



Thomas Jürgenschellert

# Venture Capital

Merkmale, Marktstruktur und Entwicklungslinien  
von Risikokapitalfinanzierungen im historischen Kontext



Nomos

Thomas Jürgenschellert

# Venture Capital

Merkmale, Marktstruktur und Entwicklungslinien  
von Risikokapitalfinanzierungen im historischen Kontext



**Nomos**

© Titelbild: Adobe Stock – putilov\_denis

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

Zugl.: Eichstätt-Ingolstadt, Katholische Universität, Diss., 2022

u.d.T. Venture Capital im historischen Kontext:  
Strukturierte Veränderungsanalyse der Finanzierungsform  
seit Beginn des 18. Jahrhunderts anhand von Case Studies

Datum der mündlichen Prüfung: 13.05.2022

Gutachter: Prof. Dr. Frank E. W. Zschaler, Prof. Dr. Jens Kleine

ISBN 978-3-8487-8806-4 (Print)

ISBN 978-3-7489-3445-5 (ePDF)



Onlineversion  
Nomos eLibrary

1. Auflage 2022

© Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden 2022. Gesamtverantwortung für Druck und Herstellung bei der Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, vorbehalten. Gedruckt auf alterungsbeständigem Papier.

## Vorwort und Danksagung

Die vorliegende Dissertationsschrift ist während meiner Zeit am CFin – Research Center for Financial Services in München entstanden. Gerne möchte ich mich an dieser Stelle bei den Menschen bedanken, die mich auf unterschiedlichen Wegen während der Erstellung dieser Arbeit begleitet und unterstützt haben.

Mein erster Dank gilt meinem Doktorvater Prof. Dr. Frank E. W. Zschaler der Katholischen Universität Eichstätt-Ingolstadt für die ausgezeichnete Betreuung, die konstruktiven Gespräche und die wertvollen Impulse. Daneben gilt mein Dank meinem Zweitgutachter Prof. Dr. Jens Kleine der Hochschule München für die hilfreiche Unterstützung und die spannenden Diskussionen.

Darüber hinaus möchte ich mich bei meinen Kollegen und Freunden für die schöne Zeit am Institut bedanken, insbesondere bei Dr. Maximilian Jolmes, Dr. Thomas Peschke und Maximilian Miorin – hat sehr viel Spaß gemacht!

Zu guter Letzt gilt mein besonderer Dank meiner Familie und meinen Freunden, die mich uneingeschränkt unterstützt und motiviert haben. Ich bin sehr froh, Euch alle in meinem Leben zu haben. Euch sei diese Arbeit gewidmet.

Juni 2022

*Thomas Jürgenschellert*



## Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	13
Tabellenverzeichnis	17
Abkürzungsverzeichnis	19
1. Einleitung	21
1.1 Ausgangssituation und Zielsetzung	21
1.2 Aufbau und Methodik	24
1.3 Aktueller Stand wissenschaftlicher Forschung	26
2. Theoretische Grundlagen, Einordnung und aktuelle Marktsituation von Venture Capital	30
2.1 Begriffsbestimmung und Abgrenzung von Venture Capital	30
2.1.1 Gegenwärtiges begriffliches Verständnis	30
2.1.2 Abgrenzung und Merkmale	32
2.2 Merkmale und Eigenschaften von Zielunternehmen	37
2.2.1 Attribute von Zielunternehmen	37
2.2.2 Lebenszyklus und Bedeutung der Gründerperson	40
2.3 Bedeutung und Varianten von Kapitalgebern	43
2.3.1 Besonderheiten und Bedeutung externer Finanzpartner von jungen Unternehmen	43
2.3.2 Unterschiedliche Typen von Venture-Capital-Gebern	45
2.3.2.1 Überblick und Fokus	45
2.3.2.2 Business Angel	47
2.3.2.3 Venture-Capital-Gesellschaften	49
2.3.2.4 Sonderformen	50
2.4 Venture Capital im Finanzierungsprozess von jungen Unternehmen	51

