fonds und somit auf skizzierte Austauschbeziehungen zwischen Investor und Venture-Capital-Gesellschaft haben. Endogene Unsicherheit im Verhältnis zwischen Investor und Venture-Capital-Gesellschaften kann sich, z.B. aus fehlenden Informationen bezüglich der Befähigung, der Motivation und des daraus resultierenden Verhaltens ergeben.

In der vorliegenden Arbeit wird die Frage nach den Erfolgsfaktoren im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften gestellt. Dabei wird, wie in Kapitel 2.5.2.3 illustriert, die finale Investitionsentscheidung eines Investors analysiert. Hierbei wird davon ausgegangen, dass mögliche exogene Unsicherheiten, die z.B. aus unvorhersehbaren Entwicklungen auf den Märkten resultieren, bereits im Rahmen der Portfoliodiversifikation von den Investoren berücksichtigt worden sind. Für die Analyse im Rahmen der vorliegenden Arbeit wird somit lediglich die endogene Unsicherheit betrachtet. Mit Bezug auf die Abbildung 13 handelt es sich um den inneren Kreis.

5.2.2 *Abgrenzung nach der Art der Entscheidungssituation*

Ferner bietet sich eine Systematisierung nach der Entscheidungssituation an (Peridon, Steiner & Rathgeber 2009, 102 ff.), wobei Entscheidungen unter Sicherheit von Entscheidungen unter Unsicherheit abgegrenzt werden können (Bartelt, 2002, S. 31 mit Bezug auf Wittmann, 1959, S. 14; detaillierte Informationen finden sich bei Wittmann, 1959, S. 18 ff.).

In Situationen vollkommener Informationen liegen dem Entscheider alle notwendigen Informationen über alle zukünftigen Zustände vor. Er kann somit eine perfekte Entscheidung treffen. Im Gegensatz dazu liegen bei Unsicherheit keine vollständigen Informationen vor (Marschak, 1968, S. 8). Unter dem Begriff der Unsicherheit fassen sich, wie in Abbildung 14 zu sehen ist, die Begriffe Risiko und Ungewissheit zusammen. Der Unterschied zwischen Risiko und Ungewissheit ist dabei, dass sich beim Erstgenannten mögliche Ereignisse mit einer Wahrscheinlichkeitsverteilung beschreiben lassen (Roberts et al., 2010, Stichwort: Unsicherheit; Bamberg, Cronenberg & Knapp, 2008, S. 67). Von Risiko wird gemäß Bamberg, Cronenberg & Knapp (2008, S. 67) dann gesprochen, wenn dem Entscheidungs-

träger (objektive oder subjektive) Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten möglicher zukünftiger Zustände bekannt sind. Objektive Wahrscheinlichkeiten werden dabei aus empirischen Häufigkeitsverteilungen von gleichwertigen Entscheidungssituationen gewonnen, wohingegen subjektive Wahrscheinlichkeiten sich auf die Erfahrung und Überlegung einzelner Akteure stützen (Peridon et al., 2009, S. 104).

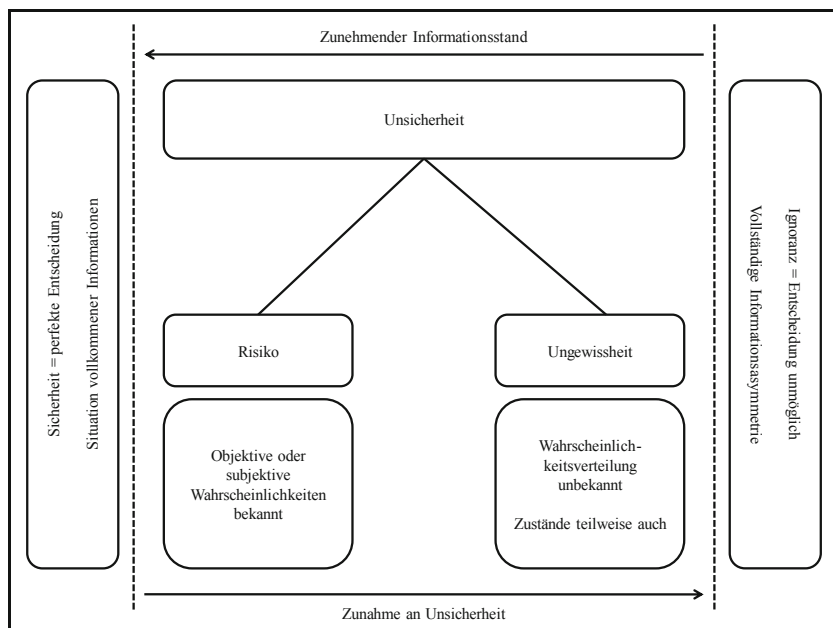


Abbildung 14: Darstellung von Unsicherheitsformen in Abhängigkeit der Entscheidungssituation
In Anlehnung an Bartelt (2002, S. 33 & S. 57) sowie Peridon et al. (2009, S. 104 f.).

Der Begriff des Risikos lässt sich gut durch eine bestimmte, dem Entscheider bekannte Anzahl an roten und schwarzen Kugeln in einer Urne verdeutlichen. Soll der Entscheider sich, z.B. bei einer Wette, für eine der beiden Kugelfarben entscheiden, wird er, wenn er die Verteilung der Kugeln kennt, eine Entscheidung unter Risiko treffen, da er die Wahrscheinlichkeit für das Ziehen einer roten oder schwarzen Kugel berechnen kann (Beispiel in Anlehnung an Bartelt (2002, S. 33)). Ist es einem Entscheider nicht möglich, zukünftige Zustände mit einer Wahrscheinlichkeit anzugeben, wird von einer Entscheidung unter Ungewissheit gesprochen (Bamberg et al., 2008, S. 111). Mit Bezug auf das Urnenbeispiel

wäre dies der Fall, wenn der Entscheider nicht weiß wieviele rote und schwarze Kugeln sich in der Urne befinden. In der Abbildung 14 wird deutlich, dass Entscheidungen unter Ungewissheit bei einer kleineren Menge an verfügbaren Informationen als bei Entscheidungen unter Risiko getroffen werden müssen. Der Begriff der Unsicherheit ist letztlich mit Bezug auf den Begriff der Information von einem Zustand der Ignoranz abzugrenzen (Wittmann, 1959, S. 23). Bei diesem liegen dem Entscheider gar keine Informationen mehr über das Entscheidungsobjekt vor. Im Resultat wird eine Entscheidung unmöglich (Peridon et al., 2009, S. 105).

Da den Investoren weder vollständige noch gar keine Informationen vorliegen, handelt es sich in der zu analysierenden Investitionsentscheidungssituation um eine Entscheidung unter Unsicherheit. Folglich stellt sich auch für die vorliegende Situation die Frage, ob es sich um eine Entscheidung unter Risiko oder eine Entscheidung unter Ungewissheit handelt. Wird sich vergegenwärtigt, dass die Investoren der Venture-Capital-Gesellschaft Investitionsmittel anvertrauen, die dann von den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft ohne Einflussnahme durch die Investoren im Sinne der Investitionsstrategie investiert werden sollen, ergibt sich eine unendlich große Anzahl an möglichen zu berücksichtigenden zukünftigen Zuständen. Andererseits ist zu beachten, dass die Unternehmen, an denen sich der Fonds beteiligen wird, eventuell noch gar nicht existieren, so dass nicht alle zukünftigen Zustände antizipierbar sind. Da dem Investor somit die Wahrscheinlichkeiten für das Eintreten gewisser Zustände bzw. teilweise auch die Zustände selber nicht bekannt sein werden, kann die Entscheidung aus Sichtweise der Investoren als Entscheidung unter Ungewissheit klassifiziert werden.

Mit Bezug auf die zu beantwortenden Fragestellungen der vorliegenden Arbeit geht es darum, weitere Faktoren neben der Bedeutung des Track-Records zu analysieren. Die Entscheidungsregeln nach dem Bernoulli-Prinzip oder aber der stochastischen Dominanz für Situationen des Risikos (vgl. für eine Erklärung dieser Regeln die Erläuterung bei Bamberg, Coeneneberg & Krapp, 2008, S. 67 ff.) oder aber die Maximin-, Maximax-, Hurwicz-Regel, Laplace-Regel, Savage-Niehans-Regel oder die Krelle-Regel für Situationen der Ungewissheit (Bamberg, Coeneneberg & Krapp, 2008, S. 114) eignen sich lediglich für eine an Zahlengrößen orientierte Einschätzung des Entscheidungsproblems. Wie aber im Rahmen der qualitativ-empirischen Studie herausgefunden wurde, scheinen daneben ebenfalls nicht quantifizierbare Faktoren wie z.B. das Vertrauen eine Rolle zu spielen. Um an

späterer Stelle theoretische Lösungsmöglichkeiten für das vorliegende Problem der Investitionsentscheidung unter Unsicherheit bzw. spezieller Ungewissheit ableiten zu können, sollen zunächst das Verhältnis zwischen der Venture-Capital-Gesellschaft und ihren Investoren sowie die Art der vorliegenden Informationsasymmetrien näher spezifiziert werden.

5.3 Spezifizierung des Verhältnisses zwischen Investoren und Managern der Venture-Capital-Gesellschaft als Prinzipal-Agenten-Beziehung

Um das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und Investoren und die Problematik der Ungewissheit besser zu verstehen, bietet sich die Anwendung des Wissens über Prinzipal-Agenten-Beziehungen auf den vorliegenden Fall an. Laut Pratt & Zeckhauser (1991, S. 2) entsteht eine Prinzipal-Agenten-Beziehung „*whenever one individual depends on the action of another, The individual taking the action is called the agent. The affected party is the principal.*“ Nach einem engeren Begriffsverständnis liegt ein Prinzipal-Agenten-Verhältnis vor, wenn der Prinzipal Entscheidungskompetenzen auf den Agenten überträgt und dieser dann Aufgaben im Auftrag des Prinzipals übernimmt (Jensen & Meckling, 1976, S. 308; Eisenhardt, 1989 (2), S. 58). Im Original lautet die Definition wie folgt:

“We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.” (Jensen & Meckling, 1976, S. 308)

Im vorliegenden Fall fungiert der Investor (Limited-Partner), der sich an dem Fonds beteiligen will, als Prinzipal, wobei der Venture-Capital-Gesellschaft die Rolle des Agenten zukommt. Genauer genommen überträgt der Investor (Prinzipal) der Venture-Capital-Gesellschaft Entscheidungskompetenzen hinsichtlich einer optimalen Investition der Investitionsmittel in vielversprechende Beteiligungsunternehmen. Wird der gesamte Fondslebenszyklus, bzw. alle in Kapitel 2.3 im Zusammenhang mit dem Fondsmodell dargestellten Personen, betrachtet, so kommt es zu einer zweistufigen Prinzipal-Agenten Beziehung: In der ersten Stufe steht der Investor als Prinzipal dem Intermediär (der VCG) als Agent gegenüber. In der zweiten Stufe steht der Intermediär, also die Venture-Capital-Gesellschaft, als Prinzipal dem Beteiligungsunternehmen als Agent gegenüber (Scheffczyk, 2006,

S. 64 ff.). Die vorliegende Arbeit beschränkt sich auf die Analyse des ersten Beziehungsgeflechts zwischen der Venture-Capital-Gesellschaft und ihren Investoren.

Laut Eisenhardt (1989 (2), S. 60 f.) geht es im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie im Wesentlichen um die Lösung zweier bei Prinzipal-Agenten-Beziehungen typischen Probleme. Das erste bezieht sich auf Situationen, in denen der Prinzipal und der Agent unterschiedliche Ziele haben oder der Prinzipal aus Kostengründen nicht genau nachprüfen kann, inwieweit der Agent die ihm auferlegten Aufgaben erfüllt. Als zweites Problem führt die Autorin an, dass die Risikoteilung zwischen Prinzipal und Agent insbesondere dann zum Problem werden kann, wenn die beiden Parteien über unterschiedliche Risikopräferenzen verfügen. Hieraus resultiert die Gefahr, dass sich der Agent nicht im Sinne des Prinzipals verhält, sondern bestimmte Situationen im Sinne eines opportunistischen Verhaltens für sich ausnutzt (Corsten, 2000, S. 30 ff.). Anders erläutert geht der Prinzipal-Agent-Ansatz davon aus, dass es dem Prinzipal nicht zuletzt aus Kostengründen unmöglich ist, alle zukünftig möglichen Umweltzustände zu erfassen und zu bewerten. Somit ist der Abschluss vollkommener Verträge unmöglich (vgl. hierzu im Detail 5.6.2 sowie 5.6.2.3). Lassen sich Prinzipal und Agent nun aber auf unvollkommene Verträge ein, so erhält der Agent die Möglichkeiten für opportunistisches Verhalten, durch das er sich persönlich bereichern kann (Bartelt, 2002, S. 82). Dieses Phänomen ist auch unter dem Begriff des Moral-Hazards bekannt (Roberts et al., 2010, Stichwort: Moral-Hazard).

Mit Bezug auf bisherige Erkenntnisse im Rahmen der qualitativ-empirischen Studie sei aber darauf hingewiesen, dass die Abwehr opportunistischen Verhaltens zwar eine Voraussetzung für das Eingehen eines Beziehungsgeflechts zwischen Investor und Venture-Capital-Gesellschaft ist, hierdurch aber nicht der gesamte zu analysierende Gegenstand erfasst wird. Wie bereits erläutert wurde, gibt es mit dem Track-Record und dem Vertrauen weitere wichtige Einflussfaktoren, die es zu analysieren gilt. Im nächsten Abschnitt folgt zunächst die Spezifizierung der Informationsasymmetrien, die zwischen den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft und den Investoren vorliegen.

5.4 Spezifizierung möglicher Informationsasymmetrien zwischen den Investoren und den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft

Laut Stiglitz (2000, S. 1450) ergeben sich für Entscheider unter Unsicherheit und damit verbundener Informationsasymmetrie insbesondere zwei Probleme. Bei dem ersten handelt

es sich um ein Selektionsproblem, wobei es sich bei dem zweiten um ein Problem der Kontrolle handelt. Während das erste vor Vertragsabschluss greift, bezieht sich das zweite Problem auf die Zeit nach dem Vertragsabschluss. In Abbildung 15 werden die sich aus der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und Investor ergebenden einzelnen Problemtypen visualisiert. Die zuerst dargestellten beziehen sich auf das Selektionsproblem, wobei sich die danach dargestellten auf das Problem des Moral-Hazards beziehen (Göbel, 2002, S. 100).

Bedingung aufgrund imperfekter Märkte	Genauere Spezifikation	Problem der	Zeitpunkt	Resultierendes Problem
Asymmetrische Informationen	Hidden-Characteristics	... Unklarheit über die Befähigung des Agenten	Vor Vertragsabschluss	Adverse-Selektion
	Hidden-Intention	... Unklarheit über die Motive des Agenten		
	Hidden-Action	... Unbeobachtbarkeit von Aktionen des Agenten	Nach Vertragsabschluss	Moral-Hazard: Shirking, consumption - on-the-job
	Hidden-Information	... Nicht Beurteilbarkeit von Aktionen des Agenten		Moral-Hazard: Opportunismus

Abbildung 15: Überblick über mögliche, aus asymmetrischer Informationsverteilung resultierende Probleme

In Anlehnung an Göbel (2000, S. 100).

Vor Vertragsabschluss kann das Problem der Hidden-Characteristics (verdeckte Eigenschaften) auftreten. Dies ist immer dann der Fall, wenn der Prinzipal die Fähigkeiten des Agenten zur Leistungserbringung nicht richtig einschätzen kann und die Informationen darüber nur sehr schwer zu bekommen sind. Im Ergebnis kann dies im Problem einer Adverse-Selektion (Fehlauswahl) münden. In dem vorliegenden Verhältnis können sich

Hidden-Characteristics z.B. auf die Befähigung von Managern der Venture-Capital-Gesellschaft zur Erwirtschaftung der in Aussicht gestellten Renditen beziehen.

Ein weiteres, den Zeitraum vor der Vertragsschließung betreffendes Phänomen, ist das der Hidden-Intention. Hierbei geht es darum, dass der Prinzipal die Motive des Agenten nicht 100%-ig beurteilen kann und ihm daraus im Fall eines Interessenkonflikts Nachteile entstehen könnten (Göbel, 2002, S. 103). So kann es sein, dass sich der Agent zwar vorteilhaft in Bezug auf die für den Prinzipal zu erledigenden Aufgaben präsentiert, im Grunde aber andere Ziele verfolgt (Göbel, 2002, S. 101). Beispiele in Bezug auf Venture-Capital-Gesellschaften sind unter anderem die persönliche Bereicherung durch Investitionen in Portfolio-Unternehmen, mit denen die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft in Verbindung stehen (Gompers & Lerner, 1996, S. 483).

Nach Vertragsabschluss können Probleme der Hidden-Action bzw. der Hidden-Information auftreten. Beim Problem der Hidden-Action geht es darum, dass der Prinzipal die Aktivitäten des Agenten allenfalls mit einem unvertretbarem Aufwand beobachten kann. Diese Phänomene sind insbesondere aus dem Verhältnis zwischen Arbeitgebern und Arbeitnehmern bekannt. So wurde das Phänomen der Drückerei unter dem Begriff des Shirking bereits zu Beginn des 20. Jahrhunderts als zentrales Problem von Arbeitsbeziehungen diskutiert (Göbel, 2002, S. 102 mit Bezug auf Taylor, 1996). Hidden-Action stellen in dem zu analysierenden Verhältnis z.B. die Verwendung von Investitionsmitteln durch die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft dar, die sich nicht mit der in Aussicht gestellten Strategie decken (Göbel, 2002, S. 102).

Hidden-Information-Probleme beziehen sich dagegen auf alle Probleme, die der Prinzipal zwar beobachten könnte, nicht aber beurteilen kann. Situationen, in denen Prinzipal-Agenten-Beziehungen gerade durch die Spezialkenntnisse des Agenten begründet werden, begünstigen somit das Vorhandensein von Hidden-Information (Göbel, 2002, S. 102). Das Problem der Hidden-Information wird im Venture-Capital-Geschäft regelmäßig auftreten, da Investoren gerade in Venture-Capital-Fonds investieren, weil diese über Fähigkeiten und Know-how bezüglich der Auswahl und Entwicklung junger Start-ups verfügen, über die sie selber nicht verfügen. So verfügen die Manager eines Life-Science-Fonds über Spezialkenntnisse, über die ein Finanzinvestor in aller Regel nicht verfügt (vgl. hierzu auch die Ausführung über die Kompetenzverteilung von Managern bei Venture-Capital-Gesellschaften bei Tausend, 2006, S. 143 ff.).

Bisheriges Wissen über die Beziehung zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und Investoren lehrt, dass Problematiken, die sich auf den Zeitraum nach der Investition bzw. dem Vertragsabschluss beziehen, bereits vor der Investition in den Venture-Capital-Fonds antizipiert werden. So werden zwischen den beiden Parteien die in Kapitel 2.7 diskutierten Gesellschaftsverträge (Partnership-Agreements) genau zur Abwehr der sich aus Hidden-Action bzw. Hidden-Information resultierenden Umstände ergebenden Leistungs- bzw. Handlungsrisiken abgeschlossen (vgl. hierzu auch Feinendegen et al., 2003, S. 1167 ff.; Gompers & Lerner, 1996, S. 463 ff.).

Damit die Investoren eine fundierte Investitionsentscheidung treffen können, müssen somit die Probleme der Adverse-Selektion als auch im Vorgriff auf die zukünftige Geschäftsbeziehung die Probleme des Moral-Hazard antizipiert und gelöst werden. Es geht also im Folgenden darum, Lösungen für diese Probleme aufzuzeigen.

5.5 Signaling & Screening als erste Lösungsmöglichkeit

5.5.1 Theoretischer Hintergrund

Die Theorie des Signalings (bzw. Screenings) gibt laut Connelly, Certo & Ireland (2011, S. 39 f.) ein gutes Rahmenwerk zur Analyse von Selektionsproblemen innerhalb und zwischen Unternehmen her. Durch Signaling (bzw. Screening) werden dabei Entscheidungen teilweise erst möglich. Mit Bezug auf eine Reduktion der Unsicherheit bzw. Antwort auf die dem Prinzipal-Agenten-Verhältnis innewohnende Informationsasymmetrie kommt der Theorie des Signalings eine Bedeutung in Bezug auf Hidden-Characteristics und Hidden-Intention zu.

Das Konzept des Signaling geht auf Spence (1973, S. 355 ff.) zurück. In seinem Modell nutzen Berufs-Kandidaten Informationen über ihren Ausbildungsstand, um sich von schlechteren Kandidaten am Markt abzugrenzen. Elementar für das Konzept sind zwei wesentliche Voraussetzungen: Zum ersten muss das Signal für Außenstehende erkennbar sein. Zum zweiten muss ein wirksames Signaling mit gewissen Kosten oder einem gewissen Aufwand verbunden sein. Das Signal des Ausbildungsstands erfüllt dabei die beiden Voraussetzungen für effiziente Signale: Es ist sowohl beobachtbar als auch aufwendig bzw. schwer zu imitieren. Der Gedanke dahinter ist, dass es unfähigen Bewerbern nicht möglich ist, den entsprechenden Abschluss zu bekommen. Somit ist das Signal nur sehr

schwer für einen nicht fähigen Berufs-Kandidaten zu imitieren. Zuvor müsste er jedenfalls eine aufwendige Ausbildung absolvieren.

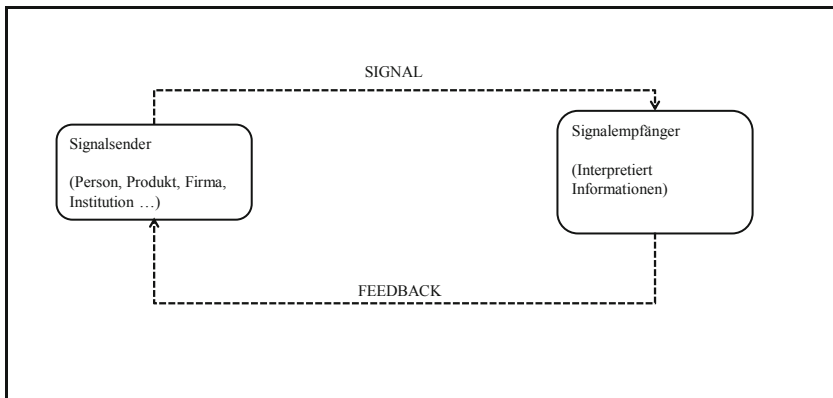


Abbildung 16. Graphische Darstellung der Funktionsweise von Signaling-Modellen
In Anlehnung an Connelly, Certo & Ireland (2011, S. 44).

Der Vorgang des Signalings bzw. die in den Prozess involvierten Personen lassen sich am besten anhand der Abbildung 16 erläutern. Signalsender im Sinne der Signaling-Theorie sind Insider, die über Informationen verfügen, die externen Personen nicht zur Verfügung stehen. Diese Informationen können sich z.B. auf Individuen (Spence, 1973, S. 356), Produkte (Kirmani & Rao, 2000, S. 66 f.) oder auch Organisationen (Ross, 1977, S. 23 ff.) beziehen. Diese Informationen werden dann in Form des Signals zum Signalempfänger gesendet. Dabei können sie sowohl positiv als auch negativ sein. Dies wird vom externen Partner des Unternehmens dann in Betracht gezogen (Connelly, Certo & Ireland, 2011, S. 45). Dem Empfänger kommt dabei die Rolle des Nichtwissenden zu, der das Signal bzw. die damit übersendeten Informationen benötigt, um den Umstand besser beurteilen zu können (Connelly, Certo & Ireland (2011, S. 45). Natürlich besteht für den Sender des Signals der Anreiz dazu, Informationen zu senden, die ihm nützen, dem Empfänger der Information aber eventuell schaden (Bird & Smith, 2005, S. 224). Eine wichtige Voraussetzung für das Funktionieren eines Signaling-Modells ist daher, dass die Empfänger von Signalen einen Vorteil durch die Erlangung des Signals haben (Connelly, Certo & Ireland, 2011, S. 44 f.).

In der vorliegenden Arbeit geht es um die Identifizierung von Erfolgsfaktoren im Fundraising für einen Venture-Capital-Fonds. Dem Ziel der vorliegenden Arbeit entspricht es, Aussagen über mögliche Handlungsweisen der Venture-Capital-Gesellschaft zu machen. Hauptperspektive ist somit der Abbau der Informationsasymmetrie aus Sichtweise der Venture-Capital-Gesellschaft und somit das Signaling. Um auf der anderen Seite die Möglichkeiten des Prinzipals (bzw. im vorliegenden Falle der Investoren) zum Abbau des Informationsasymmetrie theoretisch zu erläutern, wird kurz auf die Theorie des Screenings nach Stiglitz (1975, S. 283 ff.) eingegangen. Das Screening wird in der Literatur als Gegenbegriff zum Signaling angesehen, der die Suchaktivitäten bezüglich der Aufdeckung von Qualitätsmerkmalen von Geschäftspartnern bis hin zu Produkten beschreibt. Im Unterschied gehen Screening-Aktivitäten dabei von der Partei aus, der Informationen fehlen, wobei Signaling von der Partei ausgeht, die über mehr Informationen als die andere Partei verfügt (Marti & Balboa, 2007, S. 458).

Die Bedeutsamkeit des Signalings bzw. des Screenings lässt sich dadurch verdeutlichen, dass beide Maßnahmen einen Einfluss auf das Marktgleichgewicht haben können. So weisen sowohl Stiglitz (1975, S. 283 ff.) mit seinem Modell bezüglich des Screenings als auch Spence (1973, S. 355 ff.) mit seinem Modell des Signalings für den Markt für Arbeitnehmer nach, dass Signaling und Screening einen Einfluss auf Marktgleichgewichte haben können. Obgleich beide Modelle für verschiedene Untersuchungsgegenstände zu unterschiedlichen Antworten gelangen, geht es bei beiden Modellen um den effizienten Abbau von Informationsasymmetrien. Somit können das Signaling als auch das Screening zur Lösung der in Kapitel 5.4 dargestellten Agency-Problematik der Hidden-Characteristics als auch der Hidden-Intention beitragen (vgl. für eine gegenüberstellende Diskussion von Signaling und Screening: Molho, 2001, S. 88 f.). Da es die Zielstellung der vorliegenden Arbeit ist, herauszuarbeiten, durch welche Aktionen Venture-Capital-Gesellschaften das Fundraising positiv für sich beeinflussen können, wird sich im Folgenden auf das Signaling fokussiert.

5.5.2 Darstellung der dem Untersuchungsgegenstand artverwandten Signaling- Modelle

Es lassen sich in der Literatur viele Beispiele für Signaling-Modelle finden. Daher wird im Folgenden nur eine Auswahl der für die vorliegende Studie relevanten empirischen Untersuchungen bzw. formalen Überprüfungen genannt.

In finanzwirtschaftlichen Studien galt die Verschuldung des Unternehmens (Ross, 1977, S. 23 ff.) als auch das Auszahlen von Dividenden (Bhattacharya, 1979, S. 667 ff.) als Signal für die Qualität eines Unternehmens. Die Ratio dahinter ist, dass nur erfolgreiche Unternehmen in der Lage sind, Dividenden über einen längeren Zeitraum auszuzahlen und sich solide im Hinblick auf die Verschuldung aufzustellen. Weitere, teilweise auch empirisch überprüfte Signaling-Modelle finden sich im Zusammenhang mit dem Börsengang von Unternehmen. Aufbauend auf oben beschriebener Informationsasymmetrie wird davon ausgegangen, dass Investoren Ungewissheit bezüglich der Entwicklung der Börseneinsteigfirmen empfinden. Durch das Senden bestimmter Signale wird die Informationsasymmetrie abgebaut und darüber der Erfolg eines IPOs gesteigert. Empirisch überprüfte Beispiele wie die Reputation von Investmentbankern (Carter, Dark & Singh, 1998, S. 285), Wirtschaftsprüfern (Beatty, 1989, S. 693) oder das Engagement von Venture-Capital Gebern (Megginson & Weiss, 1991, S. 900 f.) werden dabei von Investoren als glaubwürdige Signale wahrgenommen (Certo, 2003, S. 434). Die Beteiligung von Venture-Capital-Gesellschaften wird in diesem Zusammenhang als Qualitätsindikator wahrgenommen, weil die Marktteilnehmer annehmen, dass sich namhafte Venture-Capital-Gesellschaften nur an aussichtsreichen Unternehmen beteiligen.

Für das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und ihren Portfolio-Unternehmen wurde das „VC-Funding“ als Signal für höhere Qualität des Unternehmens empirisch überprüft (Davila, Foster & Gupta, 2003, S. 706). Elitzur & Gaviols (2003, S. 722) wiesen ebenfalls einen Einfluss auf die wahrgenommene Qualität eines Unternehmens nach, wobei der Einbezug eines Business-Angels als Signal für erhöhte Bemühungen des Unternehmens angesehen werden kann. Der Eigentümer eines Unternehmens signalisiert durch den Einbezug eines Business-Angels, dass er sein Unternehmen entwickeln und nicht in naher Zukunft verkaufen will.

Für das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und den Investoren findet sich Evidenz für die Bedeutung der Reputation der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft im Hinblick auf den Erfolg im Fundraising (Marti & Balboa, 2007, S. 472). Das konkrete Signal für die Reputation in der zuletzt genannten Studie ist die getätigte Investitionssumme im Vorjahr sowie das Verhältnis zwischen Beteiligungsunternehmen und der Anzahl von Managern. Die Ratio dahinter ist, dass die Reputation mit Anzahl der Investitionen

steigt. Eine Anwendung der Theorie des Signalings auf den vorliegenden Untersuchungsgegenstand kann somit als sinnvoll angesehen werden.

5.6 Kontrolle als zweite Lösungsmöglichkeit

5.6.1 Bedeutung im Rahmen der vorliegenden Arbeit

Die Literatur nennt als Möglichkeit zur Lösung einer Entscheidungssituation unter Unsicherheit (bzw. Ungewissheit mit Bezug auf den hier vorliegenden Unterfall) zudem die Kontrolle (Göbel, 2002, S. 119). In der Forschung über Venture-Capital wird die Kontrolle in Bezug auf das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und ihren Investoren zur Abwehr opportunistischen Verhaltens (Moral-Hazard) bzw. einer damit verbundenen Reduzierung von Agency-Kosten diskutiert (Feinendegen, Schmidt & Wahrenburg, 2003, S. 1168; Sahlman, 1990, S. 474). Mit Bezug auf die oben genannte Systematisierung von asymmetrischen Informationen geht es in der vorliegenden Arbeit um die Bekämpfung der Folgen von Hidden-Intention als auch die Verhinderung der Hidden-Action-Problematik. Im Gabler Lexikon findet sich die folgende Definition von Kontrolle:

„Durchführung eines Vergleichs zwischen geplanten und realisierten Größen sowie Analyse der Abweichungsursachen. ... Kontrolle ist eine Form der Überwachung, durchgeführt von direkt oder indirekt in den Realisationsprozess einbezogenen Personen oder Organisationseinheiten.“ (Roberts, Mosena & Winter, 2010, Stichwort:Kontrolle)

Für die Kontrolle in Kooperationsbeziehungen definieren Leifer & Mills (1996, S. 117) Kontrolle als *„regulatory process by which the elements of a system are made more predictable through the establishment of standards in the pursuit of some desired objective or state.“* Sicherlich lassen sich beide eben genannten Definitionen aufgrund ihrer Allgemeinheit auch auf das hier vorliegende Phänomen übertragen.

Um allerdings ein für den vorliegenden Erkenntnisgegenstand konkretes Kontrollverständnis abzuleiten, muss das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und Investoren zum Zeitpunkt kurz vor der Investition betrachtet werden. Investoren beabsichtigen, ihre Investitionsmittel in einen Fonds zu investieren. Die gewählte Gesellschaftsform ist dabei regelmäßig, wie bereits in Kapitel 2.6 dargestellt, eine Limited-Company, wobei sich die Investoren als Limited-Partners und die Venture-Capital-Gesellschaft als General-Partner am Fondsvehikel beteiligen. Der General-Partner ist für die Führung der Geschäfte und

somit die Investitionstätigkeit zuständig, wobei den Investoren dabei in der Regel keine Geschäftsführungsbefugnis zukommt. Dem Limited-Partner verbleiben einfache Kontrollrechte bis hin zur Mitwirkung in so genannten Beratungs-Komitees (Sahlman, 1990, S. 488 ff.). Da die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft in der Phase des Fundraisings die Investitionstätigkeit noch nicht aufgenommen haben, kann es in dieser Phase somit noch nicht um eine aktive Kontrolle, sondern nur um die von den Investoren für den Zeitraum der nachfolgenden Fondslaufzeit antizipierten Kontrollmöglichkeiten handeln.

Zunächst könnten sich antizipierte Kontrollmöglichkeiten für die Investoren aus ihrer Stellung als Teilhaber am Fonds ergeben. Aus der Literatur über Eigentümerkontrolle ist bekannt, dass ein höherer Kapitalanteil zu mehr Entscheidungsmacht in den Entscheidungsgremien führt (Das & Teng, 1998, S. 498). Im vorliegenden Fall ergibt sich somit die Möglichkeit der Ausführung von Kontrolle über einzurichtende Investorenbeiräte (Sahlman, 1990, S. 493).

Ferner könnten sich wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten für die Investoren als Ergebnis von Verhandlungen zwischen Investoren und Venture-Capital-Gesellschaften im Rahmen der Pre-Investitions-Phase ergeben. Die auf diese Weise gefundenen Regelungen finden sich, wie bereits in Kapitel 2.7 diskutiert, regelmäßig in dem Gesellschaftsvertrag (Partnership-Agreement) wieder (Feinendegen, Schmidt & Wahrenburg, 2003, S. 1168). Diese Art der Kontrolle wird bei Das & Teng (1998, S. 493) mit Bezug auf Parkhe (1993, S. 804) sowie Provan & Skinner (1989, S. 205) als Vertragskontrolle bezeichnet.

Allerdings finden sich in der Literatur neben diesen im letzten Abschnitt angesprochenen schriftlich fixierten Vertragsklauseln weitere, auch darüber hinausgehende Verträge wieder. Daher werden in den nächsten Abschnitten die Bedeutung von expliziten, impliziten als auch von unvollständigen Verträgen und deren mögliches Vorkommen in der Realität des Venture-Capital Geschäfts beschrieben. Durch den Einsatz bestimmter Abschreckungsmaßnahmen, ob sie nun explizit in Vertragsform vereinbart wurden oder sich implizit ergeben, soll, wie bereits zu Beginn dieses Kapitels ausgeführt, den Problemen von Hidden-Action als auch Hidden-Intention entgegengewirkt werden.

5.6.2 Die Kontraktgestaltung als kontrollgewährendes Element

5.6.2.1 Explizite Kontrakte

Laut Macaulay (1963, S. 56) handelt es sich bei einem expliziten Vertrag um „(a) *rational planning of the transaction with careful provisions for as many future contingencies as can be foreseen, and (b) the existence or use of actual or potential legal sanctions to induce performance of the exchange or to compensate for non-performance.*”

Dies gleicht der Sichtweise der für die deutsche Diskussion wichtigen Autorin Ripperger (1998, S. 28 f.), nach der ein expliziter Vertrag ein rechtlich einklagbares schriftliches oder mündliches Versprechen ist. Mit Bezug auf diese Definitionen wird Kontrolle also dadurch ausgeübt, dass die beiden Parteien vor Vertragsschluss Vertragsinhalte verhandeln, die die zukünftigen Leistungsinhalte definieren sollen. Die geschädigte Partei kann dann im Falle von Vertragsverletzungen auf Basis dieser Vereinbarungen auf ihr Recht klagen. Auf diese Weise soll sichergestellt werden, dass sich beide Parteien an die Vereinbarungen des Vertrages halten. Im Hinblick auf die oben genannten Probleme der Hidden-Action bzw. Hidden-Information wird im Rahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie die Gestaltung von anreizkompatiblen Verträgen vorgeschlagen, die die Zielerreichung zwischen Prinzipal und Agenten sicherstellen sollen (Göbel, 2002, S. 113 ff.). Ripperger (1998, S. 32 ff.) spricht in diesem Zusammenhang auch von einer Funktion des Vertrags als Stabilisierungsfaktor hinsichtlich unsicherer Erwartungen bezüglich der Zukunft. Diese anreizkompatiblen Verträge enthalten sowohl anreizsteigernde und somit tätigkeitbefördernde Determinanten als auch abwehrende und somit tätigkeitshemmende Determinanten. Das aus der Forschung bekannte Wissen zur expliziten Kontraktgestaltung zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und ihren Investoren wurde bereits in Kapitel 2.7 dargestellt.

5.6.2.2 Implizite oder sich selbst durchsetzende Verträge

Bei expliziten Verträgen im Sinne der im vorherigen Abschnitt gemachten Definition besteht allerdings die Gefahr, dass Ansprüche im Falle einer Fehlleistung lediglich langsam und unbequem eingeholt werden können. Im Zweifelsfalle muss zunächst auf Erfüllung der Leistung geklagt werden, bevor die Partei zu ihrem Recht kommt. Teilweise sind auch nicht alle Bestandteile eines Vertrages rechtlich durchsetzbar, was seine Gründe in einer unvollkommenen Rechtsordnung oder aber in der Unfähigkeit der Gerichte zur Bewertung bestimmter Informationen haben kann (Richter et al., 2010, S. 180 f.). Aus diesem Grund

beschäftigt sich die Literatur neben expliziten Verträgen zudem mit impliziten Verträgen bzw. so genannten, sich selbst durchsetzenden Verträgen. Implizite Verträge sind im Gegensatz zu expliziten Verträgen wechselseitige Erwartungen, die zwar als verbindlich angesehen werden können, nicht aber gerichtlich durchsetzbar sind (Ripperger, 1998, S. 28).

Im Grundsatz wird bei einem impliziten Vertrag analog zu dem expliziten Vertrag davon ausgegangen, dass alle zukünftigen Zustände antizipiert werden können und es darauf basierend zu einem vollständigen Vertrag kommt (Ripperger, 1998, S. 32 ff.). Zur Abwehr opportunistischen Verhaltens bzw. Hidden-Action sowie Hidden-Intention Problematiken wird in diesem Zusammenhang in der Literatur die Gabe von Geiseln als auch die Wichtigkeit des Kapitaleinsatzes für Investitionen in Markennamen besprochen (Klein & Leffler, 1981, S. 626; Williamson, 1983, S. 522 ff.). Unter einer Geisel versteht sich dabei die Übergabe von Personen oder Sachen, die von besonderem Wert für den Geber sind (Richter et al., 2010, S. 184.). Als Beispiel lässt sich die Übergabe von Patenten oder die zur Verfügungstellung eines Forscherteams an das geiselnehmende Unternehmen anführen. Die Investition in Markennamen adressiert dabei das Thema der Durchsetzung impliziter Verträge durch Reputation (Richter, Furubotn, 2010, S. 202). Reputation wird dabei definiert als das „... *Ansehen* ..., das ein Individuum oder eine Organisation bei anderen Akteuren hat. ...“ (Roberts et al., 2010, Stichwort: Reputation). Der Gedanke dahinter ist, dass die Vertragspartner nichts Schädliches unternehmen werden, da sie um ihr Ansehen in den Netzwerken fürchten. Bei Kronman (1985, S. 7) finden sich weitere Beispiele, die dafür sorgen sollen, dass Verträge im Sinne ihrer Intention erfüllt werden, eine gerichtliche Durchsetzung aber schwierig oder sogar unmöglich ist. So nennt er zudem die Verpfändung, die sich von der Geiselnahme dadurch unterscheidet, dass der Pfand für beide Parteien von Wert ist (Kronman, 1985, S. 15). Letztlich führt er noch die Vereinigung zweier Gesellschaften zur Lösung der Problematik opportunistischen Verhaltens an. Die Ratio dahinter ist die Erlangung gemeinsamer Ziele mit dem Ergebnis, dass opportunistisches Verhalten dadurch unwahrscheinlicher wird (Kronman, 1985, S. 20 f.).

Implizite Verträge wurden im betriebswirtschaftlichen Kontext z.B. bei Azariadis (1975, S.1185) in Verbindung mit Arbeitsverträgen diskutiert. Arbeitsleistungen werden dabei gegen die Verpflichtung des Arbeitgebers getauscht, den Arbeitnehmer über einen gewissen Zeitraum und zu, im Vorhinein festgelegten Bedingungen, zu beschäftigen. Der implizite Vertrag bezieht sich hierbei auf die besprochenen Entwicklungsmöglichkeiten, die der

Arbeitgeber dem Arbeitnehmer in Aussicht stellt, insofern der Arbeitnehmer seinen Teil der Verpflichtung erfüllt. Praktische Relevanz erfuhr das Wissen über implizite Verträge zudem z.B. bei Lazear (1979, S. 1261 ff.), der ein Rentenanreizsystem entwickelte und formal testete. Empirisch überprüft wurde dies wenige Jahre später von Leigh (1984, S. 512 ff.).

Das Eingehen impliziter Verträge wird in der Literatur über Venture-Capital-Investitionen mit der Reputation im Sinne eines allgemeinen Ansehens der Venture-Capital-Manager in der Branche in Verbindung gebracht. Der zugrundeliegende Gedanke ist hierbei, dass Venture-Capital-Manager ihre bestehenden Investoren für Folgefonds behalten wollen und deshalb nichts unternehmen würden, was den Investoren schadet (Harris, 2010, S. 288 f.). Berücksichtigen Venture-Capital-Manager nämlich die Interessen der Investoren nicht hinreichend und nutzen asymmetrische Informationen zu ihrem eigenen Vorteil aus, laufen sie Gefahr, diese für den nächsten Fonds zu verlieren. Empirische Evidenz konnte hierfür auch im Rahmen der qualitativen Vorstudie gefunden werden. Anbei findet sich ein Zitat, welches die Bedeutung des Ansehens von Venture-Capital Managern in den Netzwerken der Investoren bzw. die Berücksichtigung anderer Investoren im Investitionsentscheidungsprozess unterstreicht.

„Der erste Schritt ist, die bestehenden Investoren anzusprechen. Über diese sind wir zu anderen Kontakten gekommen. Dies vor dem Hintergrund, dass sich die Investoren untereinander kennen.“ (Experteninterview 6, 2006)

Der Grund für ein interessenkonformes Verhalten und die Abwehr der oben beschriebenen Probleme ist hiernach somit ein impliziter Vertrag, der den Venture-Capital-Managern bei regelkonformem Verhalten die Wahrscheinlichkeit für die erneute Investition bestehender Investoren in den Folgefonds erhöht.

An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass Ripperger implizite Verträge mit Vertrauen in Verbindung bringt (Ripperger, 1998, S. 73). Auch wenn der Autor die bei Ripperger dargestellte Sichtweise im Hinblick auf das hier betrachtete Phänomen nicht ausreichend findet, unterstreicht dies die Überschneidung zur Begrifflichkeit des Vertrauens. Es adressiert somit die vielschichtige Sichtweise des auch in dieser Arbeit verwendeten Konzepts des Vertrauens. Für eine genauere Klärung der Begrifflichkeit des Vertrauens wird auf die Ausführungen in Kapitel 5.7 verwiesen.

5.6.2.3 Relationale / unvollständige Verträge als Lösung nicht vertraglich regelbarer Situationen

Aufgrund von Begrenzung hinsichtlich der Rationalität der handelnden Personen können allerdings nicht alle zukünftigen Ereignisse oder Konsequenzen des Verhaltens des Transaktionspartners antizipiert werden. So fand der Rechtssoziologe Macaulay (1963, S. 55 f.) bei einer empirischen Untersuchung in den 1960er Jahren heraus, dass ein großer Anteil der geschlossenen Verträge unvollständig ist. Eine vollkommene Absicherung gegenüber allen in Kapitel 5.4 beschriebenen Handlungsrisiken ist somit utopisch. Es ist folglich Aufgabe der relationalen bzw. unvollständigen Vertragstheorie zu organisieren, wie Aktivitäten, die zu Vertragsabschluss nicht Gegenstand der Verträge waren, Teil dieser werden können oder wie ein Handeln organisiert werden kann, das die betroffene Vertragspartei schützt (Richter & Furubotn, 2010, S. 277).

Der Unterschied zwischen den sonst ähnlich verwendeten Begriffen des unvollständigen bzw. relationalen Vertrages besteht in der Vorgehensweise bei der Analyse. Von unvollständigen Verträgen wird lediglich dann gesprochen, wenn mit einem formalen Optimierungsmodell unter der Annahme eingeschränkter Rationalität optimale Handlungsweisen abgeleitet werden (Richter et al., 2010, S. 185). Relationale bzw. unvollständige Verträge lassen aufgrund des Bewusstseins eingeschränkter Rationalität sowie hoher Transaktionskosten und der Unmöglichkeit, alle möglichen Umweltzustände zu antizipieren, ausdrücklich Vertragslücken zu (Richter & Furubotn, 2010, S. 185). Die Eigenschaft der Unvollständigkeit bezieht natürlich mit ein, dass relationale bzw. unvollständige Verträge nicht durchs Recht garantiert werden können. Charakteristisch für die Beschreibung eines relationalen Vertrages ist seine Einbettung in soziale Beziehungen (Macneil, 1974, S. 753). Relationale Verträge zeichnen sich zudem durch gewisse Gemeinsamkeiten mit eben beschriebenen impliziten Verträgen im Hinblick auf die Lösungsmöglichkeiten aus (Richter & Furubotn, 2010, S. 184). So gelten die im letzten Abschnitt diskutierten Lösungsmöglichkeiten auch für relationale bzw. unvollständige Verträge. Daneben werden in der Literatur so genannte private Regelungen diskutiert (Richter & Furubotn, 2010, S. 185). Das Eingebettetsein der sozialen Akteure in ein gewisses Netzwerk soll dabei schädliches Verhalten verhindern (Granovetter, 1995, S. 217 ff.). Die Ausführungen von Granovetter, (1995, S. 217 ff.) beschreiben dabei weiter, dass eine solche soziale Einbettung vertrauensfördernd wirkt. Auch hier werden erneut Überschneidungen zur Begrifflichkeit des Vertrauens deutlich. Eine weitere in der Literatur diskutierte Strategie zur Abwehr opportunistis-

tischen Verhaltens in Situationen, die nicht vertraglich geregelt worden sind, stellt die Tit-for-Tat-Strategie dar (Axelrod & Raub, 2005, S. 12), bei der schädliches Verhalten vergolten werden wird. Zusätzlich ist die Durchsetzung durch dritte Personen, wie z.B. einen Schiedsrichter zu nennen (Williamson, 1985, S. 326 ff.). In diesem Zusammenhang kommt auch der Regulierung eine große Bedeutung in der Durchsetzung relationaler Verträge zu (Goldberg, 1976, S. 426 ff.).

Grundsätzlich ist hinsichtlich einer empirischen Analyse von relationalen Verträgen auf die bereits oben genannte Arbeit von Macaulay (1963, S. 55 f.) zu verweisen, im Rahmen derer 68 Fabrikbesitzer aus Wisconsin über die Natur ihrer Vertragsgestaltung befragt wurden. Im Prinzip sind relationale Verträge auch im Verhältnis zwischen der Venture-Capital-Gesellschaft und ihren Investoren denkbar. Wie die qualitative Studie ergeben hat, handelt es sich bei dem Venture-Capital-Geschäft um ein so genanntes People's-Business. Dies lässt auf eine große Bedeutung der Netzwerke schließen und somit für eine Lösung im Sinne einer oben diskutierten sozialen Einbettung sprechen. Eine weitere, in der Literatur diskutierte Möglichkeit zur Lösung der Unvollständigkeit der Verträge zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und ihren Investoren, ist das Einrichten von Investorenbeiräten oder Komitees, in denen die Investoren die Arbeit der Venture-Capital-Gesellschaften kontrollieren bzw. überprüfen können (Harris, 2010, 292 f.). Mit Blick auf den Wunsch des Investors nach Haftungsbeschränkung und der daraufhin üblicherweise verwendeten Strukturierungsform von Venture-Capital-Fonds (vgl. Kapitel 2.6) sei aber darauf hingewiesen, dass sich diese Mitwirkung in Investorenräten signifikant von Entscheidungen, die in die Richtung einer aktiven Geschäftsführung gehen, unterscheiden müssen.

5.7 Vertrauen als dritte Lösungsmöglichkeit

5.7.1 *Darstellung der Bedeutung des Begriffs in den verschiedenen Forschungsdisziplinen*

5.7.1.1 Einleitende Bemerkungen zur Bedeutung in Geschäftsbeziehungen

Ein weiteres wichtiges Phänomen, das sowohl im Rahmen der qualitativen Studie als wichtiger Einflussfaktor genannt wurde als auch in der Literatur mit dem Begriff der Unsicherheit verbunden wird, ist der Begriff des Vertrauens. Für eine Beschreibung der Bedeutung von Vertrauen zur Unsicherheitsreduktion wird auf die Ausführungen bei Kollmann & Herr (2005, S. 120) verwiesen. Ohne vorwegzugreifen, welche Bedeutung Vertrauen bei

der Investitionsentscheidung von Limited-Partners hinsichtlich Venture-Capital-Gesellschaften haben kann, scheint eine Betrachtung von Vertrauen schon alleine dadurch gerechtfertigt, dass die Bedeutung von Vertrauen in wirtschaftlichen Transaktionen schon seit vielen Jahren diskutiert wird. So brachte bereits Nobelpreisträger Arrow im Jahre 1973 zum Ausdruck, dass es ein "... *element of trust in every transaction*" gibt (Arrow, 1973, S. 24).

Obgleich dem Begriff des Vertrauens insbesondere im betriebswirtschaftlichen Bereich in letzter Zeit eine wachsende Bedeutung zugemessen wird, hat sich bis dato kein annähernd einheitliches Begriffsverständnis oder ein einheitlicher Ansatz zu dessen Analyse im betriebswirtschaftlichen Bereich herauskristallisiert (vgl. hierzu exemplarisch Lewis, Weigert, Bachmann & Zaheer (1985, S. 967) sowie Mayer, Davis & Schoorman (1995, S. 709)). Um das Wissen über Vertrauen zu ordnen, soll daher zunächst ein kurzer Überblick über die einzelnen Forschungsbereiche gegeben werden, in denen das Phänomen, wie gezeigt wird, teilweise sehr unterschiedlich gesehen, erforscht und behandelt wird. Wie zu sehen sein wird, scheint insbesondere für die Lehren über die Vertrauensentstehung ein Blick in andere Disziplinen als die Betriebswirtschaftslehre notwendig. Der Mangel bisheriger, rein ökonomischer Forschung liegt, wie später noch näher erläutert wird, unter anderem in der Sichtweise von Vertrauen als Explanandum. Mit anderen Worten wird Vertrauen als Erklärungsgröße für gewisse Phänomene herangezogen. Nicht aber wird das Vertrauen an sich, wie z.B. in der Psychologie oder in den Sozialwissenschaften, erklärt bzw. analysiert (Ripperger, 1998, S. 7). Die Betrachtung des Phänomens als Explanans erscheint dem Autor aber insbesondere für die Analyse der Vertrauensentstehung und daher auch für die im Rahmen der vorliegenden Arbeit aufgeworfenen Fragestellungen, wie noch zu sehen sein wird, von großer Bedeutung. Zudem greifen viele Managementstudien, insbesondere in der Marketingliteratur, auf psychologische Konzepte zurück (Chow & Holden, 1997, 275 ff.; Doney & Cannon, 1997, S. 35 ff.; Plank, Reid & Pullins, 1999, S. 61 ff.). Um die Hintergründe der im Rahmen der vorliegenden Arbeit verwendeten Vertrauenskonzeption zu erläutern, werden einige wichtige Werke mit besonderem Einfluss auf Managementstudien, geordnet nach ihrem Erscheinungsdatum, kurz dargestellt.

5.7.1.2 Vertrauen im Rahmen der sozialpsychologischen Theorie

Bei psychologischen Untersuchungen zum Thema Vertrauen wird das Individuum in den Fokus gerückt. Dabei befassen sich psychologische Studien regelmäßig mit der Beurtei-

lung von Vertrauen in Bezug auf Eigenschaften der an der Vertrauensbeziehung beteiligten Personen und deren Einfluss auf interne Wahrnehmungen (Rousseau, Sitkin, Burt & Camerer, 1998, S. 393). Deutsch (1958, S. 266) geht bei seiner nachstehend abgedruckten Definition des Vertrauens von einer Komponente der Vorhersehbarkeit als auch von einer Abhängigkeit von der zu vertrauenden Person aus:

“An individual may be said to have trust in the occurrence of an event if he expects its occurrence and his expectation leads to behavior which he perceives to have greater negative motivational consequences if the expectation is not confirmed than positive motivational consequences if it is confirmed.”

In seiner spieltheoretischen Analyse beschäftigt sich Deutsch dabei mit den Bedingungen, wie z.B. dem Einfluss von Kommunikation oder der Einflussnahme Dritter unter denen Vertrauen entstehen kann (Deutsch, 1958, S. 273 ff.).

Andere psychologisch motivierte Forscher betonen zudem die Bedeutung sozialer Aspekte bei der Analyse des Begriffs Vertrauen. Nach Blau (1964, S. 91 ff.) bedingen und befördern sich dabei soziale Austauschbeziehungen und Vertrauen gegenseitig. Rotter (1967, S. 651) z.B. verbindet, wie das folgende Zitat illustriert, in seiner Herleitung einer Skala zur Messung interpersonellen Vertrauens, Vertrauen mit einer inneren Erwartungshaltung, die besagt, dass auf die Aussagen der anderen Person Verlass ist:

„Interpersonal trust is defined ... as an expectancy held by an individual or a group that the word, promise, verbal or written statement of another individual or group can be relied upon.” (Rotter, 1967, S. 651)

Lewicki & Bunker (1996, S. 117) übernehmen in ihrem Aufsatz über die Entstehung von Vertrauen in Arbeitsbeziehungen die Definition von Boon & Holmes (1991, S. 194), nach der Vertrauen *„a state involving confident positive expectations about another’s motives with respect to oneself in situations entailing risk“* ist. Auch diese Definition spiegelt den Bezug der psychologischen Sichtweise auf die inneren Eigenschaften wieder.

5.7.1.3 Vertrauen im Rahmen der sozialwissenschaftlichen Theorie

In der soziologischen bzw. sozialwissenschaftlichen Perspektive wird die Bedeutung von Vertrauen innerhalb von sozialen Systemen untersucht (Rousseau et al., 1998, S. 393; Zucker, 1986, S. 56 ff.).

Die Sichtweise in sozialwissenschaftlichen Theorien ist sehr stark durch das Werk von Luhmann (1979) geprägt. Ausgehend von einer hohen sozialen Komplexität und damit verbundener Ungewissheit bezüglich zukünftiger Verhaltensweisen potenzieller Akteure müssen laut Luhmann eine Unzahl von möglichen Handlungsalternativen berücksichtigt werden, um den anderen Akteur einschätzen zu können. Luhmann geht davon aus, dass die Fülle der zu berücksichtigenden Handlungsalternativen die Verarbeitungskomplexität des Entscheiders übertreffen und darüber hinaus eine Entscheidung unmöglich machen würde. Vertrauen kommt dabei eine komplexitätsreduzierende Funktion zu, in dem es durch den Ausschluss gewisser Handlungsmöglichkeiten die zu verarbeitenden Informationen des Entscheiders minimiert (Luhmann, 1979, S. 24 f.). Laut Luhmann lässt sich allerdings nur von Vertrauen sprechen, wenn der Akteur abhängig von der getroffenen Entscheidung und somit verwundbar gegenüber der anderen Person ist (Luhmann, 1979, S. 24). Luhmann führt das Beispiel einer Mutter an, die ihr Kind einem Babysitter anvertrauen will. Laut seiner Ansicht ist das mit der Entscheidung verbundene Risiko hinsichtlich eines Schadens im Falle eines Missbrauchs des Kindes bei Vertrauen größer als die Vorteile, die sich durch ein Beweisen des Vertrauens ergeben. Luhmanns Sichtweise über Vertrauen beinhaltet somit eine Risikokomponente. Er greift damit auf die Arbeit von Morton Deutsch (1962, S. 302 ff.) zurück, nach der nur von Vertrauen gesprochen werden kann, wenn der potentielle Schaden größer als der gesuchte Vorteil ist. Da es bei der Theorie um die Reduktion von Unsicherheit geht, ist das Konzept von Luhmann (1979, S. 24 ff.) mit der neoinstitutionalistischen Sichtweise verwandt.

Zucker (1986, S. 54) definiert Vertrauen als Bündel an Erwartungen, die von allen geteilt werden, die an einem Austausch beteiligt sind. Dies beinhaltet nach Zucker dabei soziale Regeln als auch institutionell verankerte Werte. Somit werden also bei Zuckers Überlegungen auch die Hintergründe für einen konkreten Austausch betrachtet. Auf Basis dieser groben Definition leitet der Soziologe Zucker mehrere Quellen für die Vertrauensentstehung ab, die im Rahmen des Kapitels 5.7.4 näher erläutert werden.

Coleman (1990, S. 91) als Vertreter des Rational-Choice Ansatzes definiert Vertrauen als „ ... a unilateral transfer of control over certain resources to another actor, based on a hope or expectation that the other's action will satisfy his interests better than his own actions.“ Wie die Definition zeigt, wird Vertrauen hier als Tauschhandlung interpretiert, die bewusst eingegangen wird und sich auf eine Leistung in der Zukunft bezieht. Ausge-

hend vom Menschenbild eines rational handelnden, egoistischen Akteurs wird eine rational fundierte Entscheidung über mögliches Vertrauen getroffen, welches mit einer Übertragung von Ressourcen verbunden ist (Klaus, 2002, S. 90). Coleman vergleicht Vertrauen mit dem Abschluss einer Wette, die von zwei wesentlichen Faktoren abhängt. Dies ist zum einen der erwartete Gewinn bzw. der erwartete Verlust und auf der anderen Seite das potentielle Risiko, welches mit der Gewährung von Vertrauen verbunden ist.

Giddens (1995, S. 49) definiert Vertrauen letztlich *„als Zutrauen zur Zuverlässigkeit einer Person oder eines Systems im Hinblick auf eine gegebene Menge von Ergebnissen oder Ereignissen, wobei dieses Zutrauen einen Glauben an die Redlichkeit oder Zuneigung einer anderen Person bzw. an die Richtigkeit abstrakter Prinzipien (technisches Wissen) zum Ausdruck bringt.“*

5.7.1.4 Vertrauen im Rahmen der ökonomischen Theorie

Vertrauen wird in der ökonomischen Theorie entweder als kalkulatив (Williamson, 1993, S. 453 ff.) oder aber als institutional angesehen (North, 1990, S. 1 ff.). Ferner spielt Vertrauen in der ökonomischen Theoriediskussion erst eine Rolle, seitdem neoklassische Annahmen denen des Neoinstitutionalismus gewichen sind. Vertrauen in einer Welt vollkommener Informationen (Neoklassik) spielte keine Rolle, da gemäß den zugrunde liegenden Prämissen jeder Marktteilnehmer über vollständige Informationen verfügt und es keine Bewertungsproblematik für die einzelnen Marktteilnehmer gab

In spieltheoretischen Theorien wird Vertrauen als Antwort auf zukünftig zu erwartendes Verhalten diskutiert (Blomqvist, 1997, S. 274.). Allerdings ist den spieltheoretischen Betrachtungsweisen von Vertrauen gemeinsam, dass sie analog zur Neoklassik von zu abstrakten Realitätsbedingungen ausgehen. Daher wird an dieser Stelle auf die Darlegung des Vertrauensbegriffs zum Diskussionsstand in spieltheoretischen Abhandlungen verzichtet.

Eine größere Bedeutung spielt Vertrauen in den letzten Jahren im Rahmen der neuen Institutionenökonomie (Bartelt, 2002, S. 77 f.; Gilbert, 2007, S. 67 mit Bezug auf Ripperger, 1998, S. 22 ff.). Williamson (1993, S. 453 ff.) beschreibt aus seiner institutionenökonomischen Perspektive die Herangehensweise an die Lösung ökonomischer Organisationsfragen, im Gegensatz zu der oben beschriebenen psychologischen oder sozialwissenschaftlichen Sichtweise, als rein kalkulatив und abstrahiert dabei vollständig

von der Bedeutung sozialer Beziehungen. Er setzt den Begriff des Vertrauens mit dem des Risikos gleich.

In dem der neuen Institutionenökonomie zuzuordnenden Transaktionskostenansatz werden unterschiedlichen Transaktionstypen verschiedene Beherrschungs- bzw. Überwachungsstrukturen zugeordnet, wobei es das Ziel ist, dies möglichst kosteneffizient zu bewerkstelligen (Göbel, 2002, S. 4). Im Rahmen der Transaktionskostentheorie kommt Vertrauen in diesem Zusammenhang eine kostensenkende Komponente zu (Bartelt, 2002, S. 104; Bromiley & Cummings, 1995, S. 219).

Die Bedeutung von Vertrauen im Rahmen der Prinzipal-Agenten Theorie wird sehr gut durch Ripperger (1998, S. 68) verdeutlicht: Dort bekommt Vertrauen in der „Absorption von Verhaltensrisiken“ in Agency-Situationen Bedeutung. Im Hinblick auf Moral-Hazard Risiken sieht Ripperger (1998, S. 69) in Vertrauen eine Alternative zu Steuerungssystemen, wie durch das folgende Zitat verdeutlicht wird:

„Vertrauen manifestiert sich im weitgehenden Verzicht auf explizite Kontroll- und Sicherungsmaßnahmen zum Schutz gegen opportunistisches Verhalten. Indem er vertraut, geht der Prinzipal davon aus, dass der Agent weder bestehende Informationsasymmetrien noch spezifische Investitionen zum Schaden des Prinzipals ausnutzt. ... Doch Vertrauen eliminiert nicht die Gefahr opportunistischen Verhaltens. Die beschriebenen Risiken lösen sich nicht einfach auf, sondern müssen erst auf eine Art und Weise transformiert werden, welche es einem Akteur überhaupt erst ermöglicht, auf eine explizite vertragliche Absicherung gegen diese zu verzichten.“

Problematisch an der institutionenökonomischen Definition, wie sie bei Ripperger vorgenommen wird, ist, dass sie sich lediglich auf die Motivation des Akteurs bezieht. Dagegen ist zu halten, dass die Kompetenz des jeweilig anderen Akteurs eine wichtige Voraussetzung für die Entstehung von Vertrauen ist (Gilbert, 2007, S. 69). Ein weiteres Problem bei der Sichtweise von Vertrauen im Rahmen der neuen Institutionenökonomie ist die zugrundegelegte Opportunismusannahme: Durch diese Opportunismusannahme muss nämlich von einer misstrauensbasierten Grundtendenz im Verhalten der Netzwerkpartner ausgegangen werden (Bartelt, 2002, S. 48).

5.7.1.5 Vertrauen im Rahmen der integrativen Sichtweise moderner Marketing- / Managementliteratur

Während es bei der psychologischen Sichtweise um die Bedeutung von Vertrauen als interne Einstellung eines Akteurs geht, geht es bei der sozialwissenschaftlichen Betrachtung um die Bedeutung von Vertrauen in sozialen Systemen. In der ökonomischen Diskussion wird Vertrauen dabei als Black-Box gesehen. Diese verengte Sichtweise haben viele Autoren von Management- bzw. Marketingstudien erweitert, in dem sie in ihren jeweils ökonomischen Studien auf Ansätze der oben beschriebenen Sichtweisen zurückgegriffen haben (Blomqvist, 1997, S. 276).

Auch die Autoren der wohl am meisten zitierten Sichtweise von Vertrauen haben sich für die Ableitung einer Definition kritisch mit der Bedeutung von Vertrauen sowohl in der Psychologie als auch in der Sozialwissenschaft auseinandergesetzt (Mayer, Davis & Schoorman, 1995, S. 711). So definieren Mayer et al. (1995, S. 712) Vertrauen als *“the willingness of a party to be vulnerable to the actions of another party based on the expectation that the other will perform a particular action important to the trustor, irrespective of the ability to monitor or control that other party.”*

Als Vorstufe bzw. wesentliche Bedingung sehen diese Autoren die Vertrauenswürdigkeit der zu vertrauenden Person an. Als Unterdimensionen von Vertrauenswürdigkeit führen sie die Dimensionen Fähigkeit, Integrität und das Wohlwollen an. Dies ist ihre Antwort auf eine sich lange fortsetzende Diskussion in der Literatur über die Bedingungen, die zu Vertrauen führen. Obgleich dieser Ansatz aufgrund seiner Popularität in jedem Falle zu nennen ist, ist diese Definition mit einem Fokus auf Vertrauen innerhalb von Organisationen entwickelt worden und daher in der vorliegenden Arbeit nur bedingt anwendbar.

Vielmehr handelt es sich bei der Beziehung zwischen der Venture-Capital-Gesellschaft und ihren Investoren um eine geschäftliche Beziehung zweier voneinander unabhängiger Organisationen, so dass die Betrachtung von Definitionen zum innerbetrieblichen Vertrauen angebracht ist. Analog zum eben beschriebenen Begriffsverständnis von Mayer et al. (1995) zieht sich eine Mehrdimensionalität durch die verschiedenen Begriffskonzeptualisierungen. In dem nächsten Abschnitt werden daher einige Arbeiten, die Vertrauen im innerbetrieblichen Kontext behandelt haben, vorgestellt.

Aulakh, Preet, Kotabe, Masaaki & Sahay (1996, S. 1008) beziehen sich in ihrer Studie über zwischenbetriebliche Verbindungen auf sozialwissenschaftliche bzw. ökonomische Theorien. Sie konzeptualisieren Vertrauen danach als *„degree of confidence the individual partners have on the reliability and integrity of each other.“* Chow & Holden (1997, S. 282) knüpfen in ihrer Studie über Vertrauen im Beziehungsgeflecht zwischen Verkäufern und Käufern an psychologische Konzepte an. Sie konzeptualisieren Vertrauen dabei als *„the level of expectation or degree of certainty in the reliability of a person or a thing.“* Doney & Cannon (1997, S. 36) greifen in ihrer Studie über die Bedeutung von Vertrauen in Zulieferer-Käufer-Beziehungen sowohl auf oben beschriebene, sozialpsychologische Lehren als auch auf das Wissen aus dem Bereich des Marketings zurück. Sie definieren Vertrauen dabei als *„perceived credibility and benevolence of a target of trust.“* Nootboom, Berger & Noorderhaven (1997, S. 315) stützen sich in ihrer Studie über Hersteller-Zulieferer Beziehungsgeflechte stark auf die Lehren des Transaktionskostenansatzes. Sie konzeptualisieren Vertrauen als *“a significant source of cooperation, along with coercion and self-interest.“* Sako und Helper (1998, S. 387 ff.) vereinheitlichen dabei die oben beschriebene ökonomische, soziologische als auch psychologische Sichtweise in ihrer Studie über Hersteller-Zulieferer-Beziehungen. Sie definieren Vertrauen als *„an expectation held by an agent that its trading partner will behave in a mutually acceptable manner.“* Gassenheimer & Manolis (2001, S. 419) nehmen in ihrer Studie über Käufer-Verkäufer-Beziehungen Bezug auf die Lehren der Ressourcenökonomik sowie auf allgemeine Forschungen zu zwischenbetrieblichen Vorgängen. Sie definieren Vertrauen als *„governance mechanisms for assessing dependence and as a mediators of the effects that dependence has on anticipated future purchases.“* Zaheer, McEvily & Perrone (1998, S. 143) greifen in ihrer Studie über Hersteller-Zulieferer-Netzwerke auf die Transaktionskostenökonomie zurück und definieren Vertrauen als *„expectation that an actor can be relied on to fulfill obligations will behave in a predictable manner, and will act fairly when the possibility for opportunism is present.“* Dyer and Chu (2000, S. 259 ff.) beziehen sich in ihrer Studie über Zulieferer-Autohersteller-Netzwerke auf Theorien der zwischenbetrieblichen Kooperation, der sozialen Interaktions-Perspektive sowie der ökonomischen Perspektive. Sie definieren Vertrauen *“as one party’s confidence that the other party in the exchange relationship will not exploit its vulnerabilities.“* Plank et al. (1999, S. 62) definieren Vertrauen in ihrer Studie über zwischenbetriebliches Vertrauen als *“global belief on the part of the buyer that the salesperson, product, and company will fulfill their obligations as under-*

stood by the buyer.“ Sie greifen dabei auf psychologische sowie marketingrelevante Studien zurück.

