

WHU – Forschungspapier Nr. 81

**Die Beziehung zwischen VC-Gesellschaften und
Start-Up-Unternehmen**

**Brettel, Malte
Thust, Solveig
Witt, Peter**

September 2001

Die Beziehung zwischen VC-Gesellschaften und Start-Up-Unternehmen

Malte Brettel, Solveig Thust, Peter Witt

1	Einführung und Problemstellung	2
2	Grundlagen und Definitionen	3
3	Agency Theory und ihre Anwendung auf die Beziehung zwischen Venture Capital-Gesellschaft und Unternehmer	5
	3.1 Grundlagen der Agency-Theory	5
	3.2 Eignung für die Betrachtung der Beziehung zwischen Venture Capital-Gesellschaft und Unternehmer	7
4	Instrumente und Mechanismen zur Verminderung von Agency-Konflikten zwischen Venture Capital-Gesellschaft und Unternehmer	12
	4.1 Beteiligungsakquisition (Deal Flow).....	12
	4.2 Beteiligungsauswahl (Screening)	15
	4.3 Beteiligungsverhandlung (Approval and structuring).....	18
	4.4 Phase nach der Investition (Post Investment Activities)	26
5	Zusammenfassung und Ausblick	30

1 Einführung und Problemstellung

Am 12. November 1999 betraten Polizeibeamte den Firmensitz von „Pixelon“ und verhafteten den Gründer und Geschäftsführer David Kim Stanley. Dieser hatte aufgrund seiner Behauptung, eine neue Video-Technologie für das Internet entwickelt zu haben, 28 Mio. Dollar Venture Capital für sein Unternehmen bekommen. Die Investoren begannen misstrauisch zu werden, als „Pixelon“ kurz darauf 16 Mio. Dollar für eine Gründungsparty ausgab. Nachforschungen ergaben, dass die Technologie nichts anderes als eine Adaptation des Microsoft Media Players war.¹

Betrachtet man die Investitionsvolumina der Venture-Capital-Finanzierungen (kurz: VC-Finanzierungen) für Unternehmensgründungen, so hat diese Branche in Deutschland gerade in den letzten Jahren einen starken Boom erlebt.² Inzwischen widmen sich auch deutsche Forschungsarbeiten diesem Thema. Dabei stehen bisher vor allem die Suche nach Erfolgsfaktoren von Risikofinanzierungen³, die Diskussion über Rahmenbedingungen⁴, die optimale Gestaltung der Finanzierungsinstrumente⁵ oder auch der Prozess der Beteiligungsauswahl⁶ im Mittelpunkt der Untersuchungen. Betrachtet man allerdings das eingangs geschilderte Beispiel, so ist es eher erstaunlich, dass sich bislang nur wenige Arbeiten mit der Ungleichverteilung von Informationen zwischen Start-Up-Unternehmen und Venture Capital-Gesellschaften in Verbindung mit divergierenden Zielsetzungen dieser beiden Akteure beschäftigt haben und bisher kaum untersucht wurde, welche Lösungsansätze für diese Probleme bestehen.⁷

Diese Lücke möchte das vorliegende Forschungspapier schließen. Dazu soll im folgenden nach einer kurzen Erläuterung der wesentlichen Begriffe und Funktionen

¹ Vgl. <http://www.thestandard.com/article/display/0.1151.15115.00.html>.

² Nach 3,3 Mrd. DM 1998 erreichten die Bruttoinvestitionen der Mitglieder des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) 1999 mit 5,5 Mrd. DM ein neues Rekordergebnis. Das Gesamtportfolio stieg von 9,9 Mrd. DM auf 13,9 Mrd. DM. Vgl. Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Venture Capital Association e.V. (BVK) (2000), S. 1.

³ Vgl. Schefczyk, M. (2000); Schefczyk, M. (1999); Müller, R. (1999)

⁴ Vgl. Fischer, L. (1987); Pleschak, F. et al. (1998); Wupperfeld, U./Kulicke, M. (1993); Wupperfeld, U. (1997)

⁵ Vgl. Weimerskirch, P. (1999)

⁶ Vgl. Pichotta, A. (1990)

⁷ Zur Behandlung von Detailfragen siehe Amit, R. et al. (1990a), Chan, Y.-S. et al. (1990). Zur praktischen Relevanz dieser Probleme siehe auch Gutowski, K./Reimer, H. (2000); Wirtz, B. W. (2000)

im Kontext VC-finanzierter Unternehmensgründungen mit Hilfe der Prinzipal-Agenten-Theorie eine Betrachtung der Beziehung zwischen VC-Gesellschaften und Start-Up-Unternehmen vorgenommen werden. Darauf aufbauend werden für jede Finanzierungsphase Instrumente und Methoden aufgezeigt, die helfen können, die Beziehung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer optimal zu gestalten. Dadurch soll ein Beitrag dazu geleistet werden, Situationen wie eingangs geschildert zu vermeiden oder zumindest zu entschärfen.

2 Grundlagen und Definitionen

Als Venture Capital-Gesellschaften (kurz: VC-Gesellschaften) sollen Finanzintermediäre verstanden werden, die in der Regel Eigenkapital⁸ in Form zeitlich begrenzter Minderheitsbeteiligungen mit hohem Kontroll- und Mitspracherechten sowie Managementunterstützung bereitstellen.⁹ Gegenstand der Investitionen von VC-Gesellschaften sind Beteiligungsfinanzierungen von Unternehmen, die zumindest zum Finanzierungszeitpunkt noch nicht börsenreif sind.¹⁰

Der Prozess der Vergabe von Venture Capital verläuft in verschiedenen Stufen. Diese wurden erstmalig von *Tyebjee/Bruno* in einem Modell dargestellt,¹¹ das von *Fried/Hisrich*¹² sowie *Wright/Robbie*¹³ hinsichtlich der betrachteten Stufen sowie einiger Feedbackschleifen erweitert wurde. *Gompers/Lerner* entwickelten schließlich die Idee, dass es sich bei dem hier zu betrachtenden Prozess um einen multidimensionalen Kreislauf handelt, der in sich wiederholenden Phasen abläuft.¹⁴

Die einzelnen Phasen dieses Geschäftsmodells sollten im folgenden kurz dargestellt werden, da sie Grundlage der Betrachtung der Beziehung zwischen Venture Capital-Gesellschaft und Start-Up-Unternehmen sein sollen.

?? *Kapitalakquisition (Raising of funds)*: In dieser Phase steht das Einwerben von Kapital durch die Venture Capital-Gesellschaft im Vordergrund, wobei als Quellen institutionelle Anleger, insbesondere Pensionsfonds und Versicherungsgesellschaften, von Bedeutung sind.

⁸ Ausnahmen bilden hybride Finanzierungsinstrumente, die aber auf die Umwandlung in Eigenkapital abzielen. Hierzu wird in Kapitel 4.3 näher eingegangen.

⁹ Zur Abgrenzung von VC-Gesellschaften von ähnlichen Finanzierungsformen siehe Schefczyk, M. (2000), S. 55f.; Vgl. auch Brettel, M. et al. (2000), S. 66ff.

¹⁰ Vgl. Schefczyk, M. (2000), S. 16

¹¹ Vgl. Tyebjee, T. T./Bruno, A. V. (1984) S. 1052ff.

