

|                                                              |             |
|--------------------------------------------------------------|-------------|
| <b>Danksagung .....</b>                                      | <b>V</b>    |
| <b>Geleitwort .....</b>                                      | <b>VII</b>  |
| <b>Inhaltsverzeichnis .....</b>                              | <b>IX</b>   |
| <b>Abbildungsverzeichnis .....</b>                           | <b>XV</b>   |
| <b>Tabellenverzeichnis .....</b>                             | <b>XVII</b> |
| <b>Abkürzungsverzeichnis .....</b>                           | <b>XIX</b>  |
| <b>1 Einführung .....</b>                                    | <b>1</b>    |
| 1.1 Zielstellung und Forschungsfragen .....                  | 2           |
| 1.2 Gang der Untersuchung .....                              | 5           |
| <b>2 Grundlagen der VC-Finanzierung .....</b>                | <b>7</b>    |
| 2.1 Begriffsdefinitionen .....                               | 7           |
| 2.2 VC-Finanzierungsprozess .....                            | 8           |
| 2.2.1 Kapitalakquisition .....                               | 9           |
| 2.2.2 Beteiligungsakquisition .....                          | 9           |
| 2.2.3 Beteiligungswürdigkeitsprüfung .....                   | 10          |
| 2.2.4 Beteiligungsverhandlung .....                          | 11          |
| 2.2.5 Laufende Beteiligung und Managementunterstützung ..... | 12          |
| 2.2.6 Desinvestition .....                                   | 13          |
| 2.3 Finanzierungsphasen .....                                | 14          |
| 2.3.1 Early-Stage .....                                      | 14          |
| 2.3.2 Expansion-Stage .....                                  | 15          |
| 2.3.3 Late-Stage .....                                       | 15          |
| 2.4 Syndizierung .....                                       | 16          |
| 2.5 Investorengruppen .....                                  | 17          |
| 2.5.1 Independent VC-Investoren .....                        | 17          |
| 2.5.2 Corporate VC-Investoren .....                          | 17          |
| 2.5.3 Bank VC-Investoren .....                               | 19          |
| 2.5.4 Government VC-Investoren .....                         | 19          |
| 2.5.5 Business Angels und private Investoren .....           | 19          |
| 2.6 VC-Markt in den USA und Deutschland .....                | 20          |

|          |                                                        |           |
|----------|--------------------------------------------------------|-----------|
| 2.6.1    | VC-Markt in den USA .....                              | 20        |
| 2.6.2    | VC-Markt in Deutschland .....                          | 22        |
| 2.6.3    | Unterscheidung der Märkte .....                        | 25        |
| 2.7      | Principal-Agent-Theorie .....                          | 26        |
| 2.7.1    | Konflikte .....                                        | 27        |
| 2.7.2    | Risiken .....                                          | 28        |
| 2.7.3    | Kosten .....                                           | 29        |
| 2.7.4    | Lösungsansätze .....                                   | 29        |
| <b>3</b> | <b>Beteiligungsverträge bei VC-Finanzierungen.....</b> | <b>31</b> |
| 3.1      | Vertragswerke.....                                     | 32        |
| 3.1.1    | Term Sheet .....                                       | 32        |
| 3.1.2    | Beteiligungsvertrag .....                              | 33        |
| 3.1.3    | Satzung .....                                          | 33        |
| 3.1.4    | Gesellschaftervereinbarung .....                       | 34        |
| 3.1.5    | Weitere Verträge .....                                 | 34        |
| 3.2      | Vertragselemente .....                                 | 34        |
| 3.2.1    | Finanzierungsinstrumente .....                         | 35        |
| 3.2.1.1  | Eigenkapital .....                                     | 35        |
| 3.2.1.2  | Fremdkapital .....                                     | 35        |
| 3.2.1.3  | Mezzanine .....                                        | 36        |
| 3.2.1.4  | Convertible preferred stocks .....                     | 36        |
| 3.2.2    | Abbruchrechte .....                                    | 37        |
| 3.2.2.1  | Meilensteine .....                                     | 37        |
| 3.2.2.2  | Put-Option und Redemption Right .....                  | 39        |
| 3.2.3    | Stimmrechte .....                                      | 40        |
| 3.2.3.1  | Verwässerungsschutz und Ratchet-Provision .....        | 40        |
| 3.2.3.2  | Vesting und Vinkulierung .....                         | 42        |
| 3.2.3.3  | Call-Option .....                                      | 43        |
| 3.2.3.4  | Mitarbeiterbeteiligungsprogramm .....                  | 44        |
| 3.2.4    | Exit-Rechte .....                                      | 44        |
| 3.2.4.1  | Tag-along-Recht .....                                  | 45        |
| 3.2.4.2  | Drag-along-Recht .....                                 | 46        |
| 3.2.4.3  | Liquidationspräferenz .....                            | 47        |
| 3.2.4.4  | IPO-Rechte .....                                       | 48        |
| 3.2.4.5  | Vorverkaufsrecht .....                                 | 49        |
| 3.2.4.6  | Forced-Exit-Klausel .....                              | 49        |