Wenngleich keine einheitliche Definition für den Vertrauensbegriff existiert, zeichnen sich gleichwohl – sogar mittlerweile disziplinübergreifend – gemeinsame Grundzüge zum Begriffsverständnis des Vertrauens ab (Rousseau et al., 1998, S. 395). Von Vertrauen wird somit dann gesprochen, wenn der Vertrauende sich durch sein Vertrauen in eine verwundbare Position begibt. Vertrauen erlangt zudem Bedeutung in Situationen, die durch Unsicherheit und gegenseitige Abhängigkeit geprägt sind (Das & Teng, 1998, S. 494; Gulati & Sych, 2008, S. 167; Zaheer, McEvily & Perrone, 1998, S. 144 und die dort angegebenen Quellen).

5.7.2 *Ableitung einer Definition für das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und Investoren*

Bei näherer Betrachtung der oben vorgestellten Definitionen scheint die Konzeptualisierung von Doney & Canon (1997, S. 36), die auf Ganesan (1994, S. 3) zurückgeht, mit Bezug auf den vorliegenden Fall besonders opportun. Wie im letzten Abschnitt erläutert, definieren sie Vertrauen als „*perceived credibility and benevolence of a target of trust*“ (Doney & Cannon, 1997, S. 36). Es ist zu beachten, dass die Konzeptualisierung des Begriffs in den beiden oben genannten Publikationen in anderen Sachverhalten zur Anwendung gekommen ist. Jedoch scheint eine Übertragbarkeit insbesondere von Doney & Canon (1997, S. 35 ff.) gegeben, da analog zur industriellen Fertigung von Maschinen die Leistungserbringung, im vorliegenden Fall die Investition der eingesammelten Gelder in vielversprechende Unternehmen, in der Zukunft liegt. Während der Käufer einer industriellen Maschine beim Kauf einer Maschine Geld in diese investiert, die dann in der Zukunft hergestellt bzw. ausgeliefert werden muss, investiert der Limited-Partner einen Betrag an Geld zum Zeitpunkt des Commitments (Investitionsentscheidung), wobei die Leistung erst in der Zukunft erbracht werden wird.

Der Vertrauensbegriff nach Ganesan (1994, S. 3) geht dabei auf die Komponenten Glaubwürdigkeit und Wohlwollen zurück. Die Glaubwürdigkeit bezieht sich auf die notwendige Fähigkeit zur effektiven und verlässlichen Erbringung der Leistung. Gemäß Lindsold (1978, S. 773) geht es dabei um die objektive Beurteilung, ob die Angaben des Vertrauensnehmers bezüglich seiner Fähigkeiten verlässlich sind. Bei näherer Betrachtung der

zugrundelegenden Arbeit von Lindsold (1978, S. 773 f.) wird klar, dass diese Definition keine explizite Fähigkeits- bzw. Kompetenz-Komponente, wie z.B. die nach Zitaten populärste Definition von Vertrauen nach Mayer et al. (1995, S. 717), beinhaltet. Dennoch enthält eine vertrauensspendende Beurteilung von Angaben hinsichtlich der Glaubwürdigkeit zur Erbringung der versprochenen Leistung das Vorhandensein von Kompetenz oder Fähigkeit. Die zweite Komponente des Wohlwollens bezieht sich auf die Absichten und Motive des Leistungserbringers für unvorhergesehene Situationen, für die es keine ausgehandelten Konditionen gibt.

Die Definition passt insbesondere gut zur Lösung der in Kapitel 5.4 beschriebenen Problematik asymmetrischer Informationen. So adressiert die Komponente der Glaubwürdigkeit zentrale Lösungen der Adversen-Selektion-Problematik. Der Limited-Partner wird sich bei seiner Entscheidung fragen, ob die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft dazu befähigt sind, die für diese Assetklasse typischen Renditen zu erwirtschaften (Hidden-Characteristics) und ferner beurteilen, ob die Motivlage des Managers der Venture-Capital-Gesellschaft mit denen der Investoren übereinstimmt (Hidden-Intention). Des Weiteren wissen die Limited-Partners, dass sie nicht jeden Fall opportunistischen Verhaltens durch Verträge ausschließen können und sind daher auf das Wohlwollen der anderen Partei angewiesen. Die Komponente des Wohlwollens wird daher eine Rolle im Hinblick auf die Problematik der Hidden-Action als auch der Hidden-Information spielen.

5.7.3 *Am Vertrauensverhältnis beteiligte Personen*

5.7.3.1 Vertrauensobjekt

Es stellt sich mit Bezug auf die im letzten Abschnitt dargestellte Arbeitsdefinition sowie die gegebenen Forschungsziele die Frage, wer Objekt des Vertrauens ist, bzw. wer genau vertraut. Im Allgemeinen können laut der Literatur öffentliche Institutionen (Lewis et al., 1985, S. 970), Organisationen (Morgan & Hunt, 1994, S. 23) und Individuen (Lewis et al., 1985, S. 970) Vertrauensobjekte sein.

In der Literatur findet sich eine Unterscheidung zwischen Vertrauen auf einer zwischenmenschlichen als auch einer zwischenbetrieblichen Ebene (Zaheer et al., 1998, S. 142 ff.; vgl. zur Unterscheidung zwischen zwischenmenschlichen und zwischenbetrieblichen Vertrauen im Detail den Aufsatz von Seppänen, Blomquist & Sundqvist (2007, S. 249 ff.)). Während zwischenmenschliches Vertrauen zwei Individuen einbezieht, stellt sich die Fra-

ge, was genau der Vertrauensbegriff in Bezug auf Organisationen bedeutet. Die einfachste Interpretation zwischenbetrieblichen Vertrauens ist, dass sich zwei verschiedene Personengruppen, die jeweils unterschiedlichen Organisationen angehören, gegenseitig kollektiv vertrauen (Blois, 1999, S. 203). Oftmals wird in Bezug auf zwischenbetriebliches Vertrauen die folgende Definition benutzt: „*Interorganizational trust is the extent to which members of one organization hold a collective trust orientation toward another organization.*“ (Zaheer & Harris, 2006, S. 169 mit Bezug auf Zaheer, McEvily, & Perrone (1998, S. 142)).

Dies geht einher mit der Argumentation, dass es in Organisationen eine sozial gewachsene Geschichte, oder aber Interaktionen zwischen Entscheidern auf ähnlich hohen Ebenen gibt (Curral & Inkpen, 2002, S. 490), die das Vertrauen der anderen Unternehmensmitglieder mit Bezug auf die anderen Unternehmen beeinflussen. Ähnlich unterscheiden Doney & Cannon (1997, S. 37) in ihrer Studie zwischen Vertrauen in eine spezielle Verkaufsperson als auch in die Organisation, die sie als Gruppe von für den jeweiligen Käufer anonymen Entscheidungsträgern definieren (Doney&Cannon, 1997, S. 37).

In der Venture-Capital-Branche sind üblicherweise lediglich wenige Personen für das Management eines Fonds verantwortlich (Sahlman, 1990, S. 489), die den Investoren in der Regel alle bekannt sind. Des Weiteren wurde im Rahmen der qualitativ-empirischen Studie die Bedeutung persönlicher Netzwerke und Bindungen unterstrichen. So ist Venture-Capital gemäß des Experteninterviews 6 (2006) „*in erster Linie ... ein People-Investment.*“ Wenn in der vorliegenden Arbeit somit von Vertrauen in eine Venture-Capital-Gesellschaft gesprochen wird, dann ist ein Vertrauen in eine kleine Gruppe von zuständigen Managern der Venture-Capital-Gesellschaft gemeint. Es geht also nicht um Vertrauen in eine abstrakte Organisation, bestehend aus für den Vertrauensgeber unbekannten Personen, wie es z.B. bei Doney & Cannon (1997, S. 37) dargestellt wurde.

5.7.3.2 Vertrauensgeber

Nachdem für den vorliegenden Untersuchungsgegenstand geklärt worden ist, wem vertraut wird, stellt sich nun die Frage, wer genau vertraut. In diesem Zusammenhang bereitet die Modellierung von Vertrauen zwischen zwei Gruppen von Menschen Schwierigkeiten auf der Messebene. Nach Curall & Inkpen (2002, S. 481) handelt es sich in Forschungsstudien zu innerbetrieblichen Vertrauen um eine „*misspecification of the firm as the level of theo-*

ry and the person as the level of measurement“ Aus rein forschungspraktischen Gründen wird in vielen Studien somit von Vertrauen zwischen Unternehmen gesprochen, obgleich nur eine Person aus der vertrauenden Organisation zu dem jeweiligen Sachstand befragt wurde (vgl. hierfür die betrachteten empirischen Studien bei Seppänen et al. (2007, S. 249 ff.)).

Auch in der vorliegenden Forschungsstudie wird es schwierig sein, Vertrauen der Gruppe von Menschen beim Limited-Partner mit Bezug auf die Gruppe von Menschen bei der Venture-Capital-Gesellschaft abzubilden. Streng genommen müssten Konstrukte zur Vertrauensmessung entwickelt werden, die innerbetriebliche Faktoren, wie z.B. die Unternehmenspolitik oder die bisherigen Erfahrungen anderer Manager mit der jeweiligen Venture-Capital-Gesellschaft perfekt abbilden. Die Verfolgung dieses Ziels würde bedeuten, jede einzelne Person in der Organisation des Limited-Partners zu befragen. Da dies in der vorliegenden Studie aufgrund der Nichtoffenheit der Befragungsgruppe mit großen Schwierigkeiten verbunden sein würde, wurde sich in der vorliegenden Studie ebenfalls für die Befragung einer repräsentativen Person entschieden.

5.7.4 Entstehung

5.7.4.1 Überblick über Determinanten

Dem Autor sind keine direkt vergleichbaren Untersuchungen über Vertrauensentstehung zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und ihren Limited-Partners (Investoren) bekannt. Im Bereich der Beziehung zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und ihren Portfoliogesellschaften gibt es vereinzelte Untersuchungen, die das Konzept des Vertrauens dem Konzept der Kontrolle gegenüberstellen und auch Vorschläge zur Vertrauensentstehung machen (vgl. zum Beispiel Shepherd & Zacharakis (2001, S. 129 ff.)). Eine empirische Überprüfung ist dem Autor allerdings nicht bekannt.

Um Aussagen über die Vertrauensentstehungen im vorliegenden Fall zu machen, lohnt sich daher ein Blick in die Literatur zur Vertrauensentstehung in Business-to-Business oder Business-to-Customer Studien. Bei einer Durchschau der Literatur finden sich einige Bedingungen oder Vorbedingungen, die für eine Entstehung von Vertrauen sorgen (vgl. für eine Zusammenfassung der einzelnen Determinanten die Abbildung 20 in Kapitel 5.7.5).

Zum ersten findet sich Evidenz für einen positiven Einfluss von wahrgenommener Ähnlichkeit zwischen den beteiligten Personen oder Organisationen auf das wahrgenommene Vertrauen (Doney & Cannon, 1997, S. 45). In anderen Studien wird der Begriff wahrgenommener Ähnlichkeit mit dem Begriff geteilter Werte beschrieben (Young-Ybarra & Wiersema, 1999, S. 454). Auch hierfür wurde eine positive Wirkung auf das Vertrauen nachgewiesen. Damit vergleichbar sind auch Bedingungen, wie die positive Beurteilung der Absicht oder des integeren Verhaltens einer anderen Person. Ebenfalls in diesen Bereich lässt sich Evidenz einordnen, die einen positiven Zusammenhang zwischen gemeinsam geteilten Zielen und Vertrauen gefunden hat (Sako & Helper, 1998, S. 387; Smith & Barclay, 1997, S. 9). Es findet sich zudem empirische Evidenz für die Wirkung eines freundlichen Wesens auf die Entstehung von Vertrauen (Doney & Cannon, 1998, S. 45). Ebenfalls lässt sich Evidenz für eine positive Wirkung eines offenen Informationsaustauschs zwischen den Beteiligten auf das Entstehen von Vertrauen finden (Aulakh, Kotabe & Sahay, 1996, S. 1021 f.; Doney & Cannon, 1997, S. 10). Damit verbunden konnte ein Zusammenhang zwischen einem fragenden und zuhörenden Verhalten bzw. der Kommunikation im Allgemeinen und Vertrauen gefunden werden (Plank et al., 1999, S. 69; Young-Ybarra & Wiersema 1999, S. 454). Ebenso konnte empirische Evidenz für einen positiven Einfluss von Ziel- und Kontrollsystemen auf die Entstehung von Vertrauen gefunden werden (Smith & Barclay, 1997, S. 9). In die gleiche Richtung geht ein positiver Einfluss von sozialer Kontrolle sowie die Vereinbarung gewisser Normen, die für Erwartungen bezüglich eines kontinuierlichen zukünftigen Verhaltens sorgen (Aulakh et al., 1996, S. 1021 f.; Sako & Helper, 1998, S. 406).

Einen positiven Einfluss auf die Entstehung von Vertrauen hat zudem die Reputation der an der Vertrauensbeziehung beteiligten Personen (Ganesan, 1994, S. 10; Sako & Helper, 1998, S. 406; Smith & Barclay, 1997, S. 9). Ebenfalls einen Einfluss auf die Vertrauensentstehung haben laut empirischen Studien in diesem Zusammenhang vergangenes Verhalten bzw. soziale Beziehungsgeflechte, die sich in der Dauer der persönlichen Beziehungen bzw. der Häufigkeit der Interaktion der an der Austauschbeziehung beteiligten Personen manifestieren (Doney & Cannon, 1997, S. 45; Dyer & Chu, 2000, S. 271 f.). Einen Einfluss auf die Vertrauensentstehung konnte auch für spezifische Investitionen in ein Beziehungsgeflecht gesehen werden (Ganesan, 1994, S. 10). Dies kann sich z.B. in einer speziellen Bedürfnisbefriedigung (Ganesan, 1994, S. 10; Doney & Cannon, 1997, S. 45) oder einer speziellen Unterstützung des Partners manifestieren (Dyer & Chu, 2000, S. 271 f.).

Charakteristisch für die präsentierte empirische Evidenz ist, dass sie sich jeweils nur auf Teilbereiche der Vertrauensentstehung bezieht. Ein gesamtes Bild zeichnet sich dadurch nicht ab. Um hier zu einer ganzheitlichen Betrachtungsweise zu gelangen und auf diese Weise bestimmen zu können, welche Faktoren einen Einfluss auf das Verhältnis zwischen der Venture-Capital-Gesellschaft und ihren Investoren haben, werden in den nächsten Abschnitten einige wichtige theoretische Ansätze zur Vertrauensentstehung erklärt.

5.7.4.2 Vertrauensentstehung nach Zucker

Die Bildung von Vertrauen im Ansatz nach Zucker (1986, S. 59 ff.) wird auf unterschiedliche Quellen zurückgeführt. Er unterscheidet zwischen Process-based-Trust (prozessbasiertem Vertrauen), Characteristic-based-Trust (eigenschaftsbasiertem Vertrauen) sowie Institutional-based-Trust (institutionenbasiertem Vertrauen).

Die Entstehung prozessbasierten Vertrauens gründet dabei auf Informationen über den Austausch gegenseitiger Leistungen. In diesem Zusammenhang kann Vertrauen auf Basis wiederholter Interaktionen entstehen. Die Erfahrungen mit dem anderen Wirtschaftsakteur müssen nach Zucker (1986, S. 60 ff.) aber nicht zwangsläufig von dem Akteur selber stammen oder direkt beobachtbar sein. So können die Informationen auch auf den Erfahrungen Dritter mit diesem Wirtschaftsakteur beruhen oder aber sich implizit aus Ergebnissen von vorweggegangenen Handelsbeziehungen ergeben. Als praktische Implikation hieraus ergibt sich, dass einzelne Wirtschaftsakteure durch Marketing in den Markenaufbau bzw. Reputationssteigerung in den Vertrauensaufbau investieren können. Für Venture-Capital-Gesellschaften bedeutet dies den Aufbau einer so genannten „brand“. Folgendes, im Rahmen der qualitativ-empirischen Studie erhobenes Zitat, illustriert diesen Punkt.

„Wenn Sie einen Fonds ins Leben gerufen haben und Nachfolgefonds ins Leben rufen wollen gilt der Spruch: „nach dem Fundraising ist vor dem Fundraising“. Man sollte einen Namen, eine Brand wie den „...“ in der Community propagieren, indem man auf Konferenzen anwesend ist oder Pressearbeit frei nach dem Motto „tue Gutes und sprich drüber“ leistet und in diesem Zusammenhang über Deals oder Exits von besonderen Beteiligungsunternehmen spricht. Es sollte erreicht werden, dass die Leute etwas mit dem Fonds verbinden können. Z.B. ‚...‘ – die haben doch einen tollen Börsengang gemacht. Wie bei jedem Produkt, muss man dem Fonds einen guten Namen geben und dieser muss auch kommuniziert werden.“ (Experteninterview 3, 2006)

Eigenschaftsbasiertes Vertrauen fußt dagegen auf Informationen hinsichtlich sozialer Ähnlichkeit. Diese soziale Ähnlichkeit bezieht sich auf Eigenschaften wie z.B. den familiären Hintergrund, die ethnische Herkunft oder aber die soziale Gleichheit. Durch diese Ähnlichkeiten werden laut Zucker (1976, S. 61 ff.) Verhandlungen vereinfacht. Zudem wird im Ergebnis die Zufriedenheit beider Parteien mit dem Resultat von Geschäftsbeziehungen durch ähnliche sozio-demographische Merkmale steigen. An dieser Stelle werden allerdings keine praktischen Implikation angeführt, da eben beschriebene Eigenschaften fest mit der einzelnen Person verbunden und somit nicht imitierbar sind. Im Vergleich zur prozessorientierten Sichtweise und der damit verbundenen Möglichkeit zum Investment in Reputation oder Marke sieht Zucker (1986, S. 61 ff.) hierin einen kostenlosen Modus der Vertrauensentstehung.

Institutionenbasiertes Vertrauen entsteht letztlich durch einen formalisierten Mechanismus. Diese Art von Vertrauen wird durch Informationen gefördert, mit denen verschiedene Austauschpartner die gleichen Eigenschaften verbinden. Institutionenbasiertes Vertrauen zeichnet sich durch seine intersubjektive Nachvollziehbarkeit aus (Zucker, 1986, S. 64 ff.). Zucker nennt dabei Beispiele wie eine Börsennotierung an der New-York-Stock-Exchange oder den Abschluss an einer renommierten Universität. Zucker unterscheidet dabei zwischen zwei Subtypen: Personen- oder firmenspezifisches institutionenbasiertes Vertrauen leitet sich dabei durch die Zugehörigkeit zu einer Gruppe ab, wie z.B. ein Facharzt bei Medizinern. In einer zweiten Form bürgt ein Intermediär für das vertragsgemäße Ablaufen einer versprochenen Leistung, wie es z.B. die Bankaufsicht für den Interbankenverkehr tut. Analog zur prozessbasierten Entstehung von Vertrauen kann als praktische Implikation gefolgert werden, dass sich in den Aufbau von institutionenbasiertem Vertrauen, z.B. durch den Erwerb eines Hochschulabschlusses oder eine Börsennotierung, investieren lässt. Mit Bezug auf Venture-Capital-Gesellschaften kann es sich ebenfalls um Hochschulabschlüsse oder Abschlüsse wie den Chartered-Financial-Analyst (CFA), Arbeitszeugnisse bisheriger Arbeitgeber in der Venture-Capital-Branche oder aber die Mitgliedschaft in Branchenverbänden wie z.B. der European Private Equity & Venture Capital Association, der National Venture Capital Association oder dem Bundesverband deutscher Kapitalgesellschaften handeln. Die nachstehende Abbildung 17 stellt die Zusammenhänge graphisch dar.

Bezeichnung	Basis	Beispiele
Prozessbasiertes Vertrauen	Austauschprozesse <ul style="list-style-type: none"> • vergangene • zukünftige 	Reputation, Markenaufbau (Brand bzw. Fondsname) ...
Eigenschaftsbasiertes Vertrauen	Eigenschaften der Person	Geschlecht, Herkunft ...
Institutionenbasiertes Vertrauen	Formelle Strukturen Intermediations-mechanismen	Signale wie <ul style="list-style-type: none"> • Ausbildung • Mitgliedschaft in Branchenverbänden (BVK, EVCA, NVCA ...) • Bankenregulation

Abbildung 17: Überblick über die Vertrauensentstehung nach Zucker (1986)
In Anlehnung an Zucker (1986, S. 59 ff.).

5.7.4.3 Vertrauensentstehung nach Lewicki & Bunker

Ein weiterer Ansatz zur Erklärung der Vertrauensentstehung stammt von Lewicki & Bunker (1995, S. 133 f.), die mit Bezug auf Wissen von Shapiro, Sheppard & Cheraskin (1992, S. 365 ff.) ein Modell zur stufenweisen Entwicklung von Vertrauen konzipiert haben. Vertrauen der ersten Stufe basiert dabei auf kalkulativem Vertrauen (Calculus-based-Trust). In einer zweiten Stufe basiert Vertrauen zudem auf Wissen (Knowledge-based-Trust). In einer dritten und letzten Stufe basiert Vertrauen auf geteilter Identifikation (Identification-based-Trust).

Kalkulatives Vertrauen wird dann entstehen, wenn eine vertrauensvolle Beziehung für den Vertrauensnehmer von Interesse ist. Zeitlich entsteht es zu einer Phase der Beziehung zwischen zwei Parteien, in der weder der Vertrauensgeber noch der Vertrauensnehmer über viele Informationen bezüglich der anderen Person verfügen. In diesem Stadium müssen die beiden Parteien kalkulieren, ob das mit der Vertrauensgabe verbundene Risiko bzw. der

damit verbundene Aufwand kleiner ist als der Nutzen, den sie daraus ziehen. Aus Sichtweise des Vertrauensgebers muss der Wert der zukünftigen Transaktion das aus dem möglichen opportunistischen Verhalten der anderen Person entstehende Risiko übersteigen. Voraussetzung für die Entstehung kalkulativen Vertrauens ist die Möglichkeit, opportunistisches Verhalten kontrollieren und später auch sanktionieren zu können (Lewicki & Bunker, 1996, S. 120 ff.). Kalkulatives Vertrauen fußt dabei auf Abschreckung. Hiernach unterlässt ein wirtschaftlicher Akteur eine für den Vertrauensnehmer negative Handlung, da er mögliche maßregelnde Konsequenzen scheut. Die Motivation auf Seiten des Vertrauensnehmers, sich im Sinne des Vertrauensgebers zu verhalten, kann dabei der Erhalt seiner eigenen Reputation sein. Denn sobald sich z.B. im Netzwerk herumspricht, dass Vertrauen verletzt worden ist, wird die Reputation der betreffenden Person in Bezug auf ihre Ehrlichkeit geschmälert (Lewicki & Bunker, 1996, S. 120 f.). Dieses Wissen ist ohne Probleme auf das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und ihre Investoren übertragbar: So werden den Investoren Kontrollmöglichkeiten durch die Vereinbarungen von Regeln im Gesellschaftsvertrag (vgl. Kapitel 2.7) gegeben. Des Weiteren werden die Manager von Venture-Capital-Gesellschaften ihre Reputation im Netzwerk bei ihren Handlungen berücksichtigen, so dass auch im vorliegenden Fall in der etwaigen Reputationsminderung ein Abschreckungsmechanismus steckt.

Wissensbasiertes Vertrauen bezieht sich auf die Vorhersehbarkeit des Verhaltens des anderen Akteurs, das auf langjährigen Erfahrungen in Bezug auf bestimmte Verhaltensweisen in spezifischen Situationen basiert. Quellen für den Aufbau wissensbasierten Vertrauens ist neben der einfachen Kommunikation die Befragung der anderen Person bezüglich konkreter Sichtweisen, die Beobachtung der anderen Person in verschiedenen Situationen, Erfahrungen mit der anderen Person in Bezug auf verschiedene emotionale Facetten sowie die Beobachtung der Reaktion anderer Personen darauf. Für wissensbasiertes Vertrauen muss sichergestellt sein, dass sich beide Parteien regelmäßig hinsichtlich ihrer Ziele oder der Herangehensweisen an Probleme austauschen (Lewicki & Bunker, 1996, S. 121 f.). Im Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und ihren Investoren wird diese Art des Vertrauens vorliegen, wenn Investoren des Vorgängerfonds erneut in den Nachfolgefonds investieren. Als Investor des Vorgängerfonds konnten sie die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft bezüglich bestimmter Sichtweisen, dem Verhalten in verschiedenen Situationen als auch den Umgang mit Problemen genauestens beobachten.

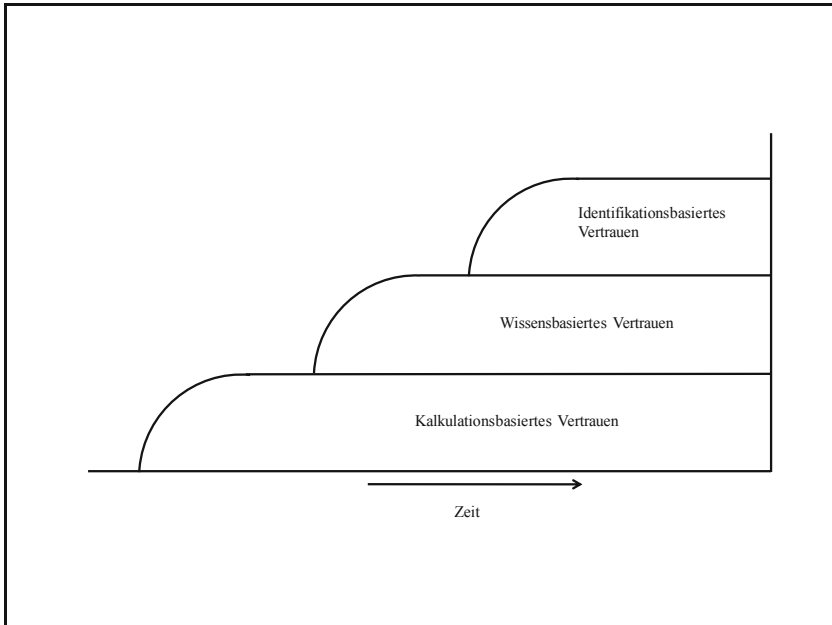


Abbildung 18: Überblick über die stufenweise Entwicklung von Vertrauen nach Lewicki & Bunker (1995, 1996)

In Anlehnung an Lewicki & Bunker (1995, S. 133 ff.; 1996, S. 120 ff.).

Unter identifikationsbasiertem Vertrauen wird Vertrauen verstanden, das auf wechselseitiger Identifikation mit den Wünschen und Absichten der anderen Person beruht. Lewicki & Bunker (1995, S. 122) führen hierzu das Folgende aus: „*At this third level, trust exists because the parties effectively understand, agree with, and endorse each other's wants.*” Identifikationsbasiertes Vertrauen wird daher dann möglich, wenn sich Vertrauensgeber und Vertrauensnehmer gut kennen und darüber hinaus verstehen, warum der Partner auf eine bestimmte Weise handelt. Bei identifikationsbasiertem Vertrauen legen beide Akteure bei ihrem eigenen Handeln denselben Bewertungsmaßstab zugrunde. Beispiele für identifikationsbasiertes Vertrauen sind die Entwicklung einer kollektiven Identität, die Ansiedlung in demselben Firmengebäude, die Entwicklung gemeinsamer Ziele und die Vereinbarung gemeinsam geteilter Werte wie z.B. eine Firmenpolitik (Lewicki & Bunker, 1996, S. 122 f.). Identifikationsbasiertes Vertrauen kann z.B. bei Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften vorliegen, wobei die Manager der Venture-Capital-Abteilung und die Entscheider über die Finanzierung der Tätigkeiten der Corporate-Venture-Capital-Gesellschaft

im besten Falle die gleichen Unternehmensgrundsätze teilen. Ein weiteres Beispiel für identifikationsbasiertem Vertrauen zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und Investoren ist die gleiche Nutzung von Büroräumen in einem Forschungszentrum oder einem Inkubator, wobei sich beide Parteien mit der Zeit besser mit der anderen Partei identifizieren können.

Lewicki & Bunker (1996, S. 124) gehen dabei, wie in der Abbildung 18 verdeutlicht wird, von einer stufenweisen Entwicklung von Vertrauen aus: Jedes Vertrauensverhältnis beginnt demnach mit kalkulativem Vertrauen. Je nachdem, ob es für die Ziele der beiden Akteure notwendig ist, ergibt sich in einem weiteren Schritt die nächste Stufe des Vertrauens.

5.7.4.4 Integrierender Ansatz nach Doney & Cannon

Eine übersichtliche und sich für die vorliegende Arbeit sehr gut eignende Systematisierung verschiedener, im Folgenden dargestellter vertrauensaktivierender Prozesse, findet sich bei Doney und Cannon (1997, S. 35 ff.) in ihrer Studie über Beziehungsgeflechte zwischen Käufern und Verkäufern. Dabei finden sich die beiden eben beschriebenen Vertrauensentstehungsansätze zum Teil in den fünf beschriebenen vertrauensaktivierenden Prozessen wieder.

Der zuerst zu nennende Kalkulations-Prozess (Calculative-Process) bezieht sich im Wesentlichen auf die bereits im letzten Abschnitt gemachten Angaben über kalkulatives Vertrauen. Im Rahmen des Kalkulations-Prozesses kalkuliert eine Partei oder Organisation die Kosten, die dadurch entstehen können, dass sich die andere Partei nicht im Sinne der Abmachungen verhält, gegebenes Vertrauen ausnutzt und sich im Ergebnis opportunistisch verhält. Dem im letzten Abschnitt dargestellten Abschreckungsgedanken folgend kann der Vertrauende Sanktionskosten entstehen lassen, die die Gewinne des opportunistischen Verhaltens übersteigen und somit für den Vertrauten unattraktiv machen. Diese Sanktionierungskosten gehen dabei über Vertragsstrafen bis hin zu den bereits angesprochenen Reputationsschäden, die negative Konsequenzen für das zukünftige Handeln des Vertrauten haben können (vgl. hierzu im Detail Linskold (1978, S. 773 f.)). Die Übertragbarkeit auf den vorliegenden Bereich zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und ihren Investoren wurde bereits im letzten Abschnitt im Zusammenhang mit dem kalkulativen Vertrauen erläutert.

Vertrauen im Rahmen eines Vorhersage-Prozesses (Predictability-Process) entsteht, wenn der Vertrauende fähig ist, das zukünftige Verhalten der anderen Person einzuschätzen. Gemäß der bei Doney und Cannon (1997, S. 36 f.) angeführten Definition über Vertrauen geht es somit um die Beurteilung hinsichtlich der Glaubwürdigkeit bzw. dem Wohlwollen der anderen Partei. Dieser Prozess fußt dabei auf oben bereits diskutiertem, wissensbasiertem Vertrauen (Lewicki & Bunker, 1996, S. 120 ff.). Für eine Beurteilung bedarf der Vertrauende also im Wesentlichen Informationen bezüglich vergangenem Verhalten oder aber Aussagen über Versprechungen der anderen Person. Analog zu dem oben genannten wissensbasierten Ansatz verbessern sich durch wiederholte Interaktionen und durch die Beobachtung der anderen Person die Möglichkeit für den Vertrauenden, bisherige Ergebnisse des anderen Akteurs besser interpretieren und insgesamt zukünftige Verhaltensweisen besser vorhersagen zu können. Mit Bezug auf das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und ihren Investoren gilt das im letzten Abschnitt bereits im Zusammenhang mit dem wissensbasierten Vertrauen Gesagte.

Im Rahmen des Fähigkeitsbeurteilungs-Prozesses (Capability-Process) schätzt die vertrauende Person ab, ob die andere Partei dazu fähig ist, ihre Pflichten zu erfüllen (Suprenant & Solomon, 1987, S. 92). Dabei bezieht sich dieser Prozess weitgehend auf die Glaubwürdigkeitskomponente von Vertrauen (Doney & Cannon, 1997, S. 37). Zur Beurteilung der Fähigkeit werden dann ebenfalls Informationen über vergangenes Verhalten oder aber Beobachtungen herangezogen. In ihrer Studie nennen Doney & Cannon (1997, S. 37) Beispiele wie das Versprechen einer angekündigten und vertragsgemäßen Lieferung. Mit der Abkehr des reinen Handelsbereichs - auf den sich Doney & Cannon (1997, S. 37) in ihrer Studie beziehen -, werden auch weitere Dinge wie z.B. Zeugnisabschlüsse, Arbeitsproben, persönliche Referenzen etc. zur Beurteilung des Leistungsvermögens der anderen Person heranzuziehen sein. Für den hier zu betrachtenden Bereich kann es sich, wie bereits beschrieben, ebenfalls um Hochschulabschlüsse oder Referenzen von vorherigen Venture-Capital-Gesellschaften, bei denen die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft beschäftigt waren, handeln.

Vertrauen kann auch im Rahmen eines so genannten Absichtsbeurteilungs-Prozesses (Intentionally-Process) entstehen. Vertrauen wächst hier auf Basis der Beurteilung der Motivationen und der Ziele der anderen Person. Vertrauensentstehung basiert bei diesem Prozess auf der Identifikation mit dem Partner und der Verinnerlichung der Werte des Partners

(Lewicki & Bunker, 1996, S. 122 f.). Hierfür werden die Worte bzw. die Verhaltensweisen des Partners interpretiert. Menschen, die dem Wirtschaftsakteur helfen wollen oder ihm Gutes tun wollen, wird dabei mehr Vertrauen entgegengebracht als solchen, die z.B. über ausbeuterische Absichten verfügen. Für das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und ihren Investoren gelten alle bereits oben zum identifikationsbasierten Vertrauen genannten Auslöser, wie z.B. das Bewohnen des gleichen Bürokomplexes oder aber auch der Entwicklung geteilter Normen und Werte.

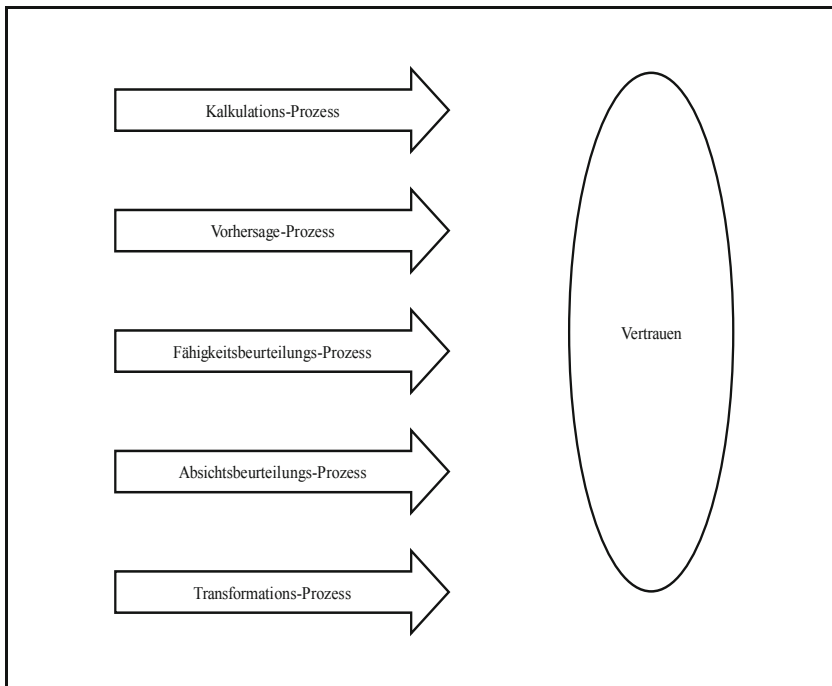


Abbildung 19: Systematisierung der Vertrauensentstehung

In Anlehnung an Doney & Canon (1997, S. 37).

Im Rahmen eines Transformations-Prozesses (Transformation-process) entsteht Vertrauen durch die Transformation von Wissen über eine dritte Person aus einer vertrauenswürdigen Quelle. Somit besteht eine große Nähe zu oben beschriebenem institutionenbasiertem Vertrauen. Das bedeutet, dass alle oben genannten Signale wie z.B. die Ausbildung, Universitätsabschlüsse, Mitgliedschaft in Branchenverbänden, aber auch Intermediärfunktionen,

wie die Bankenregulierung, für eine transformative Vertrauensentstehung sorgen können (Doney & Cannon, 1997, S. 37). Ein Beispiel für den Fundraising-Prozess von Venture-Capital-Gesellschaften wäre das Engagement eines renommierten Ankerinvestors, der durch seine Investition für die Vertrauenswürdigkeit der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft aus Sichtweise weiterer Investoren sorgt. Die Abbildung 19 bildet die eben beschriebenen Prozesse graphisch ab.

5.7.5 Bedeutung und Wirkweise im innerbetrieblichen Kontext

Nachdem ein detaillierter Einblick in die Vertrauensentstehung gegeben worden ist, soll nun erläutert werden, wie Vertrauen wirkt bzw. welche Konsequenzen es haben kann. Mit Bezug auf Kapitel 5.2 und 5.4 wird Vertrauen eine Bedeutung hinsichtlich der Reduktion der Unsicherheit sowie der Lösung der daraus resultierenden Probleme zugesagt (Das & Teng, 1998, S. 494 mit Bezug auf Luhmann (1979)). Um zu schauen, ob diese theoretische Sichtweise bereits Eingang in empirische Studien gefunden hat und somit auch in der vorliegenden Studie sinnvoll verwendbar ist, wird im Folgenden ein Überblick über die dem Autor bekannte Empirie zur Wirkweise von Vertrauen gegeben.

Dem Autor sind keine empirischen Studien bekannt, die die Bedeutung von Vertrauen in Investitionsentscheidung hinsichtlich Venture-Capital-Fonds und somit das Vertrauensverhältnis zwischen Limited-Partners und Venture-Capital-Gesellschaften behandeln. Wird die Literatur zur Wirkung von Vertrauen in innerbetrieblichen Geschäftsbeziehungen betrachtet, so findet sich Evidenz für einen Einfluss von Vertrauen auf die Bereitschaft, Kooperationen einzugehen (McAllister, 1995, S. 48). Ferner wurde für den Untersuchungsgegenstand innerbetrieblicher Geschäftsbeziehungen herausgefunden, dass Vertrauen eine Voraussetzung zur Formation von Langzeitbeziehungen ist (Ganesan, 1994, S. 10), eine leistungssteigernde Wirkung hat (Zaheer et al., 1998, S. 153), flexibilitätssteigernd wirkt (Young-Ybarra & Wiersema, 1999, S. 454) sowie einen Einfluss auf den Austausch bzw. die Kombination von Ressourcen hat (Tsai & Ghoshal, 1998, S. 471 ff.). Es gibt auch Evidenz dafür, dass Vertrauen in zwischenbetrieblichen Partnerschaften dafür sorgt, dass Schutzmaßnahmen zur Sicherung des Wissens verringert werden (Norman, 2002, S. 177 ff.). Vertrauen hat zudem einen Einfluss auf zukünftige positive Entscheidungen hinsichtlich von Transaktionen in engen Geschäftsbeziehungen (Doney & Cannon (1997, S. 45). Aus dem Empfehlungsmarketing ist überdies bekannt, dass ein hohes Maß an Ver-

trauen einen positiven Einfluss auf das Empfehlungsverhalten hat (Graf & Perrien, 2005, o.S.).

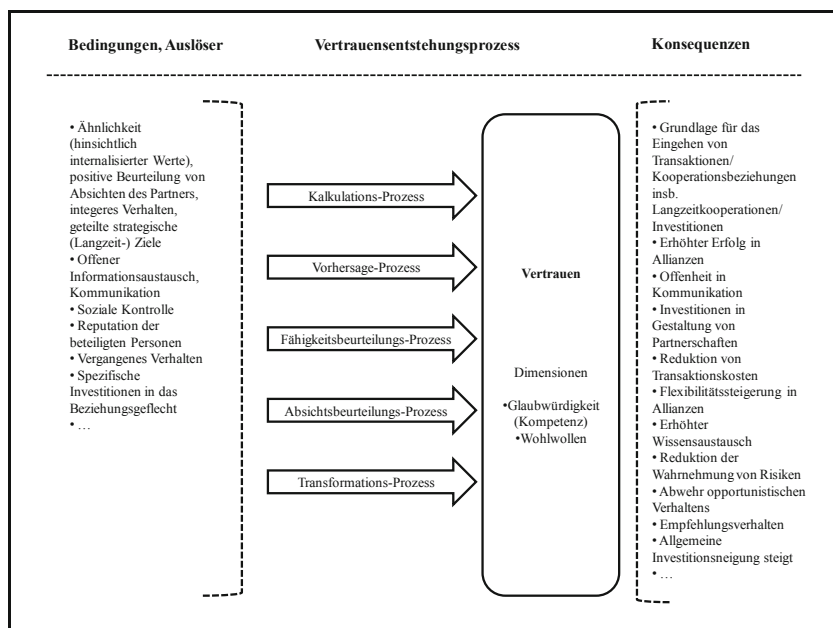


Abbildung 20: Zusammenfassender Überblick über Vorbedingung, Entstehung und Konsequenzen von Vertrauen

Wurde ein offenes Verhalten in der Kommunikation in Kapitel 5.7.4.1 als Einfluss für die Entstehung von Vertrauen genannt, so wurde dies auch als Konsequenz von Vertrauen empirisch nachgeprüft: Demnach sorgt Vertrauen dafür, dass die Offenheit in der Kommunikation zwischen zwei Unternehmen steigt (Smith & Barclay, 1997, S. 9). Empirisch nachgewiesen werden konnte zudem ein negativer Effekt von Vertrauen auf die Wahrnehmung von Risiken (Noteboom et al. 1997, S. 308). Auch Investitionen in die Gestaltung und Pflege von Beziehungsgeflechten sind sowohl Grund als auch Konsequenz von Vertrauen (Smith & Barclay, 1997, S. 9). Hervorzuheben ist sicherlich der transaktionskostensenkende Effekt von Vertrauen (Zaheer et al., 1998, S. 152). Näher mit dem zu untersuchenden Gegenstand verwandt als die bisherigen Beispiele ist die empirische Erkenntnis,

dass ein positiver Zusammenhang zwischen Vertrauen und dem Willen, Geld in Aktien zu investieren, besteht (Guiso, Sapienza & Zingales (2004, S. 553). Für das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und den angebundenen Portfolio-Unternehmen fanden Botazzi, Da Rin, & Hellmann (2010, o.S.) heraus, dass Vertrauen in Portfolio-Unternehmen einen positiven Einfluss auf die letztendliche Entscheidung für ein Investment hat.

Zwar lässt sich keine direkte Quelle für die Bedeutung von Vertrauen im Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und Investor finden. Insofern Investoren ihr Geld aber in einen Fonds investieren, lässt sich das Verhältnis zwischen den beiden Parteien auch als Kooperationsbeziehung interpretieren (vgl. hierzu im Detail 2.3 und 2.6). Somit kann das theoretische Wissen auch als übertragbar auf den vorliegenden Untersuchungsgegenstand angesehen werden. Die Abbildung 20 fasst die letzten Abschnitte zu Vorbedingungen, Entstehung sowie Konsequenzen von Vertrauen zusammen.

5.7.6 *Abgrenzung zum Begriff der Kontrolle*

In den vergangenen Abschnitten wurde die Kontrolle als auch das Vertrauen als Lösungsmöglichkeit für eine Entscheidung unter Unsicherheit dargestellt. Zum Verhältnis zwischen Vertrauen und Kontrolle werden in der Literatur unterschiedliche Sichtweisen diskutiert.

Die erste Sichtweise ist dabei, dass Vertrauen ein spezieller Kontrollmechanismus ist und somit insgesamt dem Phänomen der Kontrolle zuzuordnen ist (Das & Teng, 1998, S. 495). Bei Bradach & Eccles (1989, S. 104 f.) wird Vertrauen zum Beispiel neben dem Preis und der Autorität als Mechanismus zur Steuerung ökonomischer Transaktionen zwischen verschiedenen Akteuren angesehen. Sohn (1994, S. 299) stellt soziales Wissen in diesem Zusammenhang als Kontrollmechanismus neben andere Kontrollmöglichkeiten (vgl. auch Sohn, 1994, S. 314 ff.). Grey, Garsten, Bachmann & Zaheer (2001, S. 229) sehen in Vertrauen ferner einen Kontrollmechanismus in Organisationen, um das Verhalten von Personen vorhersehbar zu machen.

Bei der zweiten Sichtweise ist Vertrauen ein Substitut für hierarchische Kontrolle in Organisationen. Dabei wird der Begriff des Vertrauens bewusst von dem Begriff der Kontrolle unterschieden (e.g. Aulakh, Kotabe & Sahay 1996, S. 1009; Zaheer & Venkatraman, 1995, S. 379). Ring & van de Ven (1994, S. 105) diskutieren z.B. die substitutive Beziehung

zwischen formellen Verträgen und Vertrauen in zwischenbetrieblichen Kooperationen. Bei dieser zweiten Sichtweise geht es im Gegensatz zu der ersten nicht um eine Beeinflussung der anderen Person. Vielmehr geht es darum, dass sich die Person, der Vertrauen geschenkt wird, im Interesse des Vertrauenden verhält. Die beiden Konzepte werden bei dieser Sichtweise als vollständig gegenläufig betrachtet. Wenn bei dieser Sichtweise einer Person vollständig vertraut wird, ist Kontrolle nicht notwendig. Kontrolle wird bei dieser Sichtweise erst notwendig, wenn Vertrauen nicht gegeben ist.

Daran schließt sich die komplementäre Sichtweise der Beziehung zwischen Vertrauen und Kontrolle an, die im Wesentlichen folgendes besagt: Je mehr Vertrauen vorliegt, desto weniger Kontrolle ist notwendig oder vorhanden und umgekehrt (Leifer & Mills, 1996, S. 128 ff.). Für strategische Allianzen argumentiert Beamish (1988, S. 55 f.), dass Vertrauen und Kontrolle für das Herstellen eines gewissen Zutrauens in die strategische Allianz komplementär eingesetzt werden können. Problematisch an der komplementären Sichtweise ist laut Das & Teng (1998, S. 494) allerdings, dass diese von einem bestimmten Grad an Zutrauen/Vertrauen, z.B. in eine strategische Allianz, ausgeht. Nichtsdestotrotz wird der Grad an benötigtem Vertrauen je nach Entscheidungsträger und seinen persönlichen Merkmalen bzw. denen des Austauschpartners variieren (vgl. hierzu auch die Ausführung zu Vertrauensentstehung in Kapitel 5.7.4). Diese inverse Sichtweise von Vertrauen zu Kontrolle konnte zudem von Inkpen & Curall (1997, S. 308 ff. und S. 320) nicht bestätigt werden.

Aufgrund der oben dargestellten Kritik argumentieren Das & Teng (1998, S. 496) daher für eine parallele und supplementäre Sichtweise, bei der Vertrauen und Kontrolle beide unabhängig für ein Zutrauen in das Gelingen einer Kooperation sorgen. In dieser Sichtweise werden Vertrauen und Kontrolle als parallele Phänomene betrachtet.

Die Sichtweise von Vertrauen als reine Kontrollgröße greift nach Meinung des Autors insbesondere im Hinblick auf den zu untersuchenden Gegenstand viel zu kurz. Ferner ist diese Sichtweise nicht anwendbar, da es im vorliegenden Fall noch nicht um aktive Kontrolle, sondern um wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten für die Zukunft geht. Der oben dargestellten Sichtweise zu einem substitutiven Charakter zwischen Vertrauen und Kontrolle kann der Autor nicht folgen, da gemäß Arrow (1973, S. 24) jede geschäftliche Transaktion einen gewissen Grad an Vertrauen beinhaltet und somit nicht durch Kontrolle ersetzt werden kann. Hinsichtlich der komplementär inversen Sichtweise wird sich der oben darge-

stellten Kritik von Das & Teng (1998, S. 496) angeschlossen. Darüber hinaus wird ebenfalls der bei Das & Teng (1998, S. 496) dargestellten supplementären Sichtweise gefolgt. Dies scheint für den vorliegenden Fall auch angemessen, da das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und ihren Investoren, wie bereits beschrieben, ebenfalls als Kooperation interpretiert werden kann.

5.8 Zusammenfassung der diskutierten theoretischen Lösungsmöglichkeiten

Aufgabe dieses Kapitels war es, das bereits im Rahmen der qualitativen Studie untersuchte Phänomen des Fundraisings mit Hilfe theoretischen Wissens zu ordnen und darüber hinaus zu Lösungsmöglichkeiten zu gelangen, die zusammen mit den qualitativen Ergebnissen die Grundlagen zur Ableitung eines Forschungsmodells bieten sollen. Wie in Kapitel 5.2 dargestellt wurde, handelt es sich für die Investoren hinsichtlich der Investition um eine Entscheidung unter Unsicherheit. Mit Hilfe des Wissens über Prinzipal-Agenten-Beziehungen wurde diese, auf asymmetrischen Informationen basierende Unsicherheit, näher spezifiziert. Die Problematik der Adverse-Selektion, die sich durch Hidden-Characteristics als auch Hidden-Intention ergibt, ist auch im vorliegenden Fall präsent. Auch Probleme im Hinblick auf opportunistisches Verhalten, die auf Hidden-Action oder Hidden-Information zurückführbar sind oder das Ergebnis von Hidden-Intention sein können, müssen für eine optimale Entscheidung bereits vor der Investition antizipiert werden.

Hidden-Characteristics gestalten sich in dem zu untersuchenden Analysegegenstand derart, dass der Investor nicht 100%-ig beurteilen kann, inwieweit die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft dazu befähigt sind, die für diese Asset-Klasse typischen Renditen zu generieren. Zur Lösung dieses Problems bietet sich aus Sichtweise der Venture-Capital-Manager das Signaling zum Abbau der Informationsasymmetrie hinsichtlich der Fähigkeiten der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft an (Connelly et al., 2011, S. 42). Vom Standpunkt der Investoren bietet sich das Screening zum Abbau der Informationsasymmetrie an. Letztlich scheint aber auch Vertrauen eine Rolle in Bezug auf die Wahrnehmung von Hidden-Characteristics zu haben. So bezieht sich die für die vorliegende Arbeit gewählte Definition von Donney & Cannon (1997, S. 36) auch auf die Glaubwürdigkeit hinsichtlich der Befähigung des Vertrauensnehmers. Vertrauen stellt insofern eine Lösung dar, als dass Vertrauen die vorhandene Unsicherheit bezüglich dieser Charaktereigenschaften

überbrückt und ein Handeln und somit eine Investitionsentscheidung für den Venture-Capital-Fonds ermöglicht (vgl. zu dieser Sichtweise auch Luhmann (1979, S. 24 f.)).

Das zweite in der Theorie zugeordnete Problem adverser Selektion resultiert aus dem Vorhandensein von Hidden-Intention. Mit Bezug auf die Manager der Venture-Capital-Gesellschaften bezieht sich das Problem der Hidden-Intention auf die mit dem Management des Fonds verbundenen Absichten. Hierbei kann es z.B. sein, dass die Manager nicht die Vermögensmehrung des Fonds, sondern ihre eigene private Vermögensmehrung, im Zweifelsfall zu Lasten des Fonds, im Sinn haben. Probleme, die sich aus Hidden-Intention ergeben, stellen dabei zentrale Merkmale der Analyse von Prinzipal-Agenten-Beziehungen dar, nämlich der Problematik von divergierenden Zielsetzungen zwischen Prinzipal und Agent. Natürlich könnte der Prinzipal anstreben, alle Aktionen des Agenten zu beobachten. Aber genau dies ist aus Sichtweise der Prinzipal-Agenten-Theorie mit zu hohen Aufwendungen verbunden und daher ineffizient (Eisenhardt, 1989 (2), S. 59 f.). Für die Lösung dieser Problematik spielt die Zielharmonisierung zwischen Prinzipal und Agent eine große Rolle. So befasst sich die Lehre der Agency-Theorie insbesondere mit Situationen, in denen die Ziele beider Akteure kollidieren. Als Antwort hierauf wird die Ausgestaltung von Anreizmechanismen genannt (Jensen & Meckling, 1976, S. 334 f.). Die auf Basis des theoretischen Wissens abgeleitete Lösung bezieht sich somit auf eine optimale Kontrolle durch eine Anreizgestaltung im Sinne einer optimalen Kontraktgestaltung. Allerdings sind auch die eben gemachten Aussagen zum Signaling und Screening zum Abbau der Informationsasymmetrie zu nennen. Mit Bezug auf die „Wohllollens-Komponente“ der im Rahmen der vorliegenden Arbeit gewählten Vertrauensdefinition bietet sich schließlich auch Vertrauen, mit seiner unsicherheitsreduzierenden Funktion, als theoretische Lösung für dieses Problem an.

Mögliche Hidden-Action Probleme hängen im vorliegenden Untersuchungsgegenstand unmittelbar mit der eben beschriebenen Hidden-Intention-Problematik zusammen. Hidden-Action bezieht sich in der vorliegenden Studie auf die Handlungen der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft während der Laufzeit des Fonds, die den Investoren schaden könnten. Zur Begrenzung dieses Problems hat sich in der Praxis die Vereinbarung gewisser Vertragsklauseln durchgesetzt, die solche schädlichen Handlungsweisen unterbinden sollen. Des Weiteren wurden die Möglichkeiten der impliziten als auch unvollständigen Verträge zur Lösung des Problems diskutiert. Dabei greifen rein theoretisch auch die angebo-

tenen Lösungen zur Reduktion der Informationsasymmetrie wie das Signaling sowie Screening. Vertrauen ist in Bezug auf seine unsicherheitsreduzierende Funktion ebenfalls als Lösungsmöglichkeit anzusehen (Luhmann, 1979, S. 24 f.).

Hidden-Information-Problematiken beziehen sich auf Informationen, die der Prinzipal nicht bewerten kann. In diesem Fall könnte es sich zum Beispiel um Spezialwissen zur Beurteilung oder Bewertung von Portfolio-Unternehmen handeln. Wie in Kapitel 2.2 dargestellt wurde, handelt es sich genau in diesem Punkt um die Daseinsberechtigung der Venture-Capital-Gesellschaften als Intermediär. Als Lösung bietet sich also im Gegensatz zu den anderen bereits dargestellten Problematiken lediglich das Vertrauen mit seinen Komponenten der wahrgenommenen Glaubwürdigkeit als auch des wahrgenommenen Wohlwollens an. In der nachstehenden Abbildung 21 findet sich ein Überblick für die aus den Informationsasymmetrien resultierenden Probleme gefundenen Lösungsmöglichkeiten.

Bedingung aufgrund imperfekter Märkte	Genauere Spezifikation	Theoretischer Lösungsansatz
Asymmetrische Informationen	Hidden-Characteristics	Screening, Signaling, Vertrauen
	Hidden-Intention	Kontrolle durch optimale Anreizgestaltung, Signaling & Screening, Vertrauen
	Hidden-Action	Kontrolle durch optimale Vertragsgestaltung, Signaling & Screening, Vertrauen
	Hidden-Information	Vertrauen

Abbildung 21: Überblick über theoretische Lösungsmöglichkeiten für das Problem asymmetrischer Informationen

6. Ableitung der Hypothesen und Aufstellung des Forschungsmodells

6.1 Ableitung der direkt auf die Investitionsentscheidung eines potentiellen Investors wirkenden Faktoren

6.1.1 Die Bedeutung des Track-Records

Gemäß der Literatur hat der Track-Record der Venture-Capital-Gesellschaft einen Einfluss auf den Erfolg im Fundraising (vgl. hierzu Gompers & Lerner (2006, S. 33 ff.) sowie die Quellen und Ausführungen in Kapitel 2.4)). Mit Bezug auf die Perspektive der Investoren bedeutet dies, dass der Track-Record einen Einfluss auf die Investitionsentscheidung hat. Auch die qualitativ-empirische Vorstudie hat die besondere Bedeutung des Track-Records, wie das folgende Zitat exemplarisch belegt, für ein erfolgreiches Fundraising hervorgehoben.

„Für ein Team mit Track-Record – mit Investorserfolgen in der Vergangenheit – ist es schon einfacher. Man sagt immer „numbers speak louder than words.“
(Experteninterview 3, 2006)

Der Track-Record hat dabei Bedeutung in Bezug auf die Lösung der in Kapitel 5.4 dargestellten Hidden-Characteristics und daraus resultierender Adverse-Selektion Problematik. Diese Problematik ergibt sich, wie bereits erläutert wurde, dadurch, dass die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft logischerweise über mehr Informationen hinsichtlich ihrer eigenen Fähigkeiten verfügen als die externen Investoren. Im Ergebnis kann es somit zu Fehlentscheidungen auf Basis dieser asymmetrischen Informationen kommen, falls die Investoren die Fähigkeit der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft falsch einschätzen (Eisenhardt, 1989 (2), S. 61). Ziel jedes Investors wird es sein, in Venture-Capital-Teams zu investieren, die die Fähigkeit besitzen, die in Kapitel 2.1 dargestellten Venture-Capital typischen Renditen zu erwirtschaften. Für die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft besteht in diesem Zusammenhang die Möglichkeit, die eigene Fähigkeit mit dem Track-Record bzw. der Erfahrungsgeschichte zu signalisieren.

Der Track-Record kann dabei als wirksames Signaling-Instrument angesehen werden, da er zum einen schwer zu imitieren und dessen Aufbau zum anderen mit gewissen Mühen und Aufwendungen verbunden ist. Letztlich ist er, wenn er in einfachen Maßzahlen dargestellt wird, für die Investoren einfach erkennbar. Aus Sichtweise der Investoren ist es hierdurch einfacher, zu einer fundierten Entscheidung zu gelangen. Hieraus leitet sich die folgende Hypothese ab.

Hypothese 1: Je besser der Track-Record der Venture-Capital-Gesellschaft, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit einer positiven Investitionsentscheidung des Limited-Partners.

6.1.2 Die Bedeutung von Vertrauen

Neben der im Rahmen der qualitativen Studie als auch der in der Literatur herausgehobenen Bedeutung des Track-Records haben sich im Rahmen der qualitativen Studie andere wichtige Einflussfaktoren ergeben. Folgendes Zitat eines befragten Venture-Capital-Managers unterstreicht dabei die Bedeutung von Vertrauen.

„Es gab aber auch Investoren, die ziemlich schnell aus dem Bauch heraus entschieden haben. Sie haben gesagt: „Mir gefällt das Team. Die Story ist gut. Ich traue denen. Ich mach das.“ (Experteninterview 5, 2006)

Im vorhergegangenen Kapitel wurde die Bedeutung von Vertrauen in Bezug auf die mit dem Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und Investoren zum Entscheidungszeitpunkt verbundene Unsicherheit bzw. Ungewissheit diskutiert (vgl. zum Begriff der Unsicherheit bzw. Ungewissheit Kapitel 5.2.2 sowie Das & Teng, 1998, S. 494; Gulati & Sytch, 2008, S. 166 f.). Da die Investoren üblicherweise nicht in die Geschäftsführung des Fonds einbezogen werden und es sich um ein Langzeitinvestment handelt, ist dieses aus Sichtweise der Investoren mit einem hohen Maß an Unsicherheit bzw. Ungewissheit verbunden.

In der Literatur finden sich Gründe dafür, dass Vertrauen durch seine komplexitätsreduzierende Funktion einen positiven Einfluss auf Entscheidungen haben kann (vgl. hierzu insbesondere den Ansatz von Luhmann (1979, S. 24)). Zudem unterstützen zahlreiche, in Kapitel 5.7.5 dargestellte empirische Untersuchungen die Bedeutung von Vertrauen hinsichtlich einer Entscheidungsfindung. So wird z.B. bei Doney & Cannon (1997, S. 46) nachgewie-

sen, dass Vertrauen zukünftige Entscheidungen beeinflusst. Dem zu untersuchenden Gegenstand ähnlicher ist die Studie von Guiso et al. (2008, S. 553), die einen positiven Zusammenhang zwischen Vertrauen und der Neigung zu investieren, nachweisen konnten. Für das Verhältnis zwischen Venture-Capital Firmen und potentiellen Beteiligungsunternehmen konnten Botazzi et al. (2010, o.S.) ebenfalls nachweisen, dass Vertrauen einen positiven Einfluss auf die Investitionsneigung hat. Für den vorliegenden Untersuchungsgegenstand ist daher ebenfalls eine Bedeutung des Vertrauens anzunehmen. Daher wird die folgende Hypothese abgeleitet.

Hypothese 2: Je höher das Level des Vertrauens des Limited-Partners, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit einer positiven Investitionsentscheidung des Limited-Partners.

6.1.3 Die Bedeutung von wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten

Wie in Kapitel 5.6.1 dargestellt wurde, ist die wahrgenommene Kontrollmöglichkeit ein weiterer wichtiger Faktor zur Unsicherheitsreduktion. Aus der Literatur über Prinzipal-Agenten-Beziehungen ist bekannt, dass Kontrollmöglichkeiten eine notwendige Voraussetzung für den Prinzipal sind, um sich für den Agenten zu entscheiden (Göbel, 2002, S. 119). Insofern es sich im vorliegenden Fall ebenfalls um eine Prinzipal-Agenten-Beziehung handelt, werden die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten ebenfalls wichtig im Hinblick auf die Entscheidungsfindung sein.

In dem vorliegenden Untersuchungsstand geht es, wie in Kapitel 5.6.1 dargestellt wurde, um Vertragskontrolle. Kontrollmöglichkeiten werden den Investoren in diesem Zusammenhang durch Vertragsklauseln gegeben, die sich in Gesellschaftsverträgen wiederfinden. Für diesen Zweck werden sowohl verhaltensbeschränkende Regeln als auch anreizsteigernde Regeln vor einer Investitionsentscheidung vereinbart, die dann Teil des Vertrages werden (Feinendegen et al., 2003, S. 1168; Gompers & Lerner, 1996, S. 463 ff.). Das Verhalten der Manager der Venture-Capital-Gesellschaften während der Vertragsverhandlungen kann dabei als Signal für zukünftige Kontrollsituationen dienen. Die Voraussetzungen für die Wirksamkeit eines Signals sind dabei gegeben. Ein Zugeständnis eingehendes Verhalten in Bezug auf Vertragsklauseln kostet die Manager Handlungsfreiheit. Ferner ist die Sichtbarkeit durch das Hineinschreiben in den Gesellschaftsvertrag

(Partnership-Agreement) gegeben. Im Ergebnis sinkt die Unsicherheit bzw. Ungewissheit für den Investoren und eine Entscheidung wird somit einfacher möglich sein.

Für Situationen, die zwar explizit geregelt sind, aber deren Umsetzung in der Praxis mit Problemen verbunden sein können, kann ein entgegenkommendes Verhalten im Rahmen der Vertragsverhandlungen auch als Eingehen eines impliziten Vertrages (vgl. hierzu Kapitel 5.6.2.2) interpretiert werden. Ein Beispiel hierfür ist, dass dem Investor seine ihm nach dem Gesellschaftsvertrag zustehende Einsichtnahme der Bücher nicht gewährt werden würde. In diesem Falle bleibt ihm natürlich die Möglichkeit zur Klage auf Einsichtnahme. Dies ist allerdings mit hohen Kosten verbunden und ist daher in Hinblick auf eine Fondslaufzeit von 10 Jahren und somit der Möglichkeit der Gefährdung der zukünftigen Geschäftsbeziehung unpraktikabel. Als Lösung solcher Probleme kann ein entgegenkommendes Verhalten im Rahmen der Vertragsverhandlungen dabei mit dem Eingehen eines impliziten Vertrages gleichgesetzt werden, der dem Investor dabei das Gefühl gibt, dass er seine Kontrollrechte sinnvoll wahrnehmen kann. Weitere Beispiele für implizite Verträge zwischen der Venture-Capital-Gesellschaft und den Investoren können sich in dem Gefühl einer realen Möglichkeit zur Ausübung von Kontroll- und Mitspracherechten in Investorenbeiräten manifestieren (Harris, 2010, S. 293; Sahlman, 1990, S. 506).

Ein entgegenkommendes Verhalten im Rahmen der Vertragsverhandlungen kann zudem auch als Signal für Kontrollmöglichkeiten in Situationen gelten, die nicht explizit im Gesellschaftsvertrag geregelt sind. Dies wird in der ökonomischen Literatur, wie in Kapitel 5.6.2.3 dargestellt, unter dem Begriff relationaler Verträge diskutiert und bezieht sich dabei auf stillschweigende Vereinbarungen über gewisse Verhaltensweisen. Es wird also angenommen, dass sich die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft durch ihr Verhalten stillschweigend an einen relationalen Vertrag binden und sich im Zweifelsfalle erneut so verhalten werden. Wie in Kapitel 5.7.6 dargestellt worden ist, wird in der vorliegenden Arbeit von einem supplementären Verhältnis zum Vertrauenskonzept ausgegangen (Das & Teng, 1998, S. 495 ff.). Zusammenfassend wird also angenommen, dass sowohl Vertrauen als auch Kontrolle durch die damit verbundene Reduktion der Unsicherheit bzw. Ungewissheit einen positiven Einfluss auf die Investitionsentscheidung der Investoren auf der einen Seite und somit den Erfolg im Fundraising auf der anderen Seite haben. Für den Teil der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten leitet sich somit die folgende Hypothese ab.

Hypothese 3: Je höher die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit einer positiven Investitionsentscheidung des Limited-Partners.

6.2 Ableitung der indirekt über das Vertrauen auf die Investitionsentscheidung eines potentiellen Investors wirkenden Faktoren

6.2.1 Die Bedeutung des Track-Records für die Vertrauensentstehung

Gemäß dem Ziel der vorliegenden Arbeit, Handlungsempfehlungen für die Gestaltung des Fundraisings von Venture-Capital-Gesellschaften abzuleiten, soll im Folgenden betrachtet werden, welche Faktoren einen Einfluss auf das Vertrauen der Investoren in die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft und somit mittelbar auf die Investitionsentscheidung bzw. aus Sichtweise der Venture-Capital-Gesellschaften auf den Erfolg im Fundraising haben können.

Mit Blick auf die in Kapitel 5.7.2 verwendete Vertrauensdefinition wird klar, dass der Track-Record nicht nur zum Abbau der Informationsasymmetrie dient, sondern auch noch einen Effekt auf die Vertrauensbildung haben kann. Obgleich die in der vorliegenden Arbeit verwendete Definition von Vertrauen die Fähigkeit des anderen Akteurs nicht explizit beinhaltet, bedarf es, wie oben dargestellt, für das Wahrnehmen von Glaubwürdigkeit eines gewissen Maßes an Fähigkeit (Doney & Cannon, 1997, S. 36; Mayer et al., 1995, S. 717). Mit Bezug auf das in Kapitel 5.7.4.4 genannte Rahmenwerk zur Vertrauensentstehung wird diese hier im Wesentlichen durch den Fähigkeitsbeurteilungs-Prozess begründet sein. Im Rahmen des Fähigkeitsbeurteilungs-Prozesses wird bewertet, ob die andere Partei dazu fähig ist, ihre Verpflichtungen zu erfüllen. Im Kontext einer Investitionsentscheidung werden die Investoren beurteilen, ob die Venture-Capital-Manager dazu befähigt sind, ihre Pflichten im Rahmen des Management des Fonds zu erledigen (vgl. zur Darstellung der Investmenttätigkeit die Darstellung des Fondsmodells in Kapitel 2.3). Dies kann durch die Beurteilung der Expertise der Manager, des Branchenwissens oder der Bildung geschehen (vgl. hierzu im Detail Tausend, 2006, S. 118 ff.). Wie bereits weiter oben angesprochen, kann auch vergangenes Verhalten zur Beurteilung der Fähigkeit von Venture-Capital-Managern herangezogen werden. Insofern der Track-Record definitorisch die Erfahrungs- und Erfolgsgeschichte der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft ist, bildet dieser so-

mit ebenfalls ein Rahmenwerk zur Analyse der Fähigkeit der Venture-Capital-Manager (Tausend, 2006, S. 35).