¹² Vgl. Fried, V. H. et al. (1998) S. 22ff.

¹³ Vgl. Wright, M./Robbie, K. (1998), S. 534ff.

¹⁴ Vgl. Gompers, P. A./Lerner, J. (1999)

- ?? *Beteiligungsakquisition (Deal generation)*: In dieser Phase verschafft sich die Venture Capital-Gesellschaft Informationen über potentielle Portfoliounternehmen¹⁵.
- ?? *Beteiligungsauswahl (Sreening)*: Im Rahmen der Beteiligungswürdigkeitsprüfung werden die potentiellen Portfoliounternehmen in einem mehrstufigen Prozess mit den Kriterien der Venture Capital-Gesellschaft abgeglichen.¹⁶ Am Ende dieser Phase wird also darüber entschieden, ob mit den betreffenden Unternehmen Beteiligungsverhandlungen aufgenommen werden sollen.
- ?? *Beteiligungsverhandlung (Approval and structuring)*: Anschließend werden die Konditionen der Beteiligung, z.B. Kontroll- und Mitspracherechte, zum Einsatz kommende Finanzierungsinstrumente, zwischen Venture Capital-Geber und Venture Capital-Nehmer sowie ggf. weiteren Beteiligten abgestimmt. Nach erfolgreichem Abschluss dieser Phase kommt es zum Abschluss der Beteiligung.
- ?? *Phase nach der Investition (Post investment activities)*: Auch in der Phase nach der Investition bleiben Venture Capital-Geber und Venture-Capital-Nehmer in Kontakt. Häufig partizipieren VC-Gesellschaften aktiv an der Steuerung ihrer Portfoliounternehmen. Sie monitoren die Aktivitäten des Managements und leisten Beratungsunterstützung. Im Extremfall haben sie Eingriffsrechte auf die Besetzung des Managements in den Gründungsunternehmen.
- ?? *Desinvestment (Exit)*: Zum Ausstieg aus der Beteiligung und somit der Realisierung des Erfolgs stehen dem Venture Capital-Unternehmen verschiedene Wege zur Verfügung:¹⁷ (1) der Börsengang des Portfoliounternehmens, (2) der Aufkauf durch ein anderes Unternehmen (Trade Sale), (3) der Verkauf an einen anderen Investor, (4) der Rückkauf der Anteile durch das Portfoliounternehmen, (5) die Reorganisation des Portfoliounternehmens oder (6) das Abstoßen von Unternehmen, die den Erwartungen nicht gerecht wurden.

¹⁵ Aus Sicht der VC-Gesellschaften werden die Start-Up-Unternehmen auch als Portfoliounternehmen bezeichnet.

¹⁶ Vgl. hierzu Pichotta, A. (1990)

¹⁷ Vgl. Barry et al. 1990, S. 450

3 Agency Theory und ihre Anwendung auf die Beziehung zwischen Venture Capital-Gesellschaft und Unternehmer

3.1 Grundlagen der Agency-Theory

In unvollkommenen Märkten und Beziehungen sind in der Regel die Informationen nicht gleichverteilt. Kommen in einer Vertragsbeziehung zu einer asymmetrischen Informationsverteilung noch Interessenkonflikte hinzu,¹⁸ so wird das Feld begründet, in dem die „Theory of Agency“ entstanden ist.¹⁹ Die Agency-Theory untersucht auf dieser Basis ökonomische „Auftraggeber-Beauftragten-Beziehungen“, wobei der Auftraggeber als Prinzipal und der Auftragnehmer als Agent bezeichnet wird.²⁰

Der Prinzipal bietet dem Agenten einen Vertrag, der den Auftrag und die Entlohnung des Agenten sowie die Rolle beider Akteure genau spezifiziert. Der Agent entscheidet daraufhin, ob er den Vertrag annimmt oder nicht. Falls er den Vertrag akzeptiert, führt er den vereinbarten Auftrag aus. Die möglichen Handlungen des Agenten haben dabei sowohl einen Einfluss auf das Einkommen des Agenten als auch auf das des Prinzipals. Dabei besteht die Möglichkeit, dass der Agent den Auftrag zur Zufriedenheit des Prinzipals erfüllt oder nicht. Wie im Vertrag vereinbart, erhält der Agent eine Entlohnung für seine Tätigkeit.

Während bei statischer Betrachtung diese Interaktion nur einmal abläuft, kann sich der Prozess in dynamischen Modellen mehrfach wiederholen.

Als wesentliche Annahmen über die beteiligten Akteure dieser Modelle gelten:²¹

- (1) Prinzipal und Agent sind rational handelnde Individuen, die ihren jeweiligen Eigennutzen maximieren.
- (2) Es bestehen unterschiedliche Risikopräferenzen zwischen Prinzipal und Agent.

Als organisatorische Prämissen gelten zusätzlich:

- (3) Es bestehen Informationsasymmetrien zwischen Prinzipal und Agent. Der Agent verfügt über einen Informationsvorsprung und kann diesen zu Ungunsten des Prinzipals in seinen Handlungen nutzen.

¹⁸ Vgl. Wenger, E./Terberger, E. (1988), S. 506

¹⁹ Den grundlegenden Ansatz formulierte Ross. Vgl. Ross, S. A. (1973), weiterhin auch Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976); Pratt, J. W./Zeckhauser, R. J. (1985); Bamberg, G./Spremann, K. (1987)

²⁰ Vgl. Weißenberger, B. E. (1997), S. 137

²¹ Vgl. Eisenhardt, K. M. (1989), S. 59; Petersen, T. (1989), S. 29f.

(4) Prinzipal und Agent haben im allgemeinen nicht die gleichen Zielfunktionen. Charakteristisch für die Beziehung zwischen Prinzipal und Agent ist die Tatsache, dass eine Situation mit Unsicherheit vorliegt.²² Der Prinzipal sieht sich mit endogener Unsicherheit konfrontiert, die besonders problematisch ist, wenn sie gemeinsam mit exogener Unsicherheit bezüglich der Umweltzustände auftritt. Eine Unterscheidung, ob beispielsweise ein bestimmtes Leistungsergebnis des Agenten auf dessen mangelhafte Leistungserfüllung oder aber auf exogene, vom Agenten nicht beeinflussbare, Störfaktoren zurückzuführen ist, kann nicht mehr ohne weiteres vom Prinzipal getroffen werden.

Die o. g. Informationsasymmetrien lassen sich nach dem Zeitpunkt ihres Auftretens unterscheiden:

1. Der Prinzipal kann die Aktionen des Agenten *nach Vertragsabschluss* nicht beobachten.²³ Bei nicht zufriedenstellenden Resultaten kann der Prinzipal nicht entscheiden, ob dies Ergebnis mangelnder Leistungserfüllung seitens des Agenten ist oder ob exogene Störfaktoren die Ursache waren. Diese Informationsasymmetrie wird als „hidden action“ bezeichnet.²⁴
2. „Hidden information“ tritt in der Suchphase, d.h. *vor bzw. bei Vertragsabschluss* auf. Hierbei besteht das Problem, dass der Prinzipal zwar die Handlungen des Agenten beobachten kann, der Agent aber über private Informationen verfügt, die dem Prinzipal nicht zugänglich sind.²⁵

Die genannten Informationsasymmetrien sind Ursache verschiedener Probleme in der Beziehung zwischen Prinzipal und Agent.