*Inhaltsverzeichnis*

2.5	Finanzierungstheoretische Untersuchung von Venture Capital anhand verschiedener Ansätze der Neuen Institutionenökonomik	55
2.5.1	Einordnung, Untersuchungsgegenstand und thematische Relevanz der Neuen Institutionenökonomik	55
2.5.2	Zentrale Ansätze der Neuen Institutionenökonomik	60
2.5.2.1	Verfügungsrechtetheorie	60
2.5.2.2	Transaktionskostentheorie	62
2.5.2.3	Principal-Agent-Theorie	64
2.5.3	Implikationen für Venture-Capital-Finanzierungen	67
2.6	Aktuelle Marktsituation und Rahmenbedingungen	71
2.6.1	Venture-Capital-Markt in den USA	71
2.6.1.1	Marktstruktur und volkswirtschaftliche Bedeutung	71
2.6.1.2	Politische und steuerrechtliche Rahmenbedingungen	78
2.6.1.3	Desinvestitionsmechanismen	80
2.6.2	Venture-Capital-Markt in Deutschland	81
2.6.2.1	Marktstruktur und volkswirtschaftliche Bedeutung	81
2.6.2.2	Politische und steuerrechtliche Rahmenbedingungen	84
2.6.2.3	Desinvestitionsmechanismen	86
2.6.3	Herausstellung wesentlicher Gemeinsamkeiten und Unterschiede der Märkte	87
3.	Methodisches Vorgehen und Bewertungsmodell	91
3.1	Case Study Research	91
3.1.1	Einordnung und Ansatz	91
3.1.2	Basistypen	92
3.1.3	Vorgehensweise und Gütekriterien	95
3.2	Konzeption eines Bewertungskatalogs	96
3.2.1	Struktur und Aufbau	96
3.2.2	Identifizierungskriterien	97
3.2.3	Differenzierungsfaktoren	102
3.3	Hypothesenbildung und Auswahl der Fallbeispiele	103
3.3.1	Zielsetzung und Hypothesenbildung	103

3.3.2	Selektionsmethodik	105
3.3.3	Auswahl historischer Beispiele	109
4.	Analyse der historischen Entwicklung von Venture Capital anhand von Fallbeispielen	110
4.1	Frühformen der Risikokapitalfinanzierung im 18. Jahrhundert	110
4.1.1	Finanzierung der Forschungsarbeiten Johann Friedrich Böttgers zur Erfindung des europäischen Porzellans	110
4.1.1.1	Analyse der Finanzierung	110
4.1.1.2	Bewertung	112
4.1.2	Finanzierung der ersten Südseereise von James Cook	114
4.1.2.1	Analyse der Finanzierung	114
4.1.2.2	Bewertung	115
4.2	Finanzierung der Textilindustrie in Neuengland am Beispiel der Boston Manufacturing Company	118
4.2.1	Analyse der Finanzierung der Boston Manufacturing Company	118
4.2.2	Bewertung	124
4.2.3	Weiteres Investitionsverhalten der “Boston Associates” im Rahmen der Industrialisierung	126
4.3	Finanzierung früher Eisenbahnprojekte in Großbritannien und den USA	128
4.3.1	Analyse der Finanzierung der Liverpool and Manchester Railway	128
4.3.2	Analyse der Finanzierung der Baltimore and Ohio Railroad	133
4.3.3	Vergleich und Bewertung	138
4.4	Finanzierung der Telefonerfindung und des Bell-Systems	143
4.4.1	Analyse der Finanzierung der anfänglichen Forschung, Entwicklung und Geschäftsaufnahme	143
4.4.2	Unternehmensgründung und weitere Entwicklung der Organisations- und Kapitalstruktur	148
4.4.3	Bewertung	155
4.5	Finanzierung der frühen amerikanischen Automobilindustrie am Beispiel von Ford	159
4.5.1	Zielkonflikte und Fehlschläge auf dem Weg zum Automobilimperium	159
4.5.1.1	Detroit Automobile Company	159