Darüberhinaus kann angenommen werden, dass der Track-Record auch zur Vertrauensentstehung durch den Vorhersage-Prozess beitragen kann, da die Investoren durch eine detaillierte Analyse der Erfahrungs- und Erfolgsgeschichte eine bessere Vorstellung über zukünftige Verhaltensweisen der Venture-Capital-Manager bekommen. Auf Basis dieser beiden Prozesse wird daher angenommen, dass der Track-Record einen positiven Einfluss auf das Vertrauen hat. Es leitet sich daher die folgende Hypothese ab.

Hypothese 4: Je besser der Track-Record der Venture-Capital-Gesellschaft, desto größer ist das Ausmaß des Vertrauens.

6.2.2 Die Bedeutung der Dauer der Zusammenarbeit für die Vertrauensentstehung

Viele Forscher sind sich einig, dass sich Vertrauen langsam über die Zeit entwickelt (Doney & Cannon, 1997, S. 39). Es stellt sich somit die Frage, durch welche Prozesse die Dauer der Zusammenarbeit einen Einfluss auf das Vertrauen der Investoren in die Venture-Capital-Gesellschaft zum Zeitpunkt des Fundraisings haben kann.

Die Dauer der Zusammenarbeit kann dabei zunächst im Rahmen des Vorhersage-Prozesses vertrauensfördernd sein. Je länger die Dauer der Zusammenarbeit ist, desto mehr Zeit hatte der Vertrauende, die Aktionen und das Verhalten in der Vergangenheit zu beobachten. Mit der Dauer der Zusammenarbeit wächst somit ein Rahmenwerk von Erfahrungen, das den Investoren zur Verfügung steht, um auf zukünftiges Verhalten zu schließen.

Des Weiteren kann die Entstehung von Vertrauen auch durch einen Kalkulations-Prozess begründet sein. Verbrachte Zeit mit Geschäftspartnern, die Pflege des Geschäftskontakts als auch ein integeres Verhalten lassen sich auch als Investition beider Parteien in die Geschäftsbeziehung interpretieren. Gemäß dem Kalkulations-Prozess antizipiert der Investor, dass die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft aufgrund dieser Aufwendungen und der Tatsache, dass sie den Investor auch in Zukunft als solchen behalten wollen, von einem opportunistischen Verhalten abgehalten werden. Letzterers ist insbesondere bedeutsam, da es in der Branche als Qualitätssignal angesehen wird, die alten Investoren für den eventuellen Folgefonds zu gewinnen. Die folgenden Zitate unterstreichen diesen Punkt.

„Als Trigger-Point ist das Backing der alten Investoren zu hinterfragen. Denn dies wiederum ist eine der Hauptfragen potentieller neuer Investoren.“ (Experteninterview 6, 2006)

-als auch-

„Jeder fragt: ‘Where are your old investors?’. Zu antworten ‘they are not here’ stellt Sie vor ein großes Problem.“ (Experteninterview 7, 2006)

Letztlich lässt sich Vertrauensentstehung in diesem Zusammenhang auch auf den Absichtsbeurteilungs-Prozess zurückführen. Je länger Investoren in Kontakt mit den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft stehen, desto mehr werden sie sich mit den Werten, Normen und Verhaltensweisen dieser identifizieren können. Es ist davon auszugehen, dass die Zusammenarbeit abgebrochen worden wäre, wenn sie sich nicht mit Normen und Verhaltensweisen der anderen Person identifizieren könnten. Auf Basis dieser drei Prozesse wird also für den vorliegenden Sachverhalt ein positiver Zusammenhang zwischen der Dauer der Zusammenarbeit der beiden Parteien und der Entstehung von Vertrauen angenommen.

Hypothese 5: Je länger die Dauer der Zusammenarbeit zwischen Limited-Partner und Venture-Capital-Gesellschaft, desto größer ist das Ausmaß des Vertrauens.

6.2.3 Die Bedeutung der wahrgenommenen Ähnlichkeit für die Vertrauensentstehung

Eine dritte, oftmals im Rahmen der Theorie genannte Vorbedingung für die Vertrauensentstehung ist die Ähnlichkeit zwischen den beteiligten Personen (McAllister, 1995, S. 28; Tsai & Ghoshal, 1998, S. 466; Zucker, 1986, S. 59 ff.). Lazarsfeld & Merton (1954, S. 28) haben die Bedeutung der Ähnlichkeit im Kontext der Homophilie in menschlichen Verhältnissen beschrieben (Lazarsfeld & Merton, 1954, S. 28, für Diskussion des Begriffs der Homophilie vgl. S. 23 ff.). Die Homophilie ist dabei eine Tendenz zur Interaktion mit solchen Personen, die über ähnliche Eigenschaften verfügen wie die eigene Person (McPherson & Smith-Lovin, 1987, S. 371). Lazarsfeld & Merton (1954, S. 24) unterscheiden dabei zwischen Status-Homophilie als auch Werte-Homophilie. Status-Homophilie stellt dabei auf den gesellschaftlichen Status ab, während Werte-Homophilie auf geteilte Werte bzw. Normen abstellt. In der vorliegenden Arbeit wird auf Ähnlichkeit von Normen und Werten als auch daraus resultierenden Verhaltensweisen abgestellt. Die Begründung

für den Einfluss auf das Vertrauen liegt in der Tatsache, dass Ähnlichkeit eine gewisse persönliche Anziehungskraft auslöst und darüber den Aufbau engerer Beziehungsgeflechte befördert (Byrne, 1971, S. 57 f.).

Mit Bezug auf das oben angeführte Rahmenwerk zur Vertrauensentstehung kann Vertrauen daher durch den Absichtsbeurteilungs-Prozess angestoßen werden. Wie bereits beschrieben, wächst Vertrauen auf Basis der Evaluation der Motive und Ziele der anderen Partei. Ähnlichkeit und die daraus resultierende Anziehungskraft werden den Austausch von zunächst verborgenem Wissen dabei befördern (Cross, Borgatti & Parker, 2001, S. 229). Erstens wird es dadurch einfacher, die Werte, Normen und möglichen Verhaltensweisen der anderen Person zu beurteilen. Zweitens ist die Wahrscheinlichkeit, dass diese als gut bewertet werden, hoch anzusehen, da eine wahrgenommene Ähnlichkeit die Identifikation mit den Normen und Werten der anderen Person befördern oder sogar die Internalisierung von Werten und Normen der anderen Person erhöhen (Shapiro et al., 1992, S. 373). Es wird daher für die Entwicklung des Fundraising-Modells geschlussfolgert, dass höhere Ähnlichkeit zwischen den Investoren und den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft zu höherem Vertrauen führt.

Hypothese 6: Je höher die Ähnlichkeit zwischen Limited-Partner und Venture-Capital-Gesellschaft, desto größer ist das Ausmaß des Vertrauens.

6.2.4 Die Bedeutung der Offenheit im Rahmen der Due-Diligence für die Vertrauensentstehung

Laut Zacharakis & Shepherd (2001, S. 143 f.) führt offenes und transparentes Verhalten zwischen Unternehmen und ihren Investoren zu Vertrauen. Mit Bezug auf den Prozess des Fundraisings besteht für die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft die Möglichkeit, offenes und transparentes Verhalten im Rahmen der Due-Diligence zu demonstrieren. Auch ein Experte im Rahmen der qualitativ-empirischen Vorstudie betonte die Bedeutung von Offenheit und Ehrlichkeit im Rahmen der Due-Diligence:

„Es muss eine ‚Story‘ sein, die kontinuierlich erzählt wird und die auch beweisbar ist. Zum Beispiel indem Leute des Netzwerkes, beispielsweise Portfoliofirmen aus Vorgängerfonds, dem Investor im Rahmen der Due-Diligence zur Verfügung stehen.“
(Experteninterview 5, 2006)

Mit Bezug auf das in der vorliegenden Arbeit angewendete Rahmenwerk zur Vertrauensentstehung lässt sich die Vertrauensentstehung zunächst durch einen Kalkulations-Prozess erklären. Ein offenes und ehrliches Verhalten bezüglich Informationen während des Prozesses der Due-Diligence kann dabei auch als Investment, das die Venture-Capital-Gesellschaft in das Verhältnis zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und Limited-Partner macht, angesehen werden. Im Rahmen der Due-Diligence prüfen die Investoren die von den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft gemachten Aussagen. Sie prüfen, ob die Manager die Befähigung zur Erwirtschaftung der Venture-Capital typischen Renditen haben. Ein zu offenes Verhalten während der Due-Diligence mag aus Sichtweise der Venture-Capital-Gesellschaft auch dazu führen, Nachteile in der Zukunft zu haben. So können im Rahmen der Due-Diligence auch Schwachstellen, wie z.B. im Bereich der Befähigung oder der Erfahrung, offengelegt werden. Dies mag auch Reputationsschäden nach sich ziehen, wenn sich dies unter den Investoren herumspricht.

Das Verhalten während der Due-Diligence kann ebenso für Vertrauensaufbau im Sinne des Vorhersage-Prozesses sorgen. So kann den Investoren das Verhalten der Venture-Capital-Manager im Rahmen der Due-Diligence auch als Beispiel für Verhaltensweisen in zukünftigen Geschäftsverhandlungen dienen. Auf Basis dieser beiden eben beschriebenen Prozesse wird daher angenommen, dass ein offenes und ehrliches Verhalten im Rahmen der Due-Diligence zur Vertrauensentstehung beiträgt.

Hypothese 7: Je höher die Offenheit im Rahmen der Due-Diligence, desto größer ist das Ausmaß des Vertrauens.

6.3 Ableitung der indirekt über die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten auf die Investitionsentscheidung eines potentiellen Investors wirkenden Faktoren

6.3.1 Die Bedeutung der Ausgestaltung der Vertragsklauseln für die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten

Wie bereits für das Vertrauen geschehen, soll an dieser Stelle abgeleitet werden, welche Faktoren einen Einfluss auf die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten und somit mittelbar auf die Investitionsentscheidung des Investoren bzw. aus Sichtweise der Venture-Capital-Gesellschaft auf den Erfolg im Fundraising haben.

Ein Mehr an Vertragsklauseln kann dabei als ein Mehr an Kontrollierbarkeit angesehen werden, da beschränkende Regeln in jedem Falle Einschränkung in der zukünftigen Handlungsfreiheit der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft bedeuten. Beispielsweise werden die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft durch das Verbot von Investitionen außerhalb des Fonds in den Möglichkeiten des Zugewinns beschnitten, um sich vollständig dem Erfolg des Fonds zu widmen. Durch ein solches Verbot wird die rechtliche Grundlage für die Kontrollierbarkeit eines solchen schädlichen Verhaltens geschaffen und somit aus Sichtweise der Investoren Unsicherheit bzw. Ungewissheit reduziert.

In welcher Form Venture-Capital-Gesellschaften nun die Vertragsklauseln im Hinblick auf ein optimales Fundraising ausgestalten sollten, lässt sich am besten mit dem Wissen aus der Entscheidungstheorie ableiten. In der Literatur über Verhandlungsprozesse werden Marktstandards als neutrale Anker angesehen, die beide Parteien heranziehen, um das Ergebnis einer Verhandlungssituation zu beurteilen. Wenn einer der Entscheider empfindet, dass die Marktstandards erreicht wurden, wird dieser die Ergebnisse der Verhandlungen als fair ansehen (Korobkin, 2000, S. 1826 f.). Darüber hinaus lässt sich annehmen, dass ein Übertreffen der Marktstandards von den Investoren als attraktiv wahrgenommen werden wird.

Gompers & Lerner (1996, S. 493 f.) haben für den amerikanischen Markt herausgefunden, dass die Menge an Regeln, je nach Angebot und Nachfrage an Investitionsmitteln, in der Anlageklasse variieren. Feinendegen et al. (2003, S. 1167 ff.) konnten dies für den europäischen Markt nicht bestätigen und sprachen von einem gleichbleibenden Standard an Regeln, den sie auf eine dem amerikanischen Markt nicht ähnelnde Reife zurückführen. Unabhängig davon wird durch die beiden Untersuchungen klar, dass es am Markt allerdings einen Standard an bestimmten Regeln gibt, die regelmäßig in die Partnership-Agreements aufgenommen werden. In der hier zu analysierenden Situation werden sich die Investoren an den üblichen Marktstandards hinsichtlich der Vergütung als auch der Ausgestaltung der Vertragsklauseln orientieren. Mit Bezug auf das Ziel der vorliegenden Arbeit ist es dabei vernachlässigbar, ob es sich dabei um einen realen Marktstandard handelt oder es sich lediglich um einen von dem jeweiligen Investor wahrgenommenen Marktstandard handelt. Es wird daher angenommen, dass eine gewisse Anzahl an Vertragsklauseln, die den Marktstandard aus Sichtweise der Investoren übertreffen, von diesem als attraktiv wahrgenom-

men werden und dem Investor überdies ein hohes Maß an wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten bietet.

Des Weiteren kann ein zugestehendes Verhalten während der Verhandlungssituation auch als Signal für zukünftiges Verhalten in Verhandlungssituationen gewertet werden. Die Tatsache, dass sich die Investoren im Rahmen der Vertragsverhandlungen entsprechend ihren Bedürfnissen durchsetzen konnten, gibt diesen ein Beispiel dafür, dass sie dies in zukünftigen Geschäftssituationen auch könnten. Die Anforderungen an wirksame Signale sind gegeben, da das Gewähren von Vertragsklauseln auch als Aufwand für die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft interpretiert werden kann. Jedenfalls müssen sie sich im Hinblick auf den Inhalt der vereinbarten Vertragsklauseln kontrollieren lassen. Die Sichtbarkeit ist durch das Hineinschreiben in den Gesellschaftsvertrag gegeben. Analog zu den Ausführungen bei der Ableitung der dritten Hypothese in Kapitel 6.1.3 gelten die Aussagen zu impliziten, als auch relationellen Verträgen auch für die Gewährung attraktiver Vertragsklauseln.

Zusammenfassend wird daher geschlussfolgert, dass investorenfreundliche Vertragsklauseln den Investoren bzw. möglichen Limited-Partners das Gefühl geben, die Venture-Capital-Gesellschaften angemessen kontrollieren zu können. Hieraus folgt die achte Hypothese.

Hypothese 8: Je ansprechender die Vertragsklauseln für den Limited-Partner, desto größer ist das Ausmaß der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten.

6.3.2 Die Bedeutung des Verhaltens der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft im Rahmen der Due-Diligence für die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten

Bevor Investoren sich auf eine Investition in einen Fonds einlassen, führen diese eine Due-Diligence durch, bei der sie sowohl ökonomische als auch steuerliche Eigenschaften betrachten (Barnes & Menzies, 2005, S. 214; Tausend, 2006, S. 53). Die Zeit, die die Manager in den Abbau der Informationsasymmetrie investieren müssen, variiert dabei, wie die folgenden Zitate aus der qualitativ-empirischen Studie demonstrieren (vgl. hierzu Kapitel 4), von Fall zu Fall. Im Rahmen der qualitativen Vorstudie wurde zudem deutlich, dass die Venture-Capital-Manager den Investoren jederzeit ihre Informationsbedürfnisse erfüllen müssen.

„Die Zeit, die man für die einzelnen Investoren in eine Investor-Due-Diligence investieren muss, variiert von Fall zu Fall.“ (Experteninterview 5, 2006)

-als auch-

„Neue Investoren müssen mit den handelnden Akteuren vertraut gemacht werden, so dass die Due-Diligence intensiver wird. In erster Linie ist Venture-Capital ein People-Investment.“ (Experteninterview 6, 2006)

Das Engagement während der Due-Diligence kann auch als Maß für die Absicht, die Informationsasymmetrie zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und Investoren abzubauen, interpretiert werden. Analog zu dem Verhalten während der Verhandlung der Vertragsbedingungen des Gesellschaftsvertrages, wird gefolgert, dass ein offenes Verhalten im Rahmen der Due-Diligence als Signal für zukünftige Kontrollsituationen angesehen werden kann und somit die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten erhöht. Auch hier sind die Voraussetzungen für ein wirksames Signal gegeben. Die Offenheit im Rahmen der Due-Diligence wird aus mehreren Gründen mit einem Aufwand verbunden sein. Zum ersten gilt das bereits im Hinblick auf die Offenheit bei der Vertrauensentstehung Gesagte: Offenheit in Bezug auf bestimmte Themen kann durchaus auch negative Konsequenzen wie Reputationsverluste nach sich ziehen. Zudem ist eine Offenheit auch mit praktischen Aufwendungen, z.B. hinsichtlich einer detaillierten Beantwortung spezieller Fragen der Investoren, verbunden. Ein offenes Verhalten ist für den Investor sichtbar und zudem von Nutzen. Es wird daher davon ausgegangen werden können, dass durch die Offenheit im Rahmen der Due-Diligence auch die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten steigen.

Hypothese 9: Je höher die Offenheit im Rahmen der Due-Diligence, desto größer ist das Ausmaß der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten.

6.4 Zusammenfassung

Um ein Modell abzuleiten, wurde zum Einen auf die Ergebnisse der qualitativ-empirischen Studie in Kapitel 4 zurückgegriffen. Ferner wurden diese dem Wissen aus der Literatur gegenübergestellt, um auf diese Weise zu einem umfangreichen Modell zu gelangen.

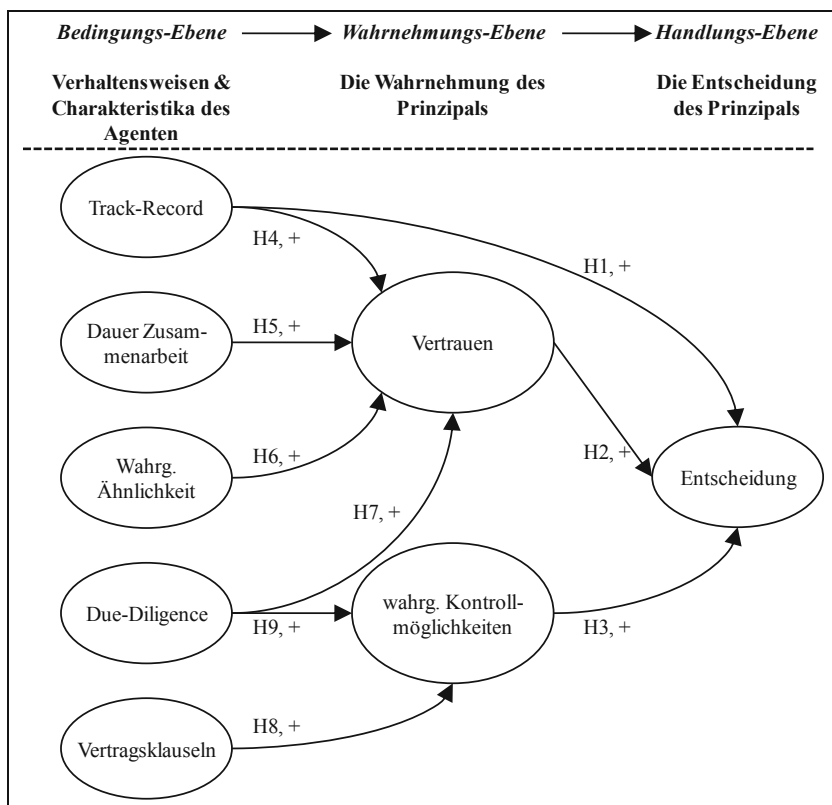


Abbildung 22: Visualisierung des Forschungsmodells

Wie bereits das Literaturstudium als auch die qualitativ-empirische Studie ergeben haben, kommt dem Track-Record der Gesellschaft eine besondere Bedeutung zu. Daher wurde dieser Faktor zunächst als direkt auf die Entscheidung wirkender Faktor in das Modell übernommen. Als zweiter Faktor konnte im Rahmen der qualitativ-empirischen Vorstudie

der Faktor Vertrauen ermittelt werden, der daher auch Eingang in das vorliegende Modell fand. Mit Betrachtung des Wissens über Prinzipal-Agenten-Beziehungen, die hier vorliegt, müssen zwei Agency-Problematiken geklärt worden sein, bevor die Investoren in den Venture-Capital-Fonds investieren. Das erste ist das Problem der Adversen-Selektion. Hier stellt sich die Frage, ob der Agent (in diesem Falle die Venture-Capital-Gesellschaft) über die Fähigkeiten verfügt, dem Prinzipal (dem Investor) die für diese Asset-Klasse typischen Renditen zu verschaffen (Hidden-Characteristics) und darüber hinaus motiviert ist, sich im Sinne des Investors zu verhalten (Hidden-Intention). Das zweite Problem liegt in der Gefahr von Moral-Hazard für die antizipierte Laufzeit des Fonds. Moral-Hazard wird in diesem Beziehungsgeflecht dann vorliegen, wenn sich der Agent auf Kosten der Venture-Capital-Gesellschaft bereichert und dies nur sehr schwer zu kontrollieren ist (Hidden-Action) oder der Investor die Handlungen der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft nicht beurteilen kann (Hidden-Information). Beispiele für opportunistisches Verhalten finden sich sowohl bei Gompers & Lerner (1996, S. 479 ff.) als auch bei Feinendegen et al. (2003, S. 1178 ff.) und können sich z.B. darauf beziehen, dass die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft die Investitionsmittel in Portfolio-Unternehmen investieren, an denen sie persönlich beteiligt sind oder von deren guter Entwicklung sie neben der Gewinnbeteiligung über den Fonds profitieren. In den vergangenen Abschnitten wurde die Bedeutung von Kontrolle und Vertrauen hinsichtlich der Investitionsentscheidung diskutiert. Daher erhält das vorliegende Modell neben dem Track-Record eine direkt auf die Entscheidung wirkende Vertrauens- und Kontrollkomponente.

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es aber zudem, Aussagen darüber treffen zu können, wodurch Venture-Capital-Gesellschaften das Fundraising positiv für sich beeinflussen können. Daher werden die Konstrukte Vertrauen und Kontrolle in dem zu bildenden Modell als Mediatoren, d.h., Variablen, die sowohl durch andere Variablen bedingt werden, als auch andere Variablen beeinflussen (Bortz & Döring, 2002, S. 6 f.; Baron & Kenny, 1986, S. 1176 ff.), angesehen. In den letzten Abschnitten wurden als Einflussfaktoren für das Vertrauen die Ähnlichkeit der handelnden Personen, die Dauer der Zusammenarbeit, der Track-Record als auch die Due-Diligence diskutiert. Als Einflussfaktor für die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten wurden das Verhalten im Rahmen der Due-Diligence und die Attraktivität der Vertragsklauseln diskutiert. Mit Bezug auf die Betrachtung der einzelnen hypothesierten Wirkbeziehungen in einem ganzheitlichen Modell folgt dieses Modell, wie in Abbildung 22 visualisiert, somit einer Bedingungs-Ebene, einer Wahrneh-

mungs-Ebene und einer Handlungs-Ebene. Die folgende Abbildung 23 fasst die gebildeten Hypothesen zusammen.

Hypothesen zur Erklärung der Investitionsentscheidung	Hypothese 1: Je besser der Track-Record der Venture-Capital-Gesellschaft, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit einer positiven Investitionsentscheidung des Limited-Partners.
	Hypothese 2: Je höher das Level des Vertrauens des Limited-Partners, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit einer positiven Investitionsentscheidung des Limited-Partners.
	Hypothese 3: Je höher die wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit einer positiven Investitionsentscheidung des Limited-Partners.
Hypothesen zur Erklärung der Vertrauensentstehung	Hypothese 4: Je besser der Track-Record der Venture-Capital-Gesellschaft, desto größer ist das Ausmaß des Vertrauens.
	Hypothese 5: Je länger die Dauer der Zusammenarbeit zwischen Limited-Partner und Venture-Capital-Gesellschaft, desto größer ist das Ausmaß des Vertrauens.
	Hypothese 6: Je höher die Ähnlichkeit zwischen Limited-Partner und Venture-Capital-Gesellschaft, desto größer ist das Ausmaß des Vertrauens.
	Hypothese 7: Je höher die Offenheit im Rahmen der Due-Diligence, desto größer ist das Ausmaß des Vertrauens.
Hypothesen zur Erklärung der Entstehung der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten	Hypothese 8: Je ansprechender die Vertragsklauseln für den Limited-Partner, desto größer ist das Ausmaß der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten.
	Hypothese 9: Je höher die Offenheit im Rahmen der Due-Diligence, desto größer ist das Ausmaß der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten.

Abbildung 23: Überblick über abgeleitete Hypothesen

7. Quantitativ-empirischer Teil

7.1 Erhebung der Daten

7.1.1 Auswahl der Methoden

Das auf Basis der qualitativen Erhebung und des Literaturstudiums abgeleitete Modell soll nun mit Hilfe einer quantitativen Forschungsmethode überprüft werden. Als erster Schritt müssen daher empirische Daten beschafft werden. In der empirischen Sozialforschung werden hierfür regelmäßig Erhebungsmethoden wie die Befragung, die Beobachtung, Experimente, Inhaltsanalysen aber auch nicht reaktive Datenerhebungsverfahren, wie z.B. die Analyse sekundärer Daten, eingesetzt (vgl. hierzu u.a. Atteslander & Cromm, 2006, S. 65 ff.; Schnell, Hill & Esser, 2008, S. 319 ff.). Die in der Praxis mit 70 % am häufigsten eingesetzte Erhebungsmethode ist die schriftliche Befragung (Raithel, 2008, S. 65). Dies ist nicht zuletzt auf Vorteile wie Schnelligkeit, geringere Kosten, Wegfallen der Beeinflussung der Befragten durch Art und Eigenschaften des Interviewers und verbesserte Möglichkeiten für den Befragten, über die einzelnen Fragen nachzudenken, zurückzuführen. Allerdings stellt die Methode hohe Anforderungen an das intersubjektive Verständnis von Fragebögen, da aufgrund der Abwesenheit der fragestellenden Person kaum Hilfestellungen gegeben werden können (Diekmann, 2006, S. 514).

Als besondere Durchführungsform der schriftlichen Befragung hat sich in den letzten Jahren die online-gestützte Befragung durchgesetzt (Atteslander & Cromm, 2006, S. 155; Diekmann, 2006, S. 521 f.). Während diese für allgemeine Bevölkerungsumfragen aufgrund von Verallgemeinerungsproblematiken durchaus kritisch diskutiert werden, eignet sich diese besonders gut für hinreichend bekannte und eingegrenzte Zielpopulationen (Diekmann, 2008, S. 530). Das Verallgemeinerungsproblem kann dadurch erklärt werden, dass die Grundgesamtheit in einer Internet-Umfrage als die Summe aller Internetnutzer definiert wird, die in aller Regel mit Ausnahme ihrer selbst keine faktisch existierende Population darstellen (Schnell et al., 2008, S. 379). Bei einer auch als Web-Survey bekannten Online-Befragung wird der Fragebogen durch ein Hilfsprogramm auf einem Web-Server ausgeführt (Schnell et al., 2008, S. 377). Gegenüber klassischen bzw. postalischen Befra-

gungen wird die Schnelligkeit der Durchführung und damit verbundener Auswertung sowie die geringeren Kosten der Onlinebearbeitung von Fragebogen im Gegensatz zu einer klassischen Durchführung genannt (vgl. hierzu u.a. Atteslander & Cromm, 2006, S.156; Diekmann, 2006, S. 522). Ferner lassen sich Reaktionen von Befragten im Rahmen von online durchgeführten Befragungen im Gegensatz zu den klassischen, schriftlichen Befragungen leichter durch das Abspeichern der Nutzungsdateien auf dem Server beobachten und später auswerten. Beispielsweise ist es sehr einfach nachzuhalten, ob ein Fragebogen im Rahmen einer Sitzung beantwortet wurde, oder ob dieser zu einem späteren Zeitpunkt fertig gestellt wurde. So lassen sich z.B. die für die Beurteilung eines etwaigen Non-Response-Bias benötigten Daten leichter erfassen (Bosnjak, Tuten & Bandilla, 2001, S. 7; vgl. ebenso die in Kapitel 7.3.2 gemachten Angaben).

Zunächst geht es darum, die Grundgesamtheit hinreichend zu bestimmen. Hierfür wurde auf zwei Datenbanken zurückgegriffen. Bei der einen Datenbank handelt es sich um das Limited-Partner-Universe von Preqin, einem weltweiten Verzeichnis von Investoren im Bereich alternativer Investitionen. Der Datenanbieter Preqin ist eine im Jahre 2002 gegründete Marktforschungsgesellschaft, die auf die Erforschung alternativer Investitionen (neben Private-Equity und Venture-Capital auch Real-Estate, Cleantech, Hedge-Fonds, Secondaries und Infrastructure-Investments) spezialisiert ist (vgl. zu näheren Informationen www.preqin.com). Bei der zweiten verwendeten Datenbank handelt es sich um die Online-Datenbank des LP-Source-AIP (Alternative-Investment-Programm) von Dow-Jones. Diese Datenbank beinhaltet ebenfalls eine Auflistung weltweit tätiger Investoren im Bereich alternativer Investitionen. In einem ersten Schritt wurde das in ausgedruckter Form vorhandene Limited-Partnership-Universe auf Aktualität überprüft und wenn nötig aktualisiert. Hiernach handelte es sich um eine Grundgesamtheit von 888 Investoren, die von verschiedenen Plätzen der Welt in Venture-Capital-Fonds investiert haben. Die Online-Datenbank von Dow-Jones ergab eine Grundgesamtheit von 891 Investoren, die in die Asset-Klasse Venture-Capital investieren. Da die Online-Datenbank laufend aktualisiert wurde, wurde am 1.7.2010 ein Auszug gezogen. Auch dieser Datensatz wurde auf Aktualität und Richtigkeit geprüft. Aus beiden Datenbanken wurden allerdings solche Investoren entfernt, die entweder ihre Investmenttätigkeit aufgegeben, oder aber laut eigenen Angaben – entweder telefonisch erfragt oder aber durch Sekundärquellen wie die Internetseite oder beider zur Verfügung stehenden Datenbanken ermittelt – in den letzten zehn Jahren keine Investition vollzogen hatten. Im Ergebnis handelt es sich um eine weltweite

Grundgesamtheit von 783. Da es Ziel der vorliegenden Arbeit ist, Aussagen über das Entscheidungsverhalten von Investoren in Venture-Capital-Fonds zu machen, wurden in einem ersten Schritt die Mitglieder der Organisation mit den höchsten Entscheidungsbefugnissen angesprochen. Meistens handelt es sich um die Partner-Ebene. War dies nicht möglich, wurde auf eine Ebene mit weniger Entscheidungskompetenz ausgewichen.

Auch im Rahmen der vorliegenden Arbeit bietet sich die Durchführung einer Online-Befragung aufgrund der oben aufgeführten Vorteile an. Eine postalische Durchführung hätte die Datenerhebung insbesondere wegen der Internationalität erheblich verteuert bzw. zeitlich sehr verzögert. Auch Experimente und Beobachtungen kommen aufgrund des internationalen Charakters der Studie und der damit verbundenen örtlichen Distanz von vorne herein nicht in Frage. Reaktive Datenerhebungsverfahren oder die Inhaltsanalyse bestehender Materialien zum Untersuchungsgegenstand kommen ebenfalls nicht in Frage, da diese für einen Großteil der aufgestellten Hypothesen nicht vorhanden sind. Allerdings wird bei der deskriptiven Auswertung auf Sekundärquellen wie die Internetpräsenzen der einzelnen Investoren zurückgegriffen, um die im Rahmen der Primärerhebung erhobenen Daten zu validieren.

Für die Durchführung der Online-Befragung wurde das Programm Unipark (im Detail: EFS Survey, Enterprise-Feedback-Suite, Version 8.0), verwendet. Das Antwortverhalten der Befragten wurde dabei festgehalten, so dass dies in die Analyse möglicher Verzerrungen einfließen kann.

7.1.2 Gestaltung des Fragebogens / Rücklaufoptimierung

Mit Ausnahme der Besonderheit der Optimierung einer Online-Umfrage auf die verschiedenen Displayeinstellungen der möglichen Befragten, gelten die in der Literatur gemachten Aussagen zur Gestaltung von schriftlichen Fragebögen analog für die Gestaltung von Online-Fragebögen. Für weitere Anleitungen bezüglich der Gestaltung von Befragungen, die im Rahmen der vorliegenden Arbeit berücksichtigt wurden vgl. hierzu exemplarisch Bortz & Döring (2002, S. 253 ff.); Kuckertz & Lomberg (2007, S. 561 ff.) sowie Schnell et al. (2008, S. 382 ff.) und ferner Atteslander & Cromm (2006, S. 157 ff.) für die Gestaltung von Onlineumfragen im Speziellen. Den Befragten wurden in diesem Zusammenhang mehrere Aussagen zu den einzelnen Konstrukten präsentiert, wobei sie gebeten wurden, ihre Zustimmung zu der Aussage zu nennen (vgl. hierzu das Kapitel 7.5. zur Entwicklung der

Messmodelle der vorliegenden Arbeit). Um die Zustimmung zu den einzelnen Aussagen zu messen, wurde auf die in der Sozialforschung standardmäßig verwendeten Likert-Skala, im vorliegenden Fall fünf-stufig von „completely disagree“ bis „completely agree“, zurückgegriffen (Diekmann, 2008, S. 240; für eine genaue Erläuterung der Likert-Skala vgl. Likert, 1932, S. 5 ff.). Da es laut Schriesheim, Kopelman & Solomon (1989, S. 487) für die noch zu prüfende Reliabilität oder Validität unerheblich sei, ob die Indikatoren gruppiert in Bezug auf die theoretischen Konstrukte präsentiert werden oder nicht, wurde darauf verzichtet, diese zu streuen. Eine Streuung der einzelnen Indikatoren hätte den Fragebogen unnötig schwierig gestaltet. Bei der Gestaltung des Fragebogens wurde darauf geachtet, dass die Indikatoren im Nachhinein eindeutig interpretierbar sind (Bortz & Döring, 2002, S. 254). Als Besonderheit der elektronischen Umfrage wurde der Empfehlung bei Schnell, Rainer, Hill & Esser (2008, S. 384) gefolgt, nach der Befragte nicht zur Beantwortung einzelner Fragen gezwungen werden sollen. Ebenfalls wurde mit einem Fortschrittsindikator gearbeitet, um dem Befragten jederzeit die Restlaufzeit der Befragung anzeigen zu können und auf diesem Wege Abbrüche zu vermeiden. Letztlich wurde der Web-Survey für eine Darstellung auf verschiedenartig konfigurierte Displays optimiert.

Ein Problem schriftlicher Befragungen sind unzureichende Rücklaufquoten. Aufgrund der Gefahr eines Überangebots an Online-Erhebungen ist dieses Problem bei Online-Erhebungen sogar größer (vgl. hierzu im Detail Kuckertz & Lomberg, 2007, S. 563 ff.). Gemäß Jones (1979, S.109 f.) können Sponsorenschaften positive Effekte auf die Rücklaufquote von Umfragen haben. Zunächst wurde daher das Logo der Universität Duisburg-Essen verwendet. Ferner wurde sich im Vorfeld der Durchführung der Studie die Unterstützung des Bundesverbands alternativer Investments e.V. (Bonn) versichert. Auch das Logo dieses Branchenverbandes war auf der ersten Seite der Umfrage zu sehen. Ferner wurde, um die Rücklaufquote zu verbessern, mit einem Enddatum der Befragung gearbeitet (Bortz & Döring, 2002, S. 258). Um die Motivation der Befragten zu erhöhen, wurde ferner auf die Möglichkeit der zur Verfügungstellung der empirischen Ergebnisse hingewiesen. Insbesondere für die Steigerung der Rücklaufquote bei der Befragung von Unternehmen bietet es sich zunächst an, einen telefonischen Kontakt zur Zielperson aufzubauen (Bortz & Döring, 2002, S. 257). Im vorliegenden Fall wurde daher ein Großteil der Investoren dieser Grundgesamtheit im Rahmen eines persönlichen Akquise-Telefongesprächs eingeladen. Wenn ein persönliches Gespräch nicht möglich war, wurde der entsprechende Vertreter entweder über seine Sekretärin oder mittels einer Nachricht auf seinem Anrufbe-

antworter eingeladen. Den restlichen potentiellen Teilnehmern wurde aufgrund der Unmöglichkeit einer telefonischen Vorankündigung direkt eine Einladungs-E-mail zugesendet. Durch das aktive Anrufen kann für einen Großteil der Befragten festgehalten werden, dass es nicht zu einer Verzerrung aufgrund der Unvertrautheit mit Online-Befragungen gekommen ist. Vielmehr schien eine Vielzahl der telefonisch kontaktierten Personen sogar mit dieser Art der Befragung bestens vertraut, da sie sich aktiv nach einer Online-Durchführung der Umfrage erkundigt haben. Nachfassaktionen, sowohl in schriftlicher als auch telefonischer Form, haben für die Steigerung der Rücklaufquote eine große Bedeutung (Bortz & Döring, 2002, S. 258). Es wurde im vorliegenden Fall nach 14 Tagen der Zusendung des Links für den Online-Fragebogen eine erste Nachfassaktion per E-mail durchgeführt, wobei, wenn notwendig, zwei weitere Nachfassaktionen, jeweils nach sieben Tagen, per E-mail erfolgten. Insgesamt haben am Ende 152 der befragten Limited-Partners den Fragebogen beantwortet. Bei einer zu betrachtenden Grundgesamtheit von 783 ergibt dies eine Response-Rate in Höhe von 19,41 %. Mit Blick in die Literatur über die Güte von Response-Raten wird in der Studie von Baruch (1999, S. 434) für Befragungen von Top-Managern eine Response-Rate von mindestens 23 % gefordert, die in der vorliegenden Studie durchaus fast erreicht wurde. Wird diese Response-Rate allerdings mit bisherigen Umfragen im Bereich Venture-Capital verglichen, kann die erreichte Response-Rate als außerordentlich gut bezeichnet werden. So bewerteten Groh, Liechtenstein & Canela (2007, S. 4) die Antwortrate in ihrer Studie in Höhe von 7 % im Vergleich zu anderen Studien bereits als erfolgreich¹⁰.

7.2 Aufbereitung der Daten

7.2.1 Ausreißeranalyse

Als Ausreißer werden Merkmalsausprägungen bezeichnet, die sich merklich von anderen Beobachtungen unterscheiden. Dabei kann es sich um die Abweichungen in der Ausprägung einzelner Variablen (normale Ausreißer) als auch um eine einzigartige Kombination verschiedener Merkmalsausprägungen (multivariate Ausreißer) handeln (Hair et al., 2006, S. 73).

Um Aussagen über den Umgang mit Ausreißerdaten machen zu können, ist auf die Gründe für die Abweichung abzustellen. Handelt es sich um Ausreißer, die auf den Prozess der

¹⁰ In ihrer Studie haben Groh, Liechtenstein & Canela (2007, S. 4) 1079 Private-Equity Investoren angesprochen, worauf sie 75 Antworten bekamen.

Datenerhebung zurückzuführen sind (z.B. Eintragungsfehler oder Codierungsfehler), sind diese zu eliminieren und als fehlende Werte zu kennzeichnen (Hair et al., 2006, S. 73). Resultieren die Ausreißer aus außergewöhnlichen Umständen (wie z.B. einem wirtschaftlichen Schock) und will der Forscher hiervon abstrahieren, sind diese Daten ebenfalls aus dem Datensatz zu entfernen. Entziehen sich dem Forscher die Gründe für das Auftreten einzelner Ausreißer, ist im Einzelfall über den Umgang mit dem Ausreißerwert zu entscheiden. Werte, deren Klassifizierung sich als Ausreißer nicht durch ihre absolute Abweichung, sondern durch Abweichungen vom Muster des Antwortverhaltens ergeben, sind auch nur im Einzelfall und unter Berücksichtigung besonderer Gründe auszuschließen. Im Zweifelsfall sind die Ausreißerdaten im Datensatz zu belassen (Hair et al., 2006, S. 73 f.).

Die univariate Prüfung der einzelnen Variablen erfolgte durch die Analyse graphischer Box-Plots mit PASW 18. Bei einem Box-Plot handelt es sich um ein Streudiagramm, welches auf den Quartilen und dem Median basiert. Die Box umfasst dabei die mittleren 50 % einer Verteilung, wobei die Box durch das erste und dritte Quartil begrenzt wird. Die äußeren Striche markieren dabei das Eineinhalbfache des Interquartilsbereichs. Werte, die außerhalb dieses Interquartilsbereichs liegen, werden als Ausreißer bezeichnet. Werte, die außerhalb des dreifachen des Interquartilsbereichs liegen, werden als Extremwerte bezeichnet. Die Verwendung eines Box-Plots zur Analyse von Ausreißern eignet sich, da die zur Anfertigung des Box-Plots benötigten Kennwerte resistent gegenüber Ausreißern sind (Bortz & Döring, 2010, S. 44 f.; Ein Beispiel für die Anwendung der Analyse mittels Box-Plots für den Indikator sim1 findet sich im Anhang 3). Die Analyse der Box-Plots ergab, dass zwar Ausreißer vorlagen, diese aber keineswegs als extrem einzustufen sind (Bühl, 2010, S. 265). Dem Autor entzieht sich der Grund für diese einzelnen Ausreißer, so dass diese gemäß oben angesprochener Empfehlung im Datensatz beibehalten werden.

Um das Vorhandensein von multivariaten Ausreißern zu analysieren eignet sich als multivariates Detektionsverfahren die Mahalanobis-Distanz (Hair et al., 2006, S. 75). Mithilfe dieses Maßes wird es möglich, die multidimensionale Position einer Beobachtung in Abhängigkeit eines gemeinsamen Punktes zu messen. Die Maßzahl verfügt dabei über statistische Eigenschaften, die einen Signifikanztest ermöglichen. Die Maßzahl, dividiert durch die Anzahl der Variablen, ist näherungsweise wie eine T-Variable verteilt. Mit Festlegung eines Signifikanzniveaus, hier in Höhe von 0,05, können einzelne Ausreißer ermittelt und in einem zweiten Schritt näher analysiert werden (Hair et al., 2006, S. 75; Tabachnik &

Fidell, 2007, S. 73 ff.). Im vorliegenden Fall wurden die einzelnen Distanzen mit PASW 18 ermittelt. Auf diese Weise ergaben sich zehn zu betrachtende Fälle, wobei der kritische Wert bei Festlegung eines Signifikanzniveaus von 0,05 demnach bei 34,82 lag. Für die Berechnung wurden die 23 verwendeten Variablen zugrunde gelegt. Bei näherer Betrachtung musste allerdings lediglich einer der betrachteten Fälle ausgeschlossen werden, bei dem entweder gar nicht oder extrem geantwortet wurde. Der ausgeschlossene Fall ist in Anhang 6 dick markiert. Die anderen betrachteten Fälle folgten dabei nicht diesem Muster, so dass diese ebenfalls Eingang in die weitere Verarbeitung und Analyse der erhobenen Daten fanden. Somit reduziert sich die zu betrachtende Anzahl der Fälle auf 151.

7.2.2 Prüfung auf Normalverteilung / Linearität als Voraussetzung statistischer Verfahren

Viele statistische Verfahren setzen eine multivariate Normalverteilung voraus (Bühner, 2006, S. 197 f. S. 227; Curran, Finch & West, 1996, S. 16; Hair et al., 2006, S. 739 f.)¹¹. Somit sollte vor der Aufbereitung der Daten sowie der Prüfung des Messmodells zunächst eine Analyse der Rohdaten erfolgen.

Da die Voraussetzung der multivariaten Normalverteilung die univariate Normalverteilung ist, wird diese zuerst geprüft (Pedhazur & Schmelzkin, 1991, S. 650). Die Analyse der Rohdaten auf das Vorhandensein einer Normalverteilung kann durch die Betrachtung der Histogramme sowie der Normal-Probability-Plots und der Überprüfung der Werte für Schiefe und Wölbung erfolgen (Hair, 2006, S. 81 f.). Zur Messung der univariaten Normalverteilung darf die Schiefe den Wert 2 und die Wölbung den Wert 7 nicht übertreffen. Obgleich diese Werte von Curran, West & Finch (1996, S. 27) und z.B. auch Muthén & Kaplan (1992, S. 19 ff.) kritisch diskutiert werden, wird sich an dieser Stelle an diesen Werten orientiert. Mit Blick auf die graphische Analyse sowie die Wölbungs- und Schiefemaße liegen allenfalls moderate Verletzungen normalverteilter Werte vor. Die Analyse erfolgte in PASW 18 unter paarweisem Ausschluss fehlender Werte.

Ferner liegen zur Prüfung der univariaten Normalverteilung der Kolmogorov-Smirnov-Test als auch der Shapiro-Wilk-Test vor. Beide Tests berechnen den Level der Signifikanz hinsichtlich der Abweichung von der Normalverteilung. Sind die Testergebnisse signifi-

¹¹ In der vorliegenden Arbeit setzen die Analyse fehlender Werte (Missing-Value-Analyse) sowie die explorative und die konfirmatorische Faktorenanalyse unter Verwendung eines ML-Schätzers (multivariat) normalverteilte Werte voraus.

kant, so kann von einer Abweichung der analysierten Werte von der Normalverteilung ausgegangen werden (Hair et al., 2006, S. 82). Da beide Tests signifikant ausfielen, muss die Normalverteilung auf Basis dieser beiden Tests in Frage gestellt werden (vgl. hierzu im Detail Anhang 7 sowie Anhang 8).

Dem negativen Ergebnis des Kolmogorov-Smirnov-Tests sowie des Shapiro-Wilk-Tests zum Trotz soll dennoch aufgrund des positiven Ergebnisses der graphischen Analyse die Prüfung auf multivariate Normalverteilung vorgenommen werden. Eine Möglichkeit zur Prüfung der multivariaten Normalverteilung mit MPLUS 5.0 bietet sich über den skalierten Chi-Quadrat-Test nach Satorra & Bentler (1994, S. 399) an. Bei diesem Verfahren werden auf Basis einer gewichteten Matrix der geschätzten multivariaten Kurtosis Anpassungen an dem Chi-Square als auch den Standardfehlern gemäß der Abweichungen von der Normalverteilung vorgenommen (vgl. hierzu im Detail: Satorra & Bentler (1994, 399 ff.)). Logischerweise kommt es bei einem Wert von eins bei diesem Faktor zu keiner Anpassung, so dass nicht von einer Verletzung der multivariaten Normalverteilung auszugehen ist (vgl. zur Berechnung Muthén & Muthén (o.J., o.S.)). Im Hinblick auf die vorliegenden Daten liegt für die mit den Likert-Skalen gemessenen latenten Konstrukte insgesamt ein „Scaling Correction Factor“ von 0.994 bei den Rohdaten vor. Da der Wert sehr nahe bei eins liegt, ist anzunehmen, dass keine große Abweichung von der multivariaten Normalverteilung vorliegt, so dass die Voraussetzungen für die Anwendung der oben genannten Verfahren gegeben ist.

Für die später im Rahmen dieser Arbeit folgende Prüfung des Strukturgleichungsmodells ändert sich diese Situation allerdings durch das gleichzeitige Betrachten der dichotomen Variablen der Entscheidung. Insofern ein „Scaling-Correction Factor“ von 0,505 zugrunde zu legen ist, ist von einer Verletzung der multivariaten Normalverteilung auszugehen. Allerdings wird diesem Problem, wie in Kapitel 7.6.3 noch beschrieben werden wird, durch die Nutzung eines angemessenen Schätzers begegnet.

Eine wichtige und daher gesondert zu erwähnende Anwendungsvoraussetzung für die Durchführung der explorativen als auch der konfirmatorischen Faktorenanalyse und somit der Prüfung des Messmodells (vgl. hierzu Kapitel 7.5) ist ein ausreichendes Maß an Linearität zwischen den Indikatoren. Neben dem bereits besprochenen notwendigem Vorliegen der Normalverteilung sowie dem Ausschluss von Ausreißern bedarf es einer substantiellen Korrelation zwischen den gemessenen Indikatoren als auch gewisser Anforderungen an das

Mindestmaß an Reliabilität (Kommunalität) der einzelnen Indikatoren (Bühner, 2006, S. 191 ff.).

Die substanzielle Korrelation kann mit dem Kaiser-Meyer-Olkin-Koeffizient (KMO) getestet werden. Beim KMO wird der gemeinsame Varianzanteil der einzelnen Indikatoren miteinander bestimmt und durch den gemeinsamen Varianzanteil zwischen allen Indikatoren plus den quadrierten Partialkoeffizienten geteilt (Bühner, 2006, S. 206 f.). Wie in Anhang 9 illustriert, wurde mit einem Ergebnis von 0,752 ein mittlerer KMO-Koeffizient erreicht (vgl. für Detailinformationen Kaiser (1970, S. 401); ab 0,8 kann von guten Werten gesprochen werden S. 405; ab 0,7 kann von mittelmäßigen Werten gesprochen werden (Kaiser & Rice, 1974, S. 112)). Ein weiterer Test für den Nachweis substantieller Korrelation ist der Bartlett's-Test (Bühner, 2006, S. 207). Mit dem die Normalverteilung voraussetzenden Bartlett's-Test wird die Nullhypothese geprüft, die besagt, dass alle Korrelationen der Korrelationsmatrix gleich null sind. Die Prüfgröße ist dabei Chi-verteilt. Insofern der Test signifikant wird, sind alle Korrelationen der Korrelationsmatrix größer null und die Faktorenanalyse gilt als geeignet (Bühner, 2006, S. 207). Auch dieser Test unterstützt, ebenfalls illustriert in Anhang 9, die Durchführung einer Faktorenanalyse.

Letztlich muss ein gewisses Maß an Kommunalität vorliegen. Hinter dem Begriff der Kommunalität verbirgt sich die durch alle extrahierten Faktoren aufgeklärte Varianz eines einzelnen Indikatoren (Bühner, 2006, S. 186). Laut einer Monte-Carlo-Studie von MacCallum, Widaman, Zhang & Hong (1999, S. 96) sollten die Kommunalitäten bei einer Stichprobengröße von $n = 151$ bei ca. 0,5 liegen. Da die Kommunalitäten diesen Wertebereich bei Durchführung der Hauptkomponentenanalyse mit Varimax erreichen, ist diese Voraussetzung ebenfalls gegeben (vgl. hierzu Anhang 11).

7.2.3 *Behandlung fehlender Werte*

7.2.3.1 Analyse des Musters fehlender Werte

Aufgrund von Datenfehlern, nicht erhobenen Fragen auf Basis der Fragestellung, mangelndem Wissen oder aber auch der expliziten Verweigerungen auf Seiten des Informanten, kann es bei der Erhebung von Daten zu fehlenden Werten im Datensatz kommen (Schnell et al., 2008, S. 468). Dies kann zu Qualitätsverlusten bei der Schätzung von Parametern beitragen oder den Umgang mit den Daten erheblich erschweren, da ein Großteil der statistischen Auswertungsverfahren vollständige Datenmatrizen voraussetzen. Letztlich

kann es aufgrund fehlender Werte auch zu Verzerrungen bei Parameterschätzungen aufgrund von systematischen Unterschieden zwischen beobachteten und fehlenden Werten kommen (vgl. hierzu auch die Anmerkungen in Kapitel 7.3 sowie bei Lüdtkke, Robitzsch, Trautwein & Köller (2007, S. 103)).

Um einen passenden und methodenadäquaten Umgang mit den fehlenden Werten zu gewährleisten, muss zunächst geklärt werden, in welcher Form die Daten fehlen. Fehlende Werte entstehen z.B. dadurch, dass oftmals die letzten Fragen eines Fragebogens nicht beantwortet werden (sog. Item-non-Response). Der Begriff des Item-non-Response bezieht sich aber auch auf Lücken im Datensatz, die auf die Nichtbeantwortung einzelner Fragen in der Mitte des Fragebogens oder aber auf die Nichtbeantwortung ganzer Blöcke von Fragen zurückzuführen sind (Graham, Cumsille & Eller-Fisk, 2003, S. 88 f.). Für eine detaillierte Analyse bietet sich die Klassifikation nach Rubin (1976, S. 582) an. Hiernach wird zwischen zufällig fehlenden Werten (MAR = Missing-at-random), vollständig zufällig fehlenden Werten (MCAR = Missing-completely-at-random) und systematisch fehlenden Werten (MNAR = Missing-not-at-random) unterschieden. Bei MCAR fehlen Daten vollständig zufällig, wobei das Fehlen durch keine andere, bekannte Variable vorhersehbar ist. Bei MAR ist das Fehlen durch andere Variablen zu erklären. Fehlen die Werte MNAR, so ist dies auf die Ausprägung der Variablen selbst zurückzuführen (Lüdtkke et al., 2007, S. 104; Schnell et al., 2008, S. 469).

Insgesamt handelt es sich bei dem vorliegenden Datensatz um 21 unvollständige Fälle (13,9 %), wobei insgesamt lediglich 79 Einträge in der gesamten Datenmatrix fehlen, was einem Prozentsatz von 2,4 % gleichkommt (vgl. hierzu auch Anhang 4). Ein in der vorliegenden Studie zu berichtender Grund für fehlende Daten lässt sich auf die Systematik des verwendeten statistischen Programms Unipark zurückführen. Es war zu beobachten, dass einige Informanten die ersten Seiten nicht beantwortet haben, den Fragebogen dann aber ohne Lücken beendet haben. Wahrscheinlich wollten sich diese Informanten zunächst ein allgemeines Bild von der Umfrage machen. Dies wird bei genauerer Analyse des Musters des Antwortverhaltens deutlich (vgl. hierzu Anhang 5). Dies ist auf die Tatsache zurückzuführen, dass es keine Möglichkeit gab, sich eine einmal beantwortete Seite ein zweites Mal, z.B. durch Betätigung des Rück-Buttons anzusehen. Während der Durchführung der Studie kam es zu einigen Rückmeldungen, die dieses Problem betrafen. Der Fragebogen wurde daraufhin ohne die Löschung der Daten zurückgesetzt. Dennoch liefert der MCAR-

Test nach Little Grund zur Annahme, dass die Daten vollständig zufällig fehlen (Chi-Quadrat = 364.615, DF = 351, Signifikanz = 0,297).

7.2.3.2 Ersetzung fehlender Daten

Während der paarweise oder fallweise Ausschluss zu den klassischen Ansätzen im Umgang mit fehlenden Daten gehört, wird in der Literatur heutzutage die Anwendung eines Maximum-Likelihood-Verfahrens (ML-Verfahren) oder die Methode der multiplen Imputation empfohlen (Schafer & Graham, 2002, S. 173). Bei den Verfahren der Maximum-Likelihood-Schätzung werden die fehlenden Daten auf Basis der Verteilung der tatsächlich beobachteten Daten geschätzt (Little & Rubin, 2002, S. 97 ff.; vgl. ferner Anwendungen bei Kuckertz, Kohtamäki & Dröge, 2010, S. 181 sowie Kautonen, Zolin, Kuckertz & Viljamaa, 2010, S. 195), wobei die Ziehung von Rückschlüssen auf Basis von Wahrscheinlichkeitsfunktionen in diesem Zusammenhang als äußerst verbreitet gilt (Schafer & Graham, 2002, S. 162). Charakteristisch für das Verfahren der multiplen Imputation hingegen ist der Ersatz jedes fehlenden Wertes durch den Einsatz mehrerer gewichteter plausibler Werte (Little & Rubin, 2002, S. 209 ff.). Aufgrund der Einfachheit im Einsatz wird in der vorliegenden Arbeit ein ML-Ansatz angewendet. Der dieser Gruppe zuzuordnende EM-Schätzer ist dabei ein iterativer Algorithmus für die Maximum-Likelihood-Schätzung bei unvollständigen Daten und wird in der Forschung oftmals angewendet. Daher wird dieser ebenfalls in der vorliegenden Arbeit verwendet (Fichman & Cummings, 2003, S. 288; Little & Rubin, 2002, S. 166; Meng & Pedlow, 1992, S. 24 ff.). Ganz grob wird der EM-Schätzer in zwei Schritte unterteilt, die bis zum Vorliegen der Konvergenz wiederholt werden: Beim M-Schritt wird die Wahrscheinlichkeitsverteilung auf Basis der beobachteten Daten berechnet. Auf Basis dieser Wahrscheinlichkeitsfunktion werden die fehlenden Daten im E-Schritt durch erwartete Daten ersetzt (Little & Rubin, 2002, S. 167 f.). Für die Anwendung des EM-Algorithmus finden sich in der Literatur folgende Voraussetzungen. Der maximale Anteil fehlender Werte pro Variable darf einen Wert von 30 % nicht übersteigen. Ferner muss der Stichprobenumfang hinreichend groß sein. Ebenfalls muss sichergestellt sein, dass eine Verzerrung vermieden und die Normalverteilungsannahme erfüllt wird (Schafer & Graham, 2002, S. 164). Als weitere Voraussetzung muss gewährleistet sein, dass einzelne fehlende Werte zufällig fehlen (MAR; Little & Rubin, 1989, S. 301 f.).

Im Hinblick auf den vorliegenden Datensatz fehlen laut der Testergebnisstatistik von PASW 18 maximal 10 % der Daten pro Variable (vgl. hierzu Anhang 4). Ferner sind die

Daten, wie bereits oben beschrieben, MCAR. Ebenso ist, wie in Kapitel 7.2.2 bereits beschrieben, von einer multivariaten Normalverteilung auszugehen. Abschließend liegen mit 151 Fällen ausreichend Fälle vor, so dass ein Ersatz fehlender Werte im Rahmen des EM-Algorithmusses mit PASW 18 erfolgen konnte. Die fehlenden Werte wurden durch die im Rahmen des EM-Algorithmusses geschätzten Werte ersetzt. Die auf diesem Wege vervollständigte Datenmatrix wird für die weiteren, noch folgenden Analyseschritte eingesetzt.

7.3 Prüfung auf das Vorhandensein von Verzerrungen in den Daten

7.3.1 Einleitung

In der Literatur werden im Zusammenhang mit Umfragen Verzerrungen aufgrund von Nichtantwortern (Non-Response-Bias), der verwendeten Methode (Common-Method-Bias) und der Beschaffenheit der Informationsquelle (Key-Information-Bias) diskutiert, die einen negativen Einfluss auf den Erklärungsgehalt der erhobenen Daten haben können (Groves, 2004, S. 36.). Grundsätzlich wird bei der Erhebung von Daten zwischen einer zufälligen und einer systematischen Fehler-Komponente unterschieden. Die hier betrachteten systematischen Fehler sind aber besonders schwerwiegend, da sie alternative Erklärungen für die wahren Beobachtungen zwischen zwei Konstrukten als die hypothetisierten Zusammenhänge bergen und auf diese Weise den Erklärungsgehalt der aufgestellten Hypothesen mindern (Podsakoff, MacKenzie & Lee, 2003, S. 879). Daher geht es in den nächsten Abschnitten um die Diskussion des Vorliegens eventueller Verzerrungen im erhobenen Datensatz.

7.3.2 Non-Response-Bias

Bei einem Non-Response-Bias (Schweigeverzerrung) entstehen systematische Fehler in den Antworten, da sich die Ansichten der Antwortenden stark von denen der Nichtantwortenden unterscheiden können. Hierdurch entstehen Probleme bei der Verallgemeinerung der tatsächlichen Antworten auf die Gesamtheit der zu erfassenden Population (Armstrong & Overton, 1977, S. 396). In einem ersten Schritt sind daher Vorkehrungen im Rahmen der Gestaltung des Fragebogens vor der Durchführung der Befragung zu treffen. Hierfür wird auf die Ausführungen in Kapitel 7.1.2 verwiesen. Um den Non-Response-Bias ex-post zu analysieren, schlägt die Literatur mehrere nachstehend erläuterte Testmethoden vor.

Zunächst finden sich in der Literatur Empfehlungen zur Abschätzung einer Schweigeverzerrung anhand subjektiver Einschätzungen sozioökonomischer Größen, wie z.B. der Persönlichkeit, der Leistung im Beruf oder der Zugehörigkeit zu einer sozialen Schicht zwischen Antwortenden und Nicht-Antwortenden (Kirchner & Mousley, 1963, S. 223 ff.). So wird davon ausgegangen, dass Merkmale wie die soziale Herkunft, Motivation oder auch der Erfolg im Beruf einen Einfluss auf die Antwortbereitschaft haben. Natürlich ist bei der betrachteten Population nicht von großen Disparitäten in der sozialen Herkunft der Befragten auszugehen. Eine spezifische Abschätzung bezüglich Motivation und der Leistung im Beruf war allerdings nicht möglich, da bei der Gestaltung des Fragebogens im Hinblick auf die Optimierung der Rücklaufquote (vgl. hierzu Kapitel 7.1.2) darauf geachtet wurde, den Umfang so gering wie möglich zu halten und daher auf Konstrukte zur Abfragung dieser Merkmale verzichtet wurde.

An anderer Stelle wird für die Evaluation auf die subjektive Einschätzung des durchführenden Forschers hinsichtlich des Interesses der Umfrageteilnehmer abgestellt (Donald, 1960, S. 435 ff.). So kann das Problem bestehen, dass lediglich Leute antworten, die sich für die Thematik interessieren. Dies ist im Hinblick auf die Erfahrungen bei der Erhebung der vorliegenden Daten nicht festzustellen. So bedurfte es einer gleich großen Anstrengung bei der Überzeugung jedes einzelnen Befragten. Insgesamt schien bei der telefonisch erreichbaren Gruppe kein großes Interesse an Forschung zu bestehen, so dass hier nicht von einer Schweigeverzerrung auszugehen ist.

Als weitere Methode zur Beurteilung des Vorliegens einer Schweigeverzerrung sind die Extrapolations-Methoden zu nennen. Diese Methoden gehen davon aus, dass zögerlich Antwortende in ihren Sichtweisen und Charakteristika den nicht Antwortenden ähneln (Armstrong & Overton, 1977, S. 396 ff.). Um den erhobenen Datensatz zu prüfen, wurde der Datensatz gemäß der Vorgehensweise bei Homburg & Bucerius (2006, S. 347 ff.) in Abhängigkeit von der Differenz zwischen dem Datum der Fertigstellung des Datensatzes und dem erstem Kontakt in drei Teile unterteilt, wobei der mittlere Teil von einer weiteren Analyse ausgeschlossen wurde. Danach wurde mittels eines T-Tests in PASW 18 untersucht, in wie weit statistisch signifikante Unterschiede zwischen den Mittelwerten der früh und spät Antwortenden vorlagen. Weder lagen heterogene Varianzen vor noch führte der T-Test, wie in Anhang 13 zu sehen, zu statistischen signifikanten Unterschieden (vgl. zur Illustration zudem Anhang 12). Da PASW 18 bivariate Variablen nicht im Sinne des

T-Tests verarbeiten kann, wurde für die Variable der Entscheidung des Investors eine Kreuztabelle erstellt, die einem Chi-Quadrat-Test unterzogen wurde. Da der Chi-Quadrat-Test nicht signifikant ausfiel, ist von einer Gleichverteilung von Befragten, denen ein Fragebogen über ihre letzte positive Entscheidung und von Befragten, die sich an die letzte Absage erinnern sollen, auszugehen (vgl. hierzu Anhang 15 und Anhang 16.). Somit ist bei den vorliegenden Daten nicht von einer Verzerrung aufgrund von Non-Response auszugehen.

7.3.3 Common-Method-Bias

Verzerrungen, die auf Basis der Methodik der Erhebung entstehen, werden als Common-Method-Bias/Common-Method-Variance bezeichnet (Podsakoff et al., 2003, S. 879). Es finden sich in der Literatur mehrere Quellen für Verzerrungen aufgrund von Common-Method-Bias. Dies kann an der Art der antwortenden Person, am Kontext der Vornahme der Messung, am Kontext, in dem die einzelnen Statements (Indikatoren) präsentiert werden, oder aber an der Beschaffenheit der Indikatoren selbst liegen (vgl. für eine detaillierte Auflistung Podsakoff et al., 2003, S. 881 ff.).

In der Literatur finden sich mehrere Techniken, um das Problem von Common-Method-Bias handhabbar zu machen. Zunächst sollten unabhängige und abhängige Variablen, wenn möglich von unterschiedlichen Quellen erhoben werden. Diese Problematik wurde im vorliegenden Fall dadurch versucht zu entschärfen, dass die abhängige Variable nach Kontaktierung abwechselnd vorgegeben wurde. Somit wurde die eine Hälfte der Befragten darum gebeten, sich an den letzten Fonds zu erinnern, in den investiert wurde. Die andere Hälfte wurde darum gebeten, sich an den letzten Fonds zu erinnern, der abgelehnt wurde. Des Weiteren sollte zur Vermeidung sozial erwünschten Antwortverhaltens die Anonymität der Befragten gewährleistet werden. Hierfür wurde den Befragten zugesichert, dass die Daten absolut vertraulich behandelt werden. Ferner wurde auf die Angabe persönlicher Daten komplett verzichtet. Zudem wurde bei der Auswahl, Definition oder Konstruktion der Indikatoren darauf geachtet, mögliche Verzerrungen antizipativ zu vermeiden (vgl. hierzu Kapitel 7.5 über die Entwicklung des Messmodells sowie Podsakoff et al., 2003, S. 888).

Um die Daten hinsichtlich eines möglichen Common-Method-Bias ex-post zu analysieren, haben Podsakoff et al. (2003, S. 898) eine Vorgehensweise vorgestellt, die in Abhängigkeit

der Erhebung der Daten zum Tragen kommen sollte. Insofern die Daten von unterschiedlichen Quellen erhoben wurden, kann angenommen werden, dass kein Common-Method-Bias vorliegt. Bei der vorliegenden Erhebung wurde die Variable über die letztendliche Entscheidung aufgrund einer Zuweisung bestimmt. Für diese Variable lässt sich somit annehmen, dass kein Common-Method-Bias vorliegt. Allerdings folgt das Modell einem Drei-Schritt, wobei vor der Investitionsentscheidung auf eine Bedingungebene eine abhängige Ebene mit den Konstrukten Vertrauen und wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten folgt. Informationen zu Konstrukten dieser beiden Ebenen konnten nicht von unterschiedlichen Quellen erhoben werden, so dass hier ein Common-Method-Bias vorliegen könnte. Mit dem Harman's-single-Factor oder auch Harman's-one-Factor-Test liegt ein sehr verbreiteter Test zur Prüfung vor. Nach diesem Test liegt ein Common-Method-Bias dann vor, wenn das Ergebnis der Faktorenanalyse ein Faktor ist oder aber ein Faktor für einen Großteil der Varianz verantwortlich ist (Podsakoff et al., 2003, S. 889). Ein oftmals angewendetes Prüfverfahren ist die Analyse aller Variablen im Rahmen einer explorativen Faktorenanalyse mit einer unrotierten Faktorenlösung (vgl. zur Vorgehensweise exemplarisch die Anwendung bei Anderson & Bateman (1997, S. 465); weitere Quellen für Anwendungen finden sich bei Podsakoff et al. (2003, S. 889)). Die Durchführung erfolgte mit PASW 18, wobei lediglich 27,05 % auf den ersten Faktor luden, so dass nach diesem Test nicht von einem Common-Method-Bias auszugehen ist (vgl. hierzu Anhang 14). Eine alternative Möglichkeit zur Durchführung dieses Tests ist die konfirmatorische Faktorenanalyse, die ebenfalls oftmals angewendet wird (vgl. exemplarisch: Iverson & Maguire (2000, S. 822); weitere Quellen für Anwendungen finden sich bei Podsakoff et al. (2003, S. 889)). Hierbei wurden alle Variablen auf einen Faktor geladen. Sollte ein Common-Method-Bias existieren, wird es sich um ein Modell mit guten Fit-Indizes handeln. Die Durchführung einer konfirmatorischen Faktorenanalyse mit einem Faktor resultierte in extrem schlechte Werte ($\text{Chi-Square} = 184,740$ d.f. = 19, CFI = 0,00; TLI = 0,122; RMSEA = 0,225; WRMR = 2,300)¹², so dass auch dieser Test gegen das Vorliegen eines Common-Method-Bias spricht.