Adverse selection tritt auf, wenn der Prinzipal im Falle von „hidden information“ zu falschen Entscheidungen gelangt.²⁶

Moral hazard „refers to lack of effort on the part of the agent“²⁷. Im Fall von „hidden action“ kann der Agent nicht zufriedenstellende Ergebnisse immer mit exogenen

²² Vgl. Petersen, T. (1989), S. 30

²³ Hierzu ist auch der Fall zu fassen, dass Beobachtungen zwar grundsätzlich möglich sind, aber aus Kostengründen ausgeschlossen werden können.

²⁴ Je nachdem, ob es sich bei diesen Handlungen um manuelle oder geistige Tätigkeiten, können erstere als „hidden effort“ und letztere als „hidden knowledge“ bezeichnet werden. Vgl. Weißenberger, B. E. (1997), S. 148. Diese Unterscheidung soll hier nicht weiter verfolgt werden.

²⁵ Hierbei kann nochmals zwischen „hidden characteristics“, d.h. der mangelnden Fähigkeit zur Diskriminanz relevanter Eigenschaften, sowie „hidden information i.e.S.“, d.h. mangelndes Wissen über exogene Störgrößen, differenziert werden. Vgl. Weißenberger, B. E. (1997), S. 148. Auch diese Unterscheidung soll hier nicht weiter verfolgt werden.

²⁶ Vgl. Erlei, M. et al. (1999), S. 113

²⁷ Eisenhardt, K. M. (1989), S. 61

Störgrößen erklären. Er kann sich deshalb, ohne Gefahr von Sanktionen, gegen die Interessen des Prinzipals verhalten und seine eigenen Ziele durchsetzen.

3.2 Eignung für die Betrachtung der Beziehung zwischen Venture Capital-Gesellschaft und Unternehmer

Die Eignung der Prinzipal-Agenten-Theorie für die Betrachtung der Beziehung zwischen Venture Capital-Gesellschaft und Start-Up-Unternehmen soll in zwei Schritten analysiert werden. Zunächst ist zu diskutieren, ob die oben beschriebenen Annahmen für den Fall VC-finanzierter Start-Up-Unternehmen gegeben sind. Dabei soll die Beziehung zwischen Venture Capitalist und Start-Up-Unternehmen näher beschrieben werden, um anschließend in einem zweiten Schritt potentielle Agency-Konflikte zu betrachten.

Betrachtet man die Zielsetzungen der beteiligten Akteure, so ist davon auszugehen, dass Start-Up-Unternehmer und Venture-Capital-Gesellschaft rational handeln und danach streben, ihre persönlichen Nutzenfunktionen zu maximieren. Da hier ausschließlich renditeorientierte Venture Capital-Gesellschaften betrachtet werden sollen²⁸, ist als Zielsetzung eine Maximierung der Internal Rate of Return (IRR) anzunehmen.²⁹ Auch für den Start-Up-Unternehmer kann zunächst dieses Ziel unterstellt werden. Neben der Erlangung von Reichtum sind jedoch noch andere, abweichende Zielsetzungen zu beachten, die einen positiven Nutzen für den Unternehmer aufweisen.³⁰

1. So wird unter dem Stichwort „*on the job consumption*“ eine vom Renditeziel abweichende Zielsetzung des Gründers in der Literatur diskutiert.³¹ Auch in der Praxis lassen sich für dieses Verhalten in Start-Up-Unternehmen verschiedene Beispiele finden.³² Hierbei werden Produktionsfaktoren des Unternehmens nicht mit dem Ziel maximaler Erträge eingesetzt, sondern zum direkten Nutzen für den Unternehmer.
2. Viele Gründer haben die *Selbständigkeit* bewusst als eine Alternative zu einem angestellten Arbeitsverhältnis gewählt. Für sie ist die damit verbundene

²⁸ Zur Diskussion weiterer Ziele von Venture Capitalists vgl. Schiffer, K. J./Schubert, M. (2000), S. 735; Temple, P. (1992), S. 50f.; Schröder, C. (1992); Hansen, G. S./Hill, C. W. (1991), S. 1-16

²⁹ Zur Berechnung der IRR siehe Schefczyk, M. (2000), S. 65-68

³⁰ Zur Diskussion über Motive und Ziele von Entrepreneuren siehe Krueger, N. F. et al. (2000), S. 413-421; Gamble, J. E. (2000), S. 411-432; Birley, S./Westhead, P. (1992), S. 7ff.

³¹ Vgl. Barney, J. B. et al. (1994), S. 20; Chua, J. H./Woodward, R. S. (1993), S. 52f.; Mitchell, F. et al. (1995), S. 188

³² Vgl. Dezes, M. (2001), S. 24; Klinger, K.-H. (1999), S. 321-323; Wirtz, B. W. (2000), S. 108

Unabhängigkeit und unternehmerische Handlungsfähigkeit als eigenständige Zielsetzung anzusehen.³³

3. Außerdem kann die Sammlung unternehmerischer Erfahrungen bei der Gründung und Führung eines eigenen Unternehmens als eine weitere Zielsetzung angesehen werden. *Franck/Opitz* vertreten in diesem Zusammenhang sogar die These, dass Start-Up-Unternehmen als Filter für besonders erfolgsversprechende Talente fungieren.³⁴ Demnach wird ein Gründungsengagement mit anschließender VC-Finanzierung auch dann von Personalrekrutern als ein positives Signal gewertet, wenn es die gesteckten Erfolgserwartungen nicht erfüllt hat.³⁵ Insofern könnte ein Ziel der Gründer auch darin bestehen, sich durch einen im Start-Up-Unternehmen gewonnenen „*Track Record*“ von anderen Bewerbern bei besonders attraktiven potentiellen Arbeitgebern abzuheben.

Die Risikoneigung in der Beziehung zwischen Venture Capital-Gesellschaft und Start-Up-Unternehmer wird in der Literatur kontrovers diskutiert.³⁶ In der hier betrachteten Beziehung soll von Risikoneutralität der Akteure ausgegangen werden.

Wie oben dargestellt, kommt es bei der Betrachtung von Agency-Problemen auf das Vorhandensein von Informationsasymmetrien an. Im Verhältnis zwischen Venture Capital-Gesellschaft und Start-Up-Unternehmer sind Informationsasymmetrien in bezug auf die Qualität des Unternehmers³⁷ und die Qualität des angestrebten Geschäfts³⁸ zu beachten. Einige Gründe für eine mögliche Manipulation von Informationen durch den Unternehmer wurden in der Literatur bereits besprochen: Der Unternehmer könnte z.B. befürchten, dass negative Informationen dazu führen, dass der Venture Capitalist sich gegen eine Investition in das Start-Up-Unternehmen entscheidet oder in späteren Phasen auf einen Austausch des Managementteams drängt³⁹ oder zumindest dessen Einfluss in der Unternehmensführung einschränkt.⁴⁰ Deshalb besteht für ihn in diesen Fällen ein Anreiz, negative

³³ Vgl. Krueger, N. F. et al. (2000), S. 413; Volery, T. et al. (1997), S. 6f. sowie die theoretischen Überlegungen bei Douglas, E. J./Shepherd, D. A. (2000), S. 247-249

³⁴ Vgl. Franck, E./Opitz, C. (2001), S. 453

³⁵ Vgl. Franck, E./Opitz, C. (2001), S. 455; 461

³⁶ Zur Diskussion divergierender Risikoneigung zwischen Start-Up-Unternehmer und VC-Gesellschaft siehe Gamble, J. E. (2000), S. 436; Hill, C. W./Snell, S. A. (1988), S. 580; Admati, A. R./Pfleiderer, P. (1994), S. 387ff.; Außerdem wird die Änderung der Risikoneigung und Risikoerwartung in den Entwicklungsphasen des Start-Up-Unternehmens diskutiert. Vgl. Ruhnka, J. C./Young, J. E. (1991), S. 121ff.; Van de Ven, A. H. et al. (1984), S. 94f.