*Inhaltsverzeichnis*

4.5.1.2	Henry Ford Company	162
4.5.2	Analyse der Finanzierung der Ford Motor Company	164
4.5.3	Bewertung	172
4.6	Übergang von wohlhabenden Privatinvestoren zur professionellen Venture-Capital-Gesellschaft	175
4.6.1	Rahmenbedingungen und erstmalige Verwendung des Begriffs Venture Capital	175
4.6.2	Investitionsverhalten bekannter Risikokapitalgeber in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts	180
4.6.2.1	John Hay Whitney	180
4.6.2.2	Laurance Spelman Rockefeller	182
4.6.3	Finanzierung der Digital Equipment Corporation durch die American Research and Development Corporation	185
4.6.3.1	Entstehung, Geschäftsmodell und Investitionsverhalten der ARDC	185
4.6.3.2	Analyse der Finanzierung der Digital Equipment Corporation	190
4.6.3.3	Bewertung	194
4.7	Modernes Venture Capital	197
4.7.1	Katalysatoren des modernen Venture Capital	197
4.7.1.1	Small Business Investment Companies	197
4.7.1.2	Geographische Konzentration von Hochtechnologie und Venture Capital	202
4.7.1.3	NASDAQ als Exit-Kanal	205
4.7.2	Finanzierung durch modernes Venture Capital im Silicon Valley am Beispiel von Apple Computer	207
4.7.2.1	Aufschwung der Venture-Capital-Industrie in den 1980er-Jahren	207
4.7.2.2	Analyse der Finanzierung von Apple Computer	213
4.7.2.3	Bewertung	219
4.7.3	Auswirkungen der Dotcom-Blase auf Venture Capital	221
5.	Bewertende Veränderungsanalyse von Venture Capital im Zeitverlauf	226
5.1	Zusammenfassende Bewertung der historischen Analyse	226
5.1.1	Überblick	226
5.1.2	Venture Capital vor 1946	230
5.1.3	Venture Capital ab 1946	231

5.2	Wesentliche statische Elemente im Zeitverlauf	233
5.2.1	Affinität zu Innovation und Technologie	233
5.2.2	Investitionsrisiko	235
5.2.3	Management-Unterstützung	237
5.2.4	Agency-Mechanismen	238
5.3	Wesentliche dynamische Elemente im Zeitverlauf	240
5.3.1	Ertragskomponenten	240
5.3.2	Zeithorizont	243
5.3.3	Intermediation	246
5.4	Abschließende Würdigung der historischen Analyse	248
5.4.1	Zusammenführende Veränderungsanalyse	248
5.4.2	Würdigung von Abgrenzungsmerkmalen und Definition	251
5.4.3	Prüfung der Hypothesen	255
5.4.4	Beantwortung der Forschungsfragen	257
5.4.5	Grenzen der Untersuchung und zukünftige Forschungsfelder	259
6.	Schlussbetrachtung	263
	Literaturverzeichnis	267
	Anhang	295



## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Aufbau und Inhalt	25
Abbildung 2:	Einordnung Venture Capital	33
Abbildung 3:	Informeller und formeller Venture-Capital-Markt	36
Abbildung 4:	Attribute von Startup-Unternehmen	37
Abbildung 5:	Entwicklungs- und Finanzierungsphasen junger Unternehmen	41
Abbildung 6:	Externe Finanzpartner junger Unternehmen	44
Abbildung 7:	Formen der außerbörslichen Beteiligungsfinanzierung	46
Abbildung 8:	Abgrenzung Business Angel und Venture-Capital-Gesellschaft	48
Abbildung 9:	Funktion der Venture-Capital-Gesellschaft	50
Abbildung 10:	Finanzierungsphasen und Akteure	53
Abbildung 11:	Übersicht Agency-Probleme	65
Abbildung 12:	Anzahl und Volumen der Venture-Capital-Deals in den USA (1995–2019)	72
Abbildung 13:	Regionale Verteilung der Venture-Capital-Investitionen in den USA nach Anzahl (2019)	73
Abbildung 14:	Durchschnittliches Volumen nach Finanzierungsphasen und Jahr in den USA (in Mio. USD)	74