Podsakoff et al. (2003, S. 889) bewerten den Harman's-single-Factor-Test als nicht aussagekräftig und schlagen daher Folgendes vor: In Situationen, in denen es weder möglich ist, unabhängige und abhängige Variablen in unabhängigen Kontexten zu messen, noch mögli-

¹² Für eine detaillierte Auseinandersetzung mit den an dieser Stelle verwendeten Fit-Werten wird auf das Kapitel 7.5.2.3 verwiesen.

che Quellen des Common-Method-Bias im Vorhinein zu identifizieren, ist ein Ex-post-Test mit dem Single-common-Method-Faktor durchzuführen (Podsakoff et al., 2003, S. 898). Hiernach wird die Prüfung eines alternativen Modells vorgeschlagen, bei dem ein weiterer Faktor, auf den alle Variablen laden, in das Messmodell integriert wird (vgl. zur Vorgehensweise unter anderem Conger, Kanungo & Menon (2000, S. 763); weitere Quellen für Anwendungen finden sich bei Podsakoff et al. (2003, S. 894)). Hiernach würde ein Common-Method-Bias dann bestehen, wenn das Modell mit dem zusätzlichen Faktor eine bessere Güte als das Ursprungsmodell liefern würde und sich die Ladungen samt Signifikanzniveau für die theoretisch bestimmten Konstrukte ändern würden. Insofern dass auf diese Weise spezifizierte Modell aufgrund mangelnder Konvergenz nicht rechenbar war, unterstreicht dies die mangelnde Güte dieses Testmodells. Somit spricht auch dieser Test für die Abwesenheit eines Common-Method-Bias in den erhobenen Daten.

7.3.4 Key-Informant-Bias

In der Literatur werden letztlich, wie bereits zu Beginn dieses Kapitels angesprochen, Verzerrungen aufgrund des Informanten (Key-Informant-Bias) diskutiert. Bei dieser Art der Verzerrung handelt es sich um einen systematischen Messfehler, der aufgrund subjektiver sowie verengter Wahrnehmung oder Beschränkungen in der Informationsaufnahme und -verarbeitungskognitivität eines so genannten Key-Informants entstehen kann (Bagozzi, Yi & Phillips, 1991, S. 423 f.). Die Besonderheit der Befragung von Key-Informants im Gegensatz zu klassischen Befragungen ist, dass sie um generalisierbare Informationen, z.B. über Verhaltensweisen oder aber Beziehungen in Organisationen, gebeten werden. Es geht aber nicht um persönliche Meinungen, Einstellungen oder persönliche Verhaltensweisen (Seidler, 1974, S. 817). Bei Verfolgung des Key-Informant-Ansatzes werden Informanten aufgrund ihres Wissens in Bezug auf den Untersuchungsgegenstand gewählt und nicht auf Basis einer statistischen Repräsentativität (Kumar, Stern & Anderson, 1993, S. 1634). Wegen dieser Tatsache wird der - auch in der vorliegenden Arbeit angewandte Ansatz - in der methodischen Literatur kontrovers diskutiert (Ernst, 2003, S. 1249 ff.; Hurrle & Kieser, 2005, S. 6 ff.). Gemäß manchen Autoren ist die einzige Lösung für dieses Problem die Befragung mehrerer Personen in einem Unternehmen, wobei es danach zu einer Überprüfung der Reliabilitäten zwischen den Antworten der verschiedenen Personen kommen sollte (vgl. die Vorgehensweise bei Ernst (2003, S. 1256 ff.); Kumar et al. (1993, S. 1634) und die dort angegebenen Quellen). An anderer Stelle wird argumentiert, dass die Befragung einzelner Informanten zur Beurteilung von Gruppenphänomenen völlig ausreichend ist und

die Befragung aller mit dem Untersuchungsgegenstand betrauten Personen aus forschungsökonomischen Gründen nicht ratsam ist (Mitchel, 1994, S. 139 ff.). Dies spielt gerade im vorliegenden Fall eine große Rolle. Neben der Tatsache, dass jeder einzelne Informant nur mit größten Mühen zur Teilnahme bewegt werden konnte, war die Bereitschaft, dass mehr als eine Person aus einer Organisation an einer Umfrage teilnimmt, extrem gering.

Das Vorhandensein eines Key-Informant-Bias kann negative Einflüsse auf die Konstruktvalidität haben. Zur Verringerung des Key-Informant-Bias sollten die befragten Personen daher über die notwendige Kompetenz verfügen, um den zu untersuchenden Sachverhalt insgesamt beurteilen zu können (Ernst, 2003, S. 1268; Hughes & Preski, 1997, S. 82). Daher wurden in einem ersten Schritt Entscheidungsträger mit der höchsten Entscheidungskompetenz als Key-Informants zur Beantwortung des Fragebogens eingeladen. Wie in Kapitel 7.4.1 detailliert beschrieben werden wird, konnte dies mit 84 % Investitionsentscheidungsbefugten sowie 13 % mittelbar Entscheidungsbefugten realisiert werden. Für eine Ex-post-Analyse eines Key-Informant-Bias bietet sich ein Vergleich der Angaben des Informanten mit Informationen aus Sekundärquellen an (vgl. für eine analoge Vorgehensweise Stam & Elfring 2008, S. 102 i.v.m. S. 103 f.). Im vorliegenden Fall wurden somit Daten in den verwendeten Datenbanken als auch den Internetpräsenzen der Investoren recherchiert und mit den erhobenen Daten verglichen. Von dem zum Unternehmensalter vorliegenden 145 Merkmalsausprägungen eigneten sich 103 für einen Repräsentativitätstest. Die Differenz resultiert daraus, dass entweder die Angaben der Befragten oder die Angaben in den Sekundärdaten, Veränderungen in der Organisation der Investoren einerseits berücksichtigt und andererseits nicht berücksichtigt haben (vgl. für einen detaillierten Überblick über die Studienteilnehmer Anhang 21). Um die 103 Merkmalsausprägungen zum Unternehmensalter auf Repräsentativität zu testen, wurden die erhobenen Daten mit den Sekundärdaten auf Basis vorhandener Korrelation miteinander verglichen (vgl. zur Vorgehensweise Stam & Elfring, 2008, S. 102). Das durchschnittliche Gründungsjahr der 103 Unternehmen beträgt dabei 1966, wobei das durchschnittliche Gründungsjahr auf Basis der Sekundärdaten 1963 beträgt (vgl. hierfür Anhang 17). Die Korrelation der miteinander verglichenen Datenreihen beträgt 0,758 ($p \leq 0,001$), was für das Nichtvorhandensein eines Key-Informant-Biases spricht (vgl. hierzu Anhang 18). Das durchschnittliche Gründungsjahr bei den zu Grunde gelegten 103 Unternehmen (1966) gleicht dabei dem durchschnittliche Gründungsjahr bei Betrachtung aller zur Verfügung

stehenden Antworten (1966), was für die Gültigkeit des durchgeführten Tests im Hinblick auf alle Fälle spricht (vgl. hierzu Anhang 17 und Anhang 21).

7.4 Deskriptive Analyse der Daten

7.4.1 Beschreibung der Studienteilnehmer

Die in diesem als auch im nächsten Abschnitt für eine deskriptive Beschreibung der Investoren als auch der abgefragten Fonds herangezogenen Daten wurden größtenteils direkt von den Befragten erhoben. Durch eine zusätzliche Recherche auf den Internetseiten des jeweiligen Investoren wurden diese Daten gegengeprüft. Offensichtliche Falscheingaben (z.B. Zahlendreher oder Unplausibilität der Werte) oder fehlende Daten wurden dabei ersetzt bzw. wenn möglich, ergänzt.

Es wurden 151 Fälle verwendet, wobei 77 der Teilnehmer (51%) ihren Hauptgeschäftssitz in Nordamerika, 67 der Teilnehmer (44 %) ihren Sitz in Westeuropa, 6 Teilnehmer (4%) ihren Sitz in Australien bzw. Neuseeland haben und ein Teilnehmer (< 1%) den Hauptgeschäftssitz in Südafrika hat. In der nachstehenden Abbildung 24 ist die Verteilung der Investoren nach Kontinenten visualisiert, wobei sich in Anhang 21 die genaue Herkunft der einzelnen Studienteilnehmer ablesen lässt. Die Zahlen illustrieren den internationalen Charakter der Umfrage. Die Verteilung zwischen Europa und Nordamerika ist allerdings nicht der Verteilung in der Grundgesamtheit gleichzusetzen. Aufgrund einer zeitlich früheren Entwicklung des Venture-Capital-Marktes in Verbindung mit einer größeren volkswirtschaftlichen Bedeutung in den Vereinigten Staaten ist der Anteil der amerikanischen Investoren in der Grundgesamtheit viel größer als der Anteil europäischer Investoren (Eckstaller & Huber-Jahn, 2006, S. 44 f. sowie S. 50 f.). So liegt das Verhältnis von US-amerikanischen-Investoren zu europäischen Investoren in der Datenbank LP-Source-AIP von Dow-Jones bei 4,3 zu 1. Wird die Anzahl der realisierten Antworten zu diesen Zahlen ins Verhältnis gesetzt, so ist der Anteil der europäischen Investoren im Gegensatz zu den amerikanischen Investoren verhältnismäßig groß. Das im Gegensatz zu den europäischen Investoren zurückhaltende Antwortverhalten lässt sich natürlich auf die geographische Nähe der europäischen Investoren bzw. die Distanz amerikanischer Investoren zu einer deutschen Forschungseinrichtung zurückführen. Da es sich aber bei dem vorliegenden Geschäft, wie die qualitativ-empirische Vorstudie ergeben hat, insgesamt um ein weltweites Geschäft handelt, ist dieses Problem zu vernachlässigen.

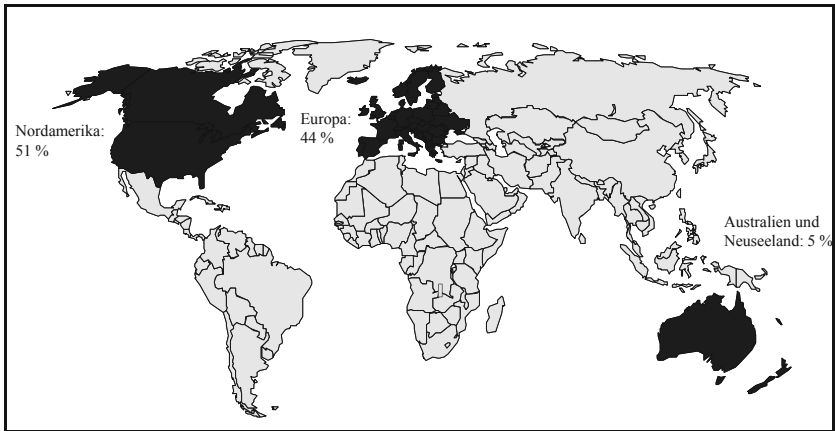


Abbildung 24: Visualisierung der befragten Teilnehmer nach Kontinenten

Um die befragten Venture-Capital-Gesellschaften nach Typen zu unterscheiden, wird der Strukturierung der Private-Equity-Intelligence-Ltd. (Preqin) und ihrem Limited-Partner-Universum gefolgt. In diesem Branchenüberblick wird nach Asset-Managers, Banks & Investment-Banks, Corporate-Investors, Corporate-Pension-Funds, Endowment-Plans, Family-Offices/Foundations, Government-Agencies, Insurance-Companies, Investment-Companies, Private-Equity-Firms, Private-Equity-Fund-of-Funds-Managers und Public-Pension-Funds unterschieden (Friedman & Hartrup, 2007, S. 1 ff.). Wie dem Anhang 23 zu entnehmen ist, entfällt mit 45 Teilnehmern (29,80 %) der größte Bereich auf Private-Equity-Fund-of-Funds-Manager. Darauf folgen, nach Alphabet geordnet, die Gruppe der Asset-Manager mit 7 Repräsentanten (4,64 %), die Gruppe der Banks & Investment-Banks ebenfalls mit 7 Teilnehmern (4,64 %), die Gruppe der Corporate-Investors mit keinem Teilnehmer, die Gruppe der Corporate-Pension-Funds mit 19 Teilnehmern (12,58 %), die Gruppe der Endowment-Plans mit 13 Teilnehmern (8,61 %), die Gruppe der Family-Offices/Foundations mit 16 Teilnehmern (10,60 %), die Gruppe der Government-Agencies mit 11 Teilnehmern (7,28 %), die Gruppe der Versicherungsgesellschaften mit 4 Teilnehmern (2,65 %), die Gruppe der so genannten Investment-Companies mit 8 Repräsentanten (5,3 %), die Gruppe der Private-Equity-Gesellschaften mit 3 Teilnehmern (1,99 %) und letztlich die Gruppe der Public-Pension-Funds mit 18 Teilnehmern (11,92 %).

Um einen Überblick über die Größe der befragten Investoren zu bekommen lässt sich zunächst das Capital-under-Management (verwaltetes Kapital) betrachten. Nach zusätzlicher Recherche liegen hierzu 130 Beobachtungen vor. Im Durchschnitt verwalteten die Gesellschaften dabei knapp 14 Mrd. €, was für eine hohe Professionalität der Befragten spricht. Ein weiteres wichtiges Merkmal zur Beschreibung der befragten Investoren und der Ableitung der Güte der vorliegenden Daten ist das Gründungsjahr bzw. das sich dadurch ergebende Alter der Gesellschaft. Insgesamt lagen Beobachtungen zu 145 Gesellschaften vor. Im Durchschnitt waren die Gesellschaften 44 Jahre alt. Neben dem zuvor diskutierten Merkmal unterstreicht auch dieses die Professionalität der für die Umfrage gewonnenen Teilnehmer. Ein weiterer wichtiger Indikator für die Größe der befragten Investoren ist die Anzahl der beschäftigten Mitarbeiter. Hierzu liegen 137 Beobachtungen vor, wobei die Investoren bei Zugrundelegen eines arithmetischen Mittels über 44 Mitarbeiter verfügen. Bezüglich dieser Variable liegt allerdings eine große Spannweite der einzelnen Merkmalsausprägungen vor. Der Modus liegt mit 14 vorkommenden Fällen bei einer Mitarbeiterzahl von 5. Der Median liegt bei der Merkmalsausprägung 10. Es kann gefolgert werden, dass der hohe Durchschnittswert auf einzelne Ausreißer im hohen Bereich zurückzuführen ist. Eine Erklärung hierfür ist, dass die befragten Informanten von großen Konzernen natürlich die Mitarbeiterzahl des gesamten Konzerns und nicht nur die Anzahl der Mitarbeiter der mit der Investitionstätigkeit betrauten Abteilung angegeben haben. Im Ergebnis bedeutet dies, dass die Organisationen der Investoren im Regelfall über weniger als 44 Mitarbeiter verfügen.

Ferner bietet sich eine Betrachtung der Stellung der befragten Informanten im Organisationsgefüge an (vgl. für die Gründe die Angaben in Kapitel 7.3.4). Da eine Vielzahl von Bezeichnungen für die Positionen der einzelnen Befragten genannt bzw. ermittelt wurden, wird in der folgenden Arbeit zwischen Mitarbeitern auf der Junior-Ebene, der mittleren Ebene, als auch der Senior-Ebene unterschieden. Mitarbeiter der Junior-Ebene sind z.B. Financial- oder Investment-Analysts. Ihnen kommt in aller Regel keine Entscheidungskompetenz zu. Zudem sitzen diese auch nicht in den Entscheidungsgremien. Positionen der mittleren Ebene sind dabei z.B. Investment-Manager oder Principals. Ihnen kommt im Organisationsgefüge des Investoren eine höhere Bedeutung zu. Im Bezug auf Entscheidungen kommt ihnen aber zumindest eine der Entscheidungsfindung unterstützende Funktion zu. Die Senior-Ebene umfasst dabei alle Positionen, die eine Entscheidungsbefugnis bezüglich konkreter Investments haben. Hierunter fallen z.B. Positionen wie der CIO, der Gründer

(Founder) oder der General-Partner. Von 131 Beobachtungen handelt es sich um vier Antwortende auf der Junior-Ebene, um 17 Antwortende auf der mittleren Management-Ebene und um 110 antwortende Mitarbeiter auf der Senior-Ebene. Wie die nachstehende Abbildung 25 illustriert, verfügen also 84 % der Befragten über eine hohe Entscheidungskompetenz, wobei 13 % der Befragten die Entscheidungsfindung durch ihre Stellung im Organisationsgefüge stark beeinflussen können. Detaillierte Angaben hierzu finden sich in Anhang 21.

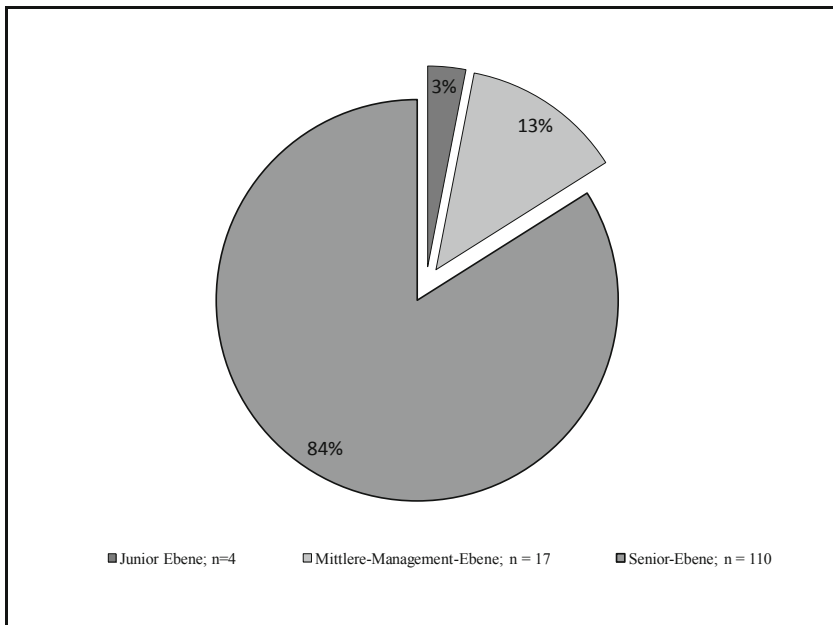


Abbildung 25: Überblick über Verteilung der Umfrageteilnehmer nach Entscheidungsebenen

7.4.2 *Beschreibung der von den Studienteilnehmern bei der Beantwortung des Fragebogens zugrunde gelegten Fonds*

Als Handlungsanweisung für die Befragten wurde vorgegeben, sich an den letzten akzeptierten und in eine Investition resultierenden oder aber sich an den letzten abgelehnten Venture-Capital-Fonds zu erinnern. Daher scheint auch eine Beschreibung der zu Grunde liegenden Fonds angebracht. Es sei aber darauf hingewiesen, dass der Name des Fonds aus

Gründen der Durchführbarkeit der vorliegenden Studie nicht abgefragt wurde. So ergab bereits die qualitativ-empirische Vorstudie eine große Zurückhaltung bei der Nennung konkreter Fondsbezeichnungen. Im Gegensatz zum letzten Kapitel konnte daher keine Anreicherung bzw. Plausibilitätsprüfung mit Sekundärdaten erfolgen. Ein Überblick über die einzelnen Angaben findet sich in Anhang 22.

Zum Vintage-Jahr des Fonds, bzw. dem Jahr, in dem der Fonds aufgelegt wurde, liegen 140 Antworten vor. Am häufigsten bezogen sich die Antwortenden dabei auf eine Investitionsentscheidung im Jahre 2010. In Zahlen waren dies 54 Fonds. 29 Teilnehmer bezogen sich auf eine Investitionsentscheidung im Jahre 2009, 17 auf 2008 und 12 auf 2007. Es kann also davon ausgegangen werden, dass es sich im Großen und Ganzen um die Beschreibung aktueller Fälle handelt. Dies spricht dafür, dass das abgefragte Wissen den Befragten noch gut präsent war.

Eine weitere interessante Größe ist die Zeit, die die Investoren bis zur Entscheidung, hier gemessen in Wochen, gebraucht haben. Hierzu liegen 140 Antworten vor. Im Schnitt dauerte es bis zu einer finalen Entscheidung 16 Wochen. Der Modus sowie der Median liegen bei 12 Wochen. Obgleich vereinzelt Entscheidungen innerhalb von 2 Wochen getroffen wurden, bestätigen diese Ergebnisse, die im Rahmen der qualitativen Vorstudie geformte Erwartung, dass es sich beim Fundraising um einen langwierigen Prozess handelt. Ein weiteres interessantes Ergebnis ist die Anzahl der Investitionsentscheidungen, die über einen Placement-Agent initiiert wurden. So kamen von 144 Fällen lediglich 12 (8,3 %) der Geschäftsanbahnungen zwischen Investoren und Venture-Capital-Gesellschaften über einen Placement-Agent zu Stande. Dies unterstreicht die bereits im Rahmen der qualitativen Studie herausgearbeitete geringe Bedeutung des Placement-Agents in Bezug auf den Erfolg im Fundraising (vgl. hierzu auch Kapitel die Ausführungen in Kapitel 4.3).

Im Durchschnitt wurde über Investments in Höhe von ca. 18 Mio. € entschieden. Die häufigste Beobachtung dieser 97 Werte fällt auf den Wert von 10 Mio. €, was auch dem mittleren beobachteten Wert gleichkommt. Mehr Beobachtungen liegen in Bezug auf die prozentuale Beteiligung am Fonds vor. Die höhere Beobachtungsanzahl im Vergleich zu den absoluten Investments ist dabei darauf zurückzuführen, dass einige Merkmalsausprägungen der Variable „Investment in den Fonds in €“ nicht plausibel im Hinblick auf die Variable „prozentuale Beteiligung am Fonds“ waren. Im Zweifelsfalle wurde der Wert für die erst genannte Variable entfernt. Hinsichtlich der prozentualen Beteiligung gab es 127 Be-

obachtungen, wobei es im Durchschnitt um die Entscheidung hinsichtlich einer 10 %-igen Beteiligung an einem Fonds geht. Am häufigsten wurde ein Investment in Höhe von 5 % getätigt. Dieser Wert ist dabei identisch mit dem Median. Werden die dargestellten Durchschnittswerte zur Ableitung der durchschnittlichen Größe des Fonds, auf den sich die Informanten bei Beantwortung des Fragebogens bezogen haben, zu Grunde gelegt, spricht dies für eine durchschnittliche Fondsgröße in Höhe von 180 Mio €.

7.5 Entwicklung und Überprüfung der Messmodelle

7.5.1 Begriff der Operationalisierung

Unter einer Operationalisierung wird im Allgemeinen die Verknüpfung von Begriffen mit Sachverhalten durch Korrespondenzregeln verstanden (Kromrey, 2006, S. 189). Konkret geht es um die Angabe von Anweisungen, wie theoretische Begriffe über Objekte mit gewissen Eigenschaften durch beobachtbare Sachverhalte gemessen werden können (Schnell et al., 2008, S. 129 f.). Die verschiedenen, in der Wirklichkeit vorkommenden Ausprägungen einer Eigenschaft werden als Variable bezeichnet, wobei es sich bei der konkreten Ausprägung um einen Variablenwert handelt. Ist es möglich, diese direkt zu beobachten, wird von einer manifesten Variable gesprochen. Ist diese nicht direkt beobachtbar, wird von einer latenten Variable gesprochen. Direkt beobachtbare Variablen werden auch als Indikator (Items) bezeichnet (Schnell et al., 2008, S. 130 f.).

Zur Operationalisierung latenter Variablen stehen dem Forscher die Messung im Rahmen eines reflektiven und im Rahmen eines formativen Modells zur Verfügung: Im Rahmen eines reflektiven Messmodells verursacht die latente Variable ihre Indikatoren. Im Gegensatz dazu verursachen die Indikatoren im Rahmen eines formativen Messmodells die latente Größe (Fassot, 2006, S. 68). Anders ausgedrückt geht es um die Kausalbeziehung zwischen den Maßeinheiten und dem Konstrukt. Bei einem reflektivem Messmodell erklärt das Konstrukt die Indikatoren, wobei es sich bei einem formativen Modell genau umgekehrt verhält (Jarvis, MacKenzie & Podsakoff, 2003, S. 201). Welche Art nun für den jeweils vorliegenden Fall opportun ist, lässt sich anhand der Aussagen (auch Korrespondenzregeln) der Abbildung 26, die auf dem bei Fassot (2006, S. 71) dargestellten Fragenkatalog basieren, ableiten (vgl. hierzu auch die Arbeit von Jarvis et al., 2003, S. 201). Da, wie im Rahmen der Operationalisierung zu sehen sein wird, die zu einem Konstrukt

gehörenden Indikatoren einen ähnlichen Inhalt haben, der Verzicht auf einzelne Indikatoren ohne Veränderungen des konzeptionellen Inhalts des Konstrukts möglich ist, die Veränderungen von Ausprägungen der Indikatoren gleichgerichtet ist und die verwendeten Indikatoren dieselben Ursachen und Konsequenzen haben, wird in der vorliegenden Forschungsarbeit mit reflektiven Messmodellen gearbeitet. Darüber hinaus handelt es sich bei den Indikatoren ebenfalls um Manifestationen der Realität und keine definierenden Charakteristika.

Reflektives Messmodell	Formatives Messmodell
Indikatoren = Manifestationen	Indikatoren = definierende Charakteristika
Veränderungen in Ausprägung der Indikatoren führen nicht zu Veränderung der latenten Variable	Veränderungen in Ausprägung der Indikatoren führen zu Veränderung der latenten Variable
Veränderungen der latenten Variable führen zu Veränderung der Indikatoren	Veränderungen der latenten Variable führen nicht zu Veränderung der Indikatoren
Alle Indikatoren haben zumindest ähnlichen Inhalt	Indikatoren müssen nicht über ähnlichen Inhalt verfügen
Elimination eines Indikators ist ohne Veränderung des konzeptionellen Inhalts möglich	Durch Elimination von Indikatoren kann es zu Änderungen in der Konzeption kommen
Veränderungen in Ausprägung von Indikatoren ist gleichgerichtet	Gleichgerichtete Veränderungen in Ausprägung von Indikatoren ist nicht notwendig
Verwendete Indikatoren haben dieselben Ursachen und Konsequenzen	Indikatoren müssen nicht dieselben Ursachen und Konsequenzen haben

Abbildung 26: Überblick über Unterschiede zwischen formativen und reflektiven Messmodellen
In Anlehnung an Fassot (2006, S. 71).

Der Prozess des Designs des Messinstruments beginnt mit einer präzisen Definition der involvierten theoretischen Konstrukte, die dann als Basis für die Auswahl eines bereits bestehenden oder aber die Entwicklung eines neuen Messinstruments dienen (Hair et al., 2006, S. 735). Liegen keine validen Skalen zur Messung eines theoretischen Begriffs vor, so sind im nächsten Schritt gemäß Churchill (1979, S. 67 f.) in Frage kommende Indikatoren z.B. auf Basis von Literaturarbeit oder auf Basis von qualitativer Forschung zu ermit-

tehn. Im vorliegenden Fall wurde zum einen auf bereits etablierte Skalen zurückgegriffen. Für theoretische Konstrukte, für die noch keine Operationalisierung vorliegt, wurden neue Skalen auf Basis einer Literaturrecherche entwickelt. Nach einer vorläufigen Datenerhebung werden die zu bildenden Konstrukte auf Basis statistischer Verfahren wie dem Cronbach's-Alpha oder der Faktorenanalyse aufbereitet. Nicht passende Indikatoren wurden entfernt. Die ersten Schritte einer Skalenentwicklung können iterativen Charakter haben, z.B. wenn sich der Forscher schrittweise der Entwicklung des Messinstruments nähert. Dieser Prozess wurde im vorliegenden Fall durch die Mithilfe von Branchenexperten (Mitarbeiter eines weltweiten investierenden Dachfonds) sowie mit wissenschaftlichen Experten durchgeführt. Danach kommt es zu einer finalen Datenerhebung, wobei daraufhin die Reliabilität und Validität der gebildeten Konstrukte geprüft werden muss (Churchill, 1979, S. 66 ff.). Die im Rahmen der vorliegenden Arbeit vorgenommene Operationalisierung wird in Kapitel 7.5.3 dargestellt.

Letztlich stellt sich noch die Frage nach der Ausprägung der abgefragten Indikatorvariablen (Homburg & Klarmann, 2006, S. 7). Mit Vorgriff auf Kapitel 7.6.1 müsste streng genommen für die Anwendung der Pfadanalyse eine metrische Messung der Ausprägungen erfolgen. Bei Nichtbeachtung dieser Voraussetzung könnte es zu einer Unterschätzung von Korrelationen, Faktorladungen, Standardfehlern oder Chi-Square-Teststatistik-Werten kommen. Allerdings sind die Verzerrungen vernachlässigbar, insofern es sich um mindestens fünf Kategorien handelt und die Verteilung der Indikatoren höchstens moderat von der Normalverteilung abweichen. Es wird daher in der vorliegenden Studie, wie im Rahmen betriebswirtschaftlicher Forschung üblich und bereits in Zusammenhang mit der Ausgestaltung des Fragebogens erläutert, eine fünf-stufige Likert-Skala von completely disagree bis completely agree benutzt (Homburg & Klarmann, 2006, S. 7).

7.5.2 *Beurteilung von Messmodellen*

7.5.2.1 Einführung

Nachdem eine Operationalisierung vorgenommen wurde, geht es um die Überprüfung des Messmodells. Besonders wichtig zur Beurteilung des Messmodells sind laut der Literatur die Reliabilität, d.h. Zuverlässigkeit sowie die Validität, d.h. Gültigkeit der Messung (Heeler & Ray 1972, S. 361; Homburg & Giering, 1996, S. 6). Gemäß Churchill (1979, S. 65) bezieht sich die Reliabilität auf die Ab- oder Anwesenheit von zufälligen Messfeh-

lern, wobei sich der Reliabilitätskoeffizient auf die Schätzung der systematischen Varianz in Form einer Maßzahl bezieht. Die Validität bezieht sich dagegen auf die konzeptionelle, d.h. inhaltliche Richtigkeit einer Messung (Churchill, 1979, S. 65). Im Rahmen einer Validitätsprüfung wird somit geklärt, ob mit der entwickelten Maßzahl auch wirklich die beabsichtigen Größen gemessen wurden (Homburg & Giering, 1996, S. 7). Das laut Heeler & Ray (1972, S. 361) bedeutsamere Konzept der Validität setzt dabei die Reliabilität voraus (vgl. hierzu im Detail Peter, 1979, S. 6).

In der Literatur werden vier verschiedene Validitätsarten beschrieben, wobei genau genommen erst bei Vorliegen aller vier Arten von einer bestätigten Konstruktmessung gesprochen werden kann (Homburg & Giering, 1996, S. 7 f.). Die Inhaltsvalidität bezieht sich auf die korrekte und vollständige inhaltliche Abbildung aller Facetten eines theoretischen, zu messenden Konstrukts (Bohrnstedt, 1970, S. 92). Diese Form der Validität ist nicht durch metrische Werte prüfbar, sondern bezieht sich auf logische Ableitungen auf Basis der Theorie im Rahmen der Operationalisierungsphase der Messkonstrukte. Diese Art der Validitätsprüfung wurde ebenfalls im Rahmen einer Pre-Test-Phase mit Branchenexperten eines deutschen Dachfonds sowie auf diesen Bereich spezialisierten Wissenschaftlern durchgeführt, so dass von einer ausreichenden Inhaltsvalidität der einzelnen Messkonstrukte auszugehen ist. Von Konvergenzvalidität wird gesprochen, wenn wiederholte Messungen zu den gleichen Ergebnissen führen (Bagozzi & Phillips, 1982, S. 468). Von Diskriminanzvalidität wird gesprochen, wenn die einem Faktor zugeordneten Indikatoren sich deutlich von anderen Faktoren unterscheiden (Bagozzi & Phillips, 1982, S. 469). Unter nomologischer Validität wird der Grad verstanden, zu dem sich theoretische Vorhersagen im Rahmen einer größeren Theorie bestätigen lassen (Bagozzi, 1979, S. 14). Die nomologische Validität lässt sich durch die Betrachtung der Korrelationen zwischen den gebildeten Konstrukten überprüfen. Nur wenn die beobachteten Korrelationen sinnvoll interpretierbar sind und sich mit den Hypothesen decken, lässt sich diese Art der Validität konstatieren (Hair et al., 2006, S. 778). Auf die Möglichkeiten zur metrischen Prüfung von Reliabilität sowie der Diskriminanz- als auch Konstruktvalidität wird in den nächsten Abschnitten näher eingegangen. In diesem Zusammenhang wird in der Literatur zur Beurteilung von Messmodellen zwischen Reliabilitäts- bzw. Validitätskriterien der ersten bzw. der zweiten Generation unterschieden (Homburg & Giering, 1996, S. 8).

7.5.2.2 Methoden der ersten Generation

Als erstes Reliabilitätsmaß der ersten Generation ist das Cronbach's Alpha zu nennen. Dieser auf Cronbach (1951, S. 297 ff.) zurückgehende Wert misst die Reliabilität einer Mehrzahl von Indikatoren, die einen Faktor messen. Laut Nunnally (1978, S. 245) sollte dieser Wert mindestens 0,7 betragen.

Das zweite zu nennende Reliabilitätsmaß ist die so genannte Item-to-Total-Korrelation. Im Zusammenhang mit einer Indikatorvariablen wird unter diesem Begriff die Korrelation dieser mit den übrigen, demselben Faktor zugeordneten Indikatorvariablen verstanden. In der Literatur finden sich verschiedene, unterschiedlich strenge Unterwerte für eine zugelassene Item-to-Total-Korrelation: Bei Pallant (2005, S. 92) findet sich ein Wert von 0,3. Bei Homburg & Giering (1996, S. 12) findet sich ein Wert von 0,4. Bei Hair et al. (2006, S. 137) wird ein Wert von 0,5 genannt. Mit der Item-to-Total-Korrelation wird die Trennschärfe einzelner Indikatoren ermittelt (Bühl, 2010, S. 550). Hohe Werte sprechen dabei für hohe Trennschärfen. Die Item-to-Total-Methode findet zudem Anwendung bei der Optimierung der Reliabilität von Messkonstrukten. Verfügt ein Faktor über ein geringes Cronbach's Alpha, so lässt sich dieser durch Elimination von Indikatoren mit einer sehr geringen Item-to-Total-Korrelation verbessern (vgl. zur Vorgehensweise Churchill, 1979, S. 68 f.).

Für die Verschaffung eines ersten Überblicks über die angenommenen Beziehungen zwischen Indikatoren und Konstrukten des gesamten Messmodells lässt sich im Übrigen die explorative Faktorenanalyse zweckentfremden. Sollte sich in diesem Zusammenhang die theoretische Struktur nicht identifizieren lassen oder wiedererkannt werden, so ist von einer Fehlidentifizierung auszugehen (Homburg & Giering, 1996, S. 13). Da die explorative Methode erkennend vorgeht, geht es hierbei im Gegensatz zur noch folgenden konfirmatorischen Methode nicht um einen bestätigenden, sondern um die Erlangung eines von Vorannahmen freien Nachweises für die angenommene Indikatorenstruktur (Hair et al., 2006, S. 773 ff.). Da die Voraussetzungen zur Anwendung der explorativen Faktorenanalyse, wie in Kapitel 7.2.2 dargestellt wurde, gegeben sind, wurde eine oblique Rotation mit der Promax-Methode durchgeführt. Nur bei gering korrelierten Faktoren ist im zweiten Schritt eine orthogonale Methode anzuwenden (Bühner, 2006, S. 206). Aufgrund besserer Vergleichbarkeit zu anderen Studien sollten aber zusätzlich die Ergebnisse im Rahmen der Hauptkomponentenanalyse angegeben werden (Stöckmann, 2010, S. 131).

Zusätzlich sollte laut Homburg & Giering (1996, S. 12) je extrahierten Faktor mindestens 50 % der Varianz der zu dem Faktor gehörenden Indikatoren erklärt werden.

Im Rahmen der Prüfkriterien der ersten Generation dient die explorative Faktorenanalyse zur Bestimmung der Konvergenz- bzw. Diskriminanzvalidität. So gilt diese als sinnvolles Maß für die eben benannten Validitätsarten, wenn bestimmte Indikatoren auf einen Faktor hochladen, wobei sie auf einen anderen Faktor niedriger laden. Als Faustregeln werden Mindestladungen von 0,3 bzw. 0,4 genannt. Ladungen, die 0,5 und mehr aufweisen, stellen eine für forschungspraktische Zwecke befriedigende Struktur dar, wobei Ladungen über 0,7 eine gut definierte Struktur induzieren (Hair et al. 2006, S. 128).

7.5.2.3 Methoden der zweiten Generation

Aufgrund teilweiser restriktiver Annahmen sowie der Verwendung von Faustregeln werden die Methoden der ersten Generation in der Literatur kritisiert. Die Nachteile fallen beim Einsatz der Methoden der zweiten Generation, die sich auf den Einsatz der konfirmatorischen Analyse beziehen, weg (Homburg & Giering, 1996, S. 9). Die Vorteilhaftigkeit der Ansätze der zweiten Generation gegenüber denen der ersten gelten in der betriebswirtschaftlichen Marketingforschung dabei als unumstritten (Hair et al., 2006, S. 123; Homburg, Giering, 1996, S. 9). In einem ersten Schritt geht es zunächst um eine Beurteilung der Gesamtanpassung des Modells. Hierfür wurden im Zusammenhang mit der konfirmatorischen Faktorenanalyse eine Vielzahl von Testmöglichkeiten entwickelt. In diesem Zusammenhang wird von globalen Anpassungsmaßen gesprochen, wobei die globalen Anpassungsmaße auf einem Vergleich der empirischen Kovarianz- mit einer vom Modell reproduzierten Kovarianzmatrix basieren (Homburg & Baumgartner, 1995, S. 165).

In der Literatur finden sich zahlreiche Methoden zur Beurteilung der Güte eines Messmodells. Fit-Indizes, die einen Vergleich mit einem saturierten Modell vornehmen, werden daher als absolute Fit-Indizes bezeichnet. Hierzu zählen neben der Durchführung des so genannten Chi-Square-Tests so genannte Goodness-of-Fit-Indizes, wie z.B. der GFI oder der normierte Chi-Square-Wert im Verhältnis zur Anzahl der Freiheitsgrade. Goodness-of-Fit-Indizes beschreiben dabei, wie gut Daten durch ein Modell wiedergegeben werden. Die ebenfalls der Gruppe der absoluten Fit-Indizes zuzurechnenden Badness-of-Fit-Indizes, wie z.B. der RMSEA (Root-Mean-Square-Error-of-Approximation) oder der SRMR

(Standardized-Root-Mean-Residual) beschreiben hingegen, wie schlecht Daten durch ein Modell wiedergegeben werden. Zudem gibt es noch die Gruppe der inkrementellen oder der komparativen Indizes, die die Güte des Messmodells auf Basis des Vergleichs mit einem Nullmodell ableiten. Hierzu zählen z.B. der NFI (Normed-Fit-Index), der CFI (Comparative-Fit-Index), der TLI (Tucker-Lewis-Index) und der RNI (Relative-Noncentrality-Index) (Bühner, 2006, S. 254 f.; Hair et al., 2006, S. 746 ff.).

In der Literatur findet sich allerdings keine einheitliche Meinung darüber, auf Basis welcher Maßgrößen eine Aussage über ein gutes Messmodell getroffen werden kann. So schlagen z.B. Beauducel & Wittmann (2005, S. 71 ff.) für ein vollständiges Bild den Einsatz des CFI oder TLI, den RMSEA, den SRMR sowie den Chi-Square-Wert vor. Die Eignung des Chi-Squares für den Test der Güte eines Messmodells gilt in diesem Zusammenhang als äußerst umstritten (Bühner, 2006, S. 258). Chi-Square-Tests sind sehr sensitiv gegenüber der Sample-Größe als auch der eingesetzten Anzahl von Indikatoren. Steigt einer der beiden Faktoren, steigt auch der Chi-Square-Wert (Hair, 2006, S. 747). Ferner beeinflussen Verletzungen der Normalverteilung die Chi-Square-Teststatistik. Im Ergebnis werden die Chi-Square-Werte zu groß und die Standardfehler zu klein (Stöckmann, 2010, S. 136). Ferner wird die Testung der absoluten Richtigkeit eines Modells von Homburg & Pflesser (2000, S. 427) kritisch gesehen, da sich die Zielsetzung empirischer Forschung lediglich auf eine möglichst gute Approximation der Realität bezieht. Die eben genannten Autoren schlagen daher eine Vernachlässigung des Chi-Square-Tests vor und fordern lediglich einen näherungsweisen Modell-Fit mit einer Fokussierung auf den RMSEA. Auch Thompson & Daniel (1996, S. 204) schlagen aufgrund des Problems in Verbindung mit dem Chi-Square-Test oben beschriebene komparative Fit-Indizes und Adjusted-Goodness-of-Fit-Indexes (im Speziellen: RMSEA, SRMR) vor. Damit die Leser von Studien aber verstehen, wie das Modell spezifiziert wurde, sind der Chi-Square-Wert sowie die Freiheitsgrade immer mit anzugeben. Hu & Bentler (1999, S. 1 & S. 28) empfehlen für die Beurteilung der Güte eines Messmodells bei Anwendung des ML-Schätzers die Kombination des CFIs zusammen mit dem SRMR für Stichproben mit $N < 250$. Der CFI und der TLI sollen laut Hu & Bentler (1999, S. 1) Werte von ca. 0,95 haben. Für den SRMR sollte ein Cut-off-Wert nahe bei 0,08 vorliegen, wobei für den RMSEA ein Wert nahe bei 0,06 vorliegen sollte. Der oben benannte normierte Chi-Square-Wert sollte einen Wert von maximal 3 haben (Hair et al., 2006, S. 748).

Nachdem sichergestellt worden ist, dass eine ausreichende Modellgüte auf der Gesamtebene vorliegt, werden die einzelnen Teilstrukturen des Modells (Indikatoren, Faktoren) beurteilt. Hierfür werden die Indikatorreliabilität, die Faktorreliabilität sowie die durchschnittlich erfasste Varianz eines Faktors betrachtet (Bagozzi & Baumgartner, 1994, S. 402 f.). Im Rahmen der Indikatorreliabilität wird ermittelt, mit welchem Anteil die Varianz eines Indikators durch den zugrunde liegenden Faktor erläutert wird (Homburg & Giering, 1996, S. 10). Die Faktorreliabilität und die durchschnittlich erfasste Varianz eines Faktors ermitteln, wie gut ein Faktor durch die ihm zugeordneten Indikatoren gemessen wurde. Alle drei dargestellten Reliabilitätsmaße können Werte zwischen 0 und 1 annehmen. Die Indikatorreliabilität sollte mindestens einen Wert von 0,4 annehmen (Bagozzi & Baumgartner, 1994, S. 402; Homburg & Pflesser, 2000, S. 432). Die Faktorreliabilität sollte mindestens 0,6 betragen (Bagozzi & Yi, 1988, S. 82, Homburg & Baumgartner, 1995, S. 172). Bei Nunally (1978, S. 245) wird mit 0,7 ein strengerer Wert genannt. Die durchschnittlich erfasste Varianz eines Faktors sollte mindestens einen Wert von 0,5 haben (Hair, 2006, S. 777).

Als Prüfgröße für die Konvergenzvalidität bietet sich ein Signifikanztest der Faktorladungen unter Anwendung der konfirmatorischen Faktorenanalyse an (Bagozzi, Yi & Phillips, 1991, S. 434). Hiernach sollten die Faktorladungen mindestens 0,5, besser 0,7 betragen und überdies signifikant sein (Hair et al., 2006, S. 777).

Für die Beurteilung der Diskriminanzvalidität bietet sich das Fornell & Larcker-Kriterium an. Hiernach wird gefordert, „*dass die durchschnittlich erfasste Varianz eines Faktors größer ist als jede quadrierte Korrelation dieses Faktors mit einem anderen Faktor*“ (Homburg & Giering, 1996, S. 11). Die Korrelationen sollten dabei einen Wert von 0,7 nicht überschreiten (Tabachnik & Fidell, 2007, S. 89 f.). Die nachstehende Tabelle gibt die im Rahmen der vorliegenden Arbeit durchgeführten metrischen Prüfungen samt der Prüfmethode und korrespondierender Werte an.

Prüfung des Messmodells	
Inhaltliche Validität	logisch theoretische Eignung & Expertenbefragung
Nomologische Validität	Begutachtung der Korrelationen zwischen den Konstrukten
Methoden der ersten Generation	
Für globales Modell: Identifizierung einer ersten Faktorenstruktur mittels explorativer Faktorenanalyse	

Prüfung der Reliabilität	Cronbach's-Alpha ≥ 0,7	Item-to-Total Korrelation ≥ 0,4
Prüfung der Konvergenz- und Diskriminanzvalidität	Voraussetzung explorativer Faktorenanalyse: <ul style="list-style-type: none">• Normalverteilte Daten• KMO ≥ 0,5• Signifikanter Bartlett's Test	Faktorladung <ul style="list-style-type: none">• Mindestens ≥ 0 ,3• Optimal ≥ 0,7• Erklärte Varianz ≥ 50 %
Methoden der zweiten Generation		
Globale Gütemaße		
Absolute-Fit-Indizes	Signifikanter Chi-Square	Goodness-of-Fit-Index: Normierter Chi-Square < 3 Badness-of-Fit-Index: SRMR ca. 0,08; RMSEA ca. 0,06
Inkrementelle oder komparative Fit-Indizes	CFI ca. 0,95 TLI ca. 0,95	
Lokale Gütemaße		
Reliabilität	Indikatorreliabilität ≥ 0,4 Faktorreliabilität ≥ 0,6 durchschnittlich erfasste Varianz ≥ 0,5	
Konvergenz-validität	Signifikanztest der Faktorladungen: Ladung ≥ 0,7 (bzw. 0,5)	
Diskriminanzvalidität	Fornell & Larcker-Kriterium: DEV jedes Faktors ist größer als quadrierte Korrelation mit jedem anderen Faktor	

Tabelle 3: Überblick über die Prüfkriterien zur Evaluation des Messmodells

In Anlehnung an Homburg & Giering, 1996, S. 13.

7.5.3 Operationalisierung und Prüfung der vorliegenden Messmodelle

7.5.3.1 Globale Ebene

Wie bei Homburg & Giering (1996, S. 12) vorgeschlagen, wurde ein Lagebild über die Beziehungen zwischen den Indikatoren und den Konstrukten erstellt. Hierfür wurde eine explorative Faktorenanalyse, im Speziellen eine Hauptachsenanalyse (oblique Rotation: Promax) mit PASW 18 durchgeführt. Das Ergebnis befindet sich in der Tabelle 4. Ebenfalls wurde eine Hauptkomponentenanalyse (orthogonale Rotation: Varimax) durchgeführt, die dieselbe Faktorstruktur widerspiegelte (vgl. auch Anhang 19). Alle Faktorladungen liegen oberhalb von 0,3, wobei die meisten Ladungen einen Wert größer als 0,7 haben. Die

maximale Kreuzladung liegt bei 0,173. Somit finden sich die einzelnen zur Messung der Hypothesen notwendigen und erwarteten Konstrukte im Ergebnis der explorativen Faktoranalyse wieder. Das Ergebnis unterstreicht dabei die vorliegende Diskriminanzvalidität, d.h. die Trennschärfe der einzelnen gebildeten und in den nächsten Kapiteln weiter betrachteten Konstrukte.

Indikator	Faktor (Konstrukt)						
	1	2	3	4	5	6	7
coll1			0,891				
coll2			0,941				
coll3			0,701				
sim1							0,679
sim2							0,686
sim3							0,798
rep2		0,636					
track1		0,792					
track2		0,778					
track3		0,827					
term1						0,913	
term2						0,866	
due1	0,682						
due2	0,794						
due3	0,918						
due4	0,802						
cabill					0,953		
cabil2					0,930		
trust3				0,417			
trust4				0,973			
trust5				0,641			
trust6				0,682			

Tabelle 4: Überblick über die Ergebnisse der explorativen (Hauptachsen-) Faktorenanalyse

(Ladungen unterhalb von 0,3 werden aufgrund der Übersichtlichkeit nicht angezeigt)

Auch mit den bereits dargestellten globalen Gütemaßen konnte die Güte des Messmodells positiv eingeschätzt werden. Das vorliegende Messmodell hat mit einem CFI in Höhe von 0,924 und einem SRMR in Höhe von 0,065 in Hinblick auf die Empfehlung von Hu & Bentler (1999, S. 29) gute Werte und hat sich somit in einem globalen Test bewährt. Der Chi-Square von $(188)=326,820$ bei $p=0,00$ ergab aufgrund der Signifikanz keinen exakten Modell-Fit. Auch der ansonsten als gut zu interpretierende RMSEA in Höhe von 0,07 ist mit dieser Einschränkung zu betrachten. Der normierte Chi-Square-Test fällt mit 1,74 gut aus. Da der Chi-Square, wie im vorherigen Kapitel beschrieben wurde, nur bedingt zum

Test eines Messmodells heranzuziehen ist, kann mit Blick auf die übrigen präsentierten Fit-Werte von einem guten globalen Fit ausgegangen werden.

Einen Überblick über den Zusammenhang der einzelnen Konstrukte miteinander bietet ferner die nachstehende Korrelationsmatrix (vgl. Tabelle 5), auf die bei der Testung der einzelnen Messmodelle zurückgegriffen werden wird.

Konstrukt	Mittelwert	Stabw	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.
1. Entscheidung	0,58	0,5							
2. Track record	3,76	0,92	0,38						
3. Vertrauen	3,85	0,86	0,32	0,24					
4. Wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten	2,72	1,27	0,2	-0,01	0,08				
5. Dauer der Zusammenarbeit	3,45	1,12	0,14	0,17	0,02	0,16			
6. Ähnlichkeit	3,42	0,76	0,11	0,09	0,42	0,02	0,15		
7. Offenheit im Rahmen der Due Diligence	3,96	0,72	0,34	0,37	0,45	0,25	0,24	0,39	
8. Attraktivität der Vertragsklauseln	3,01	0,97	0,12	0,22	0,24	0,22	0,07	0,27	,35
Korrelationen $\geq ,17$ sind signifikant bei $p \leq ,05$; Korrelationen $\geq ,22$ sind signifikant bei $p \leq ,01$.									

Tabelle 5: Mittelwerte, Standardabweichungen und Korrelationen der quantitativen Variablen

7.5.3.2 Messmodelle der unabhängigen Variablen des abgeleiteten Modells

Das erste zu operationalisierende Konstrukt ist die aus Sichtweise der Investoren wahrgenommene Ähnlichkeit hinsichtlich der Werte und Normen der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft, die, wie in in Kapitel 6.2.3 hypothetisiert wurde, zur Vertrauensentstehung beiträgt.

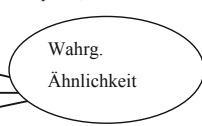
Für die Entwicklung eines Messkonzepts wurde auf das von Donney & Cannon (1997, S. 49) entwickelte, reflektive Drei-Indikatoren-Konstrukt zur Messung der Ähnlichkeit in Käufer- und Verkäufer-Beziehungen zurückgegriffen. Dieses wurde auf den vorliegenden Untersuchungsfall angepasst, wobei die Indikatoren hinsichtlich der Besonderheiten des zu untersuchenden Gegenstands modifiziert wurden. Des Weiteren wurde die ursprünglich für die Messung der Ähnlichkeit einer einzelnen Verkaufsperson entwickelten Skala auf das gesamte Team der Venture-Capital-Manager erweitert.

Gemäß dem Cronbach's Alpha als auch der Item-to-Total-Korrelation für jeden einzelnen Indikator kann von einer hinreichend guten Reliabilität im Sinne der Methoden der ersten Generation ausgegangen werden. Der vorliegende Cronbach's Alpha liegt mit 0,758 klar über der geforderten Mindestgrenze von 0,7. Auch die Item-to-Total-Werte liegen mit 0,566; 0,821 und 0,767 klar über den geforderten Mindestwerten. Bei Betrachtung der Methoden der zweiten Generation unterschreitet die Indikatorreliabilität der ersten Variablen mit 0,320 den geforderten Mindest-Wert. Es sind aber auch Werte von 0,25 akzeptabel (Stöckmann, 2010, S. 140 mit Bezug auf Hair et al., 2006, S. 140), so dass diese Unterschreitung als unproblematisch angesehen werden kann. Die Werte für sim^2 bzw. sim^3 liegen mit 0,674 und 0,588 hingegen deutlich über dem geforderten Wert von 0,4. Die Faktorreliabilität liegt mit 0,766 über dem geforderten Wert von 0,6, wobei die durchschnittlich erfasste Varianz des Faktors mit 0,53 ebenfalls oberhalb der geforderten Untergrenze liegt.

Die Voraussetzungen für die Prüfung der Konvergenz- und Diskriminanzanalyse mit der explorative Faktorenanalyse sind im vorliegenden Fall gegeben. So liegt der KMO-Koeffizient mit 0,673 über dem Mindestwert von 0,5. Auch fällt der Bartlett-Test signifikant aus. Ferner sind die erhobenen Merkmalsausprägungen für die im Rahmen dieses Konstrukts erhobenen Indikatoren normalverteilt. Die für die Prüfung der Konvergenzvalidität zu prüfende Signifikanz der Faktorladungen im Rahmen einer konfirmatorischen Faktorenanalyse sind auf einem Niveau mit $p \leq 0,001$ gegeben, wobei die Ladungen mit 0,588; 0,774 und 0,804 oberhalb des Mindestwerts liegen. Die erste Ladung kann dabei als praktisch bedeutsam angesehen werden, wobei die zuletzt genannten Ladungen sogar als optimal zu beurteilen sind. Wird die Prüfung mit der Hauptkomponentenanalyse durchgeführt, so ist der Mindestwert für jeden Indikator übertroffen. Da der Faktor 67,88 % der Varianz erklärt, ist hierdurch eine Prüfung der Validität erfolgt. Insofern die durchschnittlich er-

fasste Varianz mit 0,53 größer als die quadrierte Korrelation mit jedem anderen Faktor ist, kann von einer hinreichenden Diskriminanzvalidität ausgegangen werden (vgl. Anhang 10). Wird die Korrelation des Konstrukts der Ähnlichkeit gemäß der abgeleiteten Hypothese mit Vertrauen betrachtet, so unterstreicht ein Wert von $r = 0,42$ bei $p \leq 0,01$ die nomologische Validität des Konstrukts (vgl. hierzu Tabelle 5). Die folgende Tabelle fasst die Prüfungsergebnisse zusammen.

Ähnlichkeit (in Anlehnung an Doney & Cannon (1997, S. 49))				
Namen	Indikator	Item-to-Total-Korrelation	Faktor-Ladung (HK-Analyse)	Faktor-Ladung (HA-Analyse)
sim1	Their business practices convinced us that members of the VC-management-team shared similar interests with people in our firm.	0,515	0,763	0,588
sim2	The members of the VC-management-team demonstrated business values similar to people in our firm.	0,626	0,848	0,774
sim3	The members of the VC-management-team demonstrated very similar business practices to people in our firm.	0,635	0,857	0,804
Cronbach's Alpha		0,758		
Ergebnisse der explorativen Faktorenanalyse				
KMO	0,673 / sign. Bartlett's Test	Extrahierte Faktoren		1
Erklärte Varianz	67,88 %			
Ergebnisse der konfirmatorischen Analyse				
Namen	Indikatorreliabilität	*** p ≤ 0,001		
sim1	0,320	0.566 ***		
sim2	0,674	0.821 ***		
sim3	0,588	0.767***		



Faktor- reliabilität	0,766	DEV	0,53	Fornell/Larcker Kriterium erfüllt
---------------------------------	-------	------------	------	--

Tabelle 6: Prüfung des Messmodells für das Konstrukt wahrgenommene Ähnlichkeit

Analog zur Bedeutung wahrgenommener Ähnlichkeit für die Vertrauensentstehung wurde in Kapitel 6.2.2 ebenfalls eine Hypothese über die Bedeutung der Dauer der Zusammenarbeit für die Vertrauensentstehung abgeleitet. Daher gilt es ebenfalls ein Messmodell zur Dauer der Zusammenarbeit zu bestimmen.

Um die Dauer der Zusammenarbeit zu messen wurde auf Basis theoretischer Überlegungen ein Drei-Indikatoren-Konstrukt entwickelt. Das über dem Grenzwert liegende Cronbach's-Alpha als auch die über dem Grenzwert liegenden Ausprägungen der Item-to-Total-Korrelationen der einzelnen Reliabilitäten induzieren die Reliabilität im Sinne der Methoden der ersten Generation. Auch die Methoden der zweiten Generationen weisen die Reliabilität des gebildeten Messkonstrukts nach. So liegen die Indikatorreliabilitäten, die Faktorreliabilität und die durchschnittlich erfasste Varianz des Faktors über den geforderten Untergrenzen.

Der den Mindestwert übertreffende KMO-Koeffizient als auch das Vorliegen eines signifikanten Bartlett-Tests sowie die Normalverteilung der Daten (vgl. Kapitel 7.2.2) rechtfertigen die Prüfung der Konvergenz- als auch Diskriminanzvalidität im Rahmen der Durchführung einer explorativen Faktorenanalyse. Die Faktorladungen der einzelnen Indikatoren sind allesamt als optimal anzusehen, wobei auch der ermittelte Wert für die erklärte Varianz als sehr gut anzusehen ist. Optimale Faktorladungen mit Signifikanzen von $p \leq 0,001$ im Rahmen der konfirmatorischen Faktorenanalyse sprechen für die Konvergenzvalidität des Messkonstrukts. Da die durchschnittlich erfasste Varianz des Faktors größer ist als die quadrierte Korrelation mit jedem anderen Faktor, ist die Diskriminanzvalidität des Messkonstrukts gegeben (vgl. Anhang 10).

Die bei $r = 0.02$ liegende Korrelation mit dem Konstrukt Vertrauen spricht nicht für eine nomologische Validität des Konstrukts (vgl. hierzu Tabelle 5). Da das gebildete Konstrukt aber mit Ausnahme der nomologischen Validität die beschriebenen notwendigen Reliabilitäts- als auch Validitätstests bestanden hat, eignet es sich für die Anwendung in der vorliegenden Arbeit.


Dauer der Zusammenarbeit				
Namen	Indikator	Item-to-Total-Korrelation	Faktor-Ladung (HK-Analyse)	Faktor-Ladung (HA-Analyse)
coll1	The members of our investment team had been collaborating with the members of the VC-management-team for a long time.	0,818	0,922	0,893
coll2	The members of our investment team had not been collaborating with the members of the VC-management-team for very long.	0,847	0,937	0,946
coll3	The cooperation between our investment team and the VC-management-team had been going on for a while.	0,688	0,848	0,718
Cronbach's Alpha		0,887		
Ergebnisse der explorativen Faktorenanalyse				
KMO/Bartlett	0,703 /sign. Bartlett's Test	Extrahierte Faktoren		1
Erklärte Varianz	81,85 %			
Ergebnisse der konfirmatorischen Analyse				
Namen	Indikatorreliabilität		<div>*** p ≤ 0,001</div> <div></div>	
coll1	0,79			
coll2	0,87			
coll3	0,52			
Faktor-reliabilität	0,89	DEV	0,74	Fornell/Larcker Kriterium erfüllt

Tabelle 7: Prüfung des Messmodells für das Konstrukt Dauer der Zusammenarbeit

Im Rahmen der Kapitel 6.1.1 als auch 6.2.1 wurde jeweils eine Hypothese hinsichtlich der Bedeutung des Track-Records für die Selektionsentscheidung als auch für den Vertrauensaufbau abgeleitet. Analog zur wahrgenommenen Ähnlichkeit als auch zur Dauer der Zusammenarbeit muss ebenfalls ein Messmodell für das Konstrukt Track-Record gefunden werden.

Um die Wahrnehmung des Track-Records auf Seiten der Investoren zu messen, wurde daher ein Mess-Konstrukt, bestehend aus vier Indikatoren, entwickelt. Es wurden drei Indikatoren (track 2-4) zur Messung des Track-Records aus der Definition des Begriffs Track-Records in der Venture-Capital-Branche abgeleitet. Hiernach handelt es sich gemäß Tausend (2006, S. 35) vor allem um die Erfolge in früheren Fonds. Ergänzt wurde ein bei Doney & Cannon, (1997, S. 48) genutzter Indikator zur Messung der Reputation eines Automobilzulieferers. Hierbei wurde der ursprüngliche Indikator auf die Bedürfnisse der Investoren, nämlich in einen Venture-Capitalisten zu investieren, der über ein gutes Netzwerk zur Identifizierung optimaler Deals verfügt, angepasst. Der komplementäre Einsatz eines Indikators aus dem Bereich der Reputation bietet sich an, da der Begriff der Reputation in Bezug auf die Venture-Capital-Branche mit dem Begriff des Track-Records in Verbindung gebracht wird (Marti & Balboa, 2007, S. 458).

Mit Blick auf die Werte des Cronbach's Alpha sowie der Item-to-Total-Korrelation ist die Reliabilität im Sinne der Methoden der ersten Generation gegeben. Auch die Indikatorreliabilität, die Faktorreliabilität als auch die durchschnittlich erfasste Varianz sprechen für die Reliabilität des Messkonstrukts im Sinne der Methoden der zweiten Generation.

Da die Daten normalverteilt sind (vgl. Kapitel 7.2.2), der KMO-Koeffizient oberhalb des Mindestwerts liegt und der Bartlett's-Test signifikant ausfällt, kann die explorative Faktorenanalyse im vorliegenden Fall angewendet werden. Mit Blick auf die explorative Faktorreliabilitäten im Sinne der Hauptachsenanalyse sprechen die als optimal einzustufenden Faktorladungen bei einer erklärten Varianz über 50 % für eine gegebene Konvergenz- und Diskriminanzvalidität. Auch die Ergebnisse der Faktorladungen der konfirmatorischen Faktorenanalyse sprechen für eine Konvergenzvalidität im Rahmen der Methoden der zweiten Generation. Auch das Fornell & Larcker Kriterium zur Prüfung der Diskriminanzvalidität ist gegeben (vgl. Anhang 10).

Um Aussagen über nomologische Validität machen zu können sind die Korrelationen mit den Konstrukten Vertrauen sowie der Entscheidung zur Investition zu betrachten. Eine Korrelation von $r = 0.24$ bei $p \leq 0,01$ mit dem Konstrukt des Vertrauens sowie $r = 0.38$ bei $p \leq 0,01$ mit der letztendlichen Entscheidung sprechen für das Vorhandensein der nomologischen Validität (vgl. hierzu Tabelle 5).

Auch die Testung des Konstrukts mit den globalen Gütemaßen sprechen für eine Eignung des Modells (Chi-Square = 1.48 bei $p = 0,4772$; Chi/df = 0,74; CFI = 1,00; RMSEA = 0,00 bei $p = 0,596$; SRMR 0,012). Insgesamt kann also von einer Eignung des Messmodells ausgegangen werden kann.

Track-Record (Der Indikator rep2 wurde der Skala von Doney & Cannon (1997, S. 48) entnommen)				
Namen	Indikator	Item-to-Total-Korrelation	Faktor-Ladung (HK-Analyse)	Faktor-Ladung (HA-Analyse)
rep2	The VC-management-team was known for its superior deal flow and the ability to identify and close the best deals.	0,635	0,795	0,705
track2	The VC-management-team had achieved superior exits over the last years according to our quantitative measures.	0,716	0,850	0,806
track3	According to quantitative measures the VC-management-team had no track record.	0,673	0,823	0,753
track4	The VC management team’s last fund was first quartile.	0,683	0,827	0,761
Cronbach’s Alpha		0,838		
Ergebnisse der explorativen Faktorenanalyse				
KMO	0,813 /sign. Bartlett’s Test	Extrahierte Faktoren		1
Erklärte Varianz	67,89 %			
Ergebnisse der konfirmatorischen Analyse				
Namen	Indikatorreliabilität	<div>*** p ≤ 0,001</div> <div></div>		
rep2	0,506			
track2	0,686			
track3	0,542			
track4	0,554			

Faktor-reliabilität	0,842	DEV	0,57	Fornell/Larcker Kriterium erfüllt
----------------------------	-------	------------	------	--

Tabelle 8: Prüfung des Messmodells für das Konstrukt Track-Record

Über das Verhalten während der Due-Diligence wurden zwei Hypothesen abgeleitet. Zum einen wurde in Kapitel 6.2.4 ein positiver Effekt auf die Vertrauensentstehung gefolgert. Ferner wurde in Kapitel 6.3.2 ein Zusammenhang zwischen der Offenheit im Rahmen der Due-Diligence und den wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten abgeleitet. Im Folgenden wird daher die Operationalisierung des Konstrukts Due-Diligence besprochen.

Zur Messung des Verhaltens während der Due-Diligence bietet sich ein Zurückgreifen auf das von Welpé (2008, S. 1275) zur Messung der Offenheit im Rahmen der Due-Diligence verwendete Konstrukt an. Allerdings wurden die Indikatoren auf den vorliegenden Untersuchungsgegenstand angepasst. Da der Informationsvergabestrategie im Rahmen der qualitativ-empirischen Vorstudie eine besondere Bedeutung beigemessen wurde, wurde der erste Indikator entsprechend umformuliert. Ferner unterstrich ein befragter Venture-Capital-Manager die Bedeutsamkeit der Ehrlichkeit im Rahmen der Due-Diligence, so dass ein Indikator eingefügt wurde, der die Verlässlichkeit der zur Verfügung gestellten Informationen adressieren soll.

Mit Blick auf das Cronbach's-Alpha sowie den Werten der einzelnen Item-to-Total-Korrelationen weist das Messkonstrukt eine ausreichend hohe Reliabilität auf. Auch die Indikatorreliabilitäten, die Faktorreliabilität als auch die durchschnittlich erfasste Varianz im Rahmen der Prüfung durch die konfirmatorische Faktorenanalyse sprechen für die Reliabilität des Messkonstrukts.

Der KMO-Wert, der signifikante Bartlett-Test sowie das Vorhandensein einer Normalverteilung (vgl. Kapitel 7.2.2) begründen die Voraussetzungen für die Anwendung der explorativen Faktorenanalyse im vorliegenden Fall. Die Faktorladungen sowohl bei Durchführung im Sinne der Hauptachsenanalyse als auch der Hauptkomponentenanalyse sprechen für ein Vorliegen der Konvergenz- und Diskriminanzvalidität des Messkonstrukts. Auch die bei $p \leq 0,001$ signifikanten Faktorladungen jenseits des Mindestwerts von 0,7 im Rahmen der konfirmatorischen Faktorenanalyse sprechen für die Konvergenzvalidität des Messkonstrukts. Da die durchschnittlich erfasste Varianz größer als die quadrierte Korrela-

tion mit jedem anderen Faktor ist, verfügt das Messkonstrukt über Diskriminanzvalidität (vgl. Anhang 10).

Werden die Korrelationen mit den auf Basis der Hypothesen zusammenhängenden Konstrukten betrachtet, so liegt mit einer Korrelation von $r = 0.45$ bei $p \leq 0,01$ mit dem Konstrukt Vertrauen als auch einer Korrelation in Höhe von $r = 0.25$ bei $p \leq 0,01$ mit dem Konstrukt der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten die nomologische Validität vor (vgl. hierzu Tabelle 5). Ferner spricht die Testung des Konstrukts mit den globalen Gütemaßen für eine Eignung des Modells ($CFI = 0,907$; $SRMR = 0,048$). Da diese Tests alle positiv ausgefallen sind, bietet sich eine weitere Verwendung im Rahmen der vorliegenden Arbeit an.