³⁷ Vgl. Bygrave, W. D. (1988), S. 137

³⁸ Vgl. Gompers, P. A./Lerner, J. (1999), S. 128

³⁹ Vgl. Macmillan, I. C. et al. (1988), S. 28

⁴⁰ Vgl. Fried/Hisrich 1995, S.101ff.

Informationen zurückzuhalten und sich in Beziehung zu seinem Venture Capital-Geber so positiv wie möglich darzustellen.

Wie gezeigt werden konnte, sind die o.g. Prämissen der Prinzipal-Agenten-Theorie für in der Betrachtung der Beziehung zwischen Venture Capital-Gesellschaft und Start-Up-Unternehmer erfüllt. Es ist zu beachten, dass durch die Anwendung der Prinzipal-Agenten-Theorie eine gewisse Interaktionsweise der beteiligten Akteure unterstellt wird. In der Literatur wird klassischerweise von einer hierarchischen Beziehung ausgegangen, in der der Prinzipal versucht, das opportunistische Verhalten seines Agenten zu verhindern. In den bisherigen Arbeiten, die die Prinzipal-Agenten-Theorie auf die Beziehung zwischen Venture Capitalist und Start-Up-Unternehmer anwenden, wird dem Venture Capitalist als Eigentümer die Rolle des Prinzipals zugedacht, während der Start-Up-Unternehmer die Rolle des Agenten übernimmt, der in diesem Fall aber über Eigentum und Kontrolle verfügt.⁴¹

Zusammenfassend zeigt sich für den ersten Schritt, dass die Prinzipal-Agenten-Theorie anwendbar ist und zwar unter Zugrundelegen der Sichtweise, die opportunistisches Verhalten des Start-Up-Unternehmers betrachtet und die Möglichkeiten des Venture Capitalist analysiert, dieses Verhalten zu verhindern.⁴²

Unter Verwendung der oben beschriebenen Agency-Beziehung für die Venture Capital-Gesellschaft als Prinzipal und den Start-Up-Unternehmer als Agenten werden verschiedene Agency-Konflikte deutlich, die in dem nun folgenden zweiten Schritt dargestellt werden sollen.

Das Problem der „*adverse selection*“ ist von *Amit et al.* für den Venture Capital-Kontext analysiert worden.⁴³ Im Falle von Informationsasymmetrie, wenn der Unternehmer über mehr Wissen bezüglich seiner eigenen Fähigkeiten verfügt, als der

⁴¹ Vgl. z.B. Amit et al 1990, S. 1232ff., Bergemann/Hege 1998, S. 703ff., Chan, Y.-S. (1983), S. 1543. Sapienza, H. J./Gupta, A. K. (1997), S. 1618 berichten, dass der CEO und das Management-Team eines VC-finanzierten Start-Up im Mittelwert über einen Kapitalanteil von 13 bzw. 37,5% verfügen. Es scheint dabei durchaus angebracht anzunehmen, dass der Start Up-Unternehmer über einen signifikanten Eigentumsanteil verfügt. Er unterscheidet sich damit von den CEO's großer Kapitalgesellschaften, die nach Jensen 1989, S. 61ff. nur über einen durchschnittlichen Anteil von 0,25% verfügen.

⁴² Selbstverständlich sind auch umgekehrte Agency-Konflikte denkbar. So lassen sich auch empirische Nachweise opportunistischen Verhaltens des Venture Capitalists finden: Venture Capitalists könnten in ein Portfoliounternehmen zu gering investieren, um eine größere Zahl von Start-Up-Unternehmen finanzieren zu können (vgl. Gorman/Sahlman 1989, S. 283), sie könnten aufgrund von Zeitmangel zu wenig Aufmerksamkeit für ein spezifisches Start-Up aufbringen (Vgl. Cable, D. M./Shane, S. (1997), S. 151) oder, insbesondere junge Fondmanager, könnten Start-Up-Unternehmen zu schnell zum IPO führen, um ihre eigene Erfahrung und Reputation zu steigern (vgl. Gompers 1996, S. 133). Das entspricht allerdings nicht der eingangs geschilderten Problemstellung.

⁴³ Vgl. Amit et al. 1990, S. 1232ff.

Venture Capitalist, wird ein Adverse-Selection-Problem entstehen: Der Venture Capitalist geht in seinem Angebot – mangels ausreichender Informationen - von einem durchschnittlich qualifizierten Unternehmer aus und unterbreitet ihm ein durchschnittliches Angebot. In der Folge werden sich unterdurchschnittliche Unternehmer für sein Angebot interessieren, während sich überdurchschnittliche Unternehmer nach alternativen Finanzierungsmöglichkeiten umsehen werden. Als Ergebnis werden nur noch sehr niedrige Preise auf dem Venture Capital-Markt erzielt, was unter Umständen zu einem Zusammenbruch des Marktes führen kann.⁴⁴

Nach Ansicht von *Wright/Robbie* variiert das Adverse-Selection-Problem in Abhängigkeit der Finanzierungsphase und der Branche der Investition. In späten Finanzierungsphasen, so argumentieren sie, ohne jedoch empirische Belege zu erbringen, tritt das Problem weniger stark auf, da bereits Erfahrungswerte über die Qualität des Managements aus der Vergangenheit vorliegen, die die Informationsasymmetrien vermindern. Außerdem sollte in High-Tech-Branchen das Problem stärker ins Gewicht fallen, als in Branchen, die gängige Technologien verwenden, da der Screening-Prozess aufgrund größerer Komplexität behindert wird und damit Informationsasymmetrien verstärkt werden.⁴⁵

Das Problem des „*moral hazard*“ kann aus den divergierenden Zielsetzungen von Start-Up-Unternehmer und Venture Capital-Gesellschaft abgeleitet werden. Wie oben besprochen, können drei vom Renditeziel abweichende Zielsetzungen des Entrepreneurs angenommen werden: (1) *on the job consumption*, (2) das Streben nach Selbständigkeit sowie (3) der Aufbau eines beruflichen Track Record. Im folgenden soll gezeigt werden, wie sich aufgrund dieser abweichenden Zielsetzungen das Problem des „*moral hazard*“ in drei Dimensionen abweichenden Verhaltens äußern kann: den Missbrauch von Unternehmensressourcen („*asset use*“), den Einsatz des Unternehmers („*effort*“) sowie den Zeithorizont („*horizon*“).