*Abbildungsverzeichnis*

Abbildung 15: Anteil am Venture-Capital-Finanzierungsvolumen nach Branche	75
Abbildung 16: Anzahl Investoren von Venture-Capital-Fonds nach Typ und Assets under Management (2019)	76
Abbildung 17: Anteil der Venture-Capital-Finanzierungen am Bruttoinlandsprodukt der USA	77
Abbildung 18: Exit-Strategien in den USA nach Anzahl	80
Abbildung 19: Anzahl und Volumen der Venture-Capital-Deals in Deutschland (2008–2019)	81
Abbildung 20: Regionale Verteilung der Venture-Capital-Investitionen in Deutschland nach Anzahl (2017)	82
Abbildung 21: Durchschnittliches Venture-Capital-Volumen nach Finanzierungsphasen in Deutschland (in Tsd. Euro)	83
Abbildung 22: Exit-Strategien in Deutschland nach Anzahl	87
Abbildung 23: Basistypen Case Study Research	94
Abbildung 24: Vorgehensweise einer Multiple Case Study	95
Abbildung 25: Bewertungskatalog (exemplarisch befüllt)	97
Abbildung 26: Bestimmungsmerkmale Kapitalnehmer und -geber (exemplarisch)	99
Abbildung 27: Wissenschaftliche Herleitung Identifizierungskriterien	101
Abbildung 28: Zweistufiger Selektionsprozess	106
Abbildung 29: Historische Beispiele im Analysefokus	109
Abbildung 30: Bewertungskatalog – Forschungsarbeiten Böttgers	113

*Abbildungsverzeichnis*

Abbildung 31:	Bewertungskatalog – James Cook Expedition	117
Abbildung 32:	Anteilseigner der ersten Finanzierungsrunde der Boston Manufacturing Company	122
Abbildung 33:	Bewertungskatalog – Boston Manufacturing Company	124
Abbildung 34:	Bewertungskatalog – Liverpool and Manchester Railway	140
Abbildung 35:	Bewertungskatalog – Baltimore and Ohio Railroad	141
Abbildung 36:	Historische Entwicklung der Organisation des Bell-Systems	151
Abbildung 37:	Bewertungskatalog – Bell-System	157
Abbildung 38:	Ursprüngliche Anteilseigner der Ford Motor Company	167
Abbildung 39:	Festlegung der Direktoren der Ford Motor Company	168
Abbildung 40:	Entwicklung von Verkaufs- und Umsatzzahlen der Ford Motor Company im Zeitverlauf	170
Abbildung 41:	Bewertungskatalog – Ford Motor Company	174
Abbildung 42:	Branchenfokus der ARDC im Zeitverlauf	189
Abbildung 43:	Bewertungskatalog – Digital Equipment Corporation	195
Abbildung 44:	Ausstehende Finanzierungstypen der SBICs im September 1964 nach Gesamtvolumen, Anteil und durchschnittlich ausstehenden Volumen (in Tsd. USD)	200
Abbildung 45:	Anzahl und Investitionssumme von SBICs im Zeitverlauf	201