Due-Diligence (in Anlehnung an Welppe, 2008, S. 1275)				
Namen	Indikator	Item-to-Total-Korrelation	Faktor-Ladung (HK-Analyse)	Faktor-Ladung (HA-Analyse)
due1	The VC-management-team had a frank strategy in providing the necessary information to us.	0,703	0,829	0,757
due1	The information provided by the VC-management-team during the Due-Diligence phase was transparent.	0,783	0,882	0,852
due3	The information provided by the VC-management-team during the Due-Diligence phase was exact.	0,739	0,863	0,814
due4	The information provided by the VC-management-team during the Due-Diligence phase was reliable.	0,715	0,843	0,778
Cronbach's Alpha		0,875		
Ergebnisse der explorativen Faktorenanalyse				
KMO/ Bartlett's	0,770 /signifikanter Bartlett's Test	Extrahierte Faktoren		1
Erklärte Varianz	73,03 %			

Ergebnisse der konfirmatorischen Analyse				
Namen	Indikatorreliabilität		<div>*** $p \leq 0,001$</div>	
due1	0,630		← 0,794 ***	<div>Due-Diligence</div>
due1	0,753		← 0,868 ***	
due3	0,602		← 0,776 ***	
due4	0,576		← 0,759 ***	
Faktor-reliabilität	0,877	DEV	0,64	Fornell/Larcker Kriterium erfüllt

Tabelle 9: Prüfung des Messmodells für das Konstrukt Due-Diligence

In Kapitel 6.3.1 wurde die Hypothese abgeleitet, dass die wahrgenommene Attraktivität der Vertragsausklauseln einen positiven Einfluss auf die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten hat. Analog zu den bisherigen Messmodellen wird somit ebenfalls ein Messmodell für die Attraktivität der Vertragsklauseln diskutiert.

Um die Wahrnehmung der Attraktivität der Vertragsausgestaltung zu messen, wurde ein Konstrukt mit drei Indikatoren entwickelt. Da dieses Konstrukt zu einer nicht ausreichenden Reliabilität gemäß dem Cronbach's Alpha führte, wurde der dritte Indikator aus dem Konstrukt entfernt. Es wurde allerdings zuvor sichergestellt, dass der dritte und somit entfernte Indikator keinen zusätzlichen Wissensgewinn spenden würde und die Inhaltsvalidität mit den zwei verbleibenden Indikatoren gegeben ist. Mit Blick auf das Cronbach's Alpha, die Item-to-Total-Korrelation, die Indikatorreliabilitäten als auch der durchschnittlich erfassten Varianz liegt die Reliabilität des verbleibenden Zwei-Faktor-Messkonstrukts vor. Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass die Faktorreliabilität nicht ausreichend gegeben ist.

Da der KMO-Koeffizient gerade noch erfüllt ist, der Bartlett's Test signifikant ausfällt und ferner die Daten normalverteilt sind (vgl. Kapitel 7.2.2), kann die Konvergenz- und Diskriminanzvalidität mit der explorativen Faktorenanalyse geprüft werden. Die erklärte Varianz von mehr als 50 % als auch die Faktorladungen im Sinne der Hauptachsen und Hauptkomponentenanalyse unterstreichen die Konvergenz- und Diskriminanzvalidität des Messkonstrukts.

Auch lässt sich Konvergenzvalidität nachweisen, wenn die Prüfmethode der konfirmatorischen Faktorenanalyse angewendet werden. So verfügen die einzelnen Indikatoren über ausreichend hohe und signifikante Faktorladungen. Ferner weist die Prüfung des Fornell & Larcker-Kriteriums die Diskriminanzvalidität des Messkonstruktes nach (vgl. Anhang 10).

Die nomologische Validität ist in Hinblick auf die Korrelation mit dem Konstrukt der wahrgenommen Kontrollmöglichkeiten in Höhe von $r = 0.22$ bei $p \leq 0,01$ gegeben (vgl. hierzu Tabelle 5).

Natürlich liegt im vorliegenden Fall eine Verletzung der geforderten Faktorenreliabilität vor. Da aber alle anderen Reliabilitätsmaße erfüllt sind, kann von einer hinreichenden Eigenschaft des Messkonstruktes ausgegangen werden.

Attraktivität der Vertragsklauseln				
Namen	Indikator	Item-to-Total-Korrelation	Faktor-Ladung (HK-Analyse)	Faktor-Ladung (HA-Analyse)
term1	In contrast to the general market, the terms and conditions were appealing.	0,851	0,962	0,922
term2	Compared to the standard of the market, the terms and conditions of the fund were very attractive for investors.	0,851	0,962	0,922
term3	The terms and conditions followed the standards of the VC market.			
Cronbach's Alpha		0,919		
Ergebnisse der explorativen Faktorenanalyse				
KMO/ Bartlett's	0,5 /sign. Bartlett's Test	Extrahierte Faktoren		1
Erklärte Varianz	92,54 %			

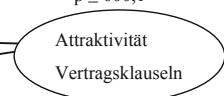
Ergebnisse der konfirmatorischen Analyse				
Namen	Indikatorreliabilität		*** $p \leq 0,001$	
term1	0,745		0,863 ***	
term2	0,972		0,986 ***	
Faktor-reliabilität	0,51	DEV	0,892	Fornell/Larcker Kriterium erfüllt

Tabelle 10: Prüfung des Messmodells für das Konstrukt Attraktivität der Vertragsklauseln

7.5.3.3 Messkonstrukte der mediierenden bzw. abhängigen Variablen

In Kapitel 6 wurden mehrere Hypothesen über die Entstehung von Vertrauen gebildet. Des Weiteren wurde in Kapitel 6.1.2 hypothesisiert, dass wahrgenommenes Vertrauen als mediierende Variable einen Einfluss auf die Investitionsentscheidung von Investoren hat. In den folgenden Abschnitten geht es somit um die Operationalisierung des Konstrukts wahrgenommenes Vertrauen.

Um das wahrgenommene Vertrauen zwischen den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft und den Investoren zu messen, wurde die Skala von Doney & Cannon (1997, S. 49) zur Messung des Vertrauens zwischen zwei Unternehmensrepräsentanten zu Grunde gelegt und auf den vorliegenden Unternehmensgegenstand angepasst. Hierbei wurde auf einen Indikator der Ursprungsskala verzichtet, der aus Sichtweise des Autors keinen zusätzlichen Nutzen spendete. Es wurde hierbei, wie bereits in Kapitel 5.7.3 dargestellt, bewusst kein individuenunabhängiges, interorganisationales Vertrauenskonstrukt zur Messung angewendet (Donney & Cannon, 1997, S. 489). Der Hauptgrund liegt, wie im Rahmen der qualitativ-empirischen Studie ermittelt wurde, in der Bedeutung einzelner Persönlichkeiten für das Venture-Capital-Geschäft.

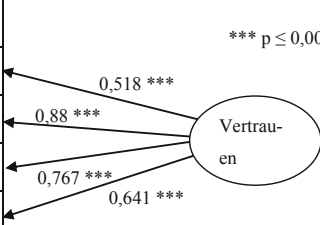
Die ersten beiden Indikatoren des Konstrukts verfügten über eine sehr geringe Korrelation mit den übrigen Items. Damit ein Indikator von der weiteren Analyse ausgeschlossen werden kann, muss sichergestellt sein, dass eine angemessene Operationalisierung zur Testung der zuvor aufgestellten Hypothesen sichergestellt ist. Ein um die ersten beiden Indikatoren verringertes Konstrukt beinhaltet dabei allerdings weiterhin genügend Informationen zu den oben beschriebenen Subdimensionen „Glaubwürdigkeit“ und „Wohlwollen“, so dass von einer hinreichenden Inhaltsvalidität auszugehen ist.

Der Cronbach's Alpha und die Item-to-Total-Korrelation der vier verbleibenden Indikatoren sprechen für die Reliabilität im Sinne der Methoden der ersten Generation. Mit Ausnahme des Indikators trust 3 sprechen die Indikatorreliabilitäten, die Faktorreliabilität als auch die durchschnittlich erfasste Varianz des betrachteten Faktors für die Reliabilität des Messkonstrukts im Rahmen der Durchführung einer konfirmatorischen Faktorenanalyse. Für die Tatsache, dass der Wert für die Indikatorreliabilität dennoch akzeptiert werden kann, wird auf die Ausführungen bei Stöckmann (2010, S. 140) verwiesen, wonach auch ein Wert größer als 0,25 akzeptiert werden kann.

Der Wert des Kaiser-Mayer-Olkin-Kriteriums, der signifikante Bartlett's Test auf Sphärität sowie die Normalverteilung der Daten (vgl. Kapitel 7.2.2) sprechen für die Durchführung der Konvergenz- und Diskriminanzvaliditätsprüfung mit Hilfe der explorativen Faktorenanalyse. In diesem Zusammenhang sprechen die Faktorladungen sowie die erklärte Varianz für die Konvergenz- und Diskriminanzvalidität des Messkonstrukts. Auch bei Anwendung der konfirmatorischen Analyse übertreffen alle Faktorladungen bei einem Signifikanzniveau von $p \leq 0,001$ den Wert von 0,5, so dass von einer hinreichenden Konvergenzvalidität ausgegangen werden kann. Da auch in diesem Fall das Fornell & Larcker Kriterium erfüllt ist, wurde die Diskriminanzvalidität auch im Rahmen der Methoden der zweiten Generation nachgewiesen (vgl. Anhang 10).

Wie bereits im Rahmen der anderen Konstrukte beschrieben, bestehen Korrelationen zwischen den Konstrukten Vertrauen und Track-Record ($r = 0,32$ bei $p \leq 0,01$), Vertrauen und Ähnlichkeit ($r = 0,42$ bei $p \leq 0,01$) sowie Vertrauen und der Offenheit im Rahmen der Due-Diligence ($r = 0,45$ bei $p \leq 0,01$). Ferner spricht eine Korrelation in Höhe von $r = 0,32$ bei $p \leq 0,01$ mit der Investitionsentscheidung für die nomologische Validität des Konstrukts Vertrauen (vgl. hierzu Tabelle 5).

Überdies sprechen die Werte der globalen Gütemaße des Konstrukts für die Eignung des Messinstruments (Chi-Square = 6,83 bei $p = 0,03$; Chi-Square/ degrees of freedom = 3,415; CFI = 0,975; SRMR = 0,037; RMSEA = 0,12 bei $p = 0,08$).

Vertrauen (Auf Basis der Skala von Doney & Cannon, 1997, S. 48)				
Namen	Indikator	Item-to-Total-Korrelation	Faktor-Ladung (HK-Analyse)	Faktor-Ladung (HA-Analyse)
trust1	The managers of the VC-management-team dealt with us in a frank manner.			
trust2	The managers of the VC-management-team did not make false claims.			
trust3	We did not think that the managers of the VC-management-team were completely open in dealing with us.	0,475	0,670	0,516
trust4	The managers of the VC-management-team were only concerned about themselves.	0,722	0,881	0,906
trust5	The managers of the VC-management-team did not seem to be concerned with our goals.	0,598	0,801	0,717
trust6	The people at my firm did not trust the managers of the VC-management-team.	0,585	0,772	0,650
Cronbach's Alpha		0,783		
Ergebnisse der explorativen Faktorenanalyse				
KMO/ Bartlett's	0,716 /sign. Bartlett's Test	Extrahierte Faktoren		1
Erklärte Varianz	61,56 %			
Ergebnisse der konfirmatorischen Analyse				
Namen	Indikatorreliabilität	<div>*** p ≤ 0,001</div> <div></div>		
trust3	0,268			
trust4	0,774			
trust5	0,588			
trust6	0,411			

Faktor- reliabilität	0,801	DEV	0,510	Fornell/Larcker Kriterium erfüllt
---------------------------------	-------	------------	-------	--

Tabelle 11: Prüfung des Messmodells für das Konstrukt Vertrauen

Analog zum wahrgenommenen Vertrauen wurden in Kapitel 6.1.3 Hypothesen über die Entstehung wahrgenommener Kontrollmöglichkeiten abgeleitet. Zudem wurde in Kapitel 6.1.3 eine Mediationshypothese bezüglich der Wirkung der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten auf die Investitionsentscheidung der Investoren hypothesiert. Analog zum wahrgenommenen Vertrauen wird in den nächsten Abschnitten eine Operationalisierung für das Konstrukt der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten diskutiert.

Passend zu dem in Kapitel 5.6.1 abgeleiteten Kontrollverständnis im Sinne einer Vertragskontrolle wurde auf Basis der Studie von Payne, Davis, Morre & Bell (2009, S. 160) sowie der üblicherweise eingesetzten Vertragsklauseln (Feinendegen et al., 2003, S. 1171 f.) ein Konstrukt zur Messung der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten entwickelt.

Auch im vorliegenden Fall musste der dritte Indikator aufgrund eines zu geringen Cronbach's Alpha von der Analyse ausgeschlossen werden. Analog zum Konstrukt des wahrgenommenen Vertrauens bilden die verbleibenden Indikatoren den theoretisch hypothetisierten Sachverhalt ebenfalls hinreichend ab, so dass die Inhaltsvalidität gegeben ist. Für das verbleibende Zwei-Indikatoren-Konstrukt spricht der Wert des Cronbach's Alpha, die Item-to-Total-Korrelationen der beiden verbleibenden Indikatoren, die Indikatorreliabilitäten, die Faktorreliabilität sowie die durchschnittlich erfasste Varianz für die Reliabilität des Messkonstrukts.

Das Erfüllen des KMO-Kriteriums, die Signifikanz des Bartlett's Tests sowie die Normalverteilung der Daten sprechen für die Möglichkeit zur Durchführung der Tests im Rahmen der explorativen Faktorenanalyse. Die Faktorladungen bei der Durchführung der konfirmatorischen Faktorenanalyse liegen ebenfalls im optimalen Bereich, wobei auch die erklärte Varianz für die Konvergenz- und Diskriminanzvalidität des Messkonstrukts sprechen. Auch das erfüllte Fornell & Larcker Kriterium spricht für die Diskriminanzvalidität des Messkonstrukts (vgl. Anhang 10).

Es liegt eine Korrelation mit den Konstrukten Offenheit im Rahmen der Due-Diligence als auch der Vertragsgestaltung vor. Ferner liegt eine Korrelation mit der Entscheidung zu

investieren, in Höhe von $r = 0,2$ bei $p \leq 0,05$ vor (vgl. hierzu Tabelle 5). Eine hinreichend große nomologische Validität ist somit gegeben. Somit sprechen auch diese Tests für den Einsatz dieses Messkonstrukts.

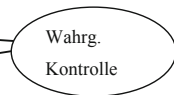
Wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten (Basierend auf Payne, Davis, Morre & Bell (2009, S. 160) & Schmidt & Wahrenburg (2003, S. 1171 f.))					
Namen	Indikator		Item-to-Total-Korrelation	Faktor-Ladung (HK-Analyse)	Faktor-Ladung (HA-Analyse)
cabil1	We had the option of determining and changing the provisions of the general fund-management in the Partnership-Agreement.		0,895	0,973	0,946
cabil2	We had the option of determining and changing the provisions concerning the activities and behaviours of the VC-management-team in the Partnership-Agreement.		0,895	0,973	0,946
cabil3	During the lifetime of the fund, we would have the option of blocking a particular investment (e.g., through a seat on the investment committee).				
Cronbach's Alpha			0,944		
Ergebnisse der explorativen Faktorenanalyse					
KMO/ Bartlett'	0,5 / sign. Bartlett's Test		Extrahierte Faktoren		1
Erklärte Varianz	94,76 %				
Ergebnisse der konfirmatorischen Analyse					
Namen	Indikatorreliabilität		*** p ≤ 0,001		
cabil1	0,951		← 0,975 ***		
cabil2	0,842		← 0,918 ***		
Faktor-reliabilität	0,945	DEV	0,9	Fornell/Larcker Kriterium erfüllt	

Tabelle 12: Prüfung des Messmodells für das Konstrukt wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten

Die letztendliche Entscheidung wurde den Befragten abwechselnd vorgegeben. Eine Gruppe wurde dabei gebeten, sich bei der Beantwortung der Fragen auf den letzten Fonds zu beziehen, in den investiert wurde. Die andere Gruppe wurde gebeten, sich an den letzten Fonds zu erinnern, der abgelehnt wurde. Von einer Messproblematik ist somit bei einer isolierten Betrachtung dieser Variablen nicht auszugehen. Daher entfallen für diese Variable die oben durchgeführten Tests.

Problematisch an dieser Vorgabe könnte aber sein, dass die Befragten bei Beantwortung der gestellten Fragen nicht mit Bezug auf einen konkreten Investmentprozess antworten, sondern sich an mehreren vergangenen Investitionsentscheidungen orientieren. Daher wurde im Laufe des Fragebogens an mehreren Stellen erneut definiert, dass sie sich, je nach Zuweisung, an die letzte positive oder die letzte negative Entscheidung erinnern mögen.

7.6 Überprüfung der Hypothesen

7.6.1 Strukturgleichungsanalyse

Nachdem die Prüfung der Messinstrumente zur Erhebung der Daten nun erfolgt ist, geht es darum, die in Kapitel 6 abgeleiteten Zusammenhänge mit Hilfe der erhobenen Daten zu überprüfen. Hierzu bedarf es einer Methode, mit der die Beziehungen zwischen mehreren unabhängigen und abhängigen Variablen abgebildet werden können und darüber hinaus eine abhängige Variable für andere im Modell zu untersuchende Variablen als unabhängige Variable fungieren kann. Diese Möglichkeiten bietet sich im Rahmen der Strukturgleichungsanalyse (Hair et al., 2006, S. 718).

Die Strukturgleichungsmodellierung hat sich bereits in den 1990er Jahren zum dominanten multivariaten Analyseverfahren in der empirischen Anwendung entwickelt (für die psychologische Forschung vgl. exemplarisch Hershberger (2003, S. 41); für die betriebswirtschaftlich empirische Forschung vgl. exemplarisch Homburg & Baumgartner (1995, S. 162)). Unter dem Begriff der Strukturgleichungsanalyse werden die Begriffe der Pfadanalyse als auch der Kausalanalyse subsumiert. Während es bei der Pfadanalyse um die Wechselwirkungen zwischen verschiedenen manifesten und somit direkt gemessenen Variablen geht, bezieht die Kausalanalyse zudem die Operationalisierung latenter Konstrukte über ein Messmodell mit ein (Weiber & Mühlhaus, 2010, S. 21 & S. 31). Mittels Kausalmodellen können die Beziehungen von latenten Konstrukten zu ihren manifesten Indikatoren als auch die Beziehungen zwischen den latenten Variablen in einem Modell abgebildet

werden und dabei einer simultanen Prüfung unterzogen werden (Reinecke, 2005, S. 225). Der Unterschied von Pfad- oder Kausalmodellen zu einfachen oder auch multiplen Regressionsanalysen liegt darin begründet, dass dieses Verfahren mehr als eine unabhängige und eine abhängige oder mehrere unabhängige und eine abhängige Variable abbilden können (Hair et al., 2006, S. 177). Da im vorliegenden Fall der totale Aggregationsansatz aus Gründen der Optimierung der Parameterschätzung im Verhältnis zur Anzahl der erhobenen Fälle angewendet wird und somit die verschiedenen latent gemessenen Konstrukte auf jeweils eine Variable aggregiert werden, kommt eine simultane Beurteilung von Mess- und Strukturgleichungsmodell in der vorliegenden Studie nicht zum Tragen und es ist somit nicht von einer Kausalanalyse zu sprechen. Die Gründe für die Wahl des totalen Aggregationsansatzes werden detailliert in Kapitel 7.6.4 diskutiert. Vielmehr werden die Beziehungen zwischen den auf diese Weise gebildeten aggregierten Variablen als manifeste Größen im Rahmen einer Pfadanalyse geschätzt.

Allerdings muss an dieser Stelle darauf hingewiesen werden, dass Pfad- bzw. Strukturgleichungsmodelle hinsichtlich ihrer kausalen Interpretation neutral sind. Eine hohe und signifikante Faktorladung allein beweist noch nicht den Einfluss einer unabhängigen, auf eine abhängige Variable. Vielmehr müssen insgesamt folgende vier Eigenschaften erfüllt sein, damit von einer kausalen Beziehung gesprochen werden kann (Hair et al., 2006, S. 760; Reinecke, 2005, S. 12):

- Theoretische haltbare Begründung der Wirkung der unabhängigen auf die abhängige Variable,
- die abhängige Variable folgt zeitlich auf die unabhängige Variable,
- es liegen Kovarianzen als Basis zur Berechnung der Pfadkoeffizienten zwischen den zu betrachtenden Variablen vor und
- es besteht die Möglichkeit des Ausschlusses von Drittvariableneinflüssen.

Der erst genannte Punkt kann im Rahmen der vorliegenden Arbeit durch die Herleitung der Wirkhypothesen in Kapitel 6 als erfüllt angesehen werden. Streng genommen kann der zweite Punkt nur durch die Datenerhebung im Rahmen einer Längsschnittanalyse erfolgen. Bei einer Längsschnittanalyse liegen definitionsgemäß mehrere Erhebungszeitpunkte vor (Reinecke, 2006, S. 19). Im vorliegenden Fall hätte das bedeutet, dass eine drei-schrittige Datenerhebung durchgeführt hätte werden müssen. Mit Bezug auf die Ebenen des Modells

hätten zuerst die unabhängigen Variablen erhoben werden müssen. In einem zweiten Schritt hätten die Variablen der Wahrnehmungs-Ebene und somit das Vertrauen sowie die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten erhoben werden müssen. In einem dritten Schritt hätte eine Abfrage der letztendlichen Entscheidung erfolgen müssen. Diese Vorgehensweise ist aber sowohl in Hinblick auf die Bereitschaft der Informanten als auch auf zeitliche Restriktionen nicht durchführbar. Daher wurde in der vorliegenden Studie mit einer Querschnittsanalyse und somit der Abfrage der Daten zu einem Zeitpunkt gearbeitet, wobei die Abfolge der Variablen auf Basis theoretischer Begründungen im theoretischen Kapitel erfolgte (Reinecke, 2005, S. 19). Die übrigen geforderten Punkte ergeben sich als Ergebnis der vorliegenden Studie.

7.6.2 Pfadmodelle

Wie im letzten Kapitel diskutiert, werden die Hypothesen mit Hilfe eines Pfadmodells geprüft. Durch ein korrespondierendes Pfaddiagramm werden die Beziehungen zwischen den einzelnen abhängigen und unabhängigen Variablen, auch unter Einbezug von Mediatoreffekten, visualisiert. Von einer Mediatorvariable wird in diesem Zusammenhang gesprochen, wenn *„eine unabhängige Variable nicht direkt, sondern vermittelt über eine dritte Variable auf die abhängige Variable einwirkt“* (Bortz & Döring, 2002, S. 6 f.; vgl. ferner Baron & Kenny, 1986, S. 1176 ff). In der vorliegenden Arbeit handelt es sich bei den Konstrukten des Vertrauens sowie der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten um medierende Variablen, da gemäß der Hypothesenbildung mehrere unabhängige Variablen, wie z.B. die wahrgenommene Ähnlichkeit über eines der beiden Konstrukte, oder über beide einen mittelbaren Einfluss auf die Investitionsentscheidung der Investoren haben, bzw. aus der Sichtweise der Venture-Capital-Gesellschaften auf den Erfolg im Fundraising, haben. Das in Abbildung 22 auf Seite 132 dargestellte Modell bildet das in der vorliegenden Arbeit zu prüfende Pfadmodell ab.

Es handelt sich bei dem abgebildeten Modell um ein teilrekursives Pfadmodell. Die Unterscheidung von „voll“ und „teil“ bezieht sich auf die Vollständigkeit der abgebildeten Beziehungen im Modell. Von vollrekursiven oder auch saturierten Pfadmodellen wird gesprochen, wenn alle denkbaren Verbindungen zwischen den einzelnen Variablen gezogen wurden und diese alle in dieselbe Richtung zeigen. Das hier dargestellte teilrekursive Modell zieht hingegen nicht alle Verbindungen. Der Begriff der Rekursivität bezieht sich auf die Erklärungsrichtung des Modells. Bei rekursiven Modellen erfolgt die Erklärung der

endogenen Variablen somit rückwärtsschreitend. Bei nicht-rekursiven Modellen hingegen weisen die Kausalbeziehungen zwischen den einzelnen Variablen in verschiedene Richtungen (vgl. zum Unterschied von rekursiven und nicht-rekursiven Pfadmodellen im Detail Weiber & Mühlhaus (2010, S. 28)).

Im Rahmen der Pfadanalyse werden die Beziehungen zwischen zwei Variablen auf Basis von Korrelationen geschätzt (Hair, 2006, S. 728). Im Ergebnis gibt ein Pfadkoeffizient die Bedeutung zwischen zwei Variablen an (vgl. zur Berechnung: Hair et al., S. 727 ff.; Reinecke, 2005, S. 47 ff.). Bei Anwendung der kovarianzbasierten Vorgehensweise erfolgt die statistische Beurteilung der Güte des Strukturgleichungsmodells auf Basis einer Diskrepanzfunktion, die im Rahmen eines optimalen Fits minimal ausfällt. Die Diskrepanzfunktion gibt dabei die Distanz zwischen der beobachteten und der vom Modell implizierten Kovarianzmatrix wieder (Bollen, 1989, S. 104 ff.). Je nach Schätzer bieten sich unterschiedliche Möglichkeiten zur Analyse des Fits des getesteten Modells an. Die im Rahmen der vorliegenden Arbeit verwendeten Schätzer werden daher im folgenden Kapitel 7.6.3 diskutiert.

7.6.3 *Auswahl des Schätzers*

Ordinal gemessene Variablen werden in sozialwissenschaftlichen Studien üblicherweise als kontinuierlich betrachtet. Da die dadurch entstehenden Fehler bei einer Nutzung einer mindestens fünf-stufigen Likert-Skala laut einer empirischen Studie durchaus akzeptabel sind, wird auch in der vorliegenden Arbeit diesem Vorgehen gefolgt (vgl. für detaillierte empirische Betrachtung im Detail Johnson & Creech, 1983, S. 398 ff.). Auf der anderen Seite liegt mit der vorgegebenen Entscheidung hinsichtlich einer Investition eine binäre Variable und somit eine Variable mit zwei Ausprägungen vor. Im Rahmen der vorliegenden Arbeit bedarf es somit eines Schätzers, der diese beiden Typen von Variablen verarbeiten kann und zudem robust gegenüber Verletzungen der multivariaten Normalverteilung ist. Wie in Kapitel 7.2.2 bereits dargestellt wurde, ist die Annahme der Normalverteilung unter Einbezug der dichotomen Variable nicht gegeben. Im Gegensatz zum ML-Schätzer, der zu großen Verzerrungen bei der Verarbeitung von dichotomen Variablen neigt, ist daher ein Schätzer der WLS (in Langform: Weighted-least-Square) Gruppe zu betrachten, der keine multivariat normalverteilten Daten voraussetzt (Beauducel & Herzberg, 2006, S. 188 & S. 200; Muthén, du Toit, Spisic, 1997, S. 23 ff.). Der in der Arbeit verwendete WLSMV (in Langform: Weighted-least-Squares-Means-And-Variance-adjusted-Estimator) gehört

neben dem WLS und dem WLSM (in Langform: Weighted-least-Squares-With-Robust-Standard-Errors-And-Means-adjusted-Estimator) zu der Gruppe der Schätzer der kleinsten gewichteten Quadraten. Der WLSMV stellt dabei eine Verbesserung des WLS-Schätzers dar (Beauducel & Herzberg, 2006, S. 187). In diesem Zusammenhang stellt er weniger Ansprüche an die Größe der Fallzahl und ist bereits für kleinere Fallzahlen ab $n \geq 150$, anwendbar (Beauducel & Herzberg, 2006, S. 202; Muthén, du Toit & Spisic 1997, S. 1 ff.; Urban & Mayerl, 2003, S. 45).

Der WLSMV benutzt zur Schätzung eine diagonal gewichtete Matrix mit Standardfehlern sowie eine auf einer gesamt gewichteten Matrix beruhenden und um Mittelwerte und Varianz angepasste Chi-Square-Test-Statistik (Muthén & Muthén, 2007, S. 484). Laut Flora & Curran (2004, S. 488) ist die Chi-Square-Teststatistik unter Verwendung des WLSMV Schätzers gut anwendbar. Allerdings sollte dieses Testverfahren immer unter gleichzeitiger Betrachtung weiterer Prüfkriterien betrachtet werden. In Kapitel 7.5.2 wurden bereits die Mindestwerte (im Original Cut-off) zur Beurteilung kontinuierlicher Werte gemäß Hu & Bentler (1999, S. 1) vorgestellt. Bezugnehmend auf eine methodische Studie von Yu (2002, S. 154 ff.) sind diese Grenzwerte im Allgemeinen auch auf Datensätze mit binären Variablen anwendbar. Allerdings wird die Anwendung des SRMR nicht empfohlen (Yu, 2002, S. 161). Zudem sollte der CFI bei Beurteilung von Modellen mit binären Daten oberhalb von 0,95 liegen und der RMSEA zwischen 0,05 und 0,08 liegen (Rodriguez, Romer, Audrain-McGovern, 2007, S. 107). Ferner bietet sich der von Muthén & Muthén entwickelte WRMR (in Langform: Weighted-Root-Mean-Square-Residual) für die Evaluation von Modellen mit Variablen, die auf verschiedenen Skalen gemessen wurden und nicht zwingend normalverteilt sein müssen, an. Er gehört, wie der SRMR, zu den residual-basierten Indizes und kann diesen daher ersetzen. Vorgeschlagen wird ein Wert von maximal 0,95 (Yu, 2002 S. 17 für Definition S. 161). Zusammengefasst liegt ein gut angepasstes Modell vor, wenn ein nichtsignifikanter Chi-Square Test, ein CFI größer als 0,95, ein RMSEA zwischen 0,05 und 0,08 sowie ein WRMR kleiner 0,95 vorliegen.

7.6.4 *Optimierung der vorhandenen Fälle in Bezug auf die Güte der Parameterschätzung*

7.6.4.1 Diskussion des Begriffs der Stärke

Auch wenn der WLSMV-Schätzer, wie oben beschrieben, bereits für kleinere Fallzahlen zu aussagekräftigen Ergebnissen kommt, ist dennoch die Stärke einer Analyse bei der Generalisierung von gefundenen Zusammenhängen zu berücksichtigen. Mit Bezug auf die gegebene Population, die nicht bekannt für ihre Offenheit gegenüber Forschungsstudien ist, kann ein erworbenes Sample von 152 Antworten bzw. 151 verwertbaren Antworten für sich alleine genommen, als durchaus erfolgreich angesehen werden. Dennoch kann diese im Vergleich zu anderen Studien kleine Fallzahl Probleme nach sich ziehen, da nicht alle statistischen Anforderungen erfüllt werden.

In der wissenschaftlichen Forschung hat sich eine Heuristik durchgesetzt, die fünf bis zehn Fälle pro zu schätzenden Parameter fordert (Muthén & Muthén, 2002, S. 560). Die positive Beziehung zwischen Fallzahl und Stärke kommt dadurch zustande, dass die Modellschätzung auf Basis des Vergleichs eines aufgestellten Modells mit den in der Wirklichkeit vorhandenen Werten realisiert wird. Bei einer größeren Stichprobe liegen folglich mehr Informationen zum Abgleich vor. Im Ergebnis vergrößert sich das Vertrauen in die Schätzung (Tanaka, 1987, S. 134). Dem Autor ist dabei die Kritik an der Verwendung einer pauschalen Daumenregel, die lediglich auf die Fallzahl pro zu schätzendem Parameter abstellt, durchaus bewusst. So hängt die Größe der Fallzahl letzten Endes von der Gesamtzahl der Indikatoren im Modell, der durchschnittlichen Anzahl von Indikatoren pro Faktor, der durchschnittlichen Faktorladung in allen Messmodellen, der durchschnittlichen Schiefe aller Werte-Verteilungen, der Standardabweichung der Schiefe und der durchschnittlichen Kurtosis der Verteilung aller gemessenen Variablen ab. Unstrittig dabei ist, dass die Komplexität eines Modells sowie die Verwendung kategorialer Variablen die Anzahl der benötigten Fälle vergrößert (Urban & Mayerl, 2003, S. 47). Muthén & Muthén (2002, S. 600 ff.) schlagen in diesem Zusammenhang ein Vorgehen für eine genaue Bestimmung der Fallzahl bei Verwendung kontinuierlicher Variablen bei Verwendung des WLS-Schätzers vor. Leider ist dem Autor ein analoges Verfahren für den Einsatz sowohl kontinuierlicher als auch kategorischer Variablen im Zusammenhang mit dem WLSMV-Schätzer nicht bekannt. Daher soll die Regel von fünf Fällen pro zu schätzenden Parameter eingesetzt werden, um zu einer groben Einschätzung bezüglich der Möglichkeit der Durchführung eines

aussagekräftigen Modells zu kommen. Bei Anwendung eines oben beschriebenen Kausalmodells und somit der simultanten Bestimmung von Mess- sowie Strukturmodell sind 71 Parameter zu schätzen. In Bezug auf die Daumenregel müssten somit mindestens 355 Fälle vorliegen. Es geht also darum, die Anzahl der zu schätzenden Parameter im Hinblick auf die Wirkungszusammenhänge zu minimieren.

7.6.4.2 Anwendung des totalen Aggregationsansatzes als Lösungsmöglichkeit

Um Parameterfehlschätzungen, die aus mangelnder Stärke resultieren können, zu vermeiden, bietet sich die Anwendung des so genannten totalen Aggregationsansatzes an. Im Rahmen dieses Ansatzes werden die zuvor im Rahmen von latenten Konstrukten hypothetisch zugeordneten Indikatoren zu einer Maßzahl zusammengefasst (Bagozzi & Heatherton, 1994, S. 37 ff.). Auf diese Weise wird die Fallzahl im Verhältnis zu den Parameterschätzungen optimiert, wobei die Bedeutung der unterliegenden Skala vollständig erhalten bleibt (Bagozzi & Edwards, 1998, S. 57). Im Rahmen der Pfadanalyse werden die auf diese Weise zusammengefassten Konstrukte als direkt beobachtete Variablen behandelt. Dabei wird der Pfad von der latenten Variable auf die beobachtete Variable gleich eins gesetzt. Die Korrigierung des Messfehlers wird durch die Multiplikation jedes Faktors mit dem Produkt aus eins minus der Reliabilität und Varianz der Variable realisiert.

Bei dieser Prozedur handelt es sich mittlerweile um ein sehr verbreitetes Vorgehen im Rahmen der Strukturgleichungsmodellierung (vgl. unter anderem die Studien von Carlson & Kacmar, 2000, S. 1041; Renn & Vandenberg, 1995, S. 294; Wayne & Liden, 1995, S. 248; Williams & Hazer, 1986, S. 219 ff.). Ferner kann gemäß der Studie von Netemeyer, Johnston & Burton (1990, S. 185 ff.) davon ausgegangen werden, dass dieses Verfahren identische Ergebnisse wie ein Modell, welches alle ein latentes Konstrukt ausmachenden Indikatoren explizit berücksichtigt, zeigt. Da auf diese Weise eine höhere Aussagekraft in Bezug auf die Stärke der gefundenen Zusammenhänge realisiert werden kann, soll das Verfahren auch in der vorliegenden Arbeit angewendet werden. Mit 34 zu schätzenden Parametern ist eine Fallzahl von 151 bei einem Verhältnis von fünf zu eins als deutlich aussagekräftiger als bei 71 zu schätzenden Parametern zu interpretieren. Um das dargestellte Pfadmodell zu testen, wurde das M-Plus 5.0 Packet von Muthén & Muthén (2007) angewendet.

7.6.5 *Darstellung der Ergebnisse*

Mit einem nicht signifikantem Chi-Wert (Chi-Wert = 10,331 bei $p=0,1716$), einem Chi/Df = 1,43, einem CFI von 0,963, einem RMSEA von 0,056 sowie einem WRMR in Höhe von 0,395 ist zunächst eine äußerst gute Anpassungsgüte des Strukturgleichungsmodells festzuhalten.

Gemäß der rekursiven Modellanordnung erfolgt die Präsentation der Ergebnisse von hinten nach vorne. Den größten Pfadkoeffizienten hatte dabei die erste Hypothese (Track-Record → Entscheidung) mit 0,446 bei $p \leq 0,001$. Danach folgte die zweite Hypothese (Vertrauen → Entscheidung) mit einem Pfadkoeffizienten in Höhe von 0,274 bei $p \leq 0,05$. Die dritte Hypothese (Wahrgenommene Kontrollmöglichkeit → Entscheidung) verfügte im Ergebnis über einen Pfadkoeffizienten in Höhe von 0,176 bei $p \leq 0,1$. Die letzte Hypothese verpasst die übliche Signifikanzschranke von $p \leq 0,05$ nur leicht. Um die Hypothese im Hinblick auf die in dieser Studie absolut gesehen geringe Fallzahl nicht vorschnell zu verwerfen, wird mit einem Signifikanzniveau von $p \leq 0,1$ gearbeitet.

Von den vier Hypothesen, die zur Entstehung des Vertrauens gebildet worden sind, mussten zwei, nämlich die vierte (Track-Record → Vertrauen) und die fünfte (Dauer der Zusammenarbeit → Vertrauen) verworfen werden. Die sechste Hypothese (Ähnlichkeit → Vertrauen) konnte bei $p \leq 0,001$ und einem Pfadkoeffizienten in Höhe von 0,387 nicht verworfen werden. Die siebte Hypothese (Offenheit im Rahmen der Due-Diligence → Vertrauen) konnte ebenfalls bei $p \leq 0,001$ und einem Pfadkoeffizienten in Höhe von 0,349 nicht verworfen werden.

Beide Hypothesen, die die Entstehung der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeit erklären sollten, verpassen die übliche Signifikanzschranke nur leicht. Um auch diese Hypothesen im Hinblick auf die in dieser Studie absolut gesehen geringe Fallzahl nicht vorschnell zu verwerfen, wird auch hier mit einem Signifikanzniveau von $p \leq 0,1$ gearbeitet. Bei einer Signifikanz von $p \leq 0,1$ verfügt der Pfadkoeffizient der neunten Hypothese (Offenheit im Rahmen der Due-Diligence → wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten) über einen Wert in Höhe von 0,160 und die achte Hypothese (Attraktivität der Vertragsklauseln → wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten) über einen Pfadkoeffizienten in Höhe von 0,141. Die nachstehende Abbildung 27 gibt die Ergebnisse der Studie in graphischer Form wieder.

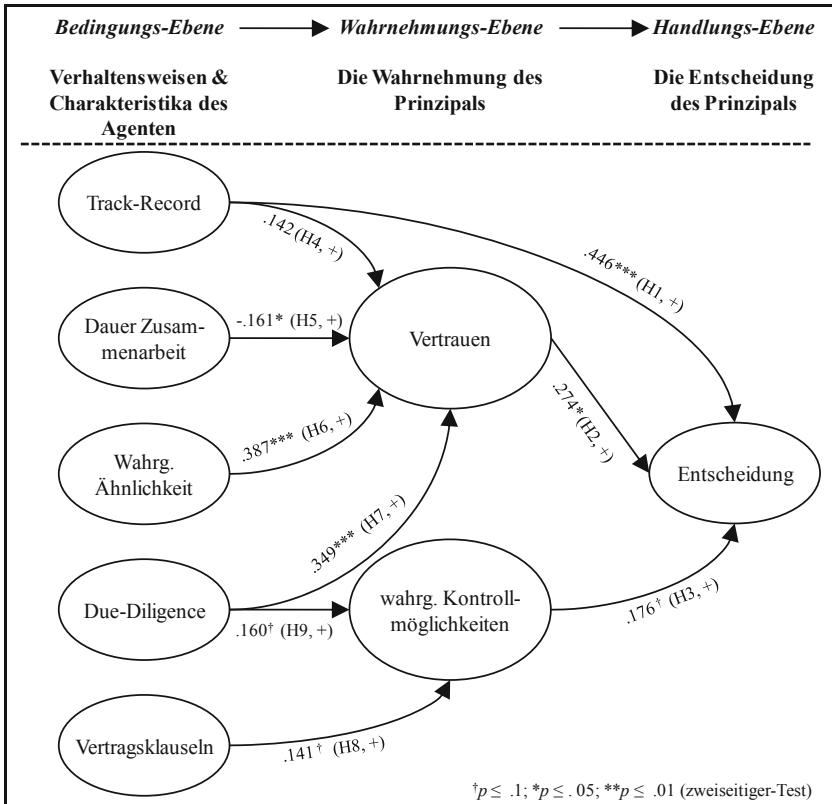


Abbildung 27: Visualisierung der Ergebnisse des Forschungsmodells

7.7 Durchführung einer Post-hoc-Cluster-Analyse für die Variablen wahrgenommene Ähnlichkeit, Dauer der Zusammenarbeit, Offenheit im Rahmen der Due-Diligence, Track-Record sowie Attraktivität der Vertragsklauseln

7.7.1 Begriff und allgemeine Vorgehensweise bei Post-hoc-Cluster-Analysen

Um praktische Implikationen über die Aktionen abzuleiten, mit denen die Venture-Capital-Gesellschaften potentielle Investoren überzeugen können, soll zudem eine nachträgliche Cluster-Analyse durchgeführt werden.

Mit dem Ziel der Ableitung praktischer Implikationen bzw. Aktionen, die den Venture-Capital-Gesellschaften helfen können, das Fundraising positiv zu beeinflussen, wird eine nachträgliche Cluster-Analyse durchgeführt werden. Die Cluster-Analyse hat zum Ziel, die Untersuchungsobjekte über die Identifizierung von Ähnlichkeiten in Bezug auf die einzelnen Variablen zu homogenen Gruppen zusammenzufassen. Wird dafür, wie im vorliegenden Fall, auf mehrere Variablen zurückgegriffen, wird auch von polythetischen Verfahren gesprochen (Backhaus, Erichson, Plinke & Weiber, 2008, S. 411). Analog zur Faktorenanalyse handelt es sich um einen Sammelbegriff für heuristische Verfahren bzw. Techniken (Bortz & Schuster, 2010, S. 453). Im Ergebnis sollen durch das Verfahren Cluster bzw. Gruppen gebildet werden, die in sich möglichst homogen sind und im Vergleich zu anderen möglichst heterogen sind (Backhaus et al., 2008, S. 391; Bortz & Schuster, 2010, S. 453; Gan, Ma & Wu, 2007, S. 3; vgl. zum Begriff des Clusters im Detail: Lorr, 1983, S. 60).

Der erste Schritt im Rahmen einer Cluster-Analyse umfasst die Bestimmung der Variablen. Im vorliegenden Fall eignet sich eine Clusterung nach den unabhängigen Variablen wahrgenommene Ähnlichkeit, Dauer der Zusammenarbeit, Track-Record, Due-Diligence sowie der Ausgestaltung bzw. der Attraktivität der Vertragsklauseln. Der Einbezug der abhängigen Variablen Vertrauen und wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten ist nicht sinnvoll, da diese gemäß der Modellspezifikation das Ergebnis der bedingenden unabhängigen Variablen sind. In jedem Fall können die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft keinen direkten Einfluss auf die Variablen Vertrauen und wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten nehmen, so dass sich diese nicht zur Ableitung von Handlungsempfehlungen anbieten. Auf Basis einer Clusterzuordnung stellt sich dann die Frage, inwieweit die Kombination der verschiedenen unabhängigen Variablen mit ihren korrespondierenden Ausprägungen mit dem Erfolg im Fundraising verbunden sein können. Letztlich ist von Interesse, ob es Ausgleichseffekte zwischen den einzelnen unabhängigen Variablen in Bezug auf die letztendliche Investitionsentscheidung gibt. So wäre z.B. denkbar, dass ein Mangel an Track-Record durch eine längere Zusammenarbeit ausgeglichen werden kann und es darüber insgesamt zu einem positiven Fundraising-Erfolg kommen kann (vgl. zu üblicherweise im Rahmen von Clusteranalysen gestellten Forschungsfragen Hair et al., 2006, S. 569 sowie zur allgemeinen Vorgehensweise bei Cluster-Analysen Hair et al., 2006, S. 567 ff.).

Zur Durchführung der Cluster-Analyse sind in einem zweiten Schritt die Daten auf die Adäquanz mit dem hier behandelten Verfahren zu prüfen. Hierfür sind zunächst Ausreißer zu identifizieren¹³. Je nach Anzahl der Ausreißer ist ferner eine Mindestgröße der Stichprobe vorzuhalten. Die Zuordnung der einzelnen Objekte zu den Gruppen geschieht mit Hilfe eines Proximitätsmaßes. In diesem Zusammenhang ist zwischen Distanz- als auch Korrelationsmaßen zu wählen. Während erste die Unähnlichkeit zwischen Objekten widerspiegeln, geht es bei den Korrelationsmaßen um die Ähnlichkeit zwischen Objekten (Backhaus et al., 2008, S. 394). Allerdings sei an dieser Stelle auch erwähnt, dass die beiden Arten von Maßen relativ leicht durch eine Transformation austauschbar sind (Bortz & Schuster, 2010, S. 454). Weil Distanzmaße zu den typischerweise im Rahmen von Cluster-Analysen verwendeten Proximitätsmaßen gehören, werden diese auch in der vorliegenden Studie verwendet (Hair et al., 2006, S. 577). Als Proximitätsmaß für ein metrisches Skalenniveau eignet sich insbesondere die quadrierte-euklidische-Distanz (Backhaus et al., 2008, S. 405). Ferner wird die quadrierte-euklidische-Distanz für die im Folgenden erläuterte Ward-Methode empfohlen, so dass diese auch bei der vorliegenden Durchführung der Cluster-Analyse zum Einsatz kommt. In diesem Zusammenhang sei auf die Warnmeldungen bei SPSS 18 bei der Wahl des einfachen euklidischen Maßes hingewiesen. Nachdem die Ausreißer eliminiert worden sind, erfolgt die Bestimmung der Cluster. Hierbei wird der in der Literatur empfohlenen Vorgehensweise gefolgt, nach der eine vorläufige Cluster-Lösung mittels der Ward-Methode ermittelt wird, die dann im Rahmen des ebenfalls im Folgenden erläuterten K-Means-Verfahrens verfeinert wird (Bortz & Schuster, 2010, S. 461; Miligan & Sokol, 1980, S. 756). Nach Durchführung der Cluster-Analyse werden die auf diese Weise gefundenen Ergebnisse durch Berechnung der internen Validität als auch der Kreuzvalidität mit Hilfe der Diskriminanzanalyse geprüft.

7.7.2 Beschreibung der Durchführung

7.7.2.1 Identifikation der Ausreißer mit der Single-Linkage-Methode

Für die Identifikation von Ausreißern eignet sich die den hierarchischen Methoden zuzuordnende Single-Linkage-Prozedur. Im Allgemeinen werden bei den hierarchischen Verfahren paarweise Distanzen zwischen allen Objekten berechnet, wobei die Merkmale zu einem Cluster zusammengefasst werden, die über die kleinste Distanz verfügen (Bortz &

¹³ Eine praktische Vorgehensweise zur Anwendung von Cluster-Analysen findet sich bei Kollmann, Häsel & Breugst (2009, S. 67).

Schuster, 2010, S. 459). Bei Anwendung der den historischen Verfahren zuzuordnenden agglomerativen Methoden wird dabei folgender Prozess angewendet: Zu Beginn ist die Anzahl der Cluster identisch mit der Anzahl der Fälle. Danach werden die beiden ähnlichsten Fälle zu einem Cluster kombiniert. Dies wird so lange wiederholt, bis lediglich zwei Cluster übrig sind. Im Ergebnis werden somit $n-1$ Cluster-Bildungs-Prozeduren durchgeführt (Hair et al., 2006, S. 584 ff.; Lorr, 1983, S. 84 ff.). Im Rahmen der Single-Linkage-Prozedur wird die Ähnlichkeit zwischen zwei Clustern durch den kürzesten Abstand von einem Objekt eines Clusters zu dem Objekt eines anderen Clusters gemessen. Daher ist diese Methode auch unter dem Begriff der Methode des „kleinsten Nachbarn“ bekannt (Bortz & Schuster, 2010, S. 459 f. & S. 467; Hair et al., 2006, S. 586). Ausreißer liegen demnach bei unverhältnismäßig großen Anstiegen im Dendrogramm oder aber in der Entwicklung der Koeffizienten vor. Da dies bei den vorliegenden Daten nicht zu beobachten war, ist im vorliegenden Fall nicht von Ausreißern auszugehen (vgl. hierzu ferner das Dendrogramm im Anhang 24).

7.7.2.2 Bestimmung der Cluster-Anzahl mit der Ward-Methode

Ward-Methode			
Schritt	Cluster-Anzahl	Koeffizienten	Wachstum zu nächster Stufe
1	150	,041	1,585
...
140		277,552	0,060
141	10	294,131	0,059
142	9	311,552	0,066
143	8	332,124	0,067
144	7	354,277	0,068
145	6	378,282	0,064
146	5	402,447	0,102
147	4	443,583	0,122
148	3	497,764	0,144
149	2	569,535	0,317
150	1	750,000	

Tabelle 13: Darstellung der Identifizierung der optimalen Cluster-Anzahl über das Wachstum zur nächsten Stufe

In einem zweiten Schritt wird die Ermittlung einer optimalen Anzahl von Clustern sowie einer vorläufigen Cluster-Lösung mit der den hierarchisch-agglomerativen Ansätzen zuzuordnenden Ward-Methode bzw. dem Elbow-Kriterium ermittelt (Bergs, 1981, S. 96 f.; Miligan & Sokol, 1980, S. 756). Beim Ward-Verfahren werden Gruppen zusammenge-

fasst, die ein vorgegebenes Heterogenitätsmaß am wenigsten vergrößern. Im Ergebnis werden Objekte demnach so zu Gruppen kombiniert, dass die Streuung (Varianz bzw. Fehlerquadratsumme) in der gebildeten Gruppe minimal ausfällt (Backhaus et al., 2008, S. 420; Ward, 1963, S. 239 ff.). Eine Möglichkeit zur Identifizierung einer optimalen Clusteranzahl bietet demnach ein Sprung in der Veränderung des Heterogenitätsmaßes. Aus Gründen der Interpretation werden lediglich die Cluster-Lösungen 1-10 hinsichtlich einer optimalen Cluster-Anzahl geprüft. Ein Heterogenitätssprung lässt sich relativ leicht durch das Wachstum zur nächsten Stufe analysieren. Ein plötzlicher Anstieg im Wachstum spricht für eine optimale Cluster-Lösung. Ausgewählt wird die letzte Cluster-Anzahl vor dem Wachstumssprung. Wie der Tabelle 13 zu entnehmen ist, liegen somit zwei optimale Cluster-Lösungen vor, eine bei der Bildung von zwei und eine bei der Bildung von fünf Clustern.

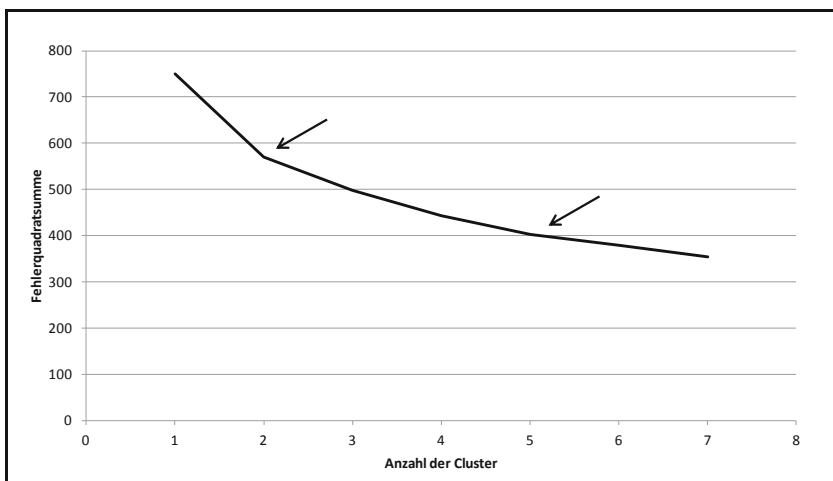


Abbildung 28: Graphische Darstellung der Bestimmung der optimalen Cluster-Anzahl mit dem Elbow-Kriterium für den Fünf-Variablen-Fall

Ferner bietet sich die graphische Analyse für die Ableitung einer optimalen Cluster-Anzahl an. Hierfür wird in einem Diagramm die Entwicklung der Fehlerquadratsumme (Heterogenitätsmaß) gegen die Anzahl der Cluster abgetragen (vgl. hierzu Abbildung 28). Ein Knick induziert dabei einen Sprung in der Entwicklung des Heterogenitätsmaßes und steht für eine optimale Cluster-Lösung (vgl. hierzu im Detail Backhaus et al. (2008, S. 430 f.)). So-

mit spricht auch die graphische Analyse sowohl für die Zwei- als auch die Fünf-Cluster-Lösung.

Bei einer ersten Betrachtung sowohl der Zwei- als auch der Fünf-Cluster-Lösung wird deutlich, dass die Zwei-Cluster-Lösung im Gegensatz zu der Fünf-Cluster-Lösung allenfalls begrenzt zur Beantwortung der eingangs aufgestellten Fragen geeignet ist. So sind bei der Zwei-Cluster-Lösung beim ersten Cluster die Variablen durchgehend höher ausgeprägt als bei dem zweiten (vgl. hierzu auch Illustration der endgültigen Lösung im Zwei-Cluster-Fall in Anhang 25). Eine Ableitung bezüglich der Kompensation des einen Faktors durch einen anderen ist im Zwei-Cluster-Fall nicht möglich. Daher wird im folgenden Schritt lediglich die Fünf-Cluster-Lösung besprochen. In der nachstehenden Tabelle 14 sind die Ergebnisse der vorläufigen Cluster-Lösung nach Ward abgebildet (vgl. der Vollständigkeit halber Anhang 26 für die vorläufigen Ergebnisse der Zwei-Cluster-Lösung).

		Dauer Zusammen- arbeit	Wahrg. Ähnlichkeit	Track- Record	Attraktivität Vertrags- klauseln	Offenheit Due- Diligence
Cluster 1	Mittelwert	2,408	3,410	4,361	3,301	4,090
	N	36	36	36	36	36
	Standard- abweichung	0,837	0,643	0,403	0,657	0,522
Cluster 2	Mittelwert	3,621	3,896	2,780	3,833	4,266
	N	15	15	15	15	15
	Standard- abweichung	0,872	0,733	0,455	0,880	0,602
Cluster 3	Mittelwert	2,906	3,037	2,774	2,368	3,281
	N	40	40	40	40	40
	Standard- abweichung	0,791	0,755	0,718	0,662	0,663
Cluster 4	Mittelwert	4,436	3,969	4,347	3,717	4,518
	N	32	32	32	32	32
	Standard- abweichung	0,481	0,470	0,480	0,753	0,377
Cluster 5	Mittelwert	4,368	3,109	4,241	2,282	3,972
	N	28	28	28	28	28
	Standard- abweichung	0,744	0,702	0,530	0,835	0,626

Tabelle 14: Darstellung der vorläufigen Fünf-Cluster-Lösung mittels Ward

7.7.2.3 Ermittlung der Cluster-Zugehörigkeit mit der K-Means-Methode

In einem dritten Schritt wird die Cluster-Zugehörigkeit der einzelnen Objekte mit der K-Means-Methode ermittelt (Hartigan & Wong, 1979, S. 100 ff.; MacQueen, 1967, S. 281 ff.). Die K-Means-Methode gehört im Gegensatz zu den bisher diskutierten Methoden nicht zu den hierarchischen Methoden. Nicht hierarchische, oder auch partitionierende Verfahren, versuchen durch Umordnung bereits zugeordneter Objekte zu einer besseren Lösung zu gelangen. Dabei startet der Prozess mit einer vorgegebenen Gruppierung der Objekte. Neben einer automatisch vom Programm ermittelten Startposition besteht im Rahmen der K-Means-Methode zudem die Möglichkeit, die Anfangswerte selber vorzugeben. Eine in der Literatur empfohlene Möglichkeit ist die Verwendung der Ergebnisse der hierarchischen Analyse (Hartigan & Wong, 1979, S. 100). Dieser Empfehlung folgend werden in der vorliegenden Arbeit die vorläufigen, im Rahmen der Ward-Methode ermittelten Ergebnisse eingesetzt.

7.7.3 Validierung der Ergebnisse

7.7.3.1 Einleitung

Das Problem hinsichtlich der Interpretation der Ergebnisse der Cluster-Analyse ist, dass sie in jedem Fall zu einem Ergebnis führt. Daher müssen Tests durchgeführt werden, um sicherzustellen, dass die Lösung nicht rein zufällig ist (Punj & Stewart, 1983, S. 145). Es geht also darum, Beweise für die Validität der Cluster-Lösung herbeizuführen. Hierfür bedarf es eines Nachweises für den internen Zusammenhalt in einem Cluster (interne Validierung) als auch die Abgrenzung der Cluster untereinander (Kreuz-Validierung) (Miligan & Mahajan, 1980, S. 670).

7.7.3.2 Prüfung der internen Validität der Cluster-Lösung

Für die Prüfung der internen Validität ist die Homogenität der einzelnen, einer Gruppe zugeordneten Objekte zu überprüfen (Backhaus et al., 2008, S. 439 ff.). Um die Homogenität in einer Gruppe zu testen, bietet sich der F-Wert an, der die Varianz einer Variablen in einem Cluster in Bezug zu der Varianz der Variablen aller beobachteten Fälle setzt. Desto kleiner das Ergebnis des F-Wert Tests ist, desto geringer ist die Streuung der betreffenden Variablen in diesem speziellen Cluster im Vergleich zu allen betrachteten Fällen. Werte ab eins sprechen dafür, dass die Variable in dem betreffenden Cluster eine größere

Streuung aufweist als in der gesamten Population, was gegen die Homogenität der Gruppe spricht. Ein Cluster gilt als vollständig homogen, wenn alle Werte kleiner als eins sind. Wie die folgende Tabelle zeigt, können somit alle Cluster mit Ausnahme des dritten Clusters als total homogen und somit intern valide angesehen werden. Lediglich der F-Wert für die Variable „wahrgenommene Ähnlichkeit“ im dritten Cluster war oberhalb von 1. Da, wie die Tabelle 15 darstellt, alle anderen F-Werte in dem dritten Cluster unterhalb von 0,92 liegen, kann aber von einer angemessenen Cluster-Lösung ausgegangen werden (vgl. hierzu die Argumentation, Quellen und Vorgehensweise bei Christofor, 2008, S. 170).

F-Werte	Länge der Zusammenarbeit	Wahrg. Ähnlichkeit	Track-Record	Vertragsklauseln	Offenheit Due-Diligence
Cluster 1	0,520	0,821	0,356	0,452	0,562
Cluster 2	0,586	0,975	0,333	0,477	0,640
Cluster 3	0,449	1,140	0,563	0,431	0,810
Cluster 4	0,198	0,573	0,316	0,635	0,434
Cluster 5	0,291	0,800	0,264	0,431	0,652

Tabelle 15: Prüfung der Inhaltsvalidität mit F-Werten für den Fünf-Variablen-Fall

7.7.3.3 Prüfung der Kreuz-Validität der Cluster-Lösung

Um zu prüfen, ob die Bildung der Cluster nicht rein zufällig geschehen ist, bietet sich die Überprüfung mittels der Diskriminanzfunktion an (Hair, 2006, S. 287 f.; Morrison, 1969, S. 159). Die Verwendung der Diskriminanzanalyse zur Prüfung der Abgrenzung der Cluster untereinander wurde von mehreren Autoren empfohlen (Bortz & Schuster, 2010, S. 469; Punj & Stewart, 1983, S. 146; vgl. ferner die Anwendungen bei Feild & Schoenfeldt (1975, S. 172 f.) sowie Nerviano & Gross (1973, S. 372 f.)). Ziel der Diskriminanzanalyse ist es, Objekte über die Nutzung mehrerer unabhängiger Variablen in eine von mehreren sich gegenseitig ausschließenden Gruppen einzuordnen (Bortz & Schuster, 2010, S. 488; Morrison, 1969, S. 156). Zur Durchführung der Prüfung der Cluster-Lösung auf Signifikanz werden somit die identifizierten Cluster-Zugehörigkeiten als Gruppen-Zugehörigkeitsvariable im Rahmen der Diskriminanzfunktion eingesetzt (Punj & Stewart, 1983, S. 146). Für die Gruppierung werden $n-1$ Diskriminanzfunktionen (n =Anzahl der Gruppen) gebildet. Im vorliegenden Fall, in dem fünf Cluster durch die Diskriminanzanalyse untersucht werden sollen, werden somit vier Diskriminanzfunktionen auf Basis der bereits für die Clusteranalyse verwendeten Variablen gebildet.

Die statistische Signifikanz des gebildeten Modells aus mehreren Diskriminanzfunktionen wird mit dem Wilks' Lambda evaluiert. Der auch als multivariater F-Wert bekannte Wert dient im Speziellen zur Testung signifikanter Unterschiede zwischen Gruppen in multivariaten Situationen (Hair et al., 2006, S. 413). Das Wilks' Lambda kann Werte zwischen null und eins annehmen. Werte nahe null indizieren eine hohe Signifikanz, wobei Werte bei eins eine geringe Signifikanz haben (Huberty, 1994, S. 184). Mit einem Wert in Höhe von 0,05 bei Chi-Square (20) = 434,041 ($p \leq ,0001$) ist die statistische Signifikanz der Diskriminanzfunktionen gegeben. Somit ist der Unterschied zwischen den einzelnen homogenen Gruppen bzw. Clustern auf einem signifikanten Niveau bestätigt.

Um zu testen, ob die gebildeten Diskriminanzfunktionen zu den gleichen Gruppenzuordnungen auf Basis der Diskriminanzfunktion gelangen wie die Zuordnung der Objekte zu den Clustern, werden in einem nächsten Schritt die einzelnen Objekte den Gruppen auf Basis der Diskriminanzfunktion zugeordnet. Insofern sich die Ergebnisse von Clusteranalyse und Diskriminanzanalyse decken, kann von einer Stabilität des Cluster-Ergebnisses ausgegangen werden (Punj & Stewart, 1983, S. 146). Wie in Anhang 27 zu sehen ist, kann bei einer Übereinstimmung in Höhe von 98,7 % von einer hohen Vorhersagefunktion der Diskriminanzfunktion gesprochen werden.

Zweifelsohne gibt es Kritik an dieser Vorgehensweise: So kann es sich bei den geschätzten Diskriminanzkoeffizienten um schlechte Schätzungen handeln und der Test somit aussageelos sein. Dies wird insbesondere dann vorliegen, wenn die verwendete Stichprobe nicht repräsentativ für die Grundgesamtheit ist. Als Konsequenz daraus haben McIntyre & Blashfield (1980, S. 225 ff.) die „Nearest-Centroid-Technic“ entwickelt. Allerdings bedarf es für eine Durchführung einer angemessenen Kreuz-Validierung dieser Technik einer Mindestgröße an beobachtbaren Fällen. Da mit 151 relativ wenig Fälle vorliegen, kommt dieser Test in der vorliegenden Arbeit nicht zum Einsatz (Hair et al., 2006, S. 289 f.).

7.7.4 Deskriptive Beschreibung der Cluster-Ergebnisse

Bevor in Kapitel 8.5 praktische Empfehlungen für das Vorgehen im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften abgeleitet werden, werden die einzelnen gebildeten Cluster zunächst beschrieben. Damit eine bessere Interpretation gewährleistet ist, wurden sowohl die einzelnen Cluster als auch die sie bestimmenden Variablen für eine Ergebnispräsentation neu angeordnet. Ausschlaggebend für die Reihenfolge der Cluster war der prozentuale

Anteil der positiven Investitionsentscheidungen in dem jeweiligen Cluster. Das vorherige vierte Cluster wird nun als erstes genannt, wobei es nun „äußerst fähig & gut vernetzt“ heißt. Das bisher fünfte Cluster wird nun als zweites genannt und heißt nun „äußerst fähig & hart verhandelnd“. Das bisher erste Cluster wird nun an dritter Stelle genannt und trägt nun den Namen „äußerst fähig & mäßig vernetzt“. Das zuvor zweite Cluster wird nun als viertes genannt und hat die Bezeichnung „mäßig fähig & entgegenkommend“. Das zuvor dritte Cluster wird als fünftes genannt und trägt den Namen „mäßig fähig & schlecht vernetzt“. Die Abbildung 29 visualisiert die Cluster-Lösung.

In dem Cluster mit der höchsten Zustimmung von 78 % bei 36 zu beobachteten Fällen liegt ein hoher Track-Record der betrachteten Venture-Capital-Gesellschaften vor. Die in diesem Cluster zusammengefassten Fälle verfügen über eine hohe Dauer der Zusammenarbeit zwischen Venture-Capital-Gesellschaft und Investor sowie eine hohe Offenheit der Venture-Capital-Manager während der Due-Diligence sowie einem hohen Level an wahrgenommener Ähnlichkeit zwischen den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft sowie den Investoren. Ferner lagen die Vertragsklauseln aus Sichtweise der Investoren oberhalb der Marktstandards. Um die prägnanten Merkmale dieses Clusters widerzuspiegeln, wird dieses Cluster die für „äußerst fähig & gut vernetzt“ befundenen Venture-Capital-Gesellschaften genannt.

In dem 26 Fälle vereinenden Cluster mit der zweithöchsten Zustimmung in Höhe von 65 % der Fälle verfügen die Investoren und Manager der Venture-Capital-Gesellschaft über eine lange gemeinsame Historie, wobei die Offenheit im Rahmen der Due-Diligence aus Sichtweise der Investoren durchaus gegeben war. Dahingegen waren die befragten Investoren hinsichtlich der wahrgenommenen Ähnlichkeit zwischen den Personen der Investorenorganisation und denen der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft unentschieden. Wie im ersten Cluster liegt in diesem Cluster ein hoher Track-Record vor. Die Vertragsklauseln waren aus Sichtweise der Investoren allerdings nicht ansprechend, was, wie bereits in Kapitel 6.3.1 erläutert, auf ein nicht entgegenkommendes Verhalten der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft im Rahmen der Vertragsverhandlungen hindeutet. Mit Bezug auf die identifizierten prägnanten Merkmale bildet das zweite Cluster somit die „äußerst fähigen & hart verhandelnden“ Venture-Capital-Manager ab.

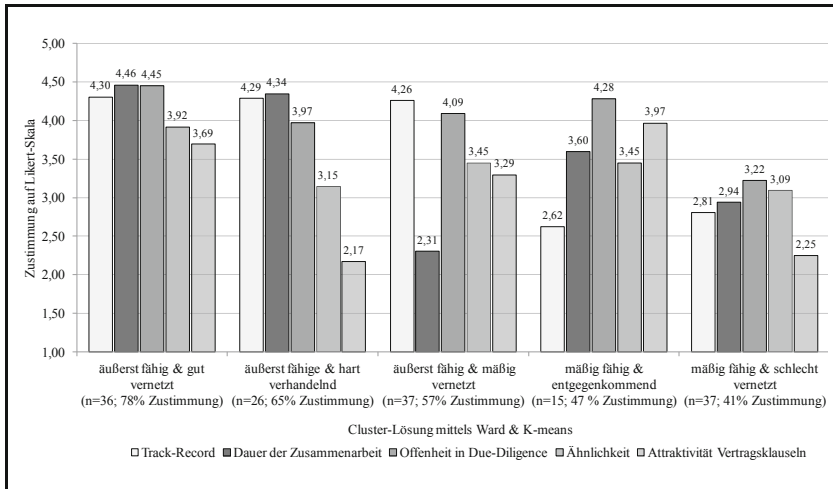


Abbildung 29: Graphische Visualisierung der finalen Fünf-Cluster-Lösung im Fünf-Variablen-Fall

In dem nach relativer Zustimmung mit 57 % dritten Cluster, das 37 Fälle zählt, verfügen die Venture-Capital-Gesellschaften über einen guten Track-Record und verhalten sich im Rahmen der Due-Diligence entgegenkommend. Es liegt eine mäßige Ähnlichkeit zwischen den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft und den befragten Investoren in diesem Cluster vor. Ebenso empfanden die Investoren die Vertragsbedingungen weder besonders ansprechend, noch gar nicht ansprechend. Die Dauer der Zusammenarbeit zwischen den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft sowie den Investoren und somit die Bekanntheit ist sehr gering. Mit Bezug auf die im Gegensatz zu den anderen Clustern prägnanten Merkmale befinden sich in diesem Cluster die als „äußerst fähig wahrgenommenen, aber lediglich mäßig vernetzten“ Venture-Capital-Gesellschaften.