|          |                                                                       |           |
|----------|-----------------------------------------------------------------------|-----------|
| 3.2.5    | Cashflowrechte – Dividendenvorzug und Zinszahlungen .....             | 50        |
| 3.2.6    | Kontroll- und Informationsrechte .....                                | 50        |
| 3.2.6.1  | Reporting .....                                                       | 51        |
| 3.2.6.2  | Beirat .....                                                          | 52        |
| 3.2.6.3  | Veto-Rechte .....                                                     | 53        |
| 3.2.7    | Sonstige Schutzrechte .....                                           | 56        |
| 3.2.7.1  | Garantien .....                                                       | 56        |
| 3.2.7.2  | Wettbewerbsverbot .....                                               | 58        |
| 3.2.7.3  | Pay-to-Play-Klausel .....                                             | 58        |
| <b>4</b> | <b>Systematische Literaturanalyse zu VC-Verträgen .....</b>           | <b>61</b> |
| 4.1      | Methode der systematischen Literaturanalyse .....                     | 61        |
| 4.1.1    | Ziel der Analyse, Suchbegriffe, Einschränkungen und Datenbanken ..... | 62        |
| 4.1.2    | Eingrenzung der Ergebnisse .....                                      | 64        |
| 4.2      | Darstellung der Ergebnisse .....                                      | 68        |
| 4.2.1    | Auswertung der Studien .....                                          | 69        |
| 4.2.1.1  | Journale .....                                                        | 69        |
| 4.2.1.2  | Veröffentlichungszeitpunkte .....                                     | 72        |
| 4.2.1.3  | Autoren .....                                                         | 72        |
| 4.2.1.4  | Länder und Datenbestände .....                                        | 73        |
| 4.2.2    | Studien mit direkter Vertragsuntersuchung .....                       | 75        |
| 4.2.2.1  | Erhebungen Bengtsson .....                                            | 76        |
| 4.2.2.2  | Erhebungen Cumming .....                                              | 77        |
| 4.2.2.3  | Erhebung Walz .....                                                   | 79        |
| 4.2.2.4  | Erhebung Antonczyk .....                                              | 80        |
| 4.2.2.5  | Erhebungen Kaplan und Strömberg .....                                 | 80        |
| 4.2.2.6  | Erhebung Hommel und Walz .....                                        | 81        |
| 4.2.2.7  | Weitere Erhebungen .....                                              | 83        |
| 4.3      | Auswertung der Ergebnisse .....                                       | 84        |
| 4.3.1    | Einflussfaktoren auf den Vertrag .....                                | 86        |
| 4.3.1.1  | Deal/Investment Charakteristika .....                                 | 86        |
| 4.3.1.2  | VCG Charakteristika .....                                             | 87        |
| 4.3.1.3  | PU Charakteristika .....                                              | 88        |
| 4.3.1.4  | Markt Charakteristika .....                                           | 89        |
| 4.3.1.5  | Übersicht der Einflussfaktoren .....                                  | 90        |
| 4.3.2    | Vertragselemente .....                                                | 91        |
| 4.3.3    | Wirkung des Vertrags .....                                            | 92        |