Aus der Zielsetzung des Entrepreneurs, direkten Nutzen aus Produktionsfaktoren zu ziehen (*on the job consumption*) resultiert das Problem des „*asset use*“. Das abweichende Verhalten des Start-Up-Unternehmers besteht in der versteckten, nicht-renditeorientierten Nutzung betrieblicher Ressourcen. Er zieht daraus direkten Nutzen, der sowohl in nicht-pekuniären Vorteilen (luxuriöse Büroausstattung, Incentive-Veranstaltungen etc.) als auch in Konsum auf Rechnung des Unternehmens (Dienstwagen, Businessclass-Flüge) bestehen kann.⁴⁶ Für Start-Up-

⁴⁴ Vgl. Amit et al. 1990, S. 1232ff. Ein früherer Ansatz von Chan beschreibt die Vorteile von Intermediären bei der Allokation von Investitionskapital im Falle von Informationsasymmetrien. Vgl. Chan, Y.-S. (1983), S. 1543ff.

⁴⁵ Vgl. Wright, M./Robbie, K. (1998), S. 538

⁴⁶ Erlei, M. et al. (1999), S. 76ff.

Unternehmen wird das Problem von *Cable/Shane* anschaulich beschrieben: "lavish company cars and meals that entrepreneurs perceive as deserved may be viewed as frivolous expenditures by venture capitalists"⁴⁷.

Das Streben nach *Selbständigkeit* führt dazu, dass der Start-Up-Unternehmer die Entwicklung seines Unternehmens mit einem relativ langfristigen Zeithorizont plant. Dagegen rechnet ein Venture Capitalist in der Regel mit dem Exit innerhalb von 5-10 Jahren. Es ist davon auszugehen, dass er so früh wie möglich Gewinne aus seiner Investition realisieren möchte. Deshalb könnte der Venture Capitalist einen Exit früher planen als der Entrepreneur.⁴⁸ Abweichendes Verhalten des Start-Up-Unternehmers resultiert hier daraus, dass er und der Venture Capitalist von verschiedenen Zeithorizonten ausgehen („horizon“-Problem). Außerdem könnte der Entrepreneur die Art und Richtung seines Arbeitseinsatzes so lenken, wie es für seine Zielsetzung der langfristigen Selbständigkeit und Unabhängigkeit optimal wäre („effort“-Problem“). Im Extremfall könnte er seine Anstrengungen im aktuellen Unternehmen reduzieren und sich stattdessen schon auf ein neues Start-Up-Projekt konzentrieren.⁴⁹

Die Zielsetzung des Entrepreneurs, durch ein Start-Up-Engagement einen optimalen *Track Record* zu erzielen, kann ebenfalls ein „horizon“-Problem nach sich ziehen. Da der Unternehmer selbst auf schnell sichtbare Berufserfahrungen aus ist, könnte er deshalb mit einem kürzeren Zeithorizont planen.⁵⁰ Da auch fehlgeschlagene Start-Up-Engagements vom Arbeitsmarkt als positives Signal gewertet werden, richtet er sein Verhalten nicht ausschließlich auf den Unternehmenserfolg, sondern auch auf die Optimierung seiner beruflichen Qualifikation und Reputation. Diese Form des „effort“-Problems ist z.B. für technologieorientierte Unternehmer beobachtet worden, die große Anstrengungen auf dem Gebiet der Forschung und Entwicklung unternommen haben, um ihr persönliches Vorankommen zu fördern. So findet sich bei *Gompers/Lerner* ein Beispiel eines Unternehmers aus der Biotechnologiebranche. Dieser entschied „to invest in certain type of research that

⁴⁷ Cable, D. M./Shane, S. (1997), S. 150

⁴⁸ Eine empirische Studie von Gompers, P. A. (1996), S. 133ff. konnte bisher nur zeigen, dass junge VC-Gesellschaften ihre Portfoliounternehmen schneller an die Börse bringen als etablierte Venture Capitalists.

⁴⁹ Dieses Verhalten bezeichnen *Barney et al.* als „competitive opportunism“. Vgl. Barney, J. B. et al. (1994), S. 20

⁵⁰ Theoretisch könnte sich dieses „horizon“-Problem mit dem o.g. Fall ausgleichen. Dieser Fall sollte jedoch in der Realität nicht vorkommen, da Entrepreneur mit der Zielsetzung der Selbständigkeit nicht zeitlich die Optimierung ihres Track Record verfolgen.

brings that great recognition in the scientific community but provides less return for the venture capitalist than other projects"⁵¹.

In Abbildung 1 sind die abweichenden Zielsetzungen des Start-Up-Unternehmers und die daraus abgeleiteten Dimensionen des Moral-Hazard-Problems nochmals dargestellt.

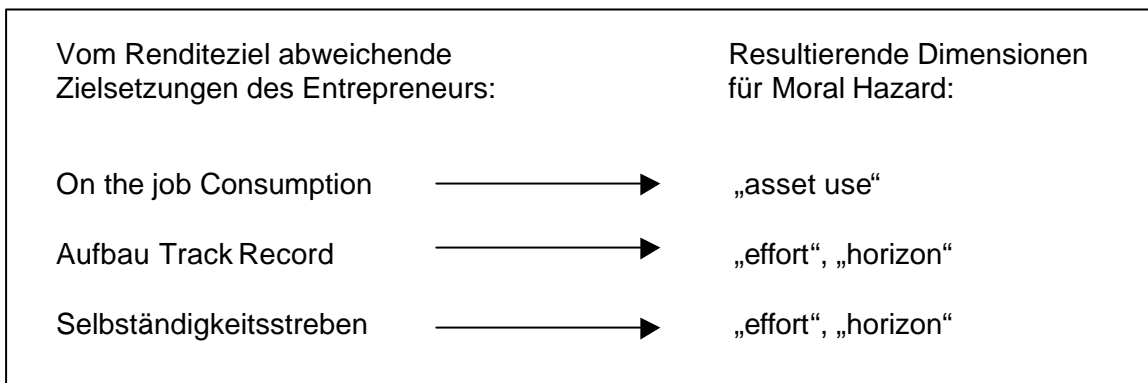


Abb. 1: Ableitung der Dimensionen von „moral hazard“

4 Instrumente und Mechanismen zur Verminderung von Agency-Konflikten zwischen Venture Capital-Gesellschaft und Unternehmer

Im folgenden sollen die oben beschriebenen Finanzierungsphasen⁵² hinsichtlich der potentiell auftretenden Probleme in der Beziehung zwischen Venture Capital-Gesellschaft und Start-Up-Unternehmen betrachtet werden, um daraus Instrumente und Mechanismen abzuleiten, die helfen können, diese Probleme zu vermeiden oder zu vermindern. Dabei werden nur die Phasen der Finanzierung betrachtet, in denen es zu einer echten Interaktion zwischen den beiden Akteuren kommt. Aus diesem Grund werden die Phasen *Kapitalakquisition* und *Exit* hier nicht besprochen.

4.1 *Beteiligungsakquisition (Deal Flow)*

Bereits in der frühen Phase der Beteiligungsakquisition kann der Venture Capitalist potentielle Agency-Probleme beeinflussen. In dieser Phase stellt sich ihm die Frage nach der optimalen Zusammenstellung seines Portfolios. Das Informationsdefizit auf der Seite des Venture Capitalist führt potentiell zum Problem des „adverse-selection“. Als Lösungsalternativen kann er zum einen versuchen, die Ent-

⁵¹ Gompers, P. A./Lerner, J. (1999), S. 128

⁵² Siehe Kap. 2

stehungsursachen des Adverse-selection-Problems zu vermindern oder zum anderen die Auswirkungen dieses Problems abzufedern. Grundsätzlich stehen ihm dazu zwei verschiedene Strategien zur Verfügung: die Diversifikation und die Spezialisierung.