Das nach Größe der durchschnittlichen Zustimmung zur Investition vierte Cluster verfügt über 15 Fälle, von denen 47 % mit einer positiven Investitionsentscheidung endeten. Der Track-Record wurde als schlecht wahrgenommen. Allerdings nehmen die Investoren Offenheit im Rahmen der Due-Diligence wahr. Ferner werden die Vertragsklauseln in diesem Cluster als attraktiv wahrgenommen, was auf ein Entgegenkommen der Venture-Capital-Manager im Rahmen der Vertragsverhandlungen spricht. Die Dauer der Zusammenarbeit sowie die wahrgenommene Ähnlichkeit zwischen den Managern der Venture-Capital-

Gesellschaft und den Investoren wird hingegen als durchschnittlich eingeschätzt. Das vierte Cluster beinhaltet somit die „mäßig fähigen, aber entgegenkommenden“ Venture-Capital-Gesellschaften.

Das nach relativer Zustimmung zur letztendlichen Investitionsentscheidung letzte Cluster umfasst 37 Fälle, wobei 41 % davon eine positive Entscheidung darstellten. Mit Ausnahme der Offenheit im Rahmen der Due-Diligence als auch der wahrgenommenen Ähnlichkeit, bei denen die befragten Investoren unentschieden waren, sind alle anderen Variablen schlecht ausgeprägt. Dieses Cluster beinhaltet somit die „mäßig fähig & schlecht vernetzten“ Venture-Capital-Gesellschaften.

7.8 Durchführung einer Post-hoc-Cluster-Analyse für die Variablen Vertrauen und wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten

Um einen Beitrag für die Theorie über das Verhältnis zwischen Vertrauen und Kontrolle zu leisten (vgl. hierzu Kapitel 5.7.6), wird zusätzlich eine Cluster-Analyse der Variablen Vertrauen und wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten durchgeführt.

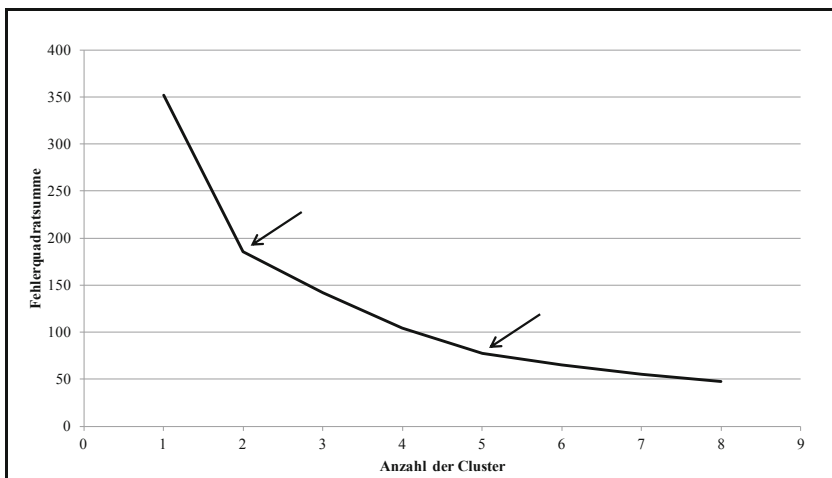


Abbildung 30: Darstellung der Bestimmung der optimalen Cluster-Anzahl mit dem Elbow-Kriterium für den Zwei-Variablen-Fall

Die Ausreißeridentifikation mittels der Methode des kleinsten entferntesten Nachbarn ergab keine übermäßig großen Anstiege im Dendogramm, so dass auch bei der Zwei-Variablen-Cluster-Analyse keine Ausreißer zu eliminieren waren (vgl. hierzu Anhang 28). Die Analyse des Elbow-Kriteriums (vgl. Abbildung 30) sowie der Anstiege der Koeffizienten ergab eine Zwei- sowie eine Fünf-Cluster-Lösung (vgl. hierfür Anhang 29). Die vorläufigen Ergebnisse der Zwei- als auch Fünf-Cluster-Lösung mit der Ward-Methode finden sich ebenfalls im Anhang (vgl. hierzu Anhang 30 sowie Anhang 31). Im Folgenden soll allerdings lediglich die Fünf-Cluster-Lösung weiter betrachtet werden, da die Zwei-Cluster-Lösung kein hinreichend großes Differenzierungspotential zur Beantwortung der Frage nach dem Verhältnis von Vertrauen und Kontrolle bietet.

In einem dritten Schritt wurde die endgültige Cluster-Lösung mit dem K-Means-Verfahren auf Basis der Anfangswerte der Ward-Methode ermittelt. Wie die nachstehende Tabelle 16 beschreibt, liegen die berechneten F-Werte aller fünf Cluster für die beiden betrachteten Variablen unter 1, so dass die interne Homogenität der Cluster als gegeben angesehen werden kann. Die Heterogenität der fünf gebildeten Cluster konnte im Rahmen der Diskriminanzanalyse mit einem Wilks' Lambda in Höhe von 0,047 bei Chi-Square (8) = 447,405 ($p \leq ,0001$) ebenfalls auf einem signifikantem Niveau geprüft werden. Wie in Anhang 32 zu sehen ist, kann bei einer 100 %-igen Übereinstimmung der Zuordnung der Objekte durch die Diskriminanzfunktion mit den Ergebnissen der Cluster-Lösung von einer Stabilität des Cluster-Ergebnisses ausgegangen werden (Punj & Stewart, 1983, S. 146).

F-Werte	wahrgenommene Kontroll- möglichkeiten	Vertrauen
Cluster 1	0,193	0,524
Cluster 2	0,135	0,457
Cluster 3	0,120	0,192
Cluster 4	0,014	0,201
Cluster 5	0,168	0,368

Tabelle 16: Darstellung der Prüfung der Inhaltsvalidität mit F-Werten für den Zwei-Variablen-Fall

Im Ergebnis liegt bei dem 42 Fälle umfassenden, ersten Cluster ein hohes Vertrauen und hohe wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten vor. Das erste Cluster verfügt mit 80,43 % über die höchste Anzahl von Fällen, die letzten Endes in eine Investition mündeten.

Das zweite Cluster umfasst 36 Fälle, wobei ein hohes Maß an Vertrauen vorliegt, aber die befragten Investoren bezüglich der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten unentschieden waren. In diesem Cluster lag eine 60 % Zustimmung vor.

In dem 17 Fälle umfassenden dritten Cluster kam es lediglich in 11 % der Fälle zu einer positiven Investitionsentscheidung. In diesem Cluster nehmen die Investoren zwar gewisse Kontrollmöglichkeiten wahr, es mangelt aber an Vertrauen in die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft.

In dem vierten, 27 Fälle umfassenden Cluster herrscht ein außerordentlich hohes Vertrauen vor, wobei keine wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten vorlagen. In diesem Cluster kam es in 57 % der Fälle zu einer Investition.

In dem fünften Cluster waren die befragten Investoren unentschieden bezüglich des Vertrauens, wobei keine wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten vorlagen. Von den 29 Fällen in diesem Cluster führten 37 % zu einer positiven Investitionsentscheidung.

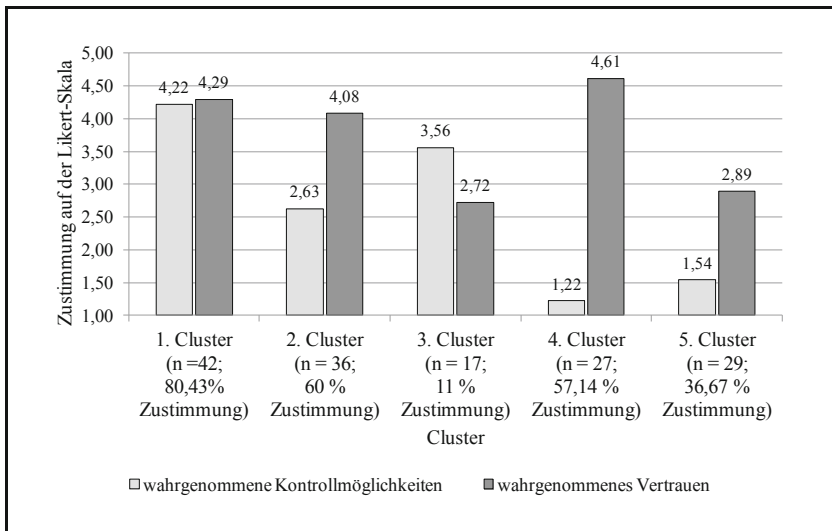


Abbildung 31: Graphische Visualisierung der finalen Fünf-Cluster-Lösung im Zwei-Variablen-Fall

8. Ergebnisdiskussion

8.1 Überblick und Vergegenwärtigung der behandelten Forschungsfragen

Um die im letzten Kapitel beschriebene empirische Analyse zu diskutieren, lohnt es, sich die übergeordneten Forschungsfragen zu vergegenwärtigen. So ist es das Ziel der vorliegenden Arbeit, weitere wichtige Faktoren neben dem Track-Record zu identifizieren, die einen Einfluss auf den Erfolg im Fundraising haben. Auf Basis dieses Wissens soll ferner abgeleitet werden, welche Möglichkeiten sich für Venture-Capital-Gesellschaften im Sinne einer positiven Beeinflussung des Fundraising-Prozesses bieten.

Um zu Aussagen bezüglich der Forschungsfragen zu gelangen, wurden Investoren hinsichtlich ihrer letzten positiven oder auch negativen Investitionsentscheidung befragt. Ausgangspunkt hierfür ist die so genannte Evaluationsphase, in der der Investor die letztendliche Entscheidung darüber trifft, ob er in den Fonds investiert. In dieser Sache unterscheidet sich die vorliegende Ausarbeitung z.B. von Tausend (2006), die in der Screening-Phase ansetzt und dementsprechend eine viel größere Anzahl von Einflussfaktoren berücksichtigt. Gewisse Faktoren, wie z.B. der Fokus des Fonds auf eine spezielle Branche, sind, wie in Kapitel 2.5.2.3 beschrieben, Fragestellungen, die der Investor im Rahmen dieser vorgelegten Screening-Phase beurteilt und somit nicht Bestandteil der vorliegenden Forschungsarbeit sind. Ziel der vorliegenden Arbeit ist es vielmehr, zu globalen Ergebnissen hinsichtlich der Erfolgsfaktoren im Fundraising, auf Basis einer letztendlichen Investitionsentscheidung aus der Perspektive der Investoren, zu kommen.

Für die Beantwortung der zentralen Forschungsfragen wurde sowohl auf Basis der qualitativen Vorstudie als auch theoretischer Vorüberlegungen ein zweistufiges, rekursives Modell entwickelt und geprüft. In einem ersten Schritt wurden neben der Hypothesisierung der Bedeutung des Track-Records weitere Hypothesen über mögliche Faktoren gebildet, die einen Einfluss auf die Investitionsentscheidung der Investoren und somit auf den Erfolg im Fundraising haben. Im Detail wurden hierfür die Faktoren „Vertrauen“ sowie „wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten“ auf einer, der letztendlichen Entscheidung vorgelagerten

Ebene, angeordnet. Als Bedingungen hierfür wurden ferner Faktoren identifiziert, die über das Vertrauen als auch die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten einen mittelbaren Einfluss auf die letztendliche Investitionsentscheidung und somit auf den Erfolg im Fundraising haben sollten. Gemäß der Natur eines rekursiven Modells werden zunächst die Faktoren diskutiert, für die ein direkter Einfluss auf die letztendliche Entscheidung hypothetisiert wurde. Darauf folgend werden die Faktoren diskutiert, die einen Einfluss auf das Vertrauen als auch die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten haben. Im Anschluss daran werden die Ergebnisse der nachträglichen Clusteranalyse diskutiert, woraufhin die Implikationen für Forschung und Praxis abgeleitet werden. Zum Ende des vorliegenden Kapitels werden die Limitationen der vorliegenden Studie sowie Ansatzpunkte für weitere Forschungsstudien aufgezeigt.

8.2 Diskussion der Ergebnisse der Hypothesen

8.2.1 *Diskussion der direkt auf die Investitionsentscheidung eines potentiellen Investors wirkenden Faktoren*

Mit der ersten Hypothese konnte empirische Evidenz dafür gefunden werden, dass ein hoher Track-Record positiv mit der Erfolgswahrscheinlichkeit im Fundraising verbunden ist. Hiermit werden bisherige Forschungsergebnisse gestützt (vgl. exemplarisch Gompers & Lerner, 2006, S. 63; Kaplan & Schoar 2005, S. 1792; Marti & Balboa, 2007, S. 475). Analog zu bisherigen Forschungsstudien ist somit festzuhalten, dass der Track-Record (und somit die Erfahrungs- und Erfolgsgeschichte) für die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft eine Möglichkeit ist, die eigene Fähigkeit zu signalisieren (Marti & Balboa 2007, S. 475). Weitere aus der Literatur bekannte Faktoren zur Demonstration der Fähigkeit sind z.B. Determinanten wie der Ausbildungsstand oder die bisherige Erfahrung im Bereich Venture-Capital, die hier aufgrund des globalen Anspruchs des Modells nicht alle im Detail erfasst wurden (vgl. hierzu im Detail Tausend, 2006, S. 143 ff.).

Im Rahmen der zweiten Hypothese wurde die Bedeutung des wahrgenommenen Vertrauens auf die Investitionsentscheidung nachgewiesen. In der empirischen Studie wurde Vertrauen in Anlehnung an die Operationalisierung von Doney & Cannon (1997, S. 49) gemessen. Daher ist es möglich, Aussagen über die Bedeutung von Glaubwürdigkeit und das Wohlwollen der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft zu machen. Es ist von großer Bedeutung, ob die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft die Wahrheit, z.B. hinsicht-

lich ihrer Befähigung, erzählen. Zudem ist es für die Investoren von großem Interesse, ob die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft sich um die Belange der Investoren sorgen bzw. die Vorstellungen dieser in ihr Handeln einfließen lassen. Es lässt sich schlussfolgern, dass ein vertrauensvolles Verhältnis zwischen der Venture-Capital-Gesellschaft und den Investoren für eine positive Investitionsentscheidung wichtig ist.

Im Rahmen der Überprüfung der dritten Hypothese konnte ein empirischer Nachweis für die Bedeutung von wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten auf die Investitionsentscheidung erbracht werden. Da es sich, wie in Kapitel 5.6.1 abgeleitet wurde, um die Ausübung von Vertragskontrolle handelt, wurden Indikatoren darüber gebildet, inwieweit die Investoren das Gefühl hatten, Einfluss auf die Vertragsregeln nehmen zu können, die das Verhältnis zwischen den Investoren und den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft während der Laufzeit des Fonds steuern sollen. Auf Basis der geprüften Hypothese lässt sich folgern, dass dem investitionsentscheidungsrelevanten Bedürfnis der Investoren nach wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten im Rahmen des Fundraisings durch die Gewährung der Einwirkung auf die das Beziehungsgeflecht determinierenden Faktoren Rechnung getragen werden kann.

Bei Vergleich der Stärken der Pfadkoeffizienten wird deutlich, dass der Track-Record der bedeutendste der direkt auf die Investitionsentscheidung wirkenden Faktoren ist. Hierauf folgen das Vertrauen und zuletzt die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten. Eine Erklärung dafür ist, dass die Fähigkeit zur Generierung der Venture-Capital typischen Renditen gewährleistet sein muss, bevor der Limited-Partner weiter ernsthaft über eine Investition nachdenken kann. Allerdings kann es in einzelnen Fällen auch zu Kompensationen zwischen dem Track-Record auf der einen Seite und Vertrauen sowie wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten auf der anderen Seite kommen. So wurde im Rahmen der Cluster-Analyse bei Vergleich des Clusters „äußerst fähig & mäßig vernetzt“ sowie des Clusters „mäßig fähig & entgegenkommend“ eine gewisse Kompensationsmöglichkeit für einen Mangel an Track-Record durch ein entgegenkommendes Verhalten im Rahmen der Due-Diligence als auch der Vertragsklauseln deutlich. Bei Vergegenwärtigung der Tatsache, dass diese eben genannten Faktoren sowohl auf das Vertrauen als auch auf die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten wirken, beziehen sich diese Ausgleichseffekte somit mittelbar über das Vertrauen oder die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten auf die

Investitionsentscheidung. Dennoch, so zeigt die empirische Prüfung des Pfadmodells, ist die Bedeutung des Track-Records hierbei dominant.

Der Grund für die höhere Bedeutung des wahrgenommenen Vertrauens gegenüber den wahrgenommen Kontrollmöglichkeiten lässt sich auf die bereits beschriebenen Merkmale des Venture-Capital-Geschäfts zurückführen. So investieren die Limited-Partner ja gerade über die Venture-Capital-Gesellschaft in den Fonds, da diese aufgrund der Spezialisierung in dem Bereich besser dazu befähigt sind (vgl. hierzu im Detail Kapitel 2.2). Damit verbunden sind die dem Geschäft zugrunde liegenden Unsicherheiten bzw. Ungewissheiten, die sich nicht durch Kontrolle abfangen lassen. Vielmehr müssen die Venture-Capital-Gesellschaften darauf vertrauen, dass die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft richtige Angaben über ihre Befähigung gemacht haben und ihren höheren Informationsstand nicht für sich ausnutzen.

8.2.2 Diskussion der indirekt über das Vertrauen auf die Investitionsentscheidung eines potentiellen Investors wirkenden Faktoren

8.2.2.1 Track-Record

Die vierte Hypothese, nach der der Track-Record einen positiven Einfluss auf das Vertrauen haben sollte, musste verworfen werden. Ein Grund dafür kann die im Rahmen der vorliegenden Arbeit verwendete Definition des Vertrauensbegriffs sowie die daraus folgende Operationalisierung sein. Obgleich die in der vorliegenden Arbeit verwendete Definition von Vertrauen die Fähigkeit des anderen Akteurs nicht explizit beinhaltet, wurde argumentiert, dass es für das Wahrnehmen von Glaubwürdigkeit der anderen Person ein gewisses Maß an Fähigkeit bedarf (Doney & Cannon, 1997, S. 36). Diese Vorgehensweise schien gerechtfertigt, weil in anderen Studien die Fähigkeit als klarer Bestandteil von Vertrauen bzw. Vertrauenswürdigkeit angesehen wird (vgl. z.B. die nach Zitationen populärste Studie von Mayer et al. (1995, S. 717) sowie die Beschreibung von Vertrauen bei Anderson & Narus (1990, S. 45) oder Dwyer, Schurr & Oh (1987, S. 18)). Das Ergebnis der Prüfung der vierten Hypothese legt aber nahe, dass die beiden, das hier verwendete Vertrauenskonzept näher beschreibenden Dimensionen Glaubwürdigkeit und Wohlwollen, vollständig unabhängig von der Fähigkeit der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft zu sehen sind.

8.2.2.2 Dauer der Zusammenarbeit

Die fünfte Hypothese, die besagt, dass die Dauer der Zusammenarbeit einen positiven Einfluss auf das wahrgenommene Vertrauen in die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft hat, musste ebenfalls verworfen werden. Vielmehr besteht ein signifikant negativer Zusammenhang zwischen der Dauer der Zusammenarbeit und dem wahrgenommenen Vertrauen. Zuerst werden mögliche Gründe für das Zurückweisen der Theorie diskutiert, worauf danach der gefundene signifikant negative Zusammenhang diskutiert wird.

Das realisierte Ergebnis steht im Kontrast zu der Theorie über die Vertrauensentstehung, nach der sich Vertrauen langsam über die Zeit entwickelt (vgl. u.a. Doney & Cannon, 1997, S. 39; McKnight, Cummings & Chervany, 1998, S. 473). Mit Bezug auf die Theorie zur Vertrauensentstehung nach Lewicki & Bunker benötigt die Entwicklung eines kalkulativen Vertrauens Zeit, da dieser Prozess mit dem Eingehen kleinerer Risiken beginnt und sich diese erst langsam mit der Erfahrung im Zeitablauf steigern (Lewicki & Bunker, 1996, S. 119 f.). Auch die Entstehung von Vertrauen auf Basis von Wissen bedarf einer gewissen Zeit zum Austausch des relevanten Wissens (Lewicki & Bunker, 1996, S. 121 f.). Gemäß der Theorie bilden die in der Vergangenheit liegenden Aktionen und Entwicklungen ein Fundament für die Bildung von Vertrauen, für dessen Aufbau es einer gewissen Zeit bedarf (Bergh & Müller, 2010, S. 38; Blois, 1999, S. 206; Kroeger, 2007, S. 3).

Ein Grund für die Zurückweisung der Hypothese kann die Besonderheit von geschlossenen Fonds und die damit verbundene Laufzeit von zehn Jahren sein (Pape & Beyer, 2001, S. 628). Um ein verlässliches Rahmenwerk aus relevanten Austauschbeziehungen für die Einschätzung zukünftigen Verhaltens zu bilden, bedarf es genau genommen mindestens der kompletten Zeitdauer eines gesamten Fonds. So sind die Tätigkeiten im Hinblick auf das Investitionsverhalten, welche sich üblicherweise auf die ersten Jahre beziehen, die Betreuung der Portfolio-Unternehmen hinsichtlich einer optimalen Entwicklung des Fonds, welche sich üblicherweise auf die mittleren Jahre als auch die Desinvestitionsphase, welche sich üblicherweise auf die letzten Jahre der Lebensdauer des Fonds beziehen, genau zu beobachten (vgl. hierzu auch Kapitel 2.3). Diese Zeitspannen sind von den Investoren aber in dieser Form nicht überschaubar. Die Handlungen der Venture-Capital-Manager über eine so lange Zeit zu beobachten, kann als ineffizient angesehen werden. Damit verbunden könnte die Tatsache sein, dass die Erfahrungen aus anderen Bereichen nicht auf die Tätig-

keit im Zusammenhang mit dem Management eines Venture-Capital-Fonds übertragbar sind.

Ein weiterer Grund für die Verwerfung dieser Hypothese könnte das Vorliegen eines, in der Literatur als Paradoxons des initialen Vertrauens bekanntes Phänomen sein (McKnight et al., 1998, S. 473 ff.). Empirische Evidenz wurde für dieses Paradoxon z.B. bei Kramer (1994, S. 217 ff.) in Bezug auf das Verhältnis zwischen MBA-Studenten gefunden, wobei in der genannten Studie auch ohne eine lange Geschichte von Austauschbeziehungen ein hohes Maß an Vertrauen zwischen den Studenten vorlag. McKnight et al. (1998, S. 478 ff.) nennen dabei Gründe wie u.a. der allgemeine Glaube an die Menschlichkeit des Austauschpartners, die Einordnung (Kategorisierung) des Austauschpartners in eine positive Gruppe oder aber die besonders gute Reputation des Austauschpartners. Mit Bezug auf den vorliegenden Forschungsfall könnte also angenommen werden, dass das gemessene Vertrauen nicht langsam im Zeitablauf gewachsen ist, sondern auf Basis eines Kategorisierungsprozesses des Investors entstanden ist.

Neben der Analyse der einfachen Verwerfung der Hypothese sollte, wie bereits eingangs gesagt, zudem noch ein Blick auf den auf diesem Wege aufgedeckten signifikant negativen ($p \leq 0.05$) Zusammenhang zwischen der Dauer der Zusammenarbeit und dem wahrgenommenen Vertrauen geworfen werden. Ein Grund hierfür könnte, wie im Folgenden erläutert wird, das mit der Dauer der Zusammenarbeit verbundene Ausscheiden des Venture-Capital-Managers aus der Venture-Capital-Branche sein. Aus der Theorie über den Einsatz von Vertragsklauseln bei Gesellschaftsverträgen zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und Investoren ist bekannt, dass opportunistisches Verhalten auch durch die Sorge um die eigene Reputation eingedämmt werden kann. Der Grund hierfür ist, dass Venture-Capital-Gesellschaften, die sich um ihren Ruf sorgen, opportunistisches Verhalten unterlassen werden, um somit den Erfolg zukünftiger Fundraisings nicht zu gefährden. Im Ergebnis ist daher die Notwendigkeit für die Eindämmung schädlichen Verhaltens durch Vertragsklauseln geringer (Gompers & Lerner, 1996, S. 473). Üblicherweise werden Fonds von einigen wenigen Venture-Capital-Managern geleitet, deren Lebensarbeitszeit aber naturgemäß begrenzt ist. In den ersten durchgeführten Fundraisings müssen die Manager dahingehend eine Reputation aufbauen, sich im Sinne der Interessen und Ziele der Limited-Partner zu verhalten. Diese Reputation wird naturgemäß mit fortschreitendem Alter der Manager unwichtiger (Schmidt & Wahrenburg, 2004, S. 25). Mit Bezug auf die Bedeutung der Dauer

der Zusammenarbeit zwischen Managern der Venture-Capital-Gesellschaft und den Investoren in der vorliegenden Studie, könnte somit angenommen werden, dass es sich bei den Managern, zu denen eine lange Geschäftsbeziehung besteht, vermehrt um solche handelt, die bald aus dem Berufsleben aussteigen. Im Ergebnis werden die Investoren diese Manager für weniger vertrauenswürdig halten, da angenommen wird, dass diese die eigenen Interessen vor die Interessen der Limited-Partner stellen werden.

8.2.2.3 Wahrgenommene Ähnlichkeit

Mit der Prüfung der sechsten Hypothese konnte ein Nachweis dafür erbracht werden, dass die wahrgenommene Ähnlichkeit in Bezug auf Interessen, geteilte Werte als auch die eingesetzten Geschäftspraktiken einen Einfluss auf das wahrgenommene Vertrauen zwischen den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft und den Investoren hat. Erklären lässt sich dies, wie in Kapitel 6.2.3 bereits dargestellt wurde, durch das Anstoßen des Absichtsbeurteilungsprozesses. Hiernach wächst Vertrauen auf Basis der Evaluation der Motive und Ziele der anderen Partei. Durch die wahrgenommene Ähnlichkeit wird es für die Entscheidungsträger der investierenden Organisation einfacher, die Werte, Normen und möglichen Verhaltensweisen der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft, zu beurteilen. Zudem ist die Wahrscheinlichkeit, dass diese als gut bewertet werden, hoch anzusehen, da eine wahrgenommene Ähnlichkeit die Identifikation mit den Normen und Werten der anderen Person erhöhen (Shapiro et al., 1992, S. 373). Daher kann gefolgert werden, dass Manager der Venture-Capital-Gesellschaft, die über denselben Hintergrund wie die Investoren verfügen, auf diese vertrauenswürdiger wirken. Derselbe Hintergrund wird sich dabei zumeist auf berufliche Werdegänge beziehen, die ähnliche Interessen als auch Verhaltensweisen nach sich ziehen. Dies kann auch ein Grund dafür sein, dass Investoren Teams bevorzugen, in denen neben Spezialisten mit zumeist technischer Ausbildung, Manager mit einer kaufmännischen Ausbildung beteiligt sind (Tausend, 2006, S. 172).

8.2.2.4 Offenes Verhalten im Rahmen der Due-Diligence

Zudem wurde im Rahmen der Überprüfung der siebten Hypothese empirische Evidenz für den Einfluss eines offenen, exakten und verlässlichen Verhaltens im Rahmen der Due-Diligence auf das Vertrauen erbracht. Die Vertrauensentstehung durch ein offenes und transparentes Verhalten wurde im Rahmen der Modellableitung in Kapitel 6.2.4 durch den Kalkulations-Prozess als auch den Vorhersage-Prozess begründet. Der erste Prozess wurde damit begründet, dass Offenheit auch immer ein gewisses Risiko möglicher negativer Kon-

sequenzen für den sich offen Verhaltenden birgt. Ein zu offenes Verhalten während der Due-Diligence kann aus Sichtweise der Venture-Capital-Gesellschaft beispielsweise dazu führen, Nachteile in der Zukunft zu haben. So können im Rahmen der Due-Diligence auch Schwachstellen, wie z.B. im Bereich der Befähigung oder Erfahrung offengelegt werden. Zudem, so wurde begründet, können die Anstrengungen zum Abbau der Informationsasymmetrie auch als Investment von Seiten der Venture-Capital-Gesellschaft angesehen werden. Gemäß dem Kalkulations-Prozess berücksichtigen die Investoren diese Aufwendungen der Venture-Capital-Gesellschaft und antizipieren ein Verhalten in ihrem Sinne, da sie annehmen, dass die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft das Investment nicht umsonst getätigt haben wollen. Der zweite Prozess wurde damit erklärt, dass ein offenes und ehrliches Verhalten im Rahmen der Due-Diligence als Signal ehrlichen Verhaltens und somit als Beispiel für die Zukunft dient. Davon abgesehen werden im Rahmen der Due-Diligence Informationen über die Glaubwürdigkeit der Venture-Capital-Gesellschaft als auch des Wohlwollens der Venture-Capital-Gesellschaft gegenüber den Investoren übertragen, so dass sich die Investoren ein besseres Bild von der Vertrauenswürdigkeit der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft machen können.

8.2.3 Diskussion der indirekt über die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten auf die Investitionsentscheidung eines potentiellen Investors wirkenden Faktoren

Mit der Prüfung der achten Hypothese konnte nachgewiesen werden, dass die als investorenfreundlich wahrgenommenen Vertragsklauseln bzw. solche, die die Marktstandards übertreffen, einen positiven Einfluss auf die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten haben. Dies lässt sich, wie bereits im Rahmen der Hypothesenableitung besprochen, auf zwei Faktoren zurückführen. Zum ersten werden Kontrollmöglichkeiten erst durch diese Vertragsklauseln möglich. Je mehr Rechte den Investoren in den Vertragsklauseln zugesprochen werden, desto höher sind die faktischen Kontrollmöglichkeiten in der Zukunft und desto höher sind die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten zum Zeitpunkt des Fundraisings. Für die Erklärung des zweiten Faktors ist zu beachten, dass oberhalb der Marktstandards liegende Vertragsbedingungen in der Regel das Ergebnis von entgegenkommenden Vertragsverhandlungen sein werden. Im Ergebnis lässt sich ein Zugeständnis machendes Verhalten während der Verhandlungen der Vertragsklauseln als Signal für ein entgegenkommendes Verhalten in zukünftigen Situationen interpretieren, in denen un-

terschiedliche Zielvorstellungen zwischen Investoren und Managern der Venture-Capital-Gesellschaft vorherrschen. Begründen lässt sich dies durch die Theorie der impliziten oder relationalen Verträge, nach der sich beide Parteien an stillschweigende Vereinbarungen über gewisse Verhaltensweisen halten (vgl. hierzu im Detail Kapitel 5.6).

Ebenfalls konnte ein empirischer Nachweis für die neunte Hypothese, nach der ein Einfluss von Offenheit, Ehrlichkeit sowie Verlässlichkeit während der Due-Diligence auf die wahrgenommene Kontrollierbarkeit bestehen sollte, erbracht werden. Analog zu der Ausgestaltung der Vertragsklauseln wurde im Rahmen der Hypothesenbildung gefolgert, dass ein offenes Verhalten im Rahmen der Due-Diligence als Signal für zukünftige Kontrollsituationen angesehen werden kann und somit die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten erhöht.

8.3 Diskussion der Ergebnisse der Cluster-Analyse

Durch die nachträglich durchgeführte Cluster-Analyse für den Fünf-Variablen-Fall (vgl. Kapitel 7.7) konnten weitere interessante Einsichten gewonnen werden. Neben den Aussagen in diesem Kapitel finden sich die hieraus gefolgerten praktischen Implikationen in Kapitel 8.5.

Mit Zustimmungsraten in Höhe von 78 % sowie 65 % sind die beiden Cluster „äußerst fähig & gut vernetzt“ sowie „äußerst fähig & hart verhandelnd“ die erfolgreichsten der fünf identifizierten Cluster. Werden diese beiden Cluster miteinander verglichen, wird die Bedeutung der Offenheit im Rahmen der Due-Diligence, der wahrgenommenen Ähnlichkeit zwischen den Investoren und den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft sowie der Vertragsklauseln deutlich. Im ersten Cluster finden diese Variablen deutlich mehr Zustimmung als im zweiten Cluster, wobei die Zustimmung zu den Faktoren Track-Record sowie Dauer der Zusammenarbeit ungefähr gleich groß ist. Im Ergebnis liegt aber die Rate der Zustimmung um 13 % höher als im zweiten Cluster, was für die Bedeutung der Offenheit im Rahmen der Due-Diligence, der wahrgenommenen Ähnlichkeit sowie die Attraktivität der Vertragsklauseln spricht.

Eine weitere Beziehung lässt sich beim Vergleichen der Cluster „äußerst fähig & mäßig vernetzt“ sowie „mäßig fähig & entgegenkommend“ beobachten. Im zuerst genannten Cluster liegt ein hoher wahrgenommener Track-Record vor, wobei 57 % der Fälle in diesem Cluster zu einer positiven Investitionsentscheidung geführt haben. In dem als zweites

genannten Cluster liegt gemäß der Zustimmung der Investoren zu der Likert-Skala kein hoher Track-Record vor. Demgegenüber übertreffen die Zustimmungswerte für die Variablen Dauer der Zusammenarbeit sowie Vertragsklauseln die Werte im zuerst genannten Cluster. Obgleich die Zustimmungsrate mit 47 % in dem zweitgenannten Cluster unterhalb des erstgenannten Clusters liegt, lässt sich eine gewisse substitutive Beziehung zwischen dem Track-Record, der Dauer der Zusammenarbeit sowie insbesondere der Attraktivität der Vertragsklauseln erkennen.

Durch einen Vergleich des Clusters „äußerst fähig & hart verhandelnd“, in dem 65 % der Fälle zu einer Investition führten, mit dem Cluster „äußerst fähig & mäßig vernetzt“, in dem 57 % der Fälle zu einer Investition führten, lässt sich zudem ein gewisses gegenläufiges Verhältnis zwischen der Dauer der Zusammenarbeit sowie der Attraktivität der Vertragsklauseln identifizieren. Bei ähnlicher Ausprägtheit der übrigen Variablen wurde die Frage nach der Dauer der Zusammenarbeit im erst genannten Cluster bejaht, wobei keine Attraktivität der Vertragsklauseln gegeben ist. In dem zweiten genannten Cluster hingegen lag gemäß den Antworten der Befragten anscheinend keine lange Zusammenarbeit zwischen den Investoren und den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft vor, wobei ein höherer Level an Attraktivität der Vertragsklauseln zu beobachten war.

8.4 Theoretischer Beitrag

8.4.1 *Zur Venture-Capital-Literatur*

Zunächst leistet die vorliegende Arbeit einen Beitrag zur Literatur über das Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften, insofern neben objektiven Faktoren wie dem Track-Record oder der Universitätsausbildung weiche Faktoren, wie das Vertrauen oder die wahrgenommene Ähnlichkeit, einbezieht (vgl. hierzu die Studien von Barnes & Menzies, 2005, S. 219 f.; Gompers & Lerner, 2006, S. 33 ff.; Kaplan & Schoar 2005, S. 1791 ff.; Marti & Balboa, 2007, S. 453 ff.; Tausend, 2006). Dem Autor sind keine Forschungsarbeiten bekannt, die den Fundraisingprozess aus Sichtweise der Manager der Venture-Capital-Gesellschaft bzw. den Investitionsprozess aus Sichtweise der Investoren unter Einbezug der oben benannten Konstrukte diskutieren. Dementsprechend liegen gemäß des Wissens des Autors keine Studien über die Entstehung von Vertrauen bzw. wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten in diesem speziellen Kontext vor.

Des Weiteren leistet die vorliegende Arbeit einen Beitrag im Rahmen bereits bekannten theoretischen Wissens. So stützt die Prüfung der ersten Hypothese bekanntes Wissen über die Bedeutsamkeit des Track-Records für den Erfolg des Fundraisings von Venture-Capital-Gesellschaften (vgl. hierzu den Literaturüberblick in Kapitel 2.4). Der Beitrag zur Theorie liegt im Speziellen in der hier gewählten alternativen Herangehensweise an den Untersuchungsgegenstand. So wurde die Bedeutung des Track-Records in der vorliegenden Arbeit nicht wie bisher durch die Analyse sekundärer Daten ermittelt, sondern durch eine empirische Befragung von Investoren nachgewiesen.

8.4.2 *Zum Verhältnis von Kontrolle und Vertrauen*

Über das Verhältnis zwischen Kontrolle und Vertrauen werden in der Theorie, wie in Kapitel 5.7.6 bereits dargestellt wurde, mehrere Sichtweisen diskutiert: Die erste Sichtweise ist dabei, dass Vertrauen ein spezieller Kontrollmechanismus und somit insgesamt dem Phänomen der Kontrolle zuzuordnen ist (Das & Teng, 1998, S. 495). Bei der zweiten Sichtweise ist Vertrauen ein Substitut für hierarchische Kontrolle in Organisationen (Aulakh et al. 1996, S. 1009; Ring & van de Ven, 1994, S. 105; Zaheer & Venkatraman, 1995, S. 379). Die dritte, bei Das & Teng (1998, S. 495 f.) diskutierte komplementäre Sichtweise zu Vertrauen sieht einen inversen Zusammenhang zwischen Vertrauen und Kontrolle. Desto mehr Vertrauen vorliegt, desto weniger Kontrolle ist vorhanden und umgekehrt (Leifer & Mills, 1996, S. 128 ff.). Das & Teng (1998, S. 496) argumentieren darüber hinaus für eine parallele und supplementäre Sichtweise, bei der Vertrauen und Kontrolle beide unabhängig für ein Zutrauen in das Gelingen einer Kooperation sorgen. In dieser Sichtweise werden Vertrauen und Kontrolle als parallele Phänomene betrachtet.

Auf Basis der in Kapitel 7.8 dargestellten, separat durchgeführten Cluster-Analyse für die Variablen Vertrauen und wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten soll ein Beitrag für die Klärung der unterschiedlichen Sichtweisen zum Verhältnis von Vertrauen und Kontrolle geleistet werden. So wurde deutlich, dass weder eine substitutive noch eine inverse Beziehung zwischen den beiden Faktoren besteht. Zwar liegt mit einem sehr hohen Vertrauen und keinerlei wahrgenommener Kontrollmöglichkeiten im vierten Cluster immerhin eine Zustimmung in Höhe von 58 % vor. Der andere Fall, bei dem das Vertrauen extrem niedrig ausgeprägt ist, die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten aber extrem hoch sind, liegt nicht vor, so dass kein substitutiver Zusammenhang ableitbar ist. Gegen eine inverse Beziehung zwischen Vertrauen und wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten spricht die Be-

trachtung des zweiten und dritten Clusters. Im zweiten Cluster, in dem das Vertrauen höher als die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten ist, liegt die Zustimmung bei 60 %. Im dritten Cluster, in dem die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten höher als das wahrgenommene Vertrauen sind, ist die Zustimmung mit 11 % aber die geringste, so dass kein inverser Zusammenhang ableitbar ist.

Die Ergebnisse der vorliegenden Arbeit stützen vielmehr die Sichtweise bei Das & Teng (1998, S. 496), nach der wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten und wahrgenommenes Vertrauen in paralleler bzw. supplementärer Beziehung zueinander stehen. Dies wird deutlich, wenn die Zustimmungsraten in dem ersten, zweiten und vierten Cluster betrachtet werden. So liegt mit 80 % die höchste Zustimmung im ersten Cluster vor, in dem beide Werte hoch ausgeprägt sind. Im zweiten Cluster ist das wahrgenommene Vertrauen auf einem hohem Niveau, wobei die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten zumindestens im mittleren Bereich liegen. Im Ergebnis resultieren 60 % der Fälle in eine positive Entscheidung. Im vierten Cluster liegt zwar ein extrem hohes wahrgenommenes Vertrauen vor, wobei allerdings keine wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten vorliegen. Im Ergebnis kommt es in 57 % der Fälle zu einer Zustimmung. Dies spricht für den supplementären Charakter beider Faktoren zueinander.

8.5 Praktische Implikationen

8.5.1 Implikationen für das Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften

Im Ergebnis können mehrere Empfehlungen für das Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften gegeben werden. Zunächst ist es, wie bereits erwartet, das Wichtigste, die Fähigkeit zur Realisierung Venture-Capital typischer Renditen zu demonstrieren. Ein wirksames Maß steht mit dem Track-Record bereit, so dass die Empfehlung gegeben werden kann, den Investoren, wenn vorhanden, den Track-Record durch die üblichen aggregierten Formen, wie z.B. mit der Maßzahl der realisierten internen Rendite der Vorgängerfonds, mitzuteilen.

Darüber hinaus kann auf Basis der Ergebnisse des Pfadmodells die Empfehlung gegeben werden, ein Vertrauensverhältnis zu den Investoren aufzubauen. Im Ergebnis sollte das Verhältnis von gegenseitigem Wohlwollen geprägt sein. Ein reines Verlassen auf die Gewährung flankierender Vertragsregeln ist für ein erfolgreiches Fundraising nicht ausreichend. Um das Vertrauensverhältnis zu stärken, bietet sich ein offenes Verhalten im Rah-

men der Due-Diligence an. So sollten die von den Investoren verlangten Informationen zeitnah und in einer exakten sowie verlässlichen Form zur Verfügung gestellt werden. Des Weiteren sollten Ähnlichkeiten zwischen den beteiligten Personen hervorgehoben werden. Diese Ähnlichkeiten können sich auf ähnliche Interessenlagen, ähnliche Werte und auch Vorgehensweisen in Bezug auf Geschäftliches beziehen. Hieraus kann die Empfehlung abgeleitet werden, dass Investoren im Rahmen des Fundraisings in Netzwerkpflege-Aktivitäten investieren sollten, die dabei helfen können, die Ähnlichkeiten zwischen den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft und den Personen des Investors in Bezug auf die Interessenlagen hervorzuheben. Ferner sollte den Investoren im Rahmen der Due-Diligence Einblick in die Geschäftspraktiken gegeben werden.

Zudem kann auf Basis der Ergebnisse des Strukturgleichungsmodells die Empfehlung gegeben werden, dass die Venture-Capital-Gesellschaft den Investoren die Kontrollierbarkeit glaubhaft vermitteln soll. Mit Blick auf die Faktoren, die auf die wahrgenommene Kontrollierbarkeit wirken, besteht, wie im Rahmen des Strukturgleichungsmodells geprüft, für die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft die Möglichkeit, die eigene Kontrollierbarkeit durch attraktive Vertragsklauseln und somit Zugeständnisse bei den Vertragsverhandlungen zu demonstrieren. Ein weiteres Signal besteht durch die bereits oben beschriebene Offenheit im Rahmen der Due-Diligence.

Auch auf Basis der Cluster-Analyse kann im Generellen die Empfehlung gegeben werden, sich offen, ehrlich und verlässlich im Rahmen der Due-Diligence zu verhalten, entgegenkommend im Rahmen der Ausgestaltung der Vertragsklauseln zu sein und ferner die Ähnlichkeit in Bezug auf Werte und Interessen hervorzuheben. Venture-Capital-Gesellschaften, die einen Mangel an Track-Record und somit Probleme haben, die eigene Fähigkeit sinnvoll zu demonstrieren, kann geraten werden, die Netzwerkaktivitäten auszuweiten und besonders attraktive Vertragsklauseln vorzuhalten. Für Venture-Capital-Gesellschaften, die über einen hohen Track-Record verfügen, aber nicht gut in der Branche vernetzt sind, kann ebenfalls die Empfehlung gegeben werden, sich äußerst entgegenkommend im Rahmen der Vertragsverhandlungen zu verhalten. Als Vorgriff auf Kapitel 8.6 ist noch darauf hinzuweisen, dass die im Rahmen der Cluster-Analyse gewonnenen Erkenntnisse mit der einem explorativ-multivariaten Verfahren gebotenen Vorsicht begegnet werden müssen. Somit haben die zuletzt abgeleiteten praktischen Implikationen eine geringere

Wertigkeit als die aus den Ergebnissen der Strukturgleichungsanalyse abgeleiteten Erkenntnisse.

8.5.2 *Implikationen für den Investitionsprozess potentieller Investoren*

Zweifelsohne geht es in der vorliegenden Arbeit um die Identifizierung von Erfolgsfaktoren im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften und wie diese das Gelingen des Fundraisings positiv für sich beeinflussen können. Es geht somit nicht primär um die Sichtweise der Investoren. Dennoch ergaben sich im Rahmen der Arbeit auch Erkenntnisse für den Investitionsprozess aus Sichtweise des Limited-Partners, die im Folgenden dargestellt werden sollen.

Aus der qualitativ-empirischen Vorstudie ist bekannt, dass insbesondere institutionelle Investoren im Investmentprozess mit Checklisten arbeiten (Experteninterview 5, 2006). Der Inhalt einer solchen Checkliste ist in Anlehnung an Tausend (2006, S. 76 f.) in Abbildung 8 abgebildet. An dieser Stelle kann die praktische Empfehlung gegeben werden, die Spalte Eigenschaften und Fähigkeiten des Teams um die Kriterien wahrgenommenes Wohlwollen, bzw. wahrgenommene Glaubwürdigkeit und wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten zu ergänzen. Aufgrund der Wichtigkeit bietet sich ferner eine Untergliederung der Begriffe Fähigkeiten und Eigenschaften in eigenen Spalten an. In der Spalte Eigenschaften sollten die eben benannten Kriterien parallel zur Zusammensetzung des Teams und den übrigen Kriterien bewertet werden. Für die Evaluation der wahrgenommenen Glaubwürdigkeit und des wahrgenommenen Wohlwollens bieten sich als Unterkriterien die wahrgenommene Ähnlichkeit als auch die Offenheit im Rahmen der Due-Diligence an. Die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten lassen sich mit den Kriterien Attraktivität der Vertragsklauseln sowie Offenheit im Rahmen der Due-Diligence näher spezifizieren. Eine Illustration der Erweiterung der Abbildung 8 findet sich in der Abbildung 32.

Es ist zu beachten, dass sich die bei Tausend (2006, S. 76 f.) genannten Kriterien bereits auf einen relativ frühen Zeitraum im Investitionsentscheidungsprozess beziehen können. So finden die in Abbildung 8 genannten Kriterien teilweise bereits im Rahmen der Pre-Screening-Phase Anwendung, in der eventuell noch kein Kontakt zu den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft vorliegt. Die vorliegende Arbeit bezieht sich aber mit der Evaluationsphase auf den Zeitraum kurz vor der Entscheidung. Daher kann die Empfeh-

lung gegeben werden, diese genannten Kriterien zwar direkt nach dem ersten Treffen zu evaluieren, diese aber bis zur finalen Entscheidung immer wieder neu zu begutachten. In jedem Falle helfen die vorgeschlagenen Kriterien, das bei Barnes & Menzies (2005, S. 219 f.) genannte, wichtigste Kriterium für eine finale Entscheidung, nämlich das Management-Team, näher zu spezifizieren.

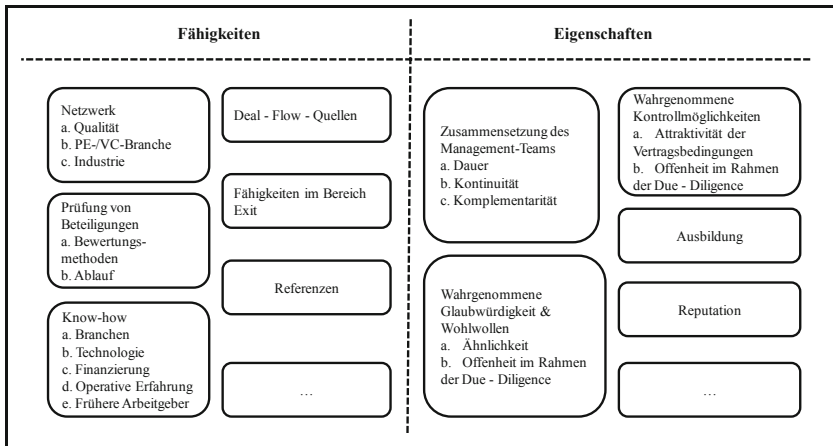


Abbildung 32: Überblick über modifizierte Selektionskriterien für Venture-Capital-Fonds

8.6 Limitationen und Anknüpfungspunkte für weitere Forschungsstudien

8.6.1 Methodische Limitationen

Bevor auf inhaltliche Limitationen der vorliegenden Forschungststudie eingegangen wird, sollen zunächst die auf Basis der verwendeten Methoden resultierenden Limitationen diskutiert werden.

Um zu kausalen Aussagen zwischen den unabhängigen und abhängigen Variablen zu kommen, müssten streng genommen die unabhängigen Variablen zeitlich vor den abhängigen Variablen der Mediatorebene (Vertrauen und wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten) und diese wiederum zeitlich vor der Ebene der Entscheidung erhoben werden (Hair et al., 2006, S. 760). Streng genommen hätte somit die Datenerhebung im Rahmen einer Längs-

schnittanalyse erfolgen müssen (vgl. Kapitel 7.6.1 sowie Reinecke, 2006, S. 19). Wie in Kapitel 7.6.1 begründet, ist dies in der vorliegenden Arbeit aus Gründen der Realisierbarkeit nicht erfolgt. So hätten für jeden Investitionsentscheidungsprozess mehrere Befragungen zu völlig unterschiedlichen Zeitpunkten durchgeführt werden müssen. Mit Bezug auf die Erfahrung des Autors in der Phase der Datenerhebung wäre dies mit einer unübersehbaren Zeitspanne verbunden gewesen. In einem ersten Schritt hätten hierfür aktuelle Investitionsprozesse abgefragt werden müssen. Diese hätten dann begleitet werden müssen. Hierbei wären aber nur diejenigen auszuwählen gewesen, die bis zu einer finalen Evaluationsphase vorgedrungen wären. Hier zu einem aussagekräftigen Sample zu gelangen, ist im Rahmen eines Dissertationsprojekts nicht zielführend. Sicherlich tun sich hier aber Anknüpfungspunkte für zukünftig durchzuführende Forschungsstudien auf. So würde sich anbieten, dass das im Rahmen der vorliegenden Arbeit erarbeitete Modell durch einen Branchenverband im Rahmen einer nicht zeitkritischen und umfassenden Längsschnittanalyse erneut geprüft wird.

Ferner wurde lediglich ein Key-Informant pro Investorenunternehmen befragt, so dass an dieser Stelle die Gefahr eines Key-Informanten-Bias nicht gänzlich ausgeschlossen werden kann (Bagozzi, Yi & Phillips, 1991, S. 423 f.). Zwar war es im Rahmen einer Ex-Post-Analyse möglich, das Antwortverhalten durch den Vergleich von getätigten Antworten mit Sekundärdaten in Bezug auf das Gründungsjahr mit einem signifikanten Korrelationstest zu überprüfen. Auch lässt sich mit einem Durchschnittsgründungsjahr von 1966 bei der Umfrage im Vergleich zu 1962 in der Grundgesamtheit durchaus die Richtigkeit der Angaben der Key-Informants feststellen. Dennoch konnte keine Validitätsprüfung des angegebenen Capital-under-Managaments erfolgen, da hier in unterschiedlichen Einheiten in Bezug auf die Währung als auch in Bezug auf die Abkürzungen (in Tausend, in Mio etc.), geantwortet wurde. Allerdings wurde zudem durch eine Befragung auf höchster Entscheidungsebene eine wichtige Vorkehrung getroffen, um den Key-Informant-Bias bereits im Vorhinein zu minimieren (vgl. hierzu Kapitel ferner die Angaben in 7.3.4 und 7.1.2).

Wie bereits in Kapitel 7.6.4 diskutiert, hängt die Güte von Modellschätzungen auch von der Stichprobengröße ab, wobei mehr Informationen einen detaillierteren Vergleich der Realität mit den im Modell postulierten Zusammenhängen ermöglichen (Tanaka, 1987, S. 134). Absolut gesehen liegt mit 151 Fällen eine relativ geringe Fallzahl im Verhältnis zu

den zu schätzenden Parametern vor. Durch den Einsatz des totalen Aggregationsansatzes wurde aber den auf diese Weise entstandenen Limitationen entgegengewirkt.

8.6.2 *Inhaltliche Limitationen*

Neben den methodischen Limitationen ergeben sich auch einige inhaltliche Limitationen, die Anknüpfungspunkt für zusätzliche Forschung sein können. Zum ersten kann die vorliegende Studie nicht den Anspruch hinsichtlich einer Vollständigkeit in Bezug auf die betrachteten Einflussfaktoren erheben, die auf das Vertrauen, die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten und letztlich auch die Investitionsentscheidung der Investoren wirken mögen. Vielmehr war es das Ziel der vorliegenden Arbeit zu ermitteln, inwieweit Vertrauen und wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten einen Einfluss im Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften haben. Dieser Punkt sollte nun klarer sein.

Es bietet sich an, in einer weiteren Studie zu einem differenzierteren Bild bezüglich der Faktoren der Vertrauensentstehung zu kommen. In diesem Zusammenhang gibt es z.B. Raum für Spezialstudien, die den Einfluss der Meinung Dritter über die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft (Reputation) näher erforschen. So bietet es sich an, neben der Meinung anderer Investoren über die Fähigkeit, auch die Meinung anderer Investoren bezüglich der Vertrauenswürdigkeit, abzufragen. Des Weiteren könnte der Einfluss anderer am Fonds beteiligter Investoren detaillierter erforscht werden. In der Literatur zum Fundraising wird in diesem Zusammenhang empfohlen, das Fundraising mit einem besonders bekannten Ankerinvestor zu beginnen, da dieser einen positiven Einfluss auf das Investitionsverhalten folgender Investoren haben kann (vgl. hierzu Burton & Scherschmidt, 2004, S. 19). Ansatzpunkt für die Zeichnung eines differenzierteren Bildes könnte ferner die Untersuchung des Einflusses der Mitgliedschaft in Branchenverbänden wie dem „Bundesverband Deutscher Kapitalgesellschaften“, der „European Private-Equity and Venture-Capital Association“ oder der „National Venture-Capital Association“ auf das Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften sein. Theoretisch lässt sich dies jedenfalls durch das institutionenbasierte Vertrauen nach Zucker (1986, S. 59 ff.) erklären.

Ein Ergebnis der vorliegenden Studie ist es, dass der Track-Record keinen Einfluss auf die Entstehung von Vertrauen in die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft hat. Der Track-Record wurde in der vorliegenden Studie als Maß zur Demonstration der Fähigkeit

angesehen. Das Scheitern der vierten Hypothese wurde damit begründet, dass die in dieser Arbeit verwendete Definition des Vertrauensbegriffs sowie die daraus resultierende Operationalisierung keine Fähigkeitskomponente beinhaltete. Eine in der Zukunft durchzuführende Forschungsstudie sollte daher eine Vertrauensdefinition benutzen, die die Fähigkeitskomponente, wie z.B. bei Mayer et al. (1995, S. 715 ff.), explizit berücksichtigt.

Die fünfte Hypothese über die Wirkung der Dauer der Zusammenarbeit auf die Vertrauensentstehung konnte nicht bestätigt werden. In Kapitel 8.2.2.2 wurde die Unvereinbarkeit dieses Ergebnisses mit bisherigen theoretischen Ausarbeitungen zu diesem Thema dargestellt. Hieran anknüpfend könnte im Sinne des Paradoxons des initialen Vertrauens (McKnight et al., 1998, S. 478 ff.) untersucht werden, inwieweit Kategorisierungsprozesse bei der Vertrauensentstehung von Investoren gegenüber Managern der Venture-Capital-Gesellschaft eine Rolle spielen.

Ferner stellt sich die Frage der Übertragung der gefundenen Zusammenhänge auf artverwandte Bereiche. So ist zu beantworten, ob die Ergebnisse zum Beispiel analog für andere geschlossene Fondslösungen anwendbar sind. Ohne größere Probleme sind die Ergebnisse bezüglich des Track-Records auf verwandte Bereiche, wie z.B. geschlossene Fondslösungen im Bereich des Later-Stage-Private-Equity zu übertragen. Allerdings ist eine höhere Bedeutung von Kontrolle zu erwarten, da es sich bei den im Rahmen von Later-Stage-Fonds getätigten Beteiligungen um entwickeltere Unternehmen handelt. Entwickeltere Unternehmen ermöglichen auch den an dem Fonds beteiligten Investoren aufgrund bestehender Strukturen eine höhere Kontrollierbarkeit als z.B. Start-ups, bei denen teilweise lediglich die Idee vorhanden ist. Außerdem tritt, wie in Kapitel 2.1 und Kapitel 2.2 erläutert, die Bedeutung von branchenspezifischem Spezialwissen bei Later-Stage-Beteiligungen und die damit verbunden Hidden-Information-Problematik in den Hintergrund (vgl. hierzu ferner Kapitel 5.4). Problematisch wird die Übertragung allerdings in Bereichen, in denen ein völlig anderes Kontrollverständnis anzusetzen ist. Bei einer SchiffsFonds-Konzeption z.B. bestehen für den Investor ganz andere Möglichkeiten zur Kontrolle, so dass hier sicherlich eine schwerwiegende Gewichtsverschiebung zu beobachten sein wird (vgl. zur grundlegenden Struktur von Schiffsfonds z.B. Tegtmeier & Topolav, 2007, S. 247 ff.). An dieser Stelle wäre somit von Interesse, auf welche weiteren Bereiche das vorliegende Modell ebenfalls anwendbar ist.

Mit Bezug auf die Entwicklung der Gründungsforschung werden laut Kollmann, Herr & Kuckertz (2008, S. 652) in den letzten Jahren vermehrt die Bedeutung nicht-linearer Wirkungsbeziehungen zwischen Einflussfaktoren und dem resultierenden Unternehmenserfolg untersucht. So finden die Autoren für die Faktoren Entscheidungsdezentralisierung und Prozessorientierung einen nicht-linearen und zwar u-förmigen Zusammenhang zum Gründungserfolg heraus (Kollmann et al., 2008, S. 665 f.). Natürlich stellt sich die Frage, ob es nicht auch nicht-lineare Zusammenhänge zwischen den hier diskutierten Erfolgsfaktoren und dem Erfolg im Fundraising gibt. Mit Blick auf die Cluster-Analyse ist allerdings ein „je mehr, desto besser“ und somit klare lineare Zusammenhänge zwischen den Einflussfaktoren und dem Erfolg im Fundraising zu postulieren. Dennoch könnte dies im Sinne einer bereits angesprochenen, detaillierteren Betrachtung der Einflussfaktoren für das Vertrauen, bzw. die wahrgenommen Kontrollmöglichkeiten, als Anknüpfungspunkt für weitere Forschungsstudien in diesem Bereich dienen.

9. Zusammenfassung und Fazit

In der Forschung wird Venture-Capital große Bedeutung in Hinblick auf Innovationen, das allgemeine wirtschaftliche Wachstum als auch das Entstehen von Arbeitsplätzen beige-messen (Belke, Fehn & Foster, 2003, o.S.; Kollmann, 2007, S. 51; Popov & Roosenboom, 2009, S. 29 f.). Damit Venture-Capital-Gesellschaften ihrem Geschäft der Beteiligung an innovativen Wachstumsunternehmen nachgehen können, müssen sie Gelder im Rahmen des Fundraisings bei Investoren einwerben. Zwar gibt es bereits einige Forschungsarbeiten in diesem Bereich, jedoch ist dieser Bereich längst noch nicht hinreichend erforscht. Ziel und Aufgabenstellung der vorliegenden Arbeit war es daher, einen Beitrag zur Schließung dieser Lücke zu machen und weitere, neben dem Track-Record für den Erfolg des Fundraisings von Venture-Capital-Gesellschaften verantwortliche Faktoren herauszufinden und überdies zu ermitteln, wie Venture-Capital-Gesellschaften den Erfolg im Fundraising positiv für sich beeinflussen können.

Hierfür wurde ein Sequential-mixed-Model-Design eingesetzt. In einem ersten Schritt wurden im Rahmen der Durchführung qualitativer Fallstudien Erfolgsfaktoren für das Fundraising von Venture-Capital-Gesellschaften identifiziert. In einem nächsten Schritt wurde eine theoretische Aufarbeitung der auf diese Weise identifizierten Faktoren vorge-nommen. In diesem Zusammenhang wurde herausgearbeitet, auf welche Weise die Infor-mationsasymmetrie zwischen Venture-Capital-Gesellschaften und möglichen Investoren abgebaut werden kann. Im Detail wurden die Begriffe des Signalings und Screenings, des Vertrauens als auch der wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten erläutert. Darauf auf-bauend wurde ein zweistufig rekursives Forschungsmodell konzipiert, wobei auf eine initi-ale Bedingungsebene eine Wahrnehmungsebene als auch eine Handlungsebene folgte. Um das Forschungsmodell zu testen wurden weltweit Investoren zur Beantwortung eines spe-ziell hierfür konzipierten Fragebogens gebeten. Das Modell wurde im Rahmen einer Pfad-analyse überprüft. Um zu weiterführenden praktischen Implikationen für das Fundraising zu gelangen, wurde ferner eine nachträgliche Cluster-Analyse durchgeführt.

Auf Basis der Pfadanalyse kann gefolgert werden, dass das Vertrauen in die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft als auch die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten sei-

tens der Investoren ebenfalls einen Einfluss auf die Investitionsentscheidung haben. Mittelbar über das Vertrauen haben zudem die wahrgenommene Ähnlichkeit in Bezug auf Interessen, geteilte Werte als auch die eingesetzten Geschäftspraktiken einen Einfluss auf die Investitionsentscheidung. Gleiches gilt auch für die Offenheit im Rahmen der Due-Diligence. So wirkt ein offenes, exaktes und verlässliches Verhalten im Rahmen der Due-Diligence positiv auf das Vertrauen der Investoren in die Manager der Venture-Capital-Gesellschaft, was wiederum einen positiven Einfluss auf die Investitionsentscheidung hat. Auf der anderen Seite haben ein offenes Verhalten im Rahmen der Due-Diligence als auch die Gewährung von attraktiven Vertragsklauseln einen positiven Einfluss auf die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten durch den Investor und somit mittelbar auf die Investitionsentscheidung.

Als Ergebnis der Cluster-Analyse mit den Variablen wahrgenommene Ähnlichkeit, Länge der Zusammenarbeit, Offenheit im Rahmen der Due-Diligence, Track-Record sowie Attraktivität der Vertragsklauseln konnten fünf Cluster identifiziert werden. Das erste Cluster bezieht sich auf 36 Investoren, die die Venture-Capital-Gesellschaft in dem letzten Investitionsprozess als äußerst fähig und gut vernetzt wahrnahmen, wobei sich 78 % hiervon für eine Investition entschieden haben. Im zweiten Cluster empfanden 26 Investoren die Venture-Capital-Gesellschaft in dem letzten Investitionsprozess als äußerst fähig und hart verhandelnd, wobei in 65 % der Fälle investiert wurde. Die 37 Investoren des dritten Clusters befanden die Venture-Capital-Gesellschaft in ihrem letzten Investitionsprozess für äußerst fähig, aber mäßig vernetzt, wobei 57 % in eine positive Investitionsentscheidung resultierten. Im vierten Cluster befinden sich 15 Investoren, die die Venture-Capital-Gesellschaft als mäßig fähig und entgegenkommend wahrnahmen, wobei in 47 % der Fälle investiert wurde. Das letzte Cluster bilden 37 Investoren, die die Venture-Capital-Gesellschaft in dem letzten Investitionsprozess als mäßig fähig und schlecht vernetzt einstufen. In diesem Cluster investierten lediglich 41 % der Investoren.

Als theoretischen Beitrag ergänzt die vorliegende Arbeit bisherige Forschung um die Betrachtung weicher Komponenten, wie die Bedeutung des Vertrauens in die Manager einer Venture-Capital-Gesellschaft oder die seitens der Investoren wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten. Für die Praxis des Fundraisings von Venture-Capital-Gesellschaften kann die Empfehlung gegeben werden, die Fähigkeit zur Realisierung der für diesen Bereich typischen Renditen durch die Angabe des Track-Records zu demonstrieren. Ferner ist es

für ein Gelingen des Fundraisings dringend notwendig, ein Vertrauensverhältnis zu den Investoren aufzubauen. Hierfür ist ein offenes Verhalten im Umgang mit den Investoren im Rahmen der Due-Diligence zu pflegen. Den Investoren sind jederzeit die gewünschten Informationen zur Verfügung zu stellen. Eine weitere Möglichkeit zur Schaffung von Vertrauen ist es, ähnliche Interessenlagen sowie ähnliche Werte und auch Vorgehensweisen in Bezug auf Geschäftspraktiken hervorzuheben. Ferner kann den Managern der Venture-Capital-Gesellschaft die Empfehlung gegeben werden, den Investoren ein gewisses Maß an Kontrollierbarkeit zu demonstrieren. Möglichkeiten hierfür bieten sich im Rahmen der Due-Diligence durch ein offenes, exaktes und transparentes Verhalten, die Gewährung attraktiver Vertragsbedingungen als auch durch die Gewährung von Zugeständnissen in den Vertragsverhandlungen. Auf Basis der Ergebnisse der Cluster-Analyse kann jungen Venture-Capital-Gesellschaften ohne einen jahrelangen Track-Record die Empfehlung gegeben werden, an ihrer Bekanntheit in den Netzwerken zu arbeiten und die Vertragswerke mit äußerst attraktiven Vertragsklausen auszustatten.

Im Ergebnis konnte somit gezeigt werden, welche große Bedeutung Vertrauen im Prozess der Investitionsmittelinwerbung hat. Allerdings sei noch einmal darauf hingewiesen, dass die vorliegende Arbeit keinen Anspruch auf Vollständigkeit im Hinblick auf die Einflussfaktoren erhebt, die auf das Vertrauen, die wahrgenommenen Kontrollmöglichkeiten und letztlich auch die Investitionsentscheidung der Investoren wirken. Aufgabe zukünftiger Studien könnte es somit sein, die einzelnen Bereiche des geprüften Modells näher zu beleuchten und darüber hinaus zu einem detaillierteren Bild zu gelangen. Bereits genannte Ansatzpunkte hierfür sind der Einfluss der Meinung Dritter (Reputation), die Beteiligung von Ankerinvestoren oder die Mitgliedschaft der Venture-Capital-Gesellschaft in einem Branchenverband. Interessant wäre auch zu ergründen, in wie weit das an dieser Stelle für den kleinen Bereich des Venture-Capital gefundene Wissen auf andere Bereiche übertragbar ist.

Literaturverzeichnis

- Adler, J. (1996). *Informationsökonomische Fundierung von Austauschprozessen*. Dissertation, Universität Trier, Wiesbaden: Gabler.
- Albers, S., Klapper, D., Konradt, U., Walter, A., & Wolf, J. (Hrsg.). (2006). *Methodik der empirischen Forschung*. Wiesbaden: Gabler.
- Anderson, J. C., & Narus, J. A. (1990). A model of distributor firm and manufacturer firm working partnerships. *Journal of Marketing*, 54(1), 42–58.
- Andersson, L. M., & Bateman, T. S. (1997). Cynicism in the workplace: Some causes and effects. *Journal of Organizational Behavior*, 18(5), 449–469.
- Angerer, T., Foscht, T., & Swoboda, B. (2006). Mixed Methods - ein neuerer Zugang in der empirischen Marketingforschung. *Der Markt*, 45(3), 115–127.
- Armstrong, J. S., & Overton, T. S. (1977). Estimating nonresponse bias in mail surveys. *Journal of Marketing Research*, 14(3), 396–402.
- Arrow, K. J. (1973). *Information and economic behavior*. Stockholm: Federation of Swedish Industries.
- Atteslander, P. (2003). *Methoden der empirischen Sozialforschung*. Berlin [u.a.]: de Gruyter.
- Atteslander, P., & Cromm, J. (2006). *Methoden der empirischen Sozialforschung*. Berlin: Schmidt.
- Aulakh, P. S., Kotabe, M., & Sahay, A. (1996). Trust and performance in cross-border marketing partnerships: A behavioral approach. *Journal of International Business Studies*, 27(5), 1005–1032.
- Axelrod, R. M., & Raub, W. (2005). *Die Evolution der Kooperation*. München [u.a.]: Oldenbourg.
- Azariadis, C. (1975). Implicit contracts and underemployment equilibria. *Journal of Political Economy*, 83(6), 1183–1202.
- Bachmann, R., & Zaheer, A. (Hrsg.). (2008). *The international library of critical writings on business and management: Vol. 1. Landmark papers on trust*. Cheltenham: Elgar.
- Bachmann, R., & Zaheer, A. (Hrsg.). (2008). *The international library of critical writings on business and management: Vol. 2. Landmark papers on trust*. Cheltenham: Elgar.
- Bachmann, R., & Zaheer, A. (2008). Trust, power and control in trans-organizational relations. In R. Bachmann & A. Zaheer (Hrsg.), *The international library of critical writings on business and management: Vol. 1. Landmark papers on trust* (528–556). Cheltenham: Elgar.
- Backhaus, K., Erichson, B., Plinke, W., & Weiber, R. (2008). *Multivariate Analysemethoden: Eine anwendungsorientierte Einführung*. Berlin: Springer.
- Bader, H. (1996). *Private Equity als Anlagekategorie. Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren*. Dissertation, Universität St. Gallen, Bern: Haupt.
- Bagozzi, R. P. (1979). The role of measurement in theory construction and hypothesis testing: toward a holistic model. In O. C. Ferrell, S. W. Brown, & C. W. Lamb (Hrsg.), *Conceptual and theoretical developments in marketing* (15–32). Chicago: American Marketing Association.
- Bagozzi, R. P. (Hrsg.). (1994). *Principles of marketing research*. Cambridge, Mass. [u.a.]: Basil Blackwell.