|          |                                                                  |            |
|----------|------------------------------------------------------------------|------------|
| 4.3.4    | Theoretische Ansätze zum Modell .....                            | 94         |
| <b>5</b> | <b>Modellspezifikation mithilfe von Experteninterviews .....</b> | <b>97</b>  |
| 5.1      | Methode der Experteninterviews.....                              | 97         |
| 5.1.1    | Leitfadenentwicklung und Pre-Test.....                           | 99         |
| 5.1.2    | Auswahl der Experten und Durchführung der Interviews .....       | 101        |
| 5.1.3    | Auswertung der Experteninterviews.....                           | 104        |
| 5.2      | Darstellung der Ergebnisse.....                                  | 106        |
| 5.2.1    | Einflussfaktoren auf den Vertrag – Seed-Runde .....              | 107        |
| 5.2.1.1  | Deal/Investment Charakteristika .....                            | 107        |
| 5.2.1.2  | VCG Charakteristika .....                                        | 110        |
| 5.2.1.3  | PU Charakteristika .....                                         | 113        |
| 5.2.2    | Einflussfaktoren auf den Vertrag – Folgefinanzierung.....        | 116        |
| 5.2.2.1  | Deal/Investment Charakteristika .....                            | 116        |
| 5.2.2.2  | PU Charakteristika .....                                         | 118        |
| 5.2.3    | Relevanz und Wirkung des Vertrags .....                          | 120        |
| 5.2.3.1  | Wirkung einzelner Klauseln.....                                  | 121        |
| 5.2.3.2  | Spezifische Wirkung des Vertrags .....                           | 126        |
| 5.3      | Diskussion der Ergebnisse.....                                   | 131        |
| 5.3.1    | Diskussion der Einflussfaktoren .....                            | 131        |
| 5.3.2    | Diskussion der Wirkung .....                                     | 136        |
| 5.4      | Ergebnisintegration in das Modell.....                           | 138        |
| <b>6</b> | <b>Empirisch-quantitative Untersuchung.....</b>                  | <b>141</b> |
| 6.1      | Generierung der Zusammenhänge.....                               | 142        |
| 6.2      | Datenerhebung und Forschungsdesign.....                          | 144        |
| 6.3      | Operationalisierung .....                                        | 145        |
| 6.4      | Über die Stichprobe.....                                         | 150        |
| 6.4.1    | PU, Deal/Investment und VCG Charakteristika .....                | 151        |
| 6.4.2    | Repräsentativität .....                                          | 154        |
| 6.4.3    | Charakteristika der Vertragselemente.....                        | 156        |
| 6.4.3.1  | Bivariate Analyse der Vertragselemente .....                     | 161        |
| 6.4.3.2  | Korrelation der Vertragselemente .....                           | 168        |
| 6.4.4    | Charakteristika der Wirkungsvariablen .....                      | 170        |
| 6.5      | Methoden der Untersuchung.....                                   | 171        |
| 6.5.1    | Multiple lineare Regressionsanalyse.....                         | 171        |
| 6.5.2    | Logistische Regressionsanalyse.....                              | 174        |

|          |                                                              |            |
|----------|--------------------------------------------------------------|------------|
| 6.5.3    | Untersuchungsstrategie .....                                 | 176        |
| 6.6      | Einflussfaktoren auf die Vertragsgestaltung .....            | 179        |
| 6.6.1    | Vertragsindex .....                                          | 180        |
| 6.6.2    | Wettbewerbsverbot .....                                      | 182        |
| 6.6.3    | Vorerwerbsrecht .....                                        | 183        |
| 6.6.4    | Drag-along .....                                             | 184        |
| 6.6.5    | Tag-along .....                                              | 185        |
| 6.6.6    | Liquidationspräferenz .....                                  | 186        |
| 6.6.7    | Verwässerungsschutz .....                                    | 187        |
| 6.6.8    | Meilensteine .....                                           | 188        |
| 6.6.9    | ESOP .....                                                   | 190        |
| 6.6.10   | Call-Option .....                                            | 191        |
| 6.6.11   | Kapitalzufuhr .....                                          | 192        |
| 6.6.12   | Meilensteine – Detailbetrachtung .....                       | 195        |
| 6.6.13   | Veto-Rechte – Detailbetrachtung .....                        | 198        |
| 6.6.14   | Diskussion der Einflussfaktoren .....                        | 200        |
| 6.7      | Wirkung des Vertrags .....                                   | 203        |
| 6.7.1    | Konflikte .....                                              | 204        |
| 6.7.2    | Exit .....                                                   | 205        |
| 6.7.3    | Erfolg .....                                                 | 206        |
| 6.7.4    | Diskussion der Wirkung .....                                 | 211        |
| <b>7</b> | <b>Schlussbetrachtung.....</b>                               | <b>215</b> |
| 7.1      | Zusammenfassung .....                                        | 215        |
| 7.2      | Limitationen .....                                           | 219        |
| 7.3      | Implikationen .....                                          | 221        |
| 7.3.1    | Theoretische Implikationen .....                             | 222        |
| 7.3.2    | Praktische Implikationen .....                               | 223        |
| 7.4      | Ausblick .....                                               | 226        |
|          | <b>Literaturverzeichnis .....</b>                            | <b>229</b> |
|          | <b>Anhang A: Relevante Treffer der Literaturanalyse.....</b> | <b>243</b> |
|          | <b>Anhang B: Leitfaden für Experteninterviews .....</b>      | <b>247</b> |