Diversifikation

Bekanntermaßen kann basierend auf der Finanzierungstheorie das unsystematische Risiko des Anlegers durch Diversifikation seines Portfolios reduziert werden.⁵³ Die Venture Capital-Gesellschaft ist unsystematischen Risiken in hohem Maße ausgesetzt:⁵⁴ auf der einen Seite sind die spezifische Marktrisiken der jeweiligen Unternehmensgründungen zu beachten, die allerdings nicht Gegenstand des vorliegenden Beitrags sein sollen; auf der anderen Seite generiert das potentiell opportunistische Verhalten des Start Up-Unternehmers in hohem Maße unsystematische Risiken für die VC-Gesellschaft. Unabhängig von anderen Instrumenten zur Vermeidung von Agency-Konflikten hat der Venture Capitalist die Möglichkeit, diese Form des unsystematischen Risikos durch Diversifikation, d.h. Investition in eine große Anzahl von Portfoliounternehmen zu reduzieren.

Spezialisierung

Die soeben getroffenen Aussagen aus Sicht der Finanzierungstheorie würden im Extremfall bedeuten, dass eine Venture Capital-Gesellschaft ihr Portfolio komplett diversifizieren müsste. Diese Strategie scheint jedoch für das Umfeld des Venture Capital-Marktes nicht unbedingt geeignet. Die Annahmen der klassischen Finanzierungstheorie, insbesondere ein vollkommener Kapitalmarkt und der freie Zugang zu Informationen, sind, wie oben gezeigt, in der Venture Capitalist-Unternehmer-Beziehung nicht gegeben.⁵⁵ Venture Capitalist sieht sich Informationsasymmetrien ausgesetzt, die er, wenn überhaupt, nur unter Inkaufnahme von Kosten, vermindern kann. Daher ist die Spezialisierung auf bestimmte Portfoliounternehmen, wie z.B. eine bestimmte Branche, Finanzierungsphase oder Region, eine geeignete Strategie für Venture Capitalists, um ihre Informationsdefizite zu vermindern und daraus resultierende Agency-Probleme zu vermeiden.⁵⁶ Durch die

⁵³ Vgl. Ross, S. A. et al. (1996)

⁵⁴ Vgl. Norton, E./Tenenbaum, B. H. (1993a), S. 434; Fiet, J. (1995)

⁵⁵ Einer Studie von *Dixon* in Großbritannien zufolge nutzen VC-Gesellschaften derzeit kaum das Instrumentarium aktueller Investitionstheorien. So diversifizierten über 70% der befragten Unternehmen ihr Portfolio nicht aktiv, um Investitionsrisiken zu vermeiden. Der Grund hierfür wird damit erklärt, dass VC-Gesellschaften für Investitionsentscheidungen eher die Qualität des Gründerteams betrachten als finanzielle Kennzahlen und finanzmathematische Formeln zu verwenden. Vgl. *Dixon*, R. (1991), S. 337-342; *Sweeting*, R. C./*Wong*, C. F. (1997). Vgl. theoretische Ausführungen bei *Schmidt*, R. H. (1985)

⁵⁶ Als Erweiterung des CAPM entwickelten *Levy* und *Merton* das sog. Generalized CAPM. Dieses Model geht davon aus, dass sich aufgrund von Kosten zur Erlangung von Informationen

Spezialisierung beispielsweise auf eine bestimmte Branche können sie besser einschätzen, welche Start-Up-Unternehmen über ausreichende Erfolgsaussichten verfügen, welche derzeitigen und zukünftigen Wettbewerber im relevanten Markt aktiv sind oder auch welche Produkte durch andere Technologien substituiert werden könnten. Außerdem ist es möglich, ein weitreichendes Netzwerk von Zulieferern und Abnehmern zu etablieren, das von den Portfoliounternehmen genutzt werden kann.⁵⁷

Unter der Annahme, dass Informationsasymmetrien in frühen Finanzierungsphasen höher sind als in späteren, kann davon ausgegangen werden, dass Venture Capitalists, die schwerpunktmäßig Frühphasenfinanzierungen betreiben, in einer geringeren Bandbreite hinsichtlich der Branche oder Region tätig sind. Diese Hypothese konnte von *Norton/Tenenbaum* in ihrer empirischen Untersuchung von 97 Venture Capitalists in den USA bestätigt werden. Sie analysierten erstmalig die Strategien Diversifizierung und Spezialisierung im Zusammenhang und konnten zeigen, dass bei Frühphasenfinanzierungen die Vermeidung unternehmens- und branchenspezifische Risiken mit Hilfe von Spezialisierung für die Venture Capital-Gesellschaft bedeutsamer ist als das Management finanzieller Risiken mit Hilfe eines diversifizierten Portfolios.⁵⁸ *Gupta/Sapienza* konnten in ihrer Studie mit 169 US-amerikanischen VC-Gesellschaften nachweisen, dass diejenigen, die sich auf Frühphasenfinanzierungen spezialisiert hatten, in eine kleinere Gruppe von Branchen und in einem gezielteren geographischen Umfeld aktiv waren als Venture Capitalists, die Spätphasenfinanzierungen betrieben.⁵⁹ Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass sich die Finanzierungsphase der Portfoliounternehmen einen Einfluss auf die Strategie zur Verminderung von Risiken bei der Auswahl des Portfolios besitzt.

segmentierte Kapitalmärkte entwickeln. Infolgedessen ist die komplette Diversifikation über alle Märkte keine optimale Strategie mehr, vielmehr sollte sich der Investor auf die Bereiche spezialisieren, in denen er sich bereits gut auskennt. Vgl. für weitere Details Merton, R. (1987); Levy, H. (1991)

⁵⁷ Vgl. auch die theoretischen und empirischen Ergebnisse bei Bygrave, W. D. (1987); Bygrave, W. D. (1988)

⁵⁸ Vgl. Norton, E./Tenenbaum, B. H. (1993a), S. 431ff.

⁵⁹ Vgl. Sapienza, H. J./Gupta, A. K. (1997), S.1628f.

Finanzierungsphase	Problem	Lösungsansätze
Beteiligungsakquisition	Adverse Selection	Abbau von Informationsasymmetrien durch Spezialisierung der VC-Gesellschaft.

Abb. 2: Problem und Lösungsansätze bei der Beteiligungsakquisition

4.2 Beteiligungsauswahl (Screening)

Im Prozess der Beteiligungsauswahl steht der Venture Capitalist vor dem Problem, aus einer Vielzahl möglicher Kandidaten, diejenigen Unternehmen auszuwählen, die er für beteiligungswürdig hält. Aufgrund der auch hierbei vorhandenen Informationsasymmetrien zwischen dem Venture Capitalist und dem Start-Up-Unternehmer, der natürlich sein Unternehmen und seine Fähigkeiten bestmöglichst darstellen und weniger vorteilhafte Informationen zurückhalten wird, stellt sich in dieser Phase wiederum das „adverse selection“- Problem. Als Methoden, die den Informationsasymmetrien entgegenwirken, sollen hierbei der Prozess der Beteiligungswürdigkeitsprüfung, die Syndizierung des Investments sowie einige vertragliche Schutzklauseln näher betrachtet werden.