- Bagozzi, R. P., & Baumgartner, H. (1994). The evaluation of structural equation models and hypothesis testing. In R. P. Bagozzi (Hrsg.), *Principles of marketing research* (386–422). Cambridge, Mass. [u.a.]:: Basil Blackwell.
- Bagozzi, R., & Edwards, J. (1998). A general approach for representing constructs in organizational research. *Organizational Research Methods*, 1(1), 45–87.
- Bagozzi, R. P., & Fornell, C. (1982). The role of measurement in theory construction and hypothesis testing: Toward a holistic model. In C. Fornell (Hrsg.), *Praeger special studies. A second generation of multivariate analysis* (5–23). New York: Praeger.
- Bagozzi, R. P., & Heatherton, T. F. (1994). A general approach to representing multifaceted personality constructs: Application to state self-esteem. *Structural Equation Modeling*, 1(1), 35–67.
- Bagozzi, R. P., & Phillips, L. W. (1982). Representing and testing organizational theories: A holistic construal. *Administrative Science Quarterly*, 27(3), 459–489.
- Bagozzi, R. P., & Yi, Y. (1988). On the evaluation of structural equation models. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 16(1), 74–94.
- Bagozzi, R. P., Yi, Y., & Phillips, L. W. (1991). Assessing construct validity in organizational research. *Administrative Science Quarterly*, 36(3), 421–458.
- Bamberg, G., Coenenberg, A. G., & Krapp, M. (2008). *Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre*. München: Vahlen.
- Bance, A. (2002). *Why and how to invest in private equity*. O.O. Heruntergeladen bei: http://www.venturechoice.com/articles/why_n_how_to_inv_in_priv_equity.htm, letzter Zugriff am 06.10.2011.
- Barnes, S., & Menzies, V. (2005). Investment into venture capital funds in europe: An exploratory study. *Venture Capital*, 7(3), 209–226.
- Baron, R., & Kenny, D. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173–1182.
- Bartelt, A. *Vertrauen in Zuliefernetzwerken. Eine theoretische und empirische Analyse am Beispiel der Automobilindustrie*. Dissertation, Würzburg, Wiesbaden: Gabler.
- Baruch, Y. (1999). Response Rate in Academic Studies - A comparative analysis. *Human Relations*, 52(4), 421–438.
- Bauer, H. H. (Ed.). (2006). *Konsumentenvertrauen: Konzepte und Anwendungen für ein nachhaltiges Kundenbindungsmanagement*. München: Vahlen.
- Beamish, P. W. (1988). *Multinational joint ventures in developing countries. Routledge series in international business*. New York: Routledge.
- Beamish, P. W., & Killing, J. P. (Hrsg.). (1997). *Cooperative strategies: North American perspectives*. San Francisco: New Lexington Press.
- Beatty, R. P. (1989). Auditor Reputation and the Pricing of Initial Public Offerings. *Accounting Review*, 64(4), 693–709.
- Beauducel, A., & Herzberg, P. (2006). On the performance of maximum likelihood versus means and variance adjusted weighted least squares estimation in CFA. *Structural Equation Modeling*, 13(2), 186–203.
- Beauducel, A., & Wittmann, W. (2005). Simulation study on fit indexes in CEA based on data with slightly distorted simple structure. *Structural Equation Modeling*, 12(1), 41–75.
- Beckmann, K. (Ed.). (2000). *Individuum versus Kollektiv: Der Kommunitarismus als "Zauberformel"?* Frankfurt am Main u.a.: Lang.

- Belke, A., Fehn, R., & Foster, N. (2003). *Does venture capital investment spur employment growth?: Further evidence*. Diskussionsbeiträge aus dem Institut für Volkswirtschaftslehre, Universität Hohenheim, Stuttgart.
- Bell, M. (1999). Venture Capital. *Das Wirtschaftsstudium*, 28(1), 53–56.
- Berg, N. (2006). Fallstudien als Methode betriebswirtschaftlicher Forschung. *WiSt Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 35(7), 362–367.
- Berger, M., Abel, T. F., & Page, C. H. (Hrsg.). (1954). *Freedom and control in modern society: Written in honor of Robert Morrison MacIver*. Toronto: van Nostrand.
- Bergh, F., & Müller, A. (2010). Kredit bedeutet Vertrauen – Vertrauen bedeutet Kredit. *Bank und Markt*, 39(9), 36–39.
- Bergs, S. (1981). *Optimalität bei Clusteranalysen. Experimente zur Bewertung numerischer Klassifikationsverfahren*. Dissertation, Universität Münster, Münster.
- Bestmann, U. (2007). *Börsen- und Finanzlexikon: Rund 4000 Begriffe für Studium und Praxis*. München: Deutscher Taschenbuch-Verlag.
- Bhattacharya, S. (1979). An Exploration of nondissipative dividend-signaling structures. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 14(4), 667–668.
- Black, B. S., & Gilson, R. J. (1998). Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics*, 47(3), 243–277.
- Blau, P. M. (1964). *Exchange and power in social life*. New York [u.a.]: Wiley.
- Bliege Bird, R., & Smith, E. A. (2005). Signaling theory, strategic interaction, and symbolic capital. *Current Anthropology*, 46(2), 221–248.
- Bliemel, F. (Hrsg.). (2005). *Handbuch PLS-Pfadmodellierung: Methode, Anwendung, Praxisbeispiele*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Blois, K. (1999). Trust in business to business relationships : an evaluation of its status. *Journal of Management Studies*, 36(2), 197–215.
- Blomqvist, K. (1997). The many faces of trust. *Scandinavian Journal of Management*, 13(3), 271–286.
- Bohrnstedt, G. (1970). Reliability and validity assessment in attitude measurement. In G. F. Summers (Hrsg.), *Rand McNally sociology series. Attitude measurement* (80–99). Chicago: Rand McNally.
- Bollen, K. A. (1989). *Structural equations with latent variables. A Wiley-interscience publication*. New York: Wiley.
- Boon, S. & H. J. (1991). The dynamics of interpersonal trust: resolving uncertainty in the face of risk. In R. Hinde (Hrsg.), *Cooperation and prosocial behaviour* (190–211). Cambridge: Cambridge Univ. Press.
- Borchardt, A., & Göthlich, S. E. (2006). Erkenntnisgewinnung durch Fallstudien. In S. Albers, D. Klapper, U. Konradt, A. Walter, & J. Wolf (Hrsg.), *Methodik der empirischen Forschung* (37–54). Wiesbaden: Gabler.
- Börner, C., & Grichnik, D. (Hrsg.). (2005). *Entrepreneurial finance*. Heidelberg: Physica-Verlag.
- Borrell, J. (2005). The LP report card. *Venture Capital Journal*, 45(10), 29–29.
- Bortz, J., & Döring, N. (2002). *Forschungsmethoden und Evaluation: Für Human- und Sozialwissenschaftler*. Berlin: Springer.
- Bortz, J., & Döring, N. (2006). *Forschungsmethoden und Evaluation: Für Human- und Sozialwissenschaftler*. Berlin: Springer.

- Bortz, J., & Schuster, C. (2010). *Statistik für Human- und Sozialwissenschaftler: Mit 163 Tabellen*. Berlin: Springer.
- Bosnjak, M., Tuten, T. L., & Bandilla, W. (2001). Beteiligung an Umfragen im Web - Eine Typologie. *ZUMA Nachrichten*, (48), 7–17.
- Botschen, G., Koll, O., & Noistemig, M. (1995). Zählen nur Rendite und Risiko bei der Anlageentscheidung? *Die Bank*, 35(8), 500–503.
- Bottazzi, L., Da Rin, M., & Hellmann, T. (2010). The importance of trust for investment: evidence from venture capital. *Center for Economic Research, Unveröffentlichter Aufsatz*(49). Tilburg Universität. Heruntergeladen bei: <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=111136>, letzter Zugriff am 06.10.2011.
- Bradach, J. L., & Eccles, R. G. (1989). Price, authority, and trust: From ideal types to plural forms. *Annual Review of Sociology*, 15, 97–118.
- Breuer, W. (2003). *Gabler-Lexikon Corporate Finance*. Wiesbaden: Gabler.
- Brock Smith, J., & Barclay, D. W. (1997). The Effects of organizational differences and trust on the effectiveness of selling partner relationships. *Journal of Marketing*, 61(1), 3–21.
- Bromiley, P., Cummings, L. L., Bies, R. J., Lewicki, R. J., & Sheppard, B. H. (1995). Transaction costs in organizations with trust. *Research on Negotiation in Organizations*, 5, 219–247.
- Brüsemeister, T. (2000). *Qualitative Forschung: Ein Überblick*. Wiesbaden: Westdeutscher Verl.
- Bühl, A. (2010). *PASW 18: Einführung in die moderne Datenanalyse ; [ehemals SPSS]*. München u.a.: Pearson Studium.
- Bühner, M. (2006). *Einführung in die Test- und Fragebogenkonstruktion*. München u.a.: Pearson Studium.
- Burton, J., & Scherschmidt, R. (2004). First-time venture fund raising challenges and best practices. *Journal of Private Equity*, 8(1), 9–21.
- Bygrave, W. D., & Timmons, J. A. (1992). *Venture capital at the crossroads*. Boston, Mass: Harvard Business School Press.
- Byrne, D. E. (1971). *The attraction paradigm*. New York [u.a.]: Academic Press.
- Carlson, D. S., & Kacmar, K. M. (2000). Work-family conflict in the organization: Do life role values make a difference? *Journal of Management*, 26(5), 1031–1054.
- Carter, R. B., Dark, F. H., & Singh, A. K. (1998). Underwriter-reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks. *The Journal of Finance*, 53(1), 285–311.
- Carter, R., & Manaster, S. (1990). Initial public offerings and underwriter reputation. *Journal of Finance*, 45(4), 1045–1067.
- Caselli, S., & Gatti, S. (Hrsg.). (2004). *Venture capital: A Euro-system approach*. Berlin: Springer.
- Certo, S. T. (2003). Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures. *Academy of Management Review*, 28(3), 432–446.
- Chemla, G. (2004). Pension fund investment in private equity and venture capital in the U.S. and Canada. *The Journal of Private Equity*, 7(2), 64–71.
- Chen, P., Baierl, G. T., & Kaplan, P. D. (2002). Venture capital and its role in strategic asset allocation. *Journal of Portfolio Management*, 28(2), 83–89.
- Chow, S., & Holden, R. (1997). Toward an understanding of loyalty: The moderating role of trust. *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 275–298.
- Christofor, J. (2008). *Antecedents of venture firms' internationalization*. Dissertation, Universität Duisburg-Essen, Wiesbaden: Gabler.

- Churchill, G. A. (1979). A paradigm for developing better measures of marketing constructs. *Journal of Marketing Research*, 16(1), 64–73.
- Coleman, J. (1990). *Foundations of Social Theory*. Cambridge: MA: Harvard University Press.
- Conger, J. A., Kanungo, R., & Menon, S. (2000). Charismatic leadership and follower effects. *Journal of Organizational Behavior*, 21(7), 747–767.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of management*, 37(1), 39–67.
- Coote, L., Forrest, E., & Tam, T. (2003). An investigation into commitment in non-western industrial marketing relationships. *Industrial Marketing Management*, 32(1), 595–604.
- Corsten, H. (2000). *Lexikon der Betriebswirtschaftslehre*. München [u.a.]: Oldenbourg.
- Cronbach, L. (1951). Coefficient Alpha and the internal structure of tests. *Psychometrika*, 16(3), 297–334.
- Cross, R., Borgatti, S. P., & Parker, A. (2001). Beyond answers: dimensions of the advice network. *Social Networks*, 23(3), 215–235.
- Cumming, D., Fleming, G., & Suchard, J.-A. (2005). Venture capitalist value-added activities, fundraising and drawdowns. *Journal of Banking & Finance*, 29(2), 295–331.
- Curral, S., & Inkpen, A. C. (2002). A multilevel approach to trust in joint ventures. *Journal of International Business Studies*, 33(3), 479–495.
- Curral, S., & Towler, A. (2003). Research methods in management and organizational research: toward integration of qualitative and quantitative techniques. In A. Tashakkori & C. Teddlie (Hrsg.), *Handbook of mixed methods in social & behavioral research* (513–526). Thousand Oaks: Sage Publications.
- Curran, P. J., West, S. G., & Finch, J. F. (1996). The robustness of test statistics to nonnormality and specification error in confirmatory factor analysis. *Psychological Methods*, 1(1), 16–29.
- Das, T. K., & Teng, B.-S. (1998). Between trust and control: Developing confidence in partner cooperation in alliances. *The Academy of Management Review*, 23(3), 491–512.
- Davila, A., Foster, G., & Gupta, M. (2003). Venture capital financing and the growth of startup firms. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 689–708.
- DeCarlo, L. T. (1997). On the meaning and use of kurtosis. *Psychological Methods*, 2(3), 292–307.
- Deloitte. (2010). *U.S. venture capital industry expected to shrink while emerging markets grow: Deloitte, NVCA Study*. O.O. Heruntergeladen bei: http://www.deloitte.com/view/en_US/us/Insights/browse-by-role/media-role/a8e40f2f800d9210VgnVCM200000bb42f00aRCRD.htm, letzter Zugriff am 01.05.2011.
- Deutsch, M. (1958). Trust and suspicion. *Journal of Conflict Resolution*, 2(4), 165–179.
- Deutsch, M. (1960). Trust, trustworthiness and the F-scale. *Journal of Abnormal and Social Psychology*, 61(1), 138–140.
- Deutsch, M. (1962, January). *Cooperation and trust: Some theoretical notes*. Jones, Marshall R. (Hrsg.) Nebraska Symposium on Motivation, Lincoln, Nebraska: University of Nebraska Press.
- Deutsch, M., Bunker, B., & Rubin, J. (Hrsg.). (1995). *Conflict, cooperation, and justice: Essays inspired by the work of Morton Deutsch*. San Francisco: Jossey-Bass Publications.
- Diekmann, A. (2006). *Empirische Sozialforschung: Grundlagen, Methoden, Anwendungen*. Reinbek bei Hamburg: Rowohlt-Taschenbuch-Verlag.
- Donald, M. (1960). Implications of nonresponse for the interpretation of mail questionnaire data. *The Public Opinion Quarterly*, 24(1), 99–114.

- Doney, P. M., & Cannon, J. (1997). An examination of the nature of trust in buyer-seller relationships. *Journal of Marketing Research*, 61(2), 35–51.
- Dwyer, F. R., Schurr, P. H., & Oh, S. (1987). Developing buyer-seller relationships. *Journal of marketing*, 51(2), 11–27.
- Dyer, J. H. (2000). The Determinants of Trust in supplier-automaker relationships in the U.S., Japan, and Korea. *Journal of international business studies*, 31(2), 259–285.
- Eckstaller, C., & Huber-Jahn, I. (2006). *Private Equity und Venture Capital: Begriff- Grundlagen - Perspektiven*. Sternenfels: Verlag Wissenschaft & Praxis.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532–550.
- Eisenhardt, K. M. (1989 (2)). Agency theory: An assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Elitzur, R., & Gaviols, A. (2003). Contracting, signaling, and moral hazard: A model of entrepreneurs, "angels," and venture capitalists. *Journal of Business Venturing*, 18(6), 709–726.
- Erlei, M., Leschke, M., & Sauerland, D. (2007). *Neue Institutionenökonomik*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Ernst, H. (2003). Ursachen eines Informant Bias und dessen Auswirkung auf die Validität empirischer betriebswirtschaftlicher Forschung. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 73(12), 1249–1275.
- European Private Equity & Venture Capital Association [EVCA]. (2007). *Guide on private equity and venture capital for entrepreneurs: An EVCA Special Paper*. Brüssel. Heruntergeladen bei: http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/EVCA_PEVCGUIDE.pdf, letzter Zugriff am 6.10.2011.
- European Private Equity & Venture Capital Association [EVCA]. (2010). *Investments - evolution: (industry statistics)*. Brüssel. Heruntergeladen bei: http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Knowledge_Center/EVCA_Research/Statistics/4_3_Investment/YB10_Annual_European_private_equity_investment.pdf, letzter Zugriff am 6.10.2011.
- European Private Equity & Venture Capital Association [EVCA]. (2010 (2)). *Private Equity Fund Structures in Europe: An EVCA Tax & Legal Committee Paper*. Heruntergeladen bei: http://www.evca.eu/uploadedfiles/home/public_and_regulatory_affairs/doc_sp_fundstructures.pdf
- Eye, A. von (Hrsg.). (1994). *Latent variables analysis: Applications for developmental research*. Thousand Oaks: Sage Publications.
- Fassott, G. (2006). Operationalisierung latenter Variablen in Strukturgleichungsmodellen: Eine Standortbestimmung. *Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 58(1), 67–88.
- Feess, E. (2000). *Mikroökonomie: Eine spieltheoretisch- und anwendungsorientierte Einführung*. Marburg: Metropolis-Verlag.
- Feild, H. S., & Schoenfeldt, L. (1975). Ward and hook revisited: a two-part procedure for overcoming a deficiency in the grouping of persons. *Educational and Psychological Measurement*, 30(1), 171–173.
- Feinendegen, S., Schmidt, D., & Wahrenburg, M. (2003). Die Vertragsbeziehung zwischen Investoren und europäischen Venture Capital-Fonds: Eine empirische Untersuchung und Klassifizierung unterschiedlicher Vertragsmuster. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 73(11), 1167–1195.
- Fenn, G. W., Liang, J. N., & Prowse, S. D. (1997). The private equity market: An overview. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 6(4), 1–105.
- Ferrell, O. C., Brown, S. W., & Lamb, C. W. (Hrsg.). (1979). *Conceptual and theoretical developments in marketing*. Chicago: American Marketing Association.
- Fichman, M., & Cummings, J. N. (2003). Multiple imputation for missing data making the most of what you know. *Organizational Research Methods*, 6(3), 282–305.

- Fink, D. H., Wilfert, A., & Fink-Wilfert (Hrsg.). (1999). *Handbuch Telekommunikation und Wirtschaft: Volkswirtschaftliche und betriebswirtschaftliche Perspektiven*. München: Vahlen.
- Flick, U. (1995). *Qualitative Forschung: Theorie, Methoden, Anwendung in Psychologie und Sozialwissenschaften*. Reinbek bei Hamburg: Rowohlt Verlag.
- Flick, U. (2000). *Qualitative Forschung: Ein Handbuch* (Orig.-Ausg.). Reinbek bei Hamburg: Rowohlt-Taschenbuch-Verlag.
- Flora, D., & Curran, P. (2004). An empirical evaluation of alternative methods of estimation for confirmatory factor analysis with ordinal data. *Psychological Methods*, 9(4), 466–491.
- Fornell, C. (Hrsg.). (1982). *Praeger special studies. A second generation of multivariate analysis*. New York: Praeger.
- Frese, E. (Hrsg.). (1992). *Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre: ; Bd. 2*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Friedman, T., & Hartrup, N. (2007). *The 2008 limited partner universe*. London.
- Fryxell, G. E. (2002). After the ink dries: The interaction of trust and control in US-based international joint ventures. *Journal of Management Studies*, 39(6), 865–886.
- Gan, G., Ma, C., & Wu, J. (2007) *Data clustering. Theory, algorithms, and applications*. ASA-SIAM series on statistics and applied probability. SIAM, Society for Industrial and Applied Mathematics, Philadelphia. Heruntergeladen bei: <http://www.igpublish.com/siam-ebook/login.nsp>, letzter Zugriff am 01.05.2011.
- Ganesan, S. (1994). Determinants of long-term orientation in buyer-seller relationships. *Journal of Marketing*, 58(2), 1–19.
- Garz, D. (Hrsg.). (1991). *Qualitativ-empirische Sozialforschung: Konzepte, Methoden, Analysen*. Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Gassenheimer, J. B., & Manolis, C. (2001). The influence of product customization and supplier selection on future intentions: The mediating effects of salesperson and organizational trust. *Journal of Managerial Issues*, 13(4), 418–436.
- Geranio, M. (2004). Funding Processes. In S. Caselli & S. Gatti (Hrsg.), *Venture capital. A Euro-system approach* (53–80). Berlin: Springer.
- Gerke, W. (1993). Portefeuille-Theorie. In E. Grochla & W. Wittmann (Hrsg.), *Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre. Handwörterbuch der Betriebswirtschaft* (3263–3273). Stuttgart: Poeschel.
- Ghauri, P. (2004). Designing and conducting case studies in international business research. In R. Marschan-Piekkari & C. Welch (Hrsg.), *Handbook of qualitative research methods for international business* (109–124). Cheltenham: Elgar.
- Giddens, A. (1995). *Konsequenzen der Moderne*. Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- Gilbert, D. U. (2007). Vertrauen als Gegenstand der ökonomischen Theorie: Ausgewählte theoretische Perspektiven empirische Einsichten und neue Erkenntnisse. *Zeitschrift für Management*, 2(1), 60–107.
- Göbel, E. (2002). *Neue Institutionenökonomik: Konzeption und betriebswirtschaftliche Anwendungen*. Stuttgart: Lucius & Lucius.
- Goldberg, V. P. (1976). Regulation and administered contracts. *The Bell Journal of Economics*, 7(2), 426–448.
- Gompers, P., & Lerner, J. (1996). The use of covenants: An empirical analysis of venture partnership agreements. *Journal of Law and Economics*, 39(2), 463–498.
- Gompers, P., & Lerner, J. (2006). *The venture capital cycle*. Cambridge, Mass: MIT Press.

- Gorman, M., & Sahlman, W. A. (1989). What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*, 4(4), 231–248.
- Graf, R. E., & Perrien, J. (2005). *The role of trust & satisfaction in a relationship: The case of high tech firms and banks*. Paper presented at the Conference of the European Marketing Academy, Université du Québec à Montréal.
- Graham, J., Cumsille, P., & Elek-Fisk, E. (2003). Methods for handling missing data. In J. A. Schinka & W. F. Velicer (Hrsg.), *Research methods in psychology* (87–114). Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Granovetter, M. S. (1995). *Getting a job: A study of contacts and careers*. Chicago: Univ. of Chicago Press.
- Greene, J., Caracelli, V., & Graham, W. (11). Toward a conceptual framework for mixed-method evaluation designs. *Educational evaluation and policy analysis*, 1989(3), 255–274.
- Grey, C., Garsten, C., Bachmann, R., & Zaheer, A. (2001). Trust, control and post-bureaucracy. *Organization Studies*, 22(2), 229–250.
- Grochla, E., & Wittmann, W. (Hrsg.). (1993). *Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre. Handwörterbuch der Betriebswirtschaft*. Stuttgart: Poeschel.
- Groh, A., Liechtenstein, H., & Canela, M. (2007). *Allocation determinants of institutional investments in venture capital and private equity limited partnerships in central eastern europe*. Working Paper No. 691, IESE Business School (University of Navarra), Barcelona.
- Groves, R. M. (2004). *Survey errors and survey costs. Wiley series in survey methodology*. Hoboken: Wiley-Interscience.
- Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2004). The role of social capital in financial development. *The American Economic Review*, 94(3), 526–556.
- Gulati, R., & Sytch, M. (2008). Does familiarity breed trust?: Revisiting the antecedents of trust. *Managerial and Decision Economics*, 29(2-3), 165–190.
- Hagenmüller, M. *Investor relations von private-equity-partnerships*. Dissertation, Universität St. Gallen, Sternenfels: Verlag Wissenschaft & Praxis.
- Hair, J. F., Black, W., Babin, B., Anderson, R., & Tatham, R. (2006). *Multivariate data analysis*. Upper Saddle River: Pearson Prentice Hall.
- Hänche, H., & Hammesfahr, N. (2007). US Private Placement - ein Erfahrungsbericht. In P. Seethaler & M. Steitz (Eds.), *Praxishandbuch Treasury-Management* (195–207). Wiesbaden: Gabler.
- Harman, H. H. *Modern factor analysis*, Chicago, London: The University of Chicago Press.
- Harris, L. (2010). A Critical Theory of Private Equity. *Delaware Journal of Corporate Law*, 35 (1), 259–293.
- Hartigan, J., & Wong, M. (1979). A K-means clustering algorithm applied statistics. *Journal of the Royal Statistical Society*, 28(1), 100–108.
- Hartmann-Wendels, T. (1987). Venture-Capital aus finanzierungstheoretischer Sicht. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, 39(1), 16–30.
- Hartmann-Wendels, T. (2005). Venture-Capital-Gesellschaften als Finanzintermediäre. In C. Börner & D. Grichnik (Hrsg.), *Entrepreneurial finance* (215–231). Heidelberg: Physica-Verlag.
- Heeler, R. M., & Ray, M. L. (1972). Measure validation in marketing. *Journal of Marketing Research*, 9(4), 361–370.
- Herrmann, A., & Homburg, C. (Hrsg.). (2000). *Gabler-Lehrbuch. Marktforschung: Methoden, Anwendungen, Praxisbeispiele*. Wiesbaden: Gabler.
- Hershberger, S. L. (2003). The growth of structural equation modeling: 1994-2001. *Structural Equation Modeling*, 10(1), 35–46.

- Hierl, W. (1986). *Banken und Venture Capital-Finanzierung : Determinanten bankbetrieblichen Entscheidungsverhaltens zur situationsgerechten Beteiligung an einer Venture Capital-Gesellschaft*. Dissertation, Ludwig Maximilian Universität München, München : GBI-Verlag.
- Hinde, R. (Hrsg.). (1991). *Cooperation and prosocial behaviour*. Cambridge: Cambridge Univ. Press.
- Hirschleifer, J., & Riley, J. G. (1979). The analytics of uncertainty and information: An expository survey. *Journal of Economic Literature*, 17(4), 1375–1421.
- Homburg, C., & Baumgartner, H. (1995). Beurteilung von Kausalmodellen: Bestandsaufnahme und Anwendungsempfehlungen. *Marketing – Zeitschrift für Forschung und Praxis*, 17(3), 162–176.
- Homburg, C., & Bucerius, M. (2006). Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions?: An analysis of the role of internal and external relatedness. *Strategic Management Journal*, 27(4), 347–368.
- Homburg, C., & Giering, A. (1996). Konzeptualisierung und Operationalisierung komplexer Konstrukte - Ein Leitfaden für die Marketingforschung. *Marketing - Zeitschrift für Forschung und Praxis*, 18(1), 5–24.
- Homburg, C., & Klarmann, M. (2006). Die Kausalanalyse in der empirischen betriebswirtschaftlichen Forschung: Problemfelder und Anwendungsempfehlungen. *Die Betriebswirtschaft*, 66(6), 727–748.
- Homburg, C., & Pflesser. (2000). Konfirmatorische Faktorenanalyse. In A. Herrmann & C. Homburg (Hrsg.), *Gabler-Lehrbuch. Marktforschung. Methoden, Anwendungen, Praxisbeispiele* (413–438). Wiesbaden: Gabler.
- Hopf, C. (1978). Die Pseudo-Exploration; Überlegungen zur Technik qualitativer Interviews in der Sozialforschung. *Zeitschrift für Soziologie*, 7(2), 97–115.
- Hopf, C., Barton, A. H., & Büchner, F. (Hrsg.). (1979). *Sozialwissenschaften. Qualitative Sozialforschung*. Stuttgart: Klett-Cotta.
- Hu, L., & Bentler, P. (1999). Cutoff criteria for fit indexes in covariance structure analysis: conventional criteria versus new alternatives. *Structural Equation Modeling*, 6(1), 1–55.
- Huberty, C. J. (1994). *Applied discriminant analysis*. New York: Wiley.
- Hughes, L. C., & Preski, S. (1997). Using key informant methods in organizational survey research: Assessing for informant bias. *Research in Nursing & Health*, 20(1), 81–92.
- Hurrell, B., & Kieser, A. (2005). Sind key informants verlässliche Datenlieferanten? *Die Betriebswirtschaft*, 65(6), 584–602.
- Inkpen, A. C., & Curral, S. C. (1997). International joint venture trust: An empirical examination. In P. W. Beamish & J. P. Killing (Hrsg.), *Cooperative strategies. North American perspectives* (308–334). San Francisco: New Lexington Press.
- Iverson, R. D., & Maguire, C. (2000). The relationship between job and life satisfaction. Evidence from a remote mining community. *Human Relations*, 53(6), 807–839.
- Janney, J. J., & Folta, T. B. (2003). Signaling through private equity placements and its impact on the valuation of biotechnology firms. *Journal of Business Venturing*, 18(3), 361–380.
- Jarvis, C. B., Mackenzie, S. B., & Podsakoff, P. M. (2003). A critical review of construct indicators and measurement model misspecification in marketing and consumer research. *Journal of Consumer Research*, 30(2), 199–218.
- Jeng, L. A., & Wells, P. C. (2000). The determinants of venture capital funding: Evidence across countries. *The Journal of Corporate Finance*, 6(3), 241–289.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

- Jessen, J. P. (2002). *Methode zur Managementbetreuung von innovativen Frühphasenunternehmen*. Dissertation, Europa-Viadrina Universität Frankfurt (Oder), New York : Lang.
- Johnson, D. R., & Creech, J. C. (1983). Ordinal measures in multiple indicator models: a simulation study of categorization error. *American Sociological Review*, 48(3), 398–407.
- Johnson, D. R., & Onwuegbuzie, A. J. (2004). Mixed methods research: A research paradigm whose time has come. *Educational Researcher*, 33(7), 14–26.
- Johnson, R., Onwuegbuzie, A. J., & Turner, L. (2007). Toward a definition of mixed methods research. *Journal of Mixed Methods Research*, 1(2), 112–133.
- Jones, W. H. (1979). Generalizing mail survey inducement methods. Population interactions with anonymity and sponsorship. *Public Opinion Quarterly*, 43(1), 102–111.
- Kaiser, H. F. (1970). A second generation little jiffy. *Psychometrika*, 35(4), 401–415.
- Kaiser, H. F., & Rice, J. (1974). Little Jiffy, Mark IV. *Journal of Educational and Psychological Measurement*, 34(1), 111–117.
- Kaplan, S. N., & Schoar, A. (2005). Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *The Journal of Finance*, 60(4), 1791–1823.
- Kautonen, T., Zolin, R., Kuckertz, A., & Viljamaa, A. (2010). Ties that blind?: How strong ties affect small business owner-managers' perceived trustworthiness of their advisors. *Entrepreneurship and Regional Development*, 22(2), 189–209.
- Kirchner, W. K., & Mousley, N. B. (1963). A note on job performance: Differences between respondent and nonrespondent salesmen to an attitude survey. *Journal of Applied Psychology*, 47(3), 223–244.
- Kirmani, A., & Rao, A. R. (2000). No pain, no gain: A critical review of the literature on signaling unobservable product quality. *Journal of Marketing*, 64(2), 66–79.
- Klaus, E. (2002). *Vertrauen in Unternehmensnetzwerken. Eine interdisziplinäre Analyse*. Dissertation, Hohenheim, Wiesbaden: Gabler.
- Klein, B., & Leffler, K. B. (1981). The role of market forces in assuring contractual performance. *Journal of Political Economy*, 89(4), 615–641.
- Klemm, H. A. (1988). *Die Finanzierung und Betreuung von Innovationsvorhaben durch Venture-Capital-Gesellschaften*. Dissertation, Freie Universität Berlin, Frankfurt am Main: Lang.
- Kluge, F. (1989). *Etymologisches Wörterbuch der deutschen Sprache*. Berlin: de Gruyter.
- Kollmann, T. (2003). Unternehmensbeteiligung im electronic business. *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 32(6), 322–327.
- Kollmann, T. (2006). What is e-entrepreneurship?: Fundamentals of company founding in the net economy. *International Journal of Technology Management*, 33(4), 322–340.
- Kollmann, T. (2006 (2)). *Die Ne(x)t Generation steht in den Startlöchern: Standpunkt: Tobias Kollmann sieht Net Economy vor Renaissance - Gründer und Geldgeber hätten aus Fehlern der Vergangenheit gelernt, Düsseldorf*. Heruntergeladen bei [http://www.digibib.net/Digibib?SID=DEIMOS:108064208&LOCATION=464_465&SERVICE=METASEARCH&SUBSERVICE=GETRECORD&FORMAT=Full&DB=SEARCH_WPLUS&METAID=5642&COUNT=1&NL_START=0&PL_START=0&LISTCOUNT=10&HIGHLIGHTTERMS=Die%20Ne\(x\)t%20Generation%20steht%20in%20den%20Startl%C3%B6chern&VIEW=464_465:Alles&START=1](http://www.digibib.net/Digibib?SID=DEIMOS:108064208&LOCATION=464_465&SERVICE=METASEARCH&SUBSERVICE=GETRECORD&FORMAT=Full&DB=SEARCH_WPLUS&METAID=5642&COUNT=1&NL_START=0&PL_START=0&LISTCOUNT=10&HIGHLIGHTTERMS=Die%20Ne(x)t%20Generation%20steht%20in%20den%20Startl%C3%B6chern&VIEW=464_465:Alles&START=1), letzter Zugriff am 01.05.2011.
- Kollmann, T. (2007). Gründerklima 2.0: Sechs Thesen, warum es aufwärts geht... *Venture Capital Magazin*, 8(6), 50–51.
- Kollmann, T. (2009). *Gabler Kompakt-Lexikon Unternehmensgründung: [A - Z] ; 2000 Begriffe ; erst nachschlagen, dann gründen!*. Wiesbaden: Gabler.

- Kollmann, T. (2011). *E-Entrepreneurship: Grundlagen der Unternehmensgründung in der Net Economy. Lehrbuch*. Wiesbaden: Gabler.
- Kollmann, T., Haesel, M., & Breugst, N. (2009). Competence of IT professionals in e-business venture teams: The effect of experience and expertise on preference structure. *Journal of Management Information Systems*, 25(4), 51–79.
- Kollmann, T., & Herr, C. (2005). Die Vertrauenswürdigkeit von jungen Unternehmen im elektronischen Handel. *Die Betriebswirtschaft*, 65(2), 119–136.
- Kollmann, T., Herr, C. T., & Kuckertz, A. (2008). Nicht-lineare Wirkungszusammenhänge zwischen Gründungsorganisation und subjektivem Unternehmenserfolg: Empirische Befunde. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 78(6), 651–670.
- Kollmann, T., & Kuckertz, A. (2003). Möglichkeiten der Finanzierung junger Unternehmen im E-Business - zur Situation nach dem Zusammenbruch der Technologiemarkte. *Finanz-Betrieb*, 5(11), 770–776.
- Kollmann, T., & Kuckertz, A. (2003 (2)). *E-Venture-Capital*. Wiesbaden: Gabler.
- Kollmann, T., & Kuckertz, A. (2004). Venture capital decision making after the high-tech downturn considerations based on german e-business investment cases. *Journal of Private Equity*, 7(4), 48–59.
- Kollmann, T., & Kuckertz, A. (2005). Was zählt wann im Investitionsprozeß?: Ergebnisse einer Studie über die Entscheidungsfindung von Investoren. *Venture Capital Magazin*, 6(9), 36–37.
- Kollmann, T., & Kuckertz, A. (2010). Evaluation uncertainty of venture capitalists' investment criteria. *Journal of Business Research*, 63(7), 741–747.
- Korobkin, R. (2000). A positive theory of legal negotiation. *The Georgetown Law Journal*, 88(6), 1789–1831.
- Kramer, R. M. (1994). The sinister attribution error: Paranoid cognition and collective distrust in organizations. *Motivation and Emotion*, 18(2), 199–230.
- Kramer, R. M. (Hrsg.). (1996). *Trust in organizations: Frontiers of theory and research*. Thousand Oaks, California [u.a.]: Sage Publications.
- Kreck, M. (2005). *Venture Capital aus Investorensicht. Entscheidungstheoretische Analyse von Strukturen und Vertragsklauseln*. Dissertation, Handelshochschule Leipzig, Wiesbaden: Gabler.
- Krimphove, D. D. (Hrsg.). (2002). *Praktikerhandbuch Unternehmensfinanzierung - Kapitalbeschaffung und Rating für mittelständische Unternehmen*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Kroeger, F. (2007). *Trust in interorganizational relationships: a step-by step model of trust building in Interaction*: Working Paper, Faculty of Social and political Sciences, University of Cambridge.
- Kromrey, H. (2006). *Empirische Sozialforschung: Modelle und Methoden der standardisierten Datenerhebung und Datenauswertung*. Stuttgart: Lucius & Lucius.
- Kronman, A. T. (1985). Contract law and the state of nature. *Journal of Law, Economics & Organization*, 1(1), 5–32.
- Krumnow, J. (2000). *Gabler-Bank-Lexikon*. Wiesbaden: Gabler.
- Kuckartz, U. (2005). *Einführung in die computergestützte Analyse qualitativer Daten. Lehrbuch*. Wiesbaden: VS, Verl. für Sozialwiss.
- Kuckertz, A. (2005). *Der Beteiligungsprozess bei Wagniskapitalfinanzierungen. eine informationsökonomische Perspektive*. Dissertation, Universität Duisburg-Essen, Wiesbaden: Gabler.
- Kuckertz, A., Kohtamäki, M., & Dröge, C. (2010). The fast eat the slow: The impact of strategy and innovation timing on the success of technology-oriented ventures. *International Journal of Technology Management*, 52(1/2), 175–188.

- Kuckertz, A., & Lomberg, C. (2007). Möglichkeiten und Grenzen von Onlineerhebungsverfahren für Markt und Wirtschaftsforschung. *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, 36(11), 561–567.
- Kuckertz, A., & Middelberg, N. (2008). Signaling im Prozess des Fundraisings von Venture Capital-Gesellschaften. *Finanz-Betrieb*, 10(7/8), 556–563.
- Kuhn, T. S., & Simon, K. (1973). *Die Struktur wissenschaftlicher Revolutionen*. Frankfurt am Main: Suhrkamp.
- Kumar, N., Stern, L. W., & Anderson, J. C. (1993). Conducting interorganizational research using key informants. *Academy of Management Journal*, 36(6), 1633–1651.
- Kutschker, M., Bäurle, I., & Schmid, S. *Quantitative und qualitative Forschung im Internationalen Management. Ein kritisch-fragender Dialog*. Diskussionsbeiträge der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät Ingolstadt Nr. 82, Universität Ingolstadt, Ingolstadt.
- Lamnek, S. (1995). *Methoden und Techniken. Qualitative Sozialforschung: ; Band 2*. Weinheim: Beltz Psychologie-Verlags-Union.
- Lamnek, S. (2005). *Qualitative Sozialforschung*. Weinheim: Beltz.
- Lazarsfeld, P., & Merton, R. (1954). Friendship as a social process: A substantive and methodological analysis. In M. Berger, T. F. Abel, & C. H. Page (Hrsg.), *Freedom and control in modern society. Written in honor of Robert Morrison MacIver* (pp. 18–66). Toronto: van Nostrand.
- Lazear, E. P. (1979). Why is there mandatory retirement? *The Journal of Political Economy*, 87(6), 1261–1284.
- Lecam, L., & Neyman, J. (Hrsg.). (1967). *Proceedings of the fifth Berkely symposium on mathematical statistics and probability; Volume 1: Statistics*. Berkely, CA: University of California Press.
- Leech, N. L., & Onwuegbuzie, A. J. (2009). A typology of mixed methods research designs. *Quality & quantity: International Journal of Methodology*, 43(2), 265–275.
- Lehmann, E. (2006). Does venture capital syndication spur employment growth and shareholder value? Evidence from German IPO data. *Small Business Economics*, 26(5), 455–464.
- Leifer, R., & Mills, P. K. (1996). An information processing approach for deciding upon control strategies and reducing control loss in emerging organizations. *Journal of Management*, 22(1), 113–137.
- Leigh, D. E. (1984). Why is there mandatory retirement?: An empirical reexamination. *Journal of Human Resources*, 19(4), 512–531.
- Leopold, G., & Frommann, H. (1998). *Eigenkapital für den Mittelstand: Venture Capital im In- und Ausland*. München: Beck.
- Lesch, M., & Twele, C. (2005). Business Angels, Inkubatoren und Venture-Capital - ein analytischer Vergleich "aktiver" Gründungshelfer. In C. Twele, M. Lesch, & A. Bull (Hrsg.), *Innovative Regionalentwicklung. Innovationsnetzwerke, (Corporate) Venture Capital und Venture-Capital-Fonds* (13–54). Lohmar: Eul.
- Lewicki, R., & Bunker, B. (1995). Trust in relationships. A model of development and decline. In M. Deutsch, B. Bunker, & J. Rubin (Hrsg.), *Conflict, cooperation, and justice. Essays inspired by the work of Morton Deutsch* (133–173). San Francisco: Jossey-Bass Publications.
- Lewicki, R., & Bunker, B. (1996). Developing and maintaining trust in work relationships. In R. M. Kramer (Hrsg.), *Trust in organizations. Frontiers of theory and research* (114–139). Thousand Oaks, California [u.a.]: Sage Publications.
- Lewis, J. D., Weigert, A., Bachmann, R., & Zaheer, A. (1985). Trust as a social reality. *Social Forces*, 63(4), 967–985.
- Likert, R. (1932). *A technique for the measurement of attitudes*. Archives of psychology, New York: Columbia University.

- Lindsfold, S. (1978). Trust development, the GRIT proposal, and the effects of conciliatory acts on conflict and cooperation. *Psychological Bulletin*, 85(4), 772–793.
- Little, R., & Rubin, D. B. (1989). The analysis of social science data with missing values. *Sociological Methods & Research*, 18(2-3), 292–326.
- Little, R., & Rubin, D. B. (2002). *Statistical analysis with missing data*. New York: Wiley.
- Lorr, M. (1983). *Cluster analysis for social scientists: techniques for analyzing and simplifying complex blocks of data*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Lüdtke, O., Robitzsch, A., & Köller, O. (2007). Umgang mit fehlenden Werten in der psychologischen Forschung: Probleme und Lösungen. *Psychologische Rundschau*, 58(2), 103–117.
- Luhmann, N. (1979). *Trust and Power: two works by Niklas Luhmann*. Chichester: Wiley.
- Macaulay, S. (1963). Non-contractual relations in business: A preliminary study. *American Sociological Review*, 28(1), 55–67.
- MacCallum, R., Widaman, K., Zhang, S., & Hong, S. (4). Sample size in factor analysis. *Psychological Methods*, 1999(1), 84–99.
- Macneil, I. R. (1974). The many futures of contracts. *Southern California Law Review*, 47(3), 691–816.
- MacQueen, J. (1967). Some methods for classification and analysis of multivariate observations. In L. Lecam & J. Neyman (Hrsg.), *Proceedings of the fifth Berkely symposium on mathematical statistics and probability: Volume 1: Statistics* (281–297). Berkely, CA: University of California Press.
- Marjorie, D. (1960). Implications of nonresponse for the interpretation of mail questionnaire data. *Public Opinion Quarterly*, 24(1), 99–114.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *Journal of Finance*, 7(1), 77–91.
- Marschak, J. (1968). Economics of inquiring, communicating, deciding. *American Economic Review*, 58(2), 1–18.
- Marschan-Piekkari, R., & Welch, C. (Hrsg.). (2004). *Handbook of qualitative research methods for international business*. Cheltenham: Elgar.
- Marti, J., & Balboa Marina. (2007). Factors that determine the reputation of private equity managers in developing markets. *Journal of Business Venturing*, 22(4), 453–480.
- Mayer, R. C., Davis, J. H., & Schoorman, F. D. (2007). An integrative model of organizational trust: Past present future. *Academy of Management Review*, 32(2), 344–354.
- Mayer, R., Davis, J., & Schoorman, F. D. (1995). An integrative model of organizational trust. *Academy of Management Review*, 72(3), 709–734.
- Mayring, P. (1997). *Qualitative Inhaltsanalyse: Grundlagen und Techniken*. Weinheim: Deutscher Studien-Verlag.
- McAllister, D. J. (1995). Affect- and cognition-based trust as foundations for interpersonal cooperation in organizations. *Academy of Management Journal*, 38(1), 24–59.
- McEvily, B., Perrone, V., & Zaheer, A. (2003). Trust as organizing principle. *Organization Science*, 14(1), 91–103.
- McIntyre, R. M., & Blashfield, R. K. (1980). A nearest-centroid technique for evaluating the minimum-variance clustering procedure. *Multivariate Behavioral Research*, 15(2), 225–238.
- McKnight, D. H., Cummings, L. L., & Chervany, N. (1998). Initial Trust Formation in new organizational relationships. *Academy of Management Review*, 23(3), 473–490.

- McPherson, J. M., & Smith-Lovin, L. (1987). Homophily in voluntary organizations: Status distance and the composition of face-to-face groups. *American Sociological Review*, 52(3), 370–379.
- Meggison, W. L., & Weiss, K. A. (1991). Venture capitalist certification in initial public offerings. *Journal of Finance*, 46(3), 879–903.
- Meng, X., & Pedlow, S. (1992). *EM: a bibliographic review with missing articles*, Proceedings of the Statistical Computing Section, American statistical association, Alexandria.
- Merkt, H., & Göthel, S. (2006). *US- amerikanisches Gesellschaftsrecht: Recht der internationalen Wirtschaft*. Frankfurt a. Main: C.H. Beck.
- Merton, R., & Kendall, P. (1979). Das fokussierte Interview. In C. Hopf, A. H. Barton, & F. Büchner (Hrsg.), *Sozialwissenschaften. Qualitative Sozialforschung* (171–203). Stuttgart: Klett-Cotta.
- Meuser, M., & Nagel, U. (1991). ExpertInneninterviews – vielfach erprobt, wenig bedacht – Ein Beitrag zur qualitativen Methodendiskussion. In D. Garz (Hrsg.), *Qualitativ-empirische Sozialforschung. Konzepte, Methoden, Analysen* (441–471). Opladen: Westdeutscher Verlag.
- Middelberg, N. (2007). Erfolgsfaktoren und Prozessgestaltung des Fundraisings von Venture-Capital-Gesellschaften (eine qualitativ empirische Studie). Unveröffentlichte Diplomarbeit, Universität Duisburg-Essen.
- Miles, M. B., & Huberman, A. M. (1994). *Qualitative data analysis: An expanded sourcebook*. Thousand Oaks [u.a.]: Sage Publications.
- Milligan, G. W. & S. L. (1980). A two-stage clustering algorithm with robustness recovery characteristics. *Educational and Psychological Measurement*, 40(3), 755–759.
- Milligan, G. W., & Mahajan, V. (1980). A note on procedures for testing the quality of a clustering of a set of objects. *Decision Sciences*, 11(4), 669–677.
- Mitchell, V.-W. (1994). Using industrial key informants: Some guidelines. *Journal of the Market Research Society*, 36(2), 139–144.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Molho, I. (2001). *The economics of information: Lying and cheating in markets and organizations*. Oxford [u.a.]: Blackwell.
- Molina-Azorin, J. (2011). The Use and added value of mixed methods in management research. *Journal of Mixed Methods Research*, 5(1), 7–24.
- Möllering, G., & Sydow, J. (2006). Organisationen vertrauen – organisationales Vertrauen in Kunden-Lieferanten-Beziehungen. In H. H. Bauer (Hrsg.), *Konsumentenvertrauen. Konzepte und Anwendungen für ein nachhaltiges Kundenbindungsmanagement* (63–75). München: Vahlen.
- Morgan, R. M., & Hunt, S. D. (1994). The commitment - trust theory of relationship marketing. *Journal of Marketing*, 58(3), 20–38.
- Morrison, D. G. (1969). On the Interpretation of discriminant analysis. *Journal of Marketing Research*, 6(2), 156–163.
- Morse, J. (1991). Approaches to qualitative-quantitative methodological triangulation. *Nursing Research*, 40(2), 120–123.
- Müller, H. (1995). Zur Risikobereitschaft privater Geldanleger. *Kredit und Kapital*, 28(1), 134–160.
- Müller, S. (2000). Grundlagen der Qualitativen Marktforschung. In A. Herrmann & C. Homburg (Hrsg.), *Gabler-Lehrbuch. Marktforschung. Methoden, Anwendungen, Praxisbeispiele* (127–157). Wiesbaden: Gabler.

- Muthén, B., & Kaplan, D. (1992). A comparison of some methodologies for the factor analysis of non-normal likert variables: A note on the size of the model. *British Journal of Mathematical and Statistical Psychology*, 45(1), 19–30.
- Muthén, B., Du Toit, S., & Spisic, D. (1997). Robust inference using weighted least squares and quadratic estimating equations in latent variable modeling with categorical and continuous outcomes, Akzeptiert als Publikation in *Psychometrika*. O.O. Heruntergeladen bei: http://gseis.ucla.edu/faculty/muthen/articles/Article_075.pdf, letzter Zugriff am 06.10.2011.
- Muthén, B. & Muthén, L. K. (o.J.). Chi-Square Difference Testing Using the Satorra-Bentler Scaled Chi-Square. O.O. Angesehen bei: <http://www.statmodel.com/chidiff.shtml>, letzter Zugriff am 06.10.2011.
- Muthén, L. K., & Muthén, B. (2002). How to use a monte carlo study to decide on sample size and determine power. *Structural Equation Modeling*, 9(4), 599–620.
- Muthén, L. K., & Muthén, B. O. (2007). *Mplus: Statistical analysis with latent variables ; user's guide*. Los Angeles, California: Muthén.
- National Venture Capital Association [NVCA]. (2011). *PricewaterhouseCoopers/National Venture Capital Association, MoneyTree™ Report, Data: Thomson Reuters, Total U.S. Investments by Year Q1 1995 - Q1 2011*. Airlington, Virginia (USA). Heruntergeladen bei: http://www.nvca.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=57&Itemid=317, letzter Zugriff am 06.10.2011.
- Nerviano, V., & Gross, W. (1973). A multivariate delineation of two alcoholic profile types on the 16 PF. *Journal of Clinical Psychology*, 29(3), 371–374.
- Netemeyer, R. G., Johnston, M. W., & Burton, S. (1990). Analysis of role conflict and role ambiguity in a structural equations framework. *Journal of Applied Psychology*, 75(2), 148–157.
- Nooteboom, B., Berger, H., & Noorderhaven, N. (1997). Effects of trust and governance on relational risk. *Academy of Management Journal*, 40(2), 308–338.
- Norman, P. M. (2002). Protecting knowledge in strategic alliances: Resource and relational characteristics. *Journal of High Technology Management Research*, 13(2), 177–202.
- North, D. C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Nunnally, J. C. (1978). *Psychometric theory*. McGraw-Hill series in psychology. New York: McGraw-Hill.
- o.V. (2006). *Wirtschafts-Lexikon: Das Wissen der Betriebswirtschaftslehre ; [BWL von A bis Z]*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel. Angesehen bei: http://deposit.d-nb.de/cgi-bin/dokserv?id=2844434&prov=M&dok_var=1&dok_ext=htm, letzter Zugriff am 01.05.2011.
- o.V. (2002). *Fundraising: Vorgehen und Trends, Independent Private Equity GmbH*. O.O. Heruntergeladen bei: http://www.independent-equity.com/fileadmin/downloads/IEG_Vortrag_Fundraising_FL020428.pdf letzter Zugriff am 01.05.2011.
- o.V. (2003). *Investoren in Private Equity-Fonds – ein Markt im Aufbruch*. Berlin. Heruntergeladen bei <http://www.wir-investieren.de/expertise/studien/>, letzter Zugriff am 06.10.2011.
- Paffenholz, G. (2004). *Exitmanagement: Desinvestitionen von Beteiligungsgesellschaften*. Lohmar [u.a.]: Eul.
- Pallant, J. (2005). *SPSS survival manual: A step by step guide to data analysis using SPSS for windows (Version 12)*. Maidenhead: Open Univ.
- Pape, U., & Beyer, S. (2001). Venture capital als Finanzierungsalternative innovativer Wachstumsunternehmen. *Finanz-Betrieb*, 3(11), 627–638.
- Parkhe, A. (1993). Strategic alliance structuring: A game theory and transaction cost examination of joint venture failure. *Academy of Management Journal*, 36(4), 794–829.

- Payne, T., Davis, J. L., Morre, C. B., & Bell, R. G. (2009). The deal structuring stage of the venture capitalist decision-making process: Exploring confidence and control. *Journal of Small Business Management*, 47(2), 154–179.
- Pedhazur, E. J., & Pedhazur Schmelkin, L. (1991). *Measurement, design, and analysis: An integrated approach*. Hillsdale, New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates.
- Peeetz, D. (2005). *Praktiker-Handbuch alternatives Investmentmanagement: Hedge-Fonds, Asset-Allocation, quantitative Methoden*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Peridon, L., Steiner, M., & Rathgeber, A. (2009). *Finanzwirtschaft der Unternehmung*. München: Vahlen.
- Peter, J. P. (1979). Reliability: A review of psychometric basics and recent marketing practices. *Journal of Marketing Research*, 16(1), 6–17.
- Petersen, T. (1988). *Optimale Anreizsysteme. betriebswirtschaftliche Implikationen der Prinzipal-Agenten-Theorie*. Dissertation, Universität Bonn, Wiesbaden: Gabler.
- Plank, R., Reid, D., & Pullins, E. (1999). Perceived trust in business-to-business sales: A new measure. *Journal of Personal Selling and Sales Management*, 19(3), 61–71.
- Podsakoff, P. M., Mackenzie, S. B., Lee, J., & Podsakoff, N. (2003). Common method variance in behavioral research: A critical review of the literature and recommended remedies. *Journal of Applied Psychology*, 88(5), 879–903.
- Popov, A., & Roosenboom, P. *Does private equity investment spur innovation? Evidence from Europe*. Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main. Heruntergeladen bei: <http://www.pedz.uni-mannheim.de/daten/edz-ki/ezb/09/w-paper/ecbwp1063.pdf>, letzter Zugriff am 01.05.2011.
- Poppo, L., & Zenger, T. (2002). Do formal contracts and relational governance function as substitutes or complements? *Strategic Management Journal*, 23(8), 707–726.
- Pratt, J. W., & Zeckhauser, R. J. (1991). Principals and agents: An overview. In J. W. Pratt & R. J. Zeckhauser (Hrsg.), *Principals and agents: The structure of business* (1–36). Boston, Mass: Harvard Business School Press.
- Pratt, J. W., & Zeckhauser, R. J. (Hrsg.). (1991). *Principals and agents: The structure of business*. Boston, Mass: Harvard Business School Press.
- Provan, K. G., & Skinner, S. J. (1989). Interorganizational dependence and control as predictors of opportunism in dealer-supplier relations. *Academy of Management Journal*, 32(1), 202–212.
- Punj, G., & Stewart, D. W. (1983). Cluster analysis in marketing research review and suggestions for application. *Journal of Marketing Research*, 20(2), 134–148.
- Räbel, D. (1986). *Venture Capital als Instrument für Innovationsfinanzierung: Eine kritische Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Projektbewertungsproblems*. Köln: Deutscher Wirtschaftsdienst.
- Raithel, J. (2008). *Quantitative Forschung: Ein Praxiskurs*. Wiesbaden: VS, Verlag für Sozialwissenschaften.
- Reinecke, J. (2005). *Strukturgleichungsmodelle in den Sozialwissenschaften*. München [u.a.]: Oldenbourg.
- Rempel, J. K., Holmes, J. G., & Zanna, M. P. (1985). Trust in close relationships. *Journal of Personality and Social Psychology*, 49(1), 95–112.
- Renn, R. W., & Vandenberg, R. J. (1995). The critical psychological states: An underrepresented component in job characteristics model research. *Journal of Management*, 21(2), 279–303.
- Richter, R., Furubotn, E. G., & Streissler, M. (2010). *Neue Institutionenökonomik: Eine Einführung und kritische Würdigung. Neue ökonomische Grundrisse*. Tübingen: Mohr Siebeck.
- Rind, K. (1981). The role of venture capital in corporate development. *Strategic Management Journal*, 2(2), 169–180.

- Ring, P. S., & van de Ven, A. H. (1994). Developmental processes of cooperative interorganizational relationships. *Academy of Management Review*, 19(1), 90–118.
- Ripberger, T. (1998). *Ökonomik des Vertrauens: Analyse eines Organisationsprinzips*. Tübingen: Mohr Siebeck.
- Roberts, L., Mosena, R., & Winter, E. (2010). *Gabler Wirtschaftslexikon (Online Ausgabe)*. Wiesbaden: Gabler. Angesehen bei: www.digibib.net, letzter Zugriff am 06.10.2011.
- Rodin, A., Veith, A., & Bärenz, U. (2004). Einkommenssteuerliche Behandlung von Venture-Capital und Private Equity Fonds - Abgrenzung der privaten Vermögensverwaltung vom Gewerbebetrieb. *Der Betrieb*, 57(3), 103–110.
- Rodriguez, D., Romer, D., & Audrain-McGovern, J. (2007). Beliefs about the risks of smoking mediate the relationship between exposure to smoking and smoking. *Psychosomatic Medicine*, 69(1), 106–113.
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134–139.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure the incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Rotter, J. (1967). A new scale for the measurement of interpersonal trust. *Journal of Personality and Social Psychology*, 35(4), 651–665.
- Rousseau, D., Sitkin, S. B., Burt, R. S., & Camerer, C. (1998). Not so different after all: a cross – discipline view of trust. *Academy of Management Review*, 23(3), 393–404.
- Rubin, D. B. (1987). *Multiple imputation for nonresponse in surveys. Applied probability and statistics*. Chichester: Wiley.
- Ruda, W. (1988). *Ziele privater Kapitalanleger*. Wiesbaden: Gabler.
- Rutherford, D. (1992). *Dictionary of economics*. London [u.a.]: Routledge.
- Sahlman, W. A. (1990). The structure and governance of venture-capital organizations. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 473–521.
- Sako, M., & Helper, S. (1998). Determinants of trust in supplier relations: Evidence from the automotive industry in Japan and the United States. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 34(3), 387–417.
- Sattora, A., & Bentler, P. (1994). Corrections to test statistics in covariance structure analysis. In A. von Eye (Hrsg.), *Latent variables analysis. Applications for developmental research* (399–419). Thousand Oaks: Sage Publications.
- Schafer, J., & Graham, J. (2002). Missing data: Our view of the state of the art. *Psychological Methods*, 7(2), 147–177.
- Schefczyk, M. (1998). *Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Schefczyk, M. (2002). Finanzierung mit Venture-Capital. In D. D. Krimphove (Hrsg.), *Praktikerhandbuch Unternehmensfinanzierung - Kapitalbeschaffung und Rating für mittelständische Unternehmen* (95–118). Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Schefczyk, M. (2006). *Finanzieren mit Venture Capital und Private Equity: Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Schertler, A. (2003). *Dynamic efficiency and path dependencies in venture capital markets*. Dissertation, Christian-Albrechts-Universität zu Kiel, Berlin: Springer.
- Schierenbeck, H. (1994). *Bank- und Versicherungslexikon*. München: Oldenbourg.

- Schinka, J. A., & Velicer, W. F. (Hrsg.). (2003). *Research methods in psychology*. Hoboken, New Jersey: Wiley.
- Schmidtke, A. (1985). *Praxis des Venture Capital-Geschaeftes*. Landsberg am Lech: Verlag Moderne Industrie.
- Schnell, R., Hill, P. B., & Esser, E. (2008). *Methoden der empirischen Sozialforschung*. München [u.a.]: Oldenbourg.
- Schriesheim, C., Kopelman, R., & Solomon, E. (1989). The effect of group versus randomized questionnaire on scale reliability and validity: A three study investigation. *Educational and Psychological Measurement*, 49(3), 487–508.
- Schröder, C. (1992). *Strategien und Management von Beteiligungsgesellschaften : ein Einblick in Organisationsstrukturen und Entscheidungsprozesse von institutionellen Eigenkapitalinvestoren*. Dissertation, technische Universität Berlin, Baden-Baden: Nomos-Verl.-Ges.
- Schumann, J., Meyer, U., & Ströbele, W. (1999). *Grundzüge der mikroökonomischen Theorie: Mit 15 Tabellen*. Berlin [u.a.]: Springer.
- Schüppen, M., & Ehlermann, C. (2000). *Corporate venture capital*. Köln: RWS-Verl. Kommunikationsforum.
- Schütze, F. (1983). Biographieforschung und narratives Interview. *Neue Praxis*, 13(3), 283–293.
- Schwartz, D. (2010). *The future of finance: How private equity and venture capital will shape the global economy*. Singapore [u.a.]: Wiley.
- Schween, K. (1996). *Corporate Venture-Capital : Risikokapitalfinanzierung deutscher Industrieunternehmen*. Wiesbaden : Gabler.
- Schweer, M. (1997). Vertrauensaufbau und soziale Interaktion zwischen Lehrenden und Lernenden. In M. K. W. Schweer (Hrsg.), *Interpersonales Vertrauen. Theorien und empirische Befunde* (203–216). Opladen, Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.
- Schweer, M. K. W. (Hrsg.). (1997). *Interpersonales Vertrauen: Theorien und empirische Befunde*. Opladen, Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.
- Seethaler, P., & Steitz, M. (Eds.). (2007). *Praxishandbuch Treasury-Management*. Wiesbaden: Gabler.
- Seidler, J. (1974). On using informants: A technique for collecting quantitative data and controlling measurement error in organization analysis. *American Sociological Review*, 39(6), 816–831.
- Sengün, A. E., & Wasti, S. N. (2009). Revisiting trust and control: Effects on perceived relationship performance. *International Small Business Journal*, 27(1), 39–69.
- Seppänen, R., Blomqvist, K., & Sundqvist, S. (2007). Measuring inter-organizational trust-a critical review of the empirical research in 1990-2003. *Industrial Marketing Management*, 36(2), 249–265.
- Shapiro, D., Sheppard, B. H., & Cheraskin, A. (1992). Business on a handshake. *Negotiation Journal*, 8(4), 365–377.
- Sharma, A. (1997). Professional as agent - Knowledge asymmetry in agency exchange. *Academy of Management Review*, 22(3), 758–798.
- Sharma, S., & Vredenburg, H. (1998). Proactive corporate environmental strategy and the development of competitively valuable organizational capabilities. *Strategic Management Journal*, 19(8), 729–754.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442.
- Shepherd, D. A., & Zacharakis, A. (2001). The venture capitalist-entrepreneur relationship control, trust and confidence in co-operative behaviour. *Venture Capital*, 3(2), 129–149.

- Simpson, I. (2000). *Fund raising and investor relations*. Brüssel. Heruntergeladen bei: www.evca.com, letzter Zugriff am 06.10.2011.
- Smith, R. J. (1983). *Japanese society: Tradition, self and the social order*. Cambridge: Cambridge Univ. Press.
- Sohn, J. H. D. (1994). Social Knowledge as a Control System: A proposition and evidence from the Japanese FDI behavior. *Journal of international business studies*, 25(2), 295–324.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.
- Spöhring, W. (1989). *Qualitative Sozialforschung*. Stuttgart: Teubner.
- Stake, R. E. (1995). *The art of case study research*. Thousand Oaks: Sage Publications.
- Stam, W., & Elfring, T. (2008). Entrepreneurial orientation and new venture performance: the moderating role of intra- and extraindustry social capital. *Academy of Management Journal*, 51(1), 97–111.
- Stedler, S. (1993). Beteiligungskapital im bankbetrieblichen Leistungsangebot. *Die Bank*, 37(6), 347–351.
- Steiner, M., & Bruns, C. (2007). *Wertpapiermanagement: Professionelle Wertpapieranalyse und Portfoliostrukturierung*. Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Stickel-Wolf, C., & Wolf, J. (2005). *Wissenschaftliches Arbeiten und Lerntechniken: Erfolgreich studieren - gewusst wie!*. Wiesbaden: Gabler.
- Stiglitz, J. E. (1975). The theory of "screening," education, and the distribution of income. *The American Economic Review*, 65(3), 283–300.
- Stiglitz, J. E. (2000). The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(4), 1441–1478.
- Stöckmann, C. (2010). *Exploration und Exploitation in adoleszenten Unternehmen. Eine kausalanalytische Untersuchung ihrer Relevanz für die Beziehung zwischen entrepreneurialer Orientierung und Performance*. Dissertation, Duisburg-Essen., Wiesbaden: Gabler.
- Summers, G. F. (Hrsg.). (1970). *Rand McNally sociology series. Attitude measurement*. Chicago: Rand McNally.
- Suprenant, C., & Solomon, M. (1987). Predictability and personalization in the service encounter. *The Journal of Marketing*, 51(2), 86–96.
- Tabachnik, B. G., & Fidell, L. S. (2007). *Using multivariate statistics*. Boston, Mass. [u.a.]: Pearson/Allyn and Bacon.
- Tanaka, J. (1987). How big is big enough?: Sample size and goodness of fit in structural equation models with latent variables. *Child Development*, 58(1), 134–146.
- Tashakkori, A., & Teddlie, C. (Hrsg.). (2003). *Handbook of mixed methods in social & behavioral research*. Thousand Oaks: Sage Publications.
- Tashakkori, A., & Teddlie, C. (2003). The past and future of mixed methods research: From data triangulation to mixed model designs. In A. Tashakkori & C. Teddlie (Hrsg.), *Handbook of mixed methods in social & behavioral research* (671–702). Thousand Oaks: Sage Publications.
- Tashakkori, A., & Teddlie, C. (Hrsg.). (2007). *Handbook of mixed methods in social & behavioral research*. Thousand Oaks, Californien: Sage Publications.
- Tausend, C. (2006). *Die Selektion von Venture Capital-Fonds durch institutionelle Investoren*. Dissertation, Ludwig-Maximilians-Universität München, Wiesbaden: Gabler.
- Taylor, F. W. (1996). *The principles of scientific management*. Düsseldorf: Verlag für Wirtschaft u. Finanzen.