*Abbildungsverzeichnis*

Abbildung 46: Entwicklung der Halbleiterindustrie (SIC 3674) in den USA	204
Abbildung 47: Entwicklung der IPOs von mit Venture Capital finanzierten Unternehmen in den USA (1984–1996)	207
Abbildung 48: Volumen der Venture-Capital-Investitionen und Anzahl der Portfoliounternehmen im Zeitverlauf in den USA	209
Abbildung 49: Anteile verschiedener Investorengruppen im Zeitverlauf gemessen am Investitionsvolumen in den USA	210
Abbildung 50: Geographische Verteilung der Venture-Capital-Investitionen gemessen an der Anzahl (1982–1987)	211
Abbildung 51: Bewertungskatalog – Apple Computer	219
Abbildung 52: Gesamtes und durchschnittliches Venture-Capital-Investitionsvolumen in den USA im Zeitraum der Dotcom-Blase	224
Abbildung 53: Zusammenfassende Bewertung der historischen Beispiele	228
Abbildung 54: Ertragskomponenten im Zeitverlauf	242
Abbildung 55: Statische und dynamische Elemente im Überblick	248
Abbildung 56: Abgrenzungsmerkmale und theoriegeleitete Definition	252
Abbildung 57: Angepasste Definition im historischen Kontext	254

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Annahmen von Neoklassik und Neuer Institutionenökonomik im Vergleich	59
Tabelle 2:	Vergleich der Marktsituation in Deutschland und den USA (2019)	88
Tabelle 3:	Liste der Anteilseigner für den zweiten Antrag vor dem Parlament	132
Tabelle 4:	Ursprüngliche Kapitalverteilung der Baltimore and Ohio Railroad	136
Tabelle 5:	Veränderung der Aktionärsstruktur der American Bell Telephone Company im Zeitverlauf	155
Tabelle 6:	Return on Investment ursprünglicher Ford-Investoren	171
Tabelle 7:	Finanzierte Projekte durch die ARDC im Zeitverlauf	187
Tabelle 8:	Regionale Verteilung von Venture Capital nach Kapitalgeberstandort in den USA im Jahre 1985	205
Tabelle 9:	Erste Finanzierungsrunde von Apple Computer	216
Tabelle 10:	Ausgewählte Apple-Anteilseigner zum 30. November 1980 bei einer Bewertung von 29 USD je Aktie	218
Tabelle 11:	Überblick der analysierten historischen Beispiele	227
Tabelle 12:	Risikokomponenten der historischen Beispiele	236



## Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
ARDC	American Research and Development Corporation
AT&T	American Telephone and Telegraph Company
BA	Business Angel
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bspw.	Beispielsweise
Bzw.	Beziehungsweise
Ca.	Circa
CAD	Computer-aided design
CAGR	Compound Annual Growth Rate
CVC	Corporate Venture Capital
DEC	Digital Equipment Corporation
ERISA	Employee Retirement Income Security Act of 1974
Et al.	Und andere
EuVECA-VO	EU-Verordnung über europäische Risikokapitalfonds
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
F.	Folgende
F+E	Forschung und Entwicklung
Ff.	Fortfolgende
GBP	Pfund Sterling
I.d.R.	In der Regel
IBM	International Business Machines Corporation
Inc.	Incorporated
IPO	Initial Public Offering
ISDEX	Internet Stock Index
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
LSE	London Stock Exchange
Ltd.	Limited Company
Mind.	Mindestens
Mio.	Millionen
MIT	Massachusetts Institute of Technology
Mrd.	Milliarden
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
Nr.	Nummer
NYSE	New York Stock Exchange
O.O.	Ohne Ort
O.S.	Ohne Seite
PC	Personal Computer

*Abkürzungsverzeichnis*

PVC	Public Venture Capital
S.	Seite
SBA	Small Business Administration
SBIC	Small Business Investment Companies
SEC	United States Securities and Exchange Commission
SIC	Standard Industrial Classification
U.a.	Unter anderem
USA	Vereinigte Staaten von Amerika
USD	US-Dollar
VC	Venture Capital
Vgl.	Vergleiche
Z.B.	Zum Beispiel
Z.T.	Zum Teil