Beteiligungswürdigkeitsprüfung

Der Prozess der Beteiligungswürdigkeitsprüfung vollzieht sich in zwei Phasen. Zunächst werden in einer eher flüchtigen Vorauswahl (Initial Screening) aus allen vorliegenden Business Plänen ein großer Teil der Projekte ausgesondert.⁶⁰ In verschiedenen empirischen Studien wurde festgestellt, dass in dieser Phase zunächst allgemeine Kriterien, die die Investitionspolitik der Venture Capital-Gesellschaft betreffen, den Ausschlag geben.⁶¹ Wesentliche Kriterien sind hierbei die Größe der geforderten Investition, Branche oder Technologie des zu finanzierenden Unternehmens, der Standort und das Finanzierungsstadium des Unternehmens. Neben diesen fondspezifischen Kriterien werden die vorgelegten Business Pläne sowie ggf. weitere Unterlagen, Produktmuster oder Prototypen geprüft. Eine persönliche Kontaktaufnahme findet während dieser Phase noch nicht statt. Die verwendeten Kriterien zur Überprüfung der Business Pläne entsprechen in

⁶⁰ Zu beachten ist, dass sich die VC-Gesellschaften unter einem permanenten Zeitdruck befinden, der die Möglichkeiten des Screening der eingereichten Business-Pläne beeinträchtigt. So fanden Hall/Hofer in einer empirischen Studie heraus, dass für die erste Prüfung der Business Pläne lediglich sechs Minuten aufgewendet werden. Vgl. Hall, J./Hofer, C. W. (1993), S. 25

⁶¹ Vgl. Tyebjee, T. T./Bruno, A. V. (1984); Hall, J./Hofer, C. W. (1993); Wright, M./Robbie, K. (1996)

dieser Phase noch nicht den komplexen Katalogen der nachfolgenden Prüfphase.⁶²

Anschließend erfolgt eine detaillierte Überprüfung der in die engere Wahl gekommenen Kandidaten. Hierbei verwenden Venture Capitalists, wie verschiedene empirische Studien belegen, umfangreiche Kriterienkataloge. MacMillan et al. konnten in ihrer Befragung von 102 VC-Gesellschaften zeigen, dass die Qualität des Gründer(team)s das Kriterium mit der höchsten Bedeutung bei der Beurteilung der Beteiligungswürdigkeit besitzt.⁶³ In einer nachfolgenden Studie konnte *Knight* dies auch im internationalen Vergleich bestätigen.⁶⁴ Neben der Anwendung von Investitionskriterien in der Phase der Beteiligungsauswahl entfalten Venture Capitalist-Gesellschaften weitere Aktivitäten zum Abbau von Informationsasymmetrien. Sie führen beispielsweise Interviews mit dem Gründerteam, kontaktieren weitere Investoren, potentielle Kunden oder Experten.⁶⁵

Syndizierung

Als Syndizierung⁶⁶ eines Investments definieren *Gompers/Lerner* „the joint purchase of shares by two or more venture capital organizations or the joint underwriting of an offering by two or more investment banks“⁶⁷. Im Kontext der Venture Capital-Finanzierung kann die Syndizierung von Investments von VC-Gesellschaften zur Verminderung von Agency-Risiken eingesetzt werden. Durch Syndizierung können Informationsasymmetrien abgebaut und so das Problem „adverse selection“ vermindert werden.⁶⁸

Im Prozess der Beteiligungswürdigkeitsprüfung können Informationen zwischen zwei syndizierenden VC-Gesellschaften ausgetauscht werden. Von besonderem Vorteil könnte hierbei sein, wenn eine der VC-Gesellschaften bereits in der Vergangenheit in das Gründungsunternehmen investiert hat und ihre Erfahrungen mit späteren Investoren teilt. Selbst wenn davon nicht immer auszugehen ist, so kön-

⁶² Einige Autoren stellen auch für diese Phase umfangreiche Kriterien zusammen, da aus theoretischer Sicht der Prüfkatalog nicht geringer sein darf als in späteren Phasen. Vgl. Süchting, J. et al. (1999); Hall, J./Hofer, C. W. (1993); Fried, V. H./Hisrich, R. D. (1994). Andere beschränken dagegen auf wenige Kernkriterien. Vgl. Boocock, G./Woods, M. (1997), S. 40

⁶³ Vgl. Macmillan, I. C. et al. (1988)

⁶⁴ Vgl. Knight, R. M. (1994), Vgl. für Deutschland auch Hedrich, W. A. M./Setzer, M. R. (2000)

⁶⁵ Ein Katalog dieser Aktivitäten findet sich bei Fried, V. H./Hisrich, R. D. (1994), S. 28-33.

⁶⁶ Der Anteil der syndizierenden Unternehmen am Gesamtmarkt für Venture Capital in Deutschland lag 1999 bei 37,7%. (1998: 25,4%) Vgl. Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Venture Capital Association e.V.(BVK) (2000), S. 8

⁶⁷ Gompers, P. A./Lerner, J. (1999), S. 348

⁶⁸ Vgl. Lerner, J. (1994), S. 17; siehe auch die empirischen Ergebnisse bei Bygrave, W. D. (1987) sowie Bygrave, W. D. (1988)

nen spätere Investoren dennoch aus dem Investitionsverhalten früherer Investoren Rückschlüsse auf die Qualität des Investments ziehen.⁶⁹

Des Weiteren sollte erwähnt werden, dass die Syndizierung dem Venture Capitalist ermöglicht, seine finanziellen Engagements breiter zu streuen. Damit können die bereits oben beschriebenen Vorteile der Diversifikation erzielt werden, d.h. der unsystematische Teil der Agency-Risiken kann auf diesem Wege eliminiert werden.

Vertragliche Schutzklauseln

Insbesondere während der zweiten Phase des Screening-Prozesses verwenden VC-Gesellschaften des öfteren vertragliche Gestaltungsvarianten, die helfen sollen, Informationsasymmetrien abzubauen bzw. ihre Interessen zu schützen.⁷⁰

Hierzu zählen zunächst sog. „Ausschließlichkeitsrechte“. Hierbei muss sich der Start-Up-Unternehmer verpflichten, nur mit einem einzelnen VC-Geber zu verhandeln. Dieses, insbesondere während der Phase der Due Dilligence eingesetzte Instrument, soll den Investor davor schützen, eine aufwendige Beteiligungswürdigkeitsprüfung durchzuführen, ohne am Ende mit seiner Investition zum Zuge zu kommen. Hinsichtlich der Problematik „adverse selection“ ist diese Klausel allerdings eher kritisch zu betrachten. Ausschließlichkeitsrechte könnten dazu verleiten, dass sich die sehr guten Start-Up-Gründer von dieser Vertragsgestaltung zu sehr eingeschränkt fühlen und sich infolgedessen anderen Finanzierungsalternativen zuwenden. Weniger vorteilhafte Start-Up-Unternehmen gehen jedoch leichter Ausschließlichkeitsvereinbarungen ein. Dies hätte den Effekt, dass der VC-Geber zu einer falschen Auswahl seiner Portfoliounternehmen gelangt.