- Teddlie, C., & Tashakkori, A. (2007). Major issues and controversies in the use of mixed methods in the social and behavioral sciences. In A. Tashakkori & C. Teddlie (Hrsg.), *Handbook of mixed methods in social & behavioral research* (3–50). Thousand Oaks, Californien: Sage Publications.
- Tegtmeier, L., & Topalov, M. (2007). Kapitalstruktur und Tilgungsverhalten von geschlossenen Schiffsfonds. *Finanz-Betrieb*, 9(4), 247–254.
- Thomae, H. (1997). Vertrauensbeziehungen im Alter. In M. K. W. Schweer (Hrsg.), *Interpersonales Vertrauen. Theorien und empirische Befunde* (42–62). Opladen, Wiesbaden: Westdeutscher Verlag.
- Thompson, B., & Daniel, L. (1996). Factor analytic evidence for the construct validity of scores: A historical overview and some guidelines. *Educational and Psychological Measurement*, 56(2), 197–208.
- Thornhill, C. A. R. (16). A dynamic perspective of internal fit in corporate venturing. *Journal of Business Venturing*, 2001(1), 25–50.
- Trezzini, L. (2005). *Finanzierungsstrukturierung im Venture Capital: ein integrierter Ansatz*. Dissertation, Universität Zürich, Bern: Haupt.
- Trueman, B. (1986). The relationship between the level of capital expenditures and firm value. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 21(2), 115–129.
- Tsai, W., & Ghoshal, S. (1998). Social capital and value creation: The role of intrafirm networks. *The Academy of Management Journal*, 41(4), 464–476.
- Twele, C., Lesch, M., & Bull, A. (Hrsg.). (2005). *Innovative Regionalentwicklung: Innovationsnetzwerke, (Corporate) Venture Capital und Venture-Capital-Fonds*. Lohmar: Eul.
- Tyebee, T. T., & Bruno, A. V. (1984). A model of venture capitalist investment activity. *Management Science*, 30(9), 1051–1066.
- Urban, D., & Mayerl, J. (2003). Wie viele Fälle werden gebraucht? Ein Monte-Carlo-Verfahren zur Bestimmung ausreichender Stichprobengrößen und Teststärken (power) bei Strukturgleichungsmodellen mit kategorialen Indikatorvariablen. *ZA-Informationen / Zentralarchiv für Empirische Sozialforschung*, 53, 42–69.
- Wagner, F. (2011). *Gabler Versicherungslexikon*. Wiesbaden: Gabler.
- Wall, J. J. (1997). *Better exits*. Brüssel. Heruntergeladen bei: http://www.evca.com/images/attachments/tmp1_9_art_14_att_19.pdf, letzter Zugriff am 01.05.2010.
- Ward, J. (1963). Hierarchical grouping to optimize an objective function. *Journal of American Statistical Association*, 58(3), 236–244.
- Waszak, C., & Sines, M. (2003). Mixed methods in psychological research. In A. Tashakkori & C. Teddlie (Hrsg.), *Handbook of mixed methods in social & behavioral research* (557–576). Thousand Oaks: Sage Publications.
- Wayne, S. J., & Liden, R. C. (1995). Effects of impression management on performance ratings: a longitudinal study. *Academy of Management Journal*, 38(1), 232–260.
- Weiber, R., & Mülhhaus, D. (2010). *Strukturgleichungsmodellierung: Eine anwendungsorientierte Einführung in die Kausalanalyse mit Hilfe von AMOS, SmartPLS und SPSS*. Springer-Lehrbuch. Heidelberg [u.a.]: Springer.
- Weingart, S. (1994). *Zur Leistungsfähigkeit von Finanzintermediären. Analyse unter besonderer Berücksichtigung der Zielsetzung des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG)*. Dissertation, Universität Regensburg, Frankfurt am Main: Lang.
- Weitnauer, W., & Guth, M. (2001). *Handbuch Venture Capital: Von der Innovation zum Börsengang*. München: Beck.
- Welpel, I. (2008). Die Entstehung von Vertrauen im Kontext von Unsicherheit und Informationsasymmetrie. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 78 (12), 1251–1284.

- Wierichs, G., & Smets, S. (2001). *Gabler-Kompakt-Lexikon Bank und Börse: 2000 Begriffe nachschlagen, verstehen, anwenden*. Wiesbaden: Gabler.
- Williams, L. J., & Hazer, J. T. (1986). Antecedents and consequences of satisfaction and commitment in turnover models: A reanalysis using latent variable structural equation methods. *Journal of Applied Psychology*, 71(2), 219–231.
- Williamson, O. E. (1983). Credible commitments: Using hostages to support exchange. *The Academy of Management Review*, 73(4), 519–540.
- Williamson, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism: Firms, markets, relational contracting*. New York, NY: Free Press.
- Williamson, O. E. (1993). Calculativeness, trust, and economic organization. *The Journal of Law & Economics*, 36(1), 453–486.
- Williamson, O. E. (2002). The lens of contract: private ordering. *American Economic Review*, 92(2), 438–443.
- Williamson, O. E., & Streissler, M. (1990). *Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus: Unternehmen, Märkte, Kooperationen. Die Einheit der Gesellschaftswissenschaften: Vol. 64*. Tübingen: Mohr.
- Wittmann, W. (1959). *Unternehmung und unvollkommene Information: unternehmerische Voraussicht, Ungewißheit und Planung*. Köln: Westdeutscher Verlag.
- Wolff, U. (1999). *Beteiligungsbesitz und Corporate Governance. eine Effizienzanalyse institutioneller Finanzierungsbeziehungen*. Dissertation, Universität Hohenheim, Wiesbaden: Gabler.
- Yin, R. K. (2003). *Case study research: Design and methods*. Thousand Oaks [u.a.]: SAGE.
- Young-Ybarra, C., & Wiersema, M. (1999). Strategic flexibility in information technology Alliances: The influence of transaction cost economics and social exchange theory. *Organization Science*, 10(4), 439–459.
- Yu, C.-Y. (2002). *Evaluating cutoff criteria of model fit indices for latent variable models with binary and continuous outcomes*. Unveröffentlichte Dissertation, Los Angeles. Heruntergeladen bei: www.statmodel2.com/download/Yudissertation.pdf, letzter Zugriff am 17.07.2011.
- Zaheer, A., McEvily, B., & Perrone, V. (1998). The strategic value of buyer-supplier relationships. *International Journal of Purchasing & Materials Management*, 34(3), 20–26.
- Zaheer, A., & Venkatraman, N. (1995). Relational governance as an interorganizational strategy: An empirical test of the role of trust in economic exchange. *Strategic Management Journal*, 16(5), 373–392.
- Zemke, I. (1995). *Die Unternehmensverfassung von Beteiligungskapital-Gesellschaften*. Dissertation, Freie Universität Berlin, Wiesbaden: Gabler.
- Zucker, L. G. (1986). Production of trust : institutional sources of economic structure, 1840-1920. *Research in Organizational Behavior*, 8, 53–111.

Anhangsverzeichnis

Anhang 1:	Überblick über die Renditen im Bereich Venture-Capital (30.06.2008)	251
Anhang 2:	Überblick über die Renditen im Bereich Venture-Capital (31.03.2010)	251
Anhang 3:	Beispiel für Ausreißeranalyse mit graphischer Box-Plot-Analyse (SPSS 18).....	252
Anhang 4:	Auszug aus dem Analysetool SPSS 18 zur Analyse der fehlenden Werte	252
Anhang 5:	Auszug aus dem Analysetool SPSS 18 über das Muster fehlender Werte.....	253
Anhang 6:	Darstellung der Ergebnisse der multivariaten Ausreißeranalyse mit der Mahalanobis-Distanz.....	253
Anhang 7:	Darstellung der Ergebnisse der Normalverteilungsanalyse mittels Schiefe und Kurtosis.....	254
Anhang 8:	Darstellung der Ergebnisse der Normalverteilungsanalyse mit dem Kolmogorov-Smirnov und Shapiro-Wilks'-Test.....	255
Anhang 9:	Darstellung der Ergebnisse des KMO- und Bartlett's-Tests	255
Anhang 10:	Überblick über Berechnung der Fornell & Larcker-Kriterien.....	256
Anhang 11:	Darstellung der Ergebnisse des Linearitätstests mit den Kommunalitäten	257
Anhang 12:	Überblick über Standardmaße bei Früh- und Spätantwortern	258
Anhang 13:	Darstellung der Ergebnisse des T-Tests für das erste und letzte Drittel der Stichprobe	260
Anhang 14:	Darstellung der Ergebnisse des Ein-Faktor-Tests nach Harman.....	261
Anhang 15:	Überblick über die Anzahl der Fälle der Früh- und Spätantworten bei der binären Variable „Entscheidung“	261
Anhang 16:	Darstellung der Ergebnisse des Chi-Square-Tests für den Test der Unterschiedlichkeit zwischen Früh- und Spätantwortern für die binäre Variable „Entscheidung“	261

Anhang 17:	Deskriptive Statistik zum Vergleich der erhobenen Daten mit Sekundärdaten im Rahmen des Key-Informant-Tests	262
Anhang 18:	Darstellung der Ergebnisse des Korrelationstests im Rahmen des Key-Informant-Tests	262
Anhang 19:	Darstellung der Ergebnisse der explorativen Faktorenanalyse im Sinne der Hauptkomponentenanalyse (Varimax-Rotation).....	263
Anhang 20:	Grafische Visualisierung des Herkunftslandes der Studienteilnehmer	263
Anhang 21:	Überblick über die Deskriptiva zu den einzelnen befragten Investoren	277
Anhang 22:	Übersicht über die einzelnen beschriebenen bzw. abgefragten Investitions-Prozesse	281
Anhang 23:	Überblick über die einzelnen Investorentypen	281
Anhang 24:	Visualisierung des Dendrogramms im Fünf-Variablen-Fall zur Analyse von Ausreißern mit dem Single-Linkage-Verfahren	282
Anhang 25:	Illustration der Zwei-Cluster-Lösung im Fünf-Variablen-Fall, hier Clusterzentren der endgültigen Lösung mit dem K-Means-Verfahren.....	283
Anhang 26:	Darstellung der Ergebnisse der Cluster-Analyse des Fünf-Variablen-Falls mit zwei Clustern mittels der Ward Methode	283
Anhang 27:	Darstellung der Ergebnisse des Diskriminanztests für die Fünf-Cluster-Lösung im Fünf-Variablen-Fall	284
Anhang 28:	Visualisierung des Dendrogramms im Zwei-Variablen-Fall zur Analyse von Ausreißern	285
Anhang 29:	Darstellung der Identifizierung der optimalen Cluster-Anzahl über das Wachstum zur nächsten Stufe im Zwei-Variablen-Fall	286
Anhang 30:	Vorläufiges Ergebnis des Zwei-Variablen-Falls mit der Ward-Methode (Zwei-Cluster).....	286
Anhang 31:	Vorläufiges Ergebnis des Zwei-Variablen-Falls mit der Ward-Methode (Fünf-Cluster).....	287
Anhang 32:	Diskriminanztest (Klassifizierungsergebnisse) für die Fünf-Cluster-Lösung im Zwei-Variablen-Fall	287

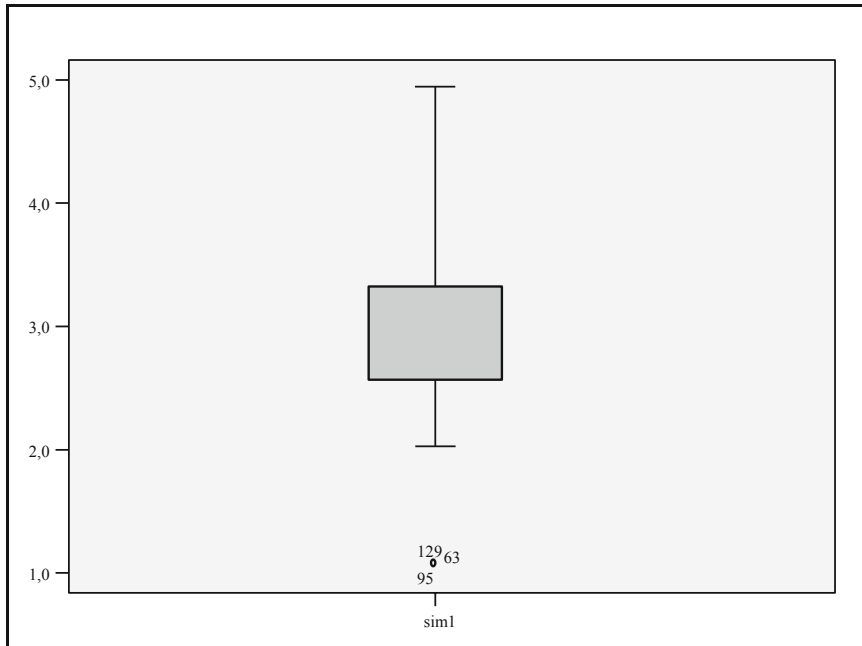
Anhang

Thomson Reuters' US Private Equity Performance Index (PEPI)					
Investment Horizon Performance through 6/30/2008					
Fund Type	1 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	20 Yr
Early/Seed VC	2,1	4,9	5,0	32,9	21,4
Balanced VC...	2,5	10,8	11,9	14,4	14,7
Later Stage VC	15,3	12,4	11,1	8,5	14,5
All Venture	5,1	8,5	8,8	16,6	16,9
NASDAQ...	-11,1	3,6	7,0	1,9	9,2
S & P	-13,8	2,4	5,5	1,2	8,0
All Venture (through 3/31/2008)	13,3	9,6	9,0	17,2	16,8
All Venture (through 6/30/2007)	25,5	11,3	5,1	19,3	16,4
<i>Source: Thomson Reuters/National Venture Capital Association</i>					

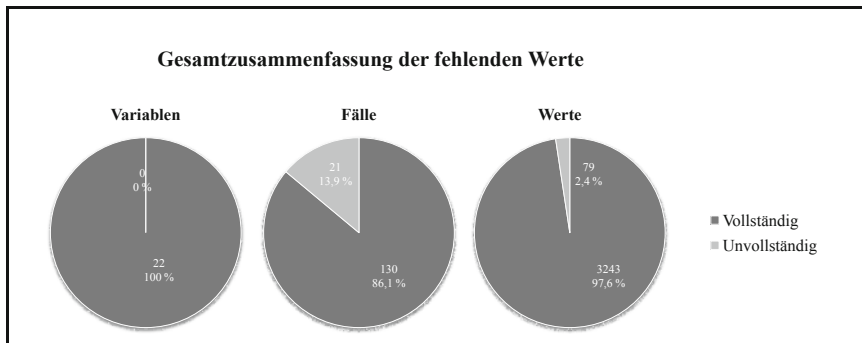
Anhang 1: Überblick über die Renditen im Bereich Venture-Capital (30.06.2008)

Thomson Reuters' US Private Equity Performance Index (PEPI)					
Investment Horizon Performance through 03/31/2010					
Fund Type	1 Yr	3 Yr	5 Yr	10 Yr	20 Yr
Early/Seed VC	4,0	-1,3	1,1	-3,6	23,2
Balanced VC...	16,9	0,2	7,0	-0,1	14,8
Later Stage VC	19,3	5,7	8,3	0,3	15,5
All Venture	11,5	0,5	4,6	-1,5	17,8
NASDAQ...	51,5	-0,3	3,6	-6,2	9,1
S & P	42,3	-6,1	-0,2	-2,4	6,5
All Venture (through 12/31/2009)	4,5	0,8	4,2	1,1	17,7
All Venture (through 3/31/2009)	-17,4	1,8	5,2	13,0	17,1
<i>Source: Thomson Reuters/National Venture Capital Association</i>					

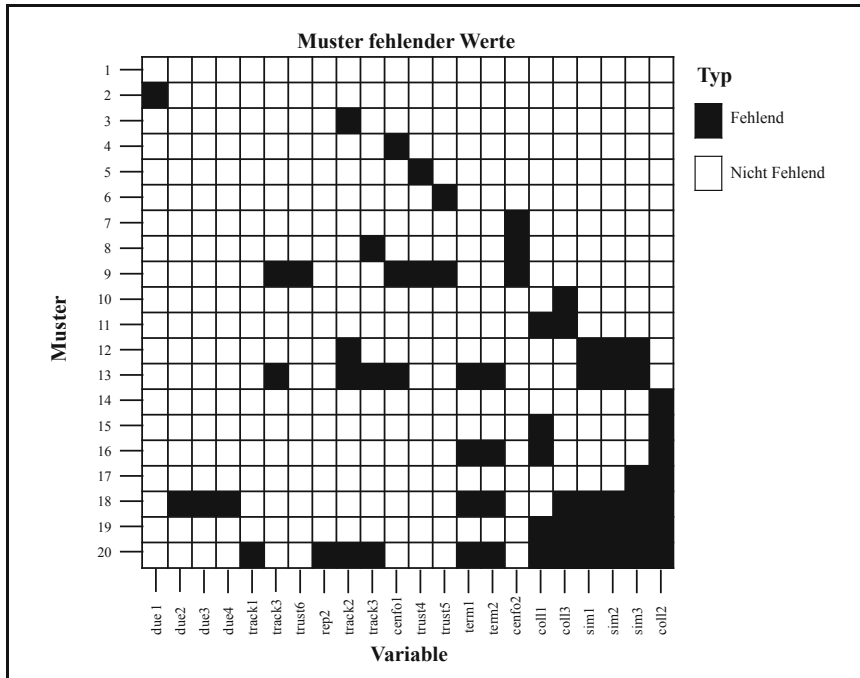
Anhang 2: Überblick über die Renditen im Bereich Venture-Capital (31.03.2010)



Anhang 3: Beispiel für Ausreißeranalyse mit graphischer Box-Plot-Analyse (SPSS 18)



Anhang 4: Auszug aus dem Analysetool SPSS 18 zur Analyse der fehlenden Werte



Anhang 5: Auszug aus dem Analysetool SPSS 18 über das Muster fehlender Werte

	Gründungsjahr	Nummer der Professionals	Beschäftigte Manager	Mahalanobis-Distanz	P-Wert
...				46,41118	,00
...	1998	4	2	43,80383	,01
...	2004	31	4	42,60007	,01
...	1994	45	3	40,72782	,01
...	1994	9	4	38,54772	,02
...	1999	1	1	37,90814	,03
...	1438	1	0	37,64464	,03
...	1935	7	1	36,78356	,03
...	1980	75	4	36,35275	,04
...	1979	42	8	34,82128	,05

Anhang 6: Darstellung der Ergebnisse der multivariaten Ausreißeranalyse mit der Mahalanobis-Distanz

Deskriptive Statistik					
	N	Schiefe		Kurtosis	
	Statistik	Statistik	Standardfehler	Statistik	Standardfehler
coll1	145	-,318	,201	-,993	,400
coll2	143	-,426	,203	-,979	,403
coll3	145	-,450	,201	-,477	,400
sim1	145	-,401	,201	-,324	,400
sim2	145	-,716	,201	,455	,400
sim3	144	-,587	,202	-,333	,401
rep_2	148	-,865	,199	,306	,396
track_1	149	-,498	,199	-,796	,395
track_2	148	-1,457	,199	1,288	,396
track_3	148	-,343	,199	-,891	,396
term1	147	-,051	,200	-,277	,397
term2	147	,057	,200	-,250	,397
due1	150	-,831	,198	,339	,394
due2	150	-,860	,198	,363	,394
due3	150	-,647	,198	,425	,394
due4	150	-,835	,198	1,035	,394
cabil_1	148	,031	,199	-1,280	,396
cabil_2	147	,351	,200	-,958	,397
trust3	149	-,758	,199	-,506	,395
trust4	148	-,501	,199	-,714	,396
trust5	148	-,291	,199	-,828	,396
trust6	149	-1,177	,199	,325	,395
Gültige Werte (Listenweise)	130				

Anhang 7: Darstellung der Ergebnisse der Normalverteilungsanalyse mittels Schiefe und Kurtosis

Tests auf Normalverteilung						
	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistik	df	Signifikanz	Statistik	df	Signifikanz
coll1	,200	145	,000	,895	145	,000
coll2	,190	143	,000	,872	143	,000
coll3	,179	145	,000	,892	145	,000
sim1	,222	145	,000	,899	145	,000
sim2	,270	145	,000	,867	145	,000
sim3	,233	144	,000	,870	144	,000
rep_2	,250	148	,000	,847	148	,000
track_1	,245	149	,000	,881	149	,000
track_2	,340	148	,000	,711	148	,000
track_3	,182	148	,000	,896	148	,000
term1	,218	147	,000	,906	147	,000
term2	,215	147	,000	,907	147	,000
due1	,283	150	,000	,841	150	,000
due2	,262	150	,000	,839	150	,000
due3	,274	150	,000	,859	150	,000
due4	,273	150	,000	,834	150	,000
cabil_1	,190	148	,000	,888	148	,000
cabil_2	,190	147	,000	,893	147	,000
trust3	,234	149	,000	,837	149	,000
trust4	,210	148	,000	,867	148	,000
trust5	,208	148	,000	,888	148	,000
trust6	,328	149	,000	,745	149	,000
a. Signifikanzkorrektur nach Lilliefors						

Anhang 8: Darstellung der Ergebnisse der Normalverteilungsanalyse mit dem Kolmogorov-Smirnov und Shapiro-Wilks'-Test

Maß der Stichprobeneignung nach Kaiser-Meyer-Olkin		,752
Bartlett-Test auf Sphärizität	Ungefähres Chi-Quadrat	1941,363
	df	231
	Signifikanz nach Bartlett	,000

Anhang 9: Darstellung der Ergebnisse des KMO- und Bartlett's-Tests

Faktor	DEV	Höchste Korrelation mit einem anderem Faktor	Quadrat der höchsten Korrelation
Ähnlichkeit	,53	,42	,1764
Dauer der Zusammenarbeit	,74	,17	,0289
Track-Record	,57	,38	,1444
Due-Diligence	,64	,45	,2025
Attraktivität der Vertragsklauseln	,89	,35	,1225
Vertrauen	,9	,37	,1369
Wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten	,51	,25	,0625

Anhang 10: Überblick über Berechnung der Fornell & Larcker-Kriterien

Kommunalitäten		
	Anfänglich	Extraktion
coll1	1,000	,850
coll2	1,000	,879
coll3	1,000	,730
sim1	1,000	,700
sim2	1,000	,709
sim3	1,000	,742
rep_2	1,000	,672
track_1	1,000	,771
track_2	1,000	,700
track_3	1,000	,730
term1	1,000	,911
term2	1,000	,901
due1	1,000	,712
due2	1,000	,781
due3	1,000	,785
due4	1,000	,761
cabil_1	1,000	,935
cabil_2	1,000	,930

trust3	1,000	,484
trust4	1,000	,817
trust5	1,000	,665
trust6	1,000	,712
Extraktionsmethode: Hauptkomponentenanalyse.		

Anhang 11: Darstellung der Ergebnisse des Linearitätstests mit den Kommunalitäten

	Früh =1 / Spät = 0	n	Mittelwert	Standard- abweichung	Standardfehler des Mittelwer- tes
coll1	Früh	45	3,4064	1,25745	,18745
	Spät	46	3,3477	1,28562	,18955
coll2	Früh	45	3,6156	1,32333	,19727
	Spät	46	3,6763	1,25217	,18462
coll3	Früh	45	3,6163	1,09702	,16353
	Spät	46	3,5562	1,13072	,16671
sim1	Früh	45	3,2978	,92372	,13770
	Spät	46	3,1268	,99195	,14626
sim2	Früh	45	3,5973	,88717	,13225
	Spät	46	3,6975	,85787	,12649
sim3	Früh	45	3,1586	1,00679	,15008
	Spät	46	3,0918	,95227	,14041
rep_2	Früh	45	3,8325	1,12842	,16822
	Spät	46	4,1260	,93948	,13852
track_1	Früh	45	3,5238	1,15143	,17165
	Spät	46	3,6283	1,23870	,18264
track_2	Früh	45	4,3115	,92484	,13787
	Spät	46	4,4565	,88709	,13079
track_3	Früh	45	3,3982	1,30448	,19446
	Spät	46	3,5435	1,31160	,19338
term1	Früh	45	3,0991	1,07551	,16033
	Spät	46	2,8808	1,13611	,16751
term2	Früh	45	3,0940	1,01348	,15108
	Spät	46	2,7070	1,08811	,16043
due1	Früh	45	3,7591	,92983	,13861
	Spät	46	3,9892	,87775	,12942
due2	Früh	45	3,8790	,91139	,13586

	Spät	46	4,0302	,94751	,13970
due3	Früh	45	3,7111	,96818	,14433
	Spät	46	3,8526	,82139	,12111
due4	Früh	45	3,9987	,79678	,11878
	Spät	46	4,1173	,70167	,10346
cabil_1	Früh	45	2,5556	1,40705	,20975
	Spät	46	3,0619	1,38205	,20377
cabil_2	Früh	45	2,4000	1,35512	,20201
	Spät	46	2,8034	1,38658	,20444
trust3	Früh	45	3,5778	1,30539	,19460
	Spät	46	3,7429	1,24982	,18428
trust4	Früh	45	3,6000	1,19469	,17809
	Spät	46	3,7084	1,05173	,15507
trust5	Früh	45	3,4781	1,05506	,15728
	Spät	46	3,6251	1,06258	,15667
trust6	Früh	45	3,9778	1,19637	,17835
	Spät	46	4,3689	,97524	,14379

Anhang 12: Überblick über Standardmaße bei Früh- und Spätantwortern

Test bei unabhängigen Stichproben										
		Levene-Test der Varianzgleichheit		T-Test für die Mittelwertgleichheit						
		F	Signifikanz	T	df	Sig. (2-seitig)	Mittlere Differenz	Standardfehler der Differenz	95% Konfidenzintervall der Differenz	
									Untere	Obere
coll1	Varianzen sind (g)leich	,004	,947	,220	89	,826	,05866	,26665	-,47117	,58850
	Varianzen sind (n)icht			,220	89,000	,826	,05866	,26659	-,47104	,58837

	(g)leic h									
coll2	g	,708	,402	-,225	89	,823	-,06064	,27002	-,59717	,47588
	ng			-,224	88,470	,823	-,06064	,27019	-,59754	,47626
coll3	g	,006	,938	,257	89	,798	,06006	,23361	-,40412	,52424
	ng			,257	88,994	,798	,06006	,23353	-,40396	,52409
sim1	g	,030	,863	,851	89	,397	,17100	,20104	-,22846	,57045
	ng			,851	88,787	,397	,17100	,20088	-,22816	,57015
sim2	g	,565	,454	-,548	89	,585	-,10021	,18293	-,46369	,26328
	ng			-,548	88,724	,585	-,10021	,18300	-,46384	,26343
sim3	g	1,169	,283	,325	89	,746	,06676	,20539	-,34136	,47487
	ng			,325	88,464	,746	,06676	,20552	-,34164	,47516
rep_2	g	2,228	,139	-1,350	89	,181	-,29352	,21747	-,72563	,13858
	ng			-1,347	85,475	,182	-,29352	,21791	-,72675	,13970
track _1	g	,206	,651	-,417	89	,678	-,10454	,25084	-,60295	,39387
	ng			-,417	88,771	,678	-,10454	,25064	-,60257	,39348
track _2	g	,271	,604	-,763	89	,447	-,14502	,18995	-,52245	,23241
	ng			-,763	88,639	,447	-,14502	,19004	-,52264	,23260
track _3	g	,109	,742	-,530	89	,598	-,14533	,27427	-,69029	,39963
	ng			-,530	88,975	,597	-,14533	,27425	-,69026	,39960
term 1	g	,201	,655	,941	89	,349	,21832	,23201	-,24269	,67932
	ng			,942	88,906	,349	,21832	,23187	-,24242	,67905
term 2	g	,390	,534	1,755	89	,083	,38699	,22055	-,05123	,82521
	ng			1,756	88,789	,083	,38699	,22037	-,05090	,82488
due1	g	1,244	,268	-1,214	89	,228	-,23009	,18952	-,60665	,14647
	ng			-1,213	88,437	,228	-,23009	,18964	-,60693	,14675
due2	g	,038	,845	-,775	89	,440	-,15117	,19496	-,53854	,23621
	ng			-,776	88,975	,440	-,15117	,19487	-,53837	,23604
due3	g	2,446	,121	-,752	89	,454	-,14151	,18807	-,51520	,23218

	ng			-,751	86,059	,455	-,14151	,18841	-,51605	,23303
due4	g	,154	,696	-,754	89	,453	-,11860	,15729	-,43114	,19394
	ng			-,753	87,080	,454	-,11860	,15752	-,43168	,19447
cabil _1	g	,178	,674	-1,732	89	,087	-,50635	,29238	-1,08730	,07460
	ng			-1,731	88,857	,087	-,50635	,29244	-1,08743	,07473
cabil _2	g	,020	,889	-1,403	89	,164	-,40337	,28748	-,97459	,16785
	ng			-1,403	89,000	,164	-,40337	,28741	-,97445	,16770
trust 3	g	,056	,813	-,616	89	,539	-,16514	,26787	-,69740	,36711
	ng			-,616	88,618	,539	-,16514	,26800	-,69769	,36740
trust 4	g	2,092	,152	-,460	89	,647	-,10840	,23581	-,57695	,36015
	ng			-,459	87,072	,647	-,10840	,23614	-,57775	,36096
trust 5	g	,004	,952	-,662	89	,510	-,14693	,22201	-,58807	,29420
	ng			-,662	88,980	,510	-,14693	,22200	-,58804	,29417
trust 6	g	1,224	,272	-1,711	89	,091	-,39115	,22858	-,84533	,06303
	ng			-1,707	84,771	,091	-,39115	,22909	-,84666	,06437

Anhang 13: Darstellung der Ergebnisse des T-Tests für das erste und letzte Drittel der Stichprobe

Erklärte Gesamtvarianz								
Faktor		Anfängliche Eigenwerte			Summen von quadrierten Faktorladungen für Extraktion			Rotierte Summe der quadrierten Ladungen
		Gesamt	% der Varianz	Kumulierte %	Gesamt	% der Varianz	Kumulierte %	Gesamt
	1	5,951	27,050	27,050	5,620	25,546	25,546	4,529
	2	2,610	11,862	38,912	2,320	10,547	36,094	3,256
	3	2,383	10,831	49,743	2,094	9,518	45,612	2,573
	4	1,981	9,004	58,747	1,744	7,928	53,540	3,430
	5	1,531	6,960	65,707	1,291	5,867	59,408	2,254
	6	1,334	6,063	71,770	1,036	4,708	64,116	2,425
	7	1,087	4,942	76,712	,758	3,446	67,562	3,101
	8	,731	3,323	80,035				
	9	,578	2,628	82,663				

10	,551	2,504	85,167				
11	,525	2,388	87,556				
12	,435	1,978	89,534				
13	,406	1,844	91,378				
14	,373	1,695	93,073				
15	,313	1,424	94,496				
16	,276	1,255	95,752				
17	,241	1,094	96,845				
18	,208	,946	97,791				
19	,154	,700	98,491				
20	,129	,588	99,079				
21	,116	,527	99,606				
22	,087	,394	100,000				

Anhang 14: Darstellung der Ergebnisse des Ein-Faktor-Tests nach Harman

		Früh	Spät	Gesamt
u_positives_beispiel	ja	15	21	36
	nein	31	24	55
Gesamt		46	45	91

Anhang 15: Überblick über die Anzahl der Fälle der Früh- und Spätantworten bei der binären Variable Entscheidung

	Wert	df	Asymptotische Signifikanz (2-seitig)	Exakte Signifikanz (2-seitig)	Exakte Signifikanz (1-seitig)
Chi-Quadrat nach Pearson	1,880	1	,170		
Kontinuitätskorrektur	1,338	1	,247		
Likelihood-Quotient	1,887	1	,170		
Exakter Test nach Fisher				,202	,124
Anzahl der gültigen Fälle	91				

Anhang 16: Darstellung der Ergebnisse des Chi-Square-Tests für den Test der Unterschiedlichkeit zwischen Früh- und Spätantwortern für die binäre Variable Entscheidung

	n	Minimum	Maximum	Mittelwert	Standardabweichung
Referenz	103	1767,00	2006,00	1962,6117	51,10701
Erhebung	103	1812,00	2006,00	1966,5049	45,88752
Gültige Werte (Listenweise)	103				

Anhang 17: Deskriptive Statistik zum Vergleich der erhobenen Daten mit Sekundärdaten im Rahmen des Key-Informant-Tests

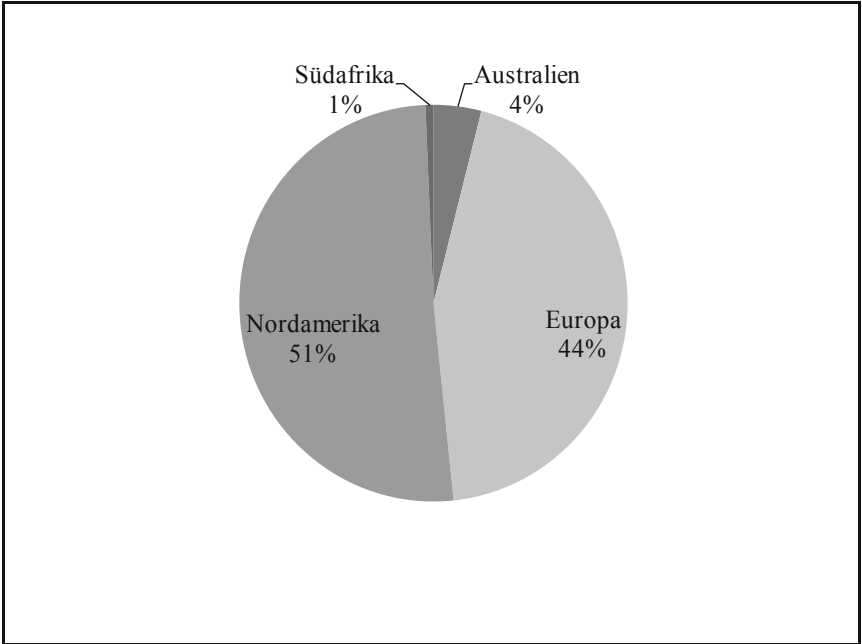
		Referenz	Erhebung
Referenz	Korrelation nach Pearson	1	,758
	Signifikanz (2-seitig)		,000
	N	103	103
Erhebung	Korrelation nach Pearson	,758	1
	Signifikanz (2-seitig)	,000	
	N	103	103

Anhang 18: Darstellung der Ergebnisse des Korrelationstests im Rahmen des Key-Informant-Tests

	Komponente						
	1	2	3	4	5	6	7
coll1				,913			
coll2				,924			
coll3				,824			
sim1					,790		
sim2			,324		,722		
sim3					,804		
rep_2		,723					
track_1		,813					
track_2		,818					
track_3		,840					
term1							,921
term2							,896
due1	,730						
due2	,786						
due3	,849						
due4	,780						
cabil_1						,946	
cabil_2						,947	
trust3			,591				

trust4			,858				
trust5			,733				
trust6			,774				

Anhang 19: Darstellung der Ergebnisse der explorativen Faktorenanalyse im Sinne der Hauptkomponentenanalyse (Varimax-Rotation)



Anhang 20: Grafische Visualisierung des Herkunftslandes der Studienteilnehmer

Fallnummer	Land	Kontinent	Genaue Bezeichnung	Junior-Ebene	Mittlere-Ebene	Senior-Ebene	Investoren-typ	Verwaltetes Kapital	Gründungsjahr	Mitarbeiter
1	Germany	Europa	Director			x	Corporate Pension Fund	700.675.500 .00 €	2000	7

2	USA	Nordamerika	Investment Analyst	x			Family Offices / Foundations	2.500.000.000,00 €	1940	6
3	Norway	Europa	Partner			x	Fund-of-Funds Manager	1.300.000.000,00 €	1997	10
4	USA	Nordamerika	Senior Investment Manager			x	Private-Equity Firm	600.000.000,00 €	1875	4
5	France	Europa	Analyst	x			Fund-of-Funds Manager	10.000.000.000,00 €	1995	200
6	Switzerland	Europa	Leiter Anlagestrategie & Investment Controlling		x		Investment Companies	30.000.000.000,00 €	2001	20
7	Belgium	Europa	Assistant Financial Sector Department			x	Family Offices / Foundations	400.000.000,00 €	2001	20
8	UK	Europa	Associate		x		Fund-of-Funds Manager	1.300.000.000,00 €	2000	15
9	USA	Nordamerika	CFA, Vice President			x	Fund-of-Funds Manager	2.000.000.000,00 €	1994	9
10	USA	Nordamerika	CFO			x	Endowment Plan	175.000.000,00 €	1919	5
11	USA	Nordamerika	Chairman of Board			x	Corporate Pension Fund	35.000.000.000,00 €	1997	25
12	UK	Europa	CEO			x	Corporate Pension Fund	15.000.000.000,00 €	1985	30

13	Australia	Australien	CEO		x		Asset Manager		1994	45
14	USA	Nordamerika	CIO			x	Family Offices / Foundations	35.000.000,00 €	1945	1
15	USA	Nordamerika	CIO			x	Endowment Plan	3.000.000.000,00 €	1821	5
16	USA	Nordamerika	CIO			x	Family Offices / Foundations	350.000.000,00 €	1988	5
17	USA	Nordamerika	CIO			x	Public Pension Fund	10.000.000,00 €	1926	6
18	USA	Nordamerika	CIO			x	Endowment Plan	108.876.190,00 €	1951	1
19	USA	Nordamerika	CIO			x	Public Pension Fund	143.323.000,00 €	2002	0
20	USA	Nordamerika	CIO			x	Endowment Plan	1.200.000.000,00 €	2006	9
21	USA	Nordamerika	CIO			x	Endowment Plan	4.299.690.000,00 €	1870	
22	USA	Nordamerika	CIO			x	Public Pension Fund	10.000.000.000,00 €	1899	7
23	USA	Nordamerika	CIO			x	Public Pension Fund		1944	0
24	Canada	Nordamerika	Co-Founder			x	Fund-of-Funds Manager		1996	10
25	UK	Europa	Co-Head, Private-Equity			x	Asset Manager	120.000.000.000,00 €	1824	100
26	Finland	Europa	Director			x	Government Agency	800.000.000,00 €	1995	23
27	Finland	Europa	Director			x	Government Agency	8.000.000.000,00 €	1967	30
28	Netherlands	Europa	Director			x	Corporate Pension Fund	501.630.000,00 €	1864	23
29	USA	Nordamerika	Director			x	Public Pension Fund		1985	

30	USA	Nordamerika	Director			x	Fund-of-Funds Manager	3.583.070.000,00 €	2006	8
31	Belgium	Europa	Director of Future Businesses			x	Corporate Pension Fund	40.000.000,00 €	2004	4
32	USA	Nordamerika	Director of Private-Equity			x	Family Offices / Foundations	5.720.000,00 €	1935	7
33	USA	Nordamerika	Director of Private Markets Consulting			x	Investment Companies		1994	20
34	Netherlands	Europa	Director Private-Equity			x	Banks & Investment Banks	1.000.000.000,00 €	1970	25
35	Switzerland	Europa	Director, Alternative Fund Advisory			x	Asset Manager	2.000.000.000,00 €	1997	
36	USA	Nordamerika	Director, Alternative Investments			x	Public Pension Fund		1927	16
37	USA	Nordamerika	Director, Investment			x	Corporate Pension Fund	6.000.000.000,00 €	1950	11
38	USA	Nordamerika	Director, Investments			x	Public Pension Fund	25.000.000.000,00 €	1932	12
39	USA	Nordamerika	Director, Private-Equity			x	Government Agency	1.000.000.000,00 €	1979	10
40	USA	Nordamerika	Executive Director			x	Public Pension Fund	17.308.200.000,00 €	1926	
41	USA	Nordamerika	Executive Director			x	Public Pension Fund	1.390.000.000,00 €	1909	1

42	USA	Nordamerika	Executive Vice President Investments			x	Banks & Investment Banks		1852	1
43	USA	Nordamerika	Financial Associate	x			Family Offices / Foundations	8.707.176.705,43 €		
44	USA	Nordamerika	Financial Team Leader / CFO			x	Family Offices / Foundations	600.000.000,00 €	1953	2
45	USA	Nordamerika	Founder			x	Fund-of-Funds Manager	4.443.010.000,00 €	2004	2
46	USA	Nordamerika	Founder and President, co-CIO			x	Fund-of-Funds Manager	716.615.000,00 €	1990	
47	Germany	Europa	Funds Manager			x	Fund-of-Funds Manager	220.000.000,00 €	2002	5
48	Germany	Europa	Geschäftsführer / CEO			x	Investment Companies	3.755.060,00 €	1998	5
49	Germany	Europa	Gesellschafter			x	Family Offices / Foundations	1.433.230.000,00 €	1997	4
50	Sweden	Europa	Head of Alternative Investments			x	Public Pension Fund	20.000.000,00 €	1974	20
51	UK	Europa	Head of Alternative Investments			x	Corporate Pension Fund			

52	UK	Europa	Head of Alternati- ve Invest- ments			x	Insurance Companies	20.000.000. 000,00 €	1865	65
53	Canada	Nordame- rika	CIO; Member of Invest- ment Commit- tee			x	Corporate Pension Fund		1998	
54	Norway	Europa	Head of depart- ment Industrial partner- ships			x	Government Agency	750.000.000 ,00 €	1997	44
55	Nethe- rlands	Europa	Head of Invest- ments			x	Corporate Pension Fund	70.000.000, 00 €	2001	700
56	Switzer- land	Europa	Head of Private Capital & Private Finance Operations			x	Fund-of- Funds Ma- nager	21.000.000. 000,00 €	1996	425
57	Sweden	Europa	Head of Private- Equity			x	Insurance Companies	300.000.000 .000,00 €	1855	45
58	UK	Europa	Head of Private- Equity & Chair of the In- vestment			x	Banks & Investmnt Banks	250.000.000 .000,00 €	1861	1500
59	Sweden	Europa	Head of Risk & Perfor- mance			x	Insurance Companies	2.000.000,0 0 €	1920	20

60	Luxembourg	Europa	Head of the Management Team			x	Fund-of-Funds Manager	6.000.000.000,00 €	1994	60
61	UK	Europa	Head, Absolute Return & Buyouts			x	Family Offices / Foundations	20.000.000.000,00 €	1936	20
62	USA	Nordamerika	Interim Vice President-Finance/Treasurer			x	Endowment Plan	1.000.000.000,00 €	1970	4
63	USA	Nordamerika	Director Investment & Financial Mgmt			x	Endowment Plan	480.000,00 €	1970	2
64	USA	Nordamerika	Investment Associate, Private-Equity		x		Fund-of-Funds Manager	25.000.000,00 €	1998	20
65	Australia	Australien	Investment Director			x	Fund-of-Funds Manager		2000	4
66	Denmark	Europa	Investment Director			x	Government Agency	400.000.000,00 €	1992	50
67	Denmark	Europa	Investment Director			x	Private-Equity Firm	2.000.000.000,00 €	2000	34
68	Finland	Europa	Investment Director			x	Government Agency	660.000,00 €	1995	20
69	Finnland	Europa	Investment Director			x	Government Agency	200.000.000,00 €	1980	20

70	France	Europa	Investment Director			x	Fund-of-Funds Manager	3.000.000.000,00 €	1998	12
71	Germany	Europa	Investment Director			x	Fund-of-Funds Manager	4.000.000.000,00 €	1999	14
72	UK	Europa	Investment Director			x	Asset Manager	800.000.000,00 €	2001	5
73	UK	Europa	Investment Director			x	Fund-of-Funds Manager	1.000.000.000,00 €	2000	4
74	New Zealand	Australien	Investment Director			x	Fund-of-Funds Manager		2002	4
75	UK	Europa	Investment Director			x	Asset Manager	12.692.700.000,00 €	1812	400
76	Australia	Australien	Investment Manager		x		Public Pension Fund	10.000.000.000,00 €	1974	8
77	Greece	Europa	Investment Manager			x	Fund-of-Funds Manager	150.000.000,00 €	2001	5
78	Luxembourg	Europa	Investment Manager		x		Fund-of-Funds Manager	5.000.000.000,00 €	1991	30
79	Norway	Europa	Investment Manager			x	Investment Companies	3.430.000,00 €	1849	30
80	Norway	Europa	Investment Manager		x		Fund-of-Funds Manager	700.000.000,00 €	2001	8
81	USA	Nordamerika	Investment Officer		x		Public Pension Fund	2.500.000.000,00 €	1951	10

82	USA	Nordamerika	Investment Operations Analyst	x			Family Offices / Foundations	1.500.000,00 €	1910	8
83	Germany	Europa	Director Investments			x	Fund-of-Funds Manager	1.400.000.000,00 €	1999	10
84	UK	Europa	Manager		x		Fund-of-Funds Manager	70.000.000,00 €	2000	6
85	Belgium	Europa	Managing Director			x	Corporate Pension Fund	1.000.000.000,00 €	1942	6
86	Switzerland	Europa	Managing Director			x	Fund-of-Funds Manager	3.500.000.000,00 €	1997	10
87	USA	Nordamerika	Managing Director			x	Fund-of-Funds Manager	500.000.000,00 €	1998	8
88	USA	Nordamerika	Managing Director			x	Endowment Plan	3.000.000.000,00 €	1980	6
89	USA	Nordamerika	Managing Director			x	Fund-of-Funds Manager	12.500.000.000,00 €	1979	42
90	USA	Nordamerika	Managing Director			x	Fund-of-Funds Manager		2002	5
91	USA	Nordamerika	Managing Director			x	Fund-of-Funds Manager	75.000.000,00 €	1999	4
92	USA	Nordamerika	Managing Director, Private Equities			x	Family Offices / Foundations	4.000.000.000,00 €	1978	11
93	USA	Nordamerika	Managing Director, Private-Equity			x	Fund-of-Funds Manager	2.400.000.000,00 €	1982	10

94	Germany	Europa	Managing Partner			x	Fund-of-Funds Manager	2.000.000.000,00 €	2000	10
95	Canada	Nordamerika	Managing Partner, HOOPP Capital Partners			x	Public Pension Fund	30.000.000.000,00 €	1961	40
96	Denmark	Europa	Managing Partner, Investment Team			x	Fund-of-Funds Manager	5.900.000.000,00 €	2001	10
97	UK	Europa	Partner			x	Investment Companies	16.052.200.000,00 €	2001	8
98	USA	Nordamerika	Partner			x	Fund-of-Funds Manager	1.500.000.000,00 €	2003	13
99	USA	Nordamerika	Partner			x	Fund-of-Funds Manager	1.700.000.000,00 €	1991	50
100	USA	Nordamerika	Partner			x	Fund-of-Funds Manager	1.863.200.000,00 €	1994	27
101	USA	Nordamerika	Partner			x	Fund-of-Funds Manager		1945	
102	France	Europa	Partner (Venture-Capital)			x	Private-Equity Firm		1999	10
103	Denmark	Europa	Partner, Investment Team			x	Fund-of-Funds Manager	7.000.000.000,00 €	2003	10
104	UK	Europa	Portfolio Manager		x		Banks & Investment Banks	6.449.530.000,00 €	1992	
105	USA	Nordamerika	Portfolio Manager		x		Public Pension Fund	35.000.000.000,00 €		15

106	South Africa	Südafrika	Portfolio Manager		x		Asset Manager			15
107	Sweden	Europa	Portfolio Manager Private-Equity		x		Public Pension Fund	22.000.000.000,00 €	2001	55
108	USA	Nordamerika	President & CEO			x	Endowment Plan	457.000.000,00 €	1970	2
109	USA	Nordamerika	President & CIO			x	Endowment Plan	1.000.000.000,00 €	1999	5
110	USA	Nordamerika	Principal		x		Fund-of-Funds Manager	944.760.000,00 €	1983	5
111	UK	Europa	Principal		x		Fund-of-Funds Manager	200.000.000,00 €	1982	70
112	USA	Nordamerika	Principal - Finance		x		Corporate Pension Fund	588.341.000,00 €	1970	
113	USA	Nordamerika	Senior Associate			x	Fund-of-Funds Manager		1980	75
114	USA	Nordamerika	Senior Director of Investments			x	Endowment Plan	1.600.000.000,00 €	1869	3
115	Belgium	Europa	Senior Investment Manager			x	Corporate Pension Fund	50.000.000,00 €	2004	4
116	Finnland	Europa	Senior Investment Manager			x	Government Agency	400.000.000,00 €	1980	15
117	USA	Nordamerika	Senior Managing Director			x	Insurance Companies	12.000.000,00 €	1870	25

118	Denmark	Europa	Senior Portfolio Manager			x	Banks & Investmnt Banks	61.000.000.000,00 €	1948	4
119	Germany	Europa	Senior Portfolio Manager			x	Fund-of-Funds Manager	75.000.000.000,00 €	1903	280
120	USA	Nordamerika	Senior Vice President			x	Fund-of-Funds Manager	45.000.000.000,00 €	1994	25
121	USA	Nordamerika	Senior Vice President, Head of Research			x	Fund-of-Funds Manager	12.500.000.000,00 €	1979	42
122	USA	Nordamerika	Treasurer		x		Endowment Plan	2.221.510.000,00 €	1887	1
123	Germany	Europa	Vice President			x	Fund-of-Funds Manager	4.200.000.000,00 €	1998	4
124	Germany	Europa	Vice President			x	Banks & Investmnt Banks	180.000.000.000,00 €	1950	5
125	USA	Nordamerika	Vice President			x	Corporate Pension Fund	6.600.000,00 €	1914	15
126	USA	Nordamerika	Vice President for Real Estate and Investments/CIO			x	Family Offices / Foundations	340.000.000,00 €	1945	2
127	USA	Nordamerika	Vice President of Investments			x	Family Offices / Foundations	500.000.000,00 €	1999	1

128	Canada	Nordamerika	Vice President Fund Investments			x	Government Agency	700.000.000,00 €	2000	3
129	USA	Nordamerika	Vice President, CIO			x	Family Offices / Foundations		1941	2
130	Canada	Nordamerika	Vice-President, Investments			x	Government Agency	13.472.400.000,00 €	2008	5
131	USA	Nordamerika	VP, Corporate Development			x	Corporate Pension Fund		1996	2
132	Australia	Australien					Public Pension Fund	3.000.000.000,00 €	1990	3
133	Australia	Australien					Asset Manager			
134	Finland	Europa					Investment Companies	17.000.000,00 €	1996	400
135	Norway	Europa					Fund-of-Funds Manager	7.875.000.000,00 €	2000	8
136	Spain	Europa					Endowment Plan	957.000.000,00 €	2004	31
137	Sweden	Europa					Public Pension Fund	20.000.000.000,00 €	2001	25
138	Switzerland	Europa					Corporate Pension Fund	100.000.000,00 €	1985	3
139	UK	Europa					Government Agency	3.000.000.000,00 €	1972	11
140	UK	Europa					Family Offices / Foundations	5.000.000.000,00 €	1980	7

141	UK	Europa					Fund-of-Funds Manager		1996	6
142	USA	Nordamerika					Corporate Pension Fund	32.000.000,00 €	1910	4
143	USA	Nordamerika					Family Offices / Foundations	326.000.000,00 €	1945	2
144	USA	Nordamerika					Investment Companies	600.000.000,00 €	2001	3
145	USA	Nordamerika					Investment Companies	1.400.000.000,00 €	1998	2
146	USA	Nordamerika					Corporate Pension Fund	4.000.000.000,00 €	1900	5
147	USA	Nordamerika					Corporate Pension Fund	5.000.000.000,00 €	1900	5
148	USA	Nordamerika					Corporate Pension Fund	39.342.100.000,00 €	1981	
149	USA	Nordamerika					Public Pension Fund	140.000.000.000,00 €	1932	220
150	USA	Nordamerika					Fund-of-Funds Manager			
151	USA	Nordamerika					Banks & Investment Banks	2.500.000.000,00 €	1979	10
Zusammenfassung										
n = 151			n=131					n = 130	n = 145	n = 137
Nordamerika = 77 (51 %)			Junior Level = 4			<i>Mittelwert</i>		13.795.556.788,00 €	1966	44
Europa = 67 (44 %)			Mittlere Manager Ebene = 17			<i>Modus</i>		1.000.000.000,00 €	2001	5
Australien, Neuseeland = 6 (4%)			Senior Ebene = 110			<i>Median</i>		165.000.000,00 €	1988	10

Südafrika = 1 (< 1%)		Stabw	41.009.313. 265, 00 €	46	154
----------------------	--	-------	--------------------------	----	-----

Anhang 21: Überblick über die Deskriptiva zu den einzelnen befragten Investoren

Fallnummer	Vintage Jahr des Fonds	Anteil am Fonds in Prozent	Zeit bis zur Entscheidung in Wochen	Absolutes Investment	Einschaltung eines Placement-Agents	Anzahl der Closings
1	2009	10	36	1.500.000,00 €	nein	nein
2	2010	1	9	15.000.000,00 €	ja	ja
3	2008		12	5.000.000,00 €	nein	ja
4	2010	5	8	10.000.000,00 €	nein	nein
5	2007	1,5	20	5.000.000,00 €	nein	ja
6	2009	7	16	5.000.000,00 €	nein	nein
7	2005		2		ja	nein
8	2005	10	24	5.000.000,00 €	nein	ja
9	2010	2	12	2.500.000,00 €	nein	nein
10	2009	20	24		nein	nein
11	2009		13		nein	ja
12	2006	12	12	150.000.000,00 €	nein	nein
13	2008	2	12		nein	ja
14	2009	5	12	15.000.000,00 €	nein	ja
15	2003	5	8	2.000.000,00 €	ja	ja
16	2005	3	20	10.000.000,00 €	nein	ja
17	2007	1	4	1.136.750,00 €	nein	ja
18	2009		6		nein	nein
19	2009	2	20	12.500.000,00 €	nein	nein
20	2010		8		nein	nein
21	2010	15	16	14.700.000,00 €	nein	ja
22	2007	33	26	7.000.000,00 €	nein	nein
23	2010	10	52		nein	ja
24	2008	2	10	7.000.000,00 €	nein	nein
25	2010	15	26	7.500.000,00 €	nein	
26	2002	5	45	5.000.000,00 €	nein	nein
27	2003		52	25.000.000,00 €	nein	ja
28						
29	2008	1	6		nein	ja

30	2010	5	10	5.000.000,00 €	nein	nein
31	2010	1	20		nein	ja
32	2006	10	8		nein	nein
33	2010	20	25		nein	nein
34	2006	5	12	10.000.000,00 €	nein	nein
35	2010	32	12		nein	nein
36	2006	3	10	25.000.000,00 €	nein	nein
37	2009	1	24	100.000.000,00 €	nein	nein
38	2009	25	20	50.000.000,00 €	nein	nein
39					ja	
40	2008	2	8	35.000.000,00 €	nein	nein
41	2000		4		ja	nein
42	2008		4		nein	ja
43	2010	5	4	6.000.000,00 €	nein	ja
44	2004	5	30		nein	ja
45	2008	4	8	15.000.000,00 €	nein	ja
46	2003	2,5		5.000.000,00 €		
47	2009	4	12		nein	nein
48	2005	1	12	2.000.000,00 €		ja
49	2010	15	25	1.500.000,00 €	nein	ja
50					nein	nein
51	2009	10	4		nein	nein
52	2008				nein	nein
53	2010	22,5	52	2.250.000,00 €	nein	ja
54	2005	5	16	25.000.000,00 €	ja	ja
55	2010	8	12		nein	nein
56	2010	10	4	30.000.000,00 €	nein	ja
57	2010	10	25	15.000.000,00 €	nein	ja
58		5	10	10.000.000,00 €	nein	ja
59	2010	25	25	30.000.000,00 €	nein	nein
60	2009	5	10	60.000.000,00 €	nein	nein
61	2008		20		nein	ja
62	2010	10	12	75.000,00 €	nein	nein
63	2010	6	16		nein	ja
64	2008	15	4		nein	nein
65	2010	34	4	20.000.000,00 €	nein	nein
66	2007		8		nein	ja
67	2009	10	30	10.000.000,00 €	nein	ja

68	2009	5	12	5.000.000,00 €	nein	nein
69	2010	5	26	20.000.000,00 €	nein	ja
70	2008	5	8		nein	ja
71	2010	1	9	20.000.000,00 €	nein	nein
72	2006	10	32	15.000.000,00 €	nein	nein
73	2007	36	14		nein	nein
74	2009	2	15		nein	ja
75	2010	2	13		nein	
76	2008	15	6	20.000.000,00 €	nein	nein
77	2010	4	20	4.000.000,00 €	nein	nein
78				10.000.000,00 €	nein	ja
79	2010	20	6	20.000.000,00 €	nein	
80	2007	33	50	15.000.000,00 €	nein	ja
81	2010	1	8	8.000.000,00 €	nein	nein
82	2007	8	12	10.000.000,00 €	nein	ja
83	2007	5	3	4.000.000,00 €	nein	nein
84	2009		12	2.000.000,00 €	nein	ja
85	2010	2	20	5.000.000,00 €	nein	nein
86	2010	10	78	10.000.000,00 €	nein	nein
87	2006	5	4	20.000.000,00 €	ja	
88	2010	20	8	53.000.000,00 €	nein	ja
89	2008	1	8		nein	ja
90	2005	2	4	3.000.000,00 €	nein	ja
91	2010	2	20	10.000.000,00 €	nein	nein
92	2010	17,5	24	12.000.000,00 €	nein	nein
93	2010	1	12	5.000.000,00 €	nein	nein
94	2008	75	2	75.000.000,00 €	nein	nein
95	2009	10	10	20.000.000,00 €	nein	ja
96	2010	5	3	10.000.000,00 €	ja	ja
97	2007	8	26	9.000.000,00 €	nein	ja
98	2009	5	12		nein	nein
99	2010	2,5	10		nein	nein
100						
101	2009	5	45		nein	nein
102	2010	20	8		nein	ja
103	2010	25	8		nein	nein
104	2011	15	1		nein	
105	2008	30	4		nein	ja

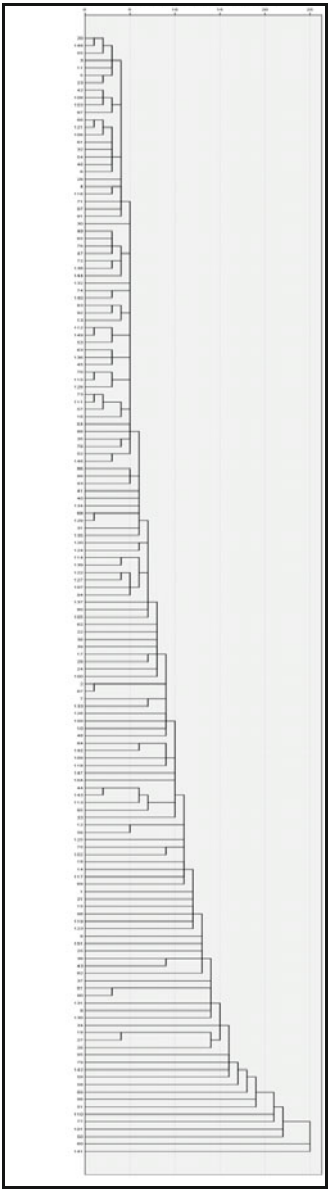
106	2009	10	16	15.000.000,00 €	nein	nein
107	2009	14	26	1.000.000,00 €	nein	ja
108	2010	7,5	4	7.600.000,00 €	nein	nein
109	2006		2		nein	ja
110			30		nein	nein
111	2010		8		nein	nein
112	2010	5	12		nein	nein
113	2010	5	8	5.000.000,00 €	nein	ja
114	2009	10	52	10.000.000,00 €	nein	ja
115	2010	5	24	7.000.000,00 €	nein	nein
116	2010	3	20	5.000.000,00 €	ja	ja
117	2000	5	26		nein	ja
118	2010	2	25	11.000.000,00 €	nein	ja
119	2010	10	16	30.000.000,00 €	nein	ja
120	2009	15	7	30.000.000,00 €	ja	nein
121	2004	1	6		nein	nein
122	2007	7	16	3.000.000,00 €	nein	ja
123	2000		4		ja	nein
124	2010	2	40	8.000.000,00 €	nein	nein
125	2009	2,3	4	6.500.000,00 €	nein	ja
126	2010	1	4	4.500.000,00 €	nein	nein
127	2010	100	15	200.000.000,00 €	nein	nein
128	2010	1	6	2.000.000,00 €	nein	nein
129	2006	10	12		nein	nein
130	2010	3	13	10.000.000,00 €	nein	ja
131	2007	8	26	30.000.000,00 €	nein	ja
132						
133	2010	8	16	30.000.000,00 €	nein	ja
134	2000	3	8	3.750.000,00 €	nein	nein
135	2010	5	24		nein	nein
136	2007	10	10	20.000.000,00 €	nein	nein
137	2006	1	6	2.000.000,00 €	nein	ja
138	2009	1	6		nein	ja
139	2009	2	20	10.000.000,00 €	nein	ja
140	2009	7	10	2.200.000,00 €	nein	nein
141	2008	5	8	50.000.000,00 €	nein	ja
142	2010	16	40	5.800.000,00 €	nein	ja
143	2009	1	4	4.000.000,00 €	nein	nein

144	2009	6	20	8.000.000,00 €	nein	ja
145	2001	5	10	10.000.000,00 €	nein	nein
146					ja	nein
147	1999	10	4		nein	nein
148	2008	14	8	65.000.000,00 €	nein	ja
149						
150	2010	3	6	7.000.000,00 €	nein	nein
151						
<i>n</i>	140	127	140	97	144	139
Zusammenfassung						
<i>Mittelwert</i>	2008	9,7	15,6	18.051.667,53 €	ja = 12	ja = 65
<i>Modus</i>	2010	5	12	10.000.000,00 €	nein = 132	nein = 74
<i>Median</i>	2009	5	12	10.000.000,00 €		
<i>Stabw</i>	3	13	13	28.613.957,27 €		

Anhang 22: Übersicht über die einzelnen beschriebenen bzw. abgefragten Investitions-Prozesse

Investorentypen	Anzahl	Prozentual
Asset-Manager	7	4,64%
Bank & Investment-Banks	7	4,64%
Corporate-Investors	0	0 %
Corporate-Pension-Fund	19	12,58%
Endowment-Plan	13	8,61%
Family-Office / Foundation	16	10,60%
Fund-of-Funds-Manager	45	29,80%
Government-Agency	11	7,28%
Insurance-Company	4	2,65%
Investment-Company	8	5,30%
Private-Equity-Firm	3	1,99%
Public-Pension-Fund	18	11,92%
Gesamt	151	1

Anhang 23: Überblick über die einzelnen Investorentypen



Anhang 24: Visualisierung des Dendrogramms im Fünf-Variablen-Fall zur Analyse von Ausreißern mit dem Single-Linkage-Verfahren

	Cluster	
	1	2
Dauer der Zusammenarbeit	4,14	2,66
Wahrg. Ähnlichkeit	3,62	3,20
Track-Record	4,20	3,25
Attraktivität der Vertragsklauseln	3,33	2,63
Due-Diligence	4,32	3,55

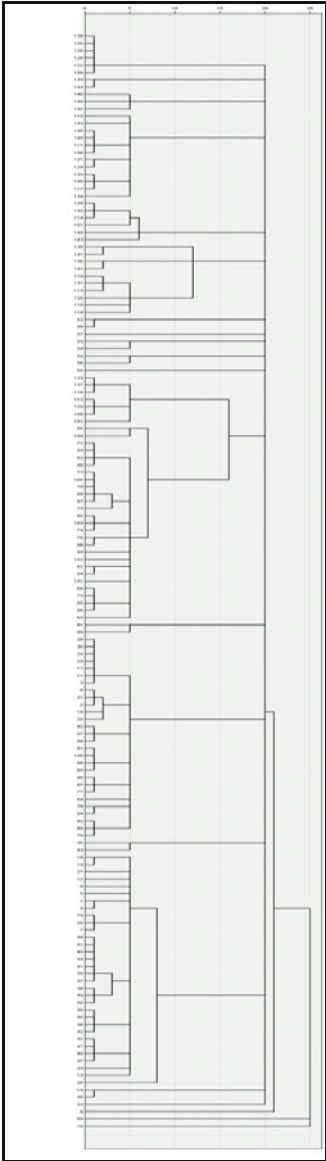
Anhang 25: Illustration der Zwei-Cluster-Lösung im Fünf-Variablen-Fall, hier Clusterzentren der endgültigen Lösung mit dem K-Means-Verfahren

Ward Method		Dauer der Zusammenarbeit	Wahrg. Ähnlichkeit	Track-Record	Vertragsklauseln	Due-Diligence
1	Mittelwert	2,6703	3,2135	3,5259	2,8097	3,6642
	N	76	76	76	76	76
	Standardabweichung	,84557	,72433	,98999	,80596	,72181
2	Mittelwert	4,2475	3,6336	3,9938	3,2042	4,2638
	N	75	75	75	75	75
	Standardabweichung	,73694	,73514	,78339	1,07449	,57520
Insgesamt	Mittelwert	3,4537	3,4222	3,7583	3,0056	3,9620
	N	151	151	151	151	151
	Standardabweichung	1,11867	,75721	,92082	,96619	,71710

Anhang 26: Darstellung der Ergebnisse der Cluster-Analyse des Fünf-Variablen-Falls mit zwei Clustern mittels der Ward Methode

		Cluster-Nr. des Falls		Vorhergesagte Gruppenzugehörigkeit					Gesamt
				1	2	3	4	5	
Original	Anzahl	Dimension2	1	36	1	0	0	0	37
			2	0	15	0	0	0	15
			3	0	0	37	0	0	37
			4	0	0	0	35	1	36
			5	0	0	0	0	26	26
	%	Dimension2	1	97,3	2,7	,0	,0	,0	100,0
			2	,0	100,0	,0	,0	,0	100,0
			3	,0	,0	100,0	,0	,0	100,0
			4	,0	,0	,0	97,2	2,8	100,0
			5	,0	,0	,0	,0	100,0	100,0
a. 98,7% der ursprünglich gruppierten Fälle wurden korrekt klassifiziert.									

Anhang 27: Darstellung der Ergebnisse des Diskriminanztests für die Fünf-Cluster-Lösung im Fünf-Variablen-Fall



Anhang 28: Visualisierung des Dendrogramms im Zwei-Variablen-Fall zur Analyse von Ausreißern

Schritt	Cluster-Anzahl	Koeffizienten	Wachstum zu nächster Stufe
1	150	0,041	1,585
...
140	...	28,3689476	0,14996614
141	10	33,3739028	0,16591629
142	9	40,0126542	0,15616306
143	8	47,4175189	0,14054604
144	7	55,1716803	0,15184023
145	6	65,0486884	0,15857474
146	5	77,3077439	0,26106284
147	4	104,620187	0,2614941
148	3	141,66466	0,23528288
149	2	185,251063	0,47376071
150	1	352,028185	

Anhang 29: Darstellung der Identifizierung der optimalen Cluster-Anzahl über das Wachstum zur nächsten Stufe im Zwei-Variablen-Fall

Ward Method		Wahrg. Kontroll-möglichkeiten	Vertrauen
1	Mittelwert	4,1029	3,8930
	N	55	55
	Standardabweichung	,55598	,90856
2	Mittelwert	1,9198	3,8304
	N	96	96
	Standardabweichung	,78682	,82825
Insgesamt	Mittelwert	2,7150	3,8532
	N	151	151
	Standardabweichung	1,27055	,85589

Anhang 30: Vorläufiges Ergebnis des Zwei-Variablen-Falls mit der Ward-Methode (Zwei-Cluster)

Ward Method		Wahrgenommene Kontrollmöglichkeiten	Vertrauen
1	Mittelwert	4,1665	4,1981
	N	46	46
	Standardabweichung	,55777	,61960
2	Mittelwert	2,5909	4,0838
	N	45	45
	Standardabweichung	,46606	,57875
3	Mittelwert	3,7778	2,3333
	N	9	9
	Standardabweichung	,44096	,37500
4	Mittelwert	1,0476	4,5862
	N	21	21
	Standardabweichung	,15040	,38342
5	Mittelwert	1,5237	2,9212
	N	30	30
	Standardabweichung	,52044	,51892
Insgesamt	Mittelwert	2,7150	3,8532
	N	151	151
	Standardabweichung	1,27055	,85589

Anhang 31: Vorläufiges Ergebnis des Zwei-Variablen-Falls mit der Ward-Methode (Fünf-Cluster)

		Cluster-Nr. des		Vorhergesagte Gruppenzugehörigkeit					
		Falls		1	2	3	4	5	Gesamt
Original	Anzahl	Dimension2	1	42	0	0	0	0	42
			2	0	36	0	0	0	36
			3	0	0	17	0	0	17
			4	0	0	0	27	0	27
			5	0	0	0	0	29	29
	%	Dimension2	1	100,0	,0	,0	,0	,0	100,0
			2	,0	100,0	,0	,0	,0	100,0
			3	,0	,0	100,0	,0	,0	100,0
			4	,0	,0	,0	100,0	,0	100,0
			5	,0	,0	,0	,0	100,0	100,0
a. 100,0% der ursprünglich gruppierten Fälle wurden korrekt klassifiziert.									

Anhang 32: Diskriminanztest (Klassifizierungsergebnisse) für die Fünf-Cluster-Lösung im Zwei-Variablen-Fall