Des Weiteren kann sich der Venture Capitalist vom Start-Up-Unternehmer eine Garantie geben lassen, jegliche relevanten Informationen erhalten zu haben.⁷¹ Diese Vertragsklausel ist natürlich nur dann effektiv, wenn bei Fehlverhalten Sanktionen drohen. Schließlich können auch Geheimhaltungserklärungen zwischen VC-Geber und VC-Nehmer vor abweichendem Verhalten schützen.

⁶⁹ Mit der Problematik von Insider- und Outsider-Investoren befassten sich *Admati/Pfleiderer* ausführlich. Vgl. Admati, A. R./Pfleiderer, P. (1994)

⁷⁰ Zur theoretischen Herleitung von vertraglichen Schutzklauseln, die eine wertmaximierende Kontrollstruktur bieten sollen, siehe Chan, Y.-S. et al. (1990)

⁷¹ Vgl. Landström, H. et al. (1998), S. 577ff.

Finanzierungsphase	Problem	Lösungsansätze
Beteiligungsauswahl	Adverse Selection	Wesentliches Instrument zum Abbau von Informationsasymmetrien ist ein professionelles Screening. Daneben stellen auch die Syndizierung mit anderen VC-Gesellschaften oder vertragliche Schutzklauseln geeignete Ansätze dar.

Abb. 3: Problem und Lösungsansätze bei der Beteiligungsauswahl

4.3 *Beteiligungsverhandlung (Approval and structuring)*

In der darauffolgenden Phase der Beteiligungsverhandlung werden in einem mehrstufigen Prozess die (vertraglichen) Bedingungen der Überlassung von Venture Capital, z.B. Finanzierungsinstrumente und Finanzierungsrunden sowie alle Eingriffs- und Kontrollrechte des Venture Capital-Gebers verhandelt und festgelegt und somit bestimmt, welche Möglichkeiten zur Verhinderung von „moral hazard“ die VC-Gesellschaft nach Vertragsabschluss besitzt.⁷² Dabei liegt die höchste Verhandlungsmacht i.d.R. beim Venture Capital-Geber: „The entrepreneur will seldom initiate the writing of the agreement. The VC has the know-how and in most cases the power to do this.“⁷³ Grundsätzlich kommen dafür das Staging, andere Finanzierungsinstrumente und vertragliche Regelungen in Betracht.

Staging

Das sogenannte ‘Staged financing‘ ist einer der wichtigsten Mechanismen, um Informationsasymmetrien zwischen VC-Gesellschaft und Start-Up-Unternehmer und den daraus resultierenden Problemen zu begegnen.⁷⁴ Das gesamte benötigte Investitionsvolumen wird hierbei nicht in einer Summe, sondern zeitliche gestaffelt dem Start-Up-Unternehmen zur Verfügung gestellt. Zwischen dem Start-up und dem Venture Capital-Unternehmen werden zusätzlich meist Zielsetzungen in Form sogenannter „milestones“ formuliert, bei deren Erreichen die nächste Finanzierungsstufe eingeleitet wird. Dadurch können verschiedene Effekte erzielt werden:

?? Durch die Knappheit der Mittel, die dem Gründerteam zur Verfügung stehen, ist es angehalten, diese effizient einzusetzen, um den nächsten „mi-

⁷² Zu einer Übersicht der in Deutschland üblichen Vertragswerke siehe Schiffer, K. J./Schubert, M. (2000)

⁷³ Financial Consultant zitiert in Landström, H. et al. (1998), S. 576

⁷⁴ Vgl. Sahlman, W. A. (1990), S. 19

„Milestone“ zu erreichen (Reduzierung von „moral hazard“, insbesondere „asset-use“-Problem)⁷⁵

- ?? Erreicht das Start-Up-Unternehmen den nächsten „milestone“, so reduziert dies die Unsicherheiten der VC-Gebers bei der Beurteilung der Erfolgsaussichten. (Verminderung von Informationsasymmetrien und somit „adverse selection“ in der nächsten Finanzierungsrunde) Ohne das Staging wäre der VC-Geber höheren Investitionsrisiken ausgesetzt und würde zu deren Kompensation eine Risikoprämie, i.d.R. eine höhere Beteiligung am Unternehmen verlangen.⁷⁶
- ?? Außerdem trägt das Staging zu einer realistischeren Darstellung des Business Plans bei, wenn die dort beschriebenen Zielsetzungen als „milestones“ weiterer Finanzierungsrunden festgehalten werden. (Verminderung von Informationsasymmetrien und somit von „adverse selection“)
- ?? Das Verhalten der Venture Capital-Gesellschaft signalisiert dem Markt und somit potentiellen Neu-Investoren, ob sich ein Investment im Gründungsunternehmen empfiehlt oder nicht.⁷⁷ Die Start-Up-Unternehmer werden sich im Wissen um diese Signalwirkung noch intensiver um die planmäßige Erfüllung der „milestones“ bemühen. (Verhinderung von „moral hazard“ in allen Dimensionen).

Durch die Vereinbarung eines „Staged financing“ können also die Interessen der Venture Capital-Gesellschaft und des Start-Up-Unternehmens in eine gewisse Übereinstimmung gebracht werden.⁷⁸

Finanzierungsinstrumente

Grundsätzlich können Venture Capitalists aus drei Formen verschiedener Finanzierungsinstrumente wählen: Eigenfinanzierung, Fremdfinanzierung und Hybridformen, die Elemente aus Eigen- und Fremdfinanzierung kombinieren.⁷⁹

Typische Eigen- und Fremdfinanzierungen weisen laut *Gompers* jeweils sowohl Vorteile als auch Nachteile in bezug auf mögliche Agency-Probleme auf.⁸⁰

⁷⁵ Vgl. Norton, E./Tenenbaum, B. H. (1993a), S. 433

⁷⁶ Vgl. Schulz, E. (2000), S. 145

⁷⁷ Vgl. Baums, T./Möller, M. (2000), S. 5. Zur näheren Betrachtung von Informationsasymmetrien zwischen sog. Insider- und Outsider-Venture Capitalists siehe Admati, A. R./Pfleiderer, P. (1994)

⁷⁸ Vgl. Gompers, P. A. (1995), S. 1461

⁷⁹ Einen Überblick über mögliche Finanzierungsformen liefert Betsch, O. et al. (2000), S. 97-109.

So bieten reine *Eigenfinanzierungen* keine Möglichkeit, den Negativauslese-Effekt des „adverse selection“ zu verhindern.⁸¹ Verschiedene Untersuchungen bestätigten, dass das Angebot von Eigenkapital mit einem sog. „lemon“-Problem⁸² verbunden ist.⁸³ Daneben konnten *Jensen/Meckling* zeigen, dass bei reinen Finanzierungen mit Eigenkapital Agency-Konflikte, insbesondere hinsichtlich des „asset-use“-Problems bestehen.⁸⁴ „If the firm raises equity from outside investors, the manager has an incentive to engage in wasteful expenditures (e.g., lavish offices) because he may benefit disproportionately from these but does not bear the entire costs.“⁸⁵ Allerdings bestehen für Investoren i.d.R. gute Voraussetzungen für Monitoring-Aktivitäten, nicht zuletzt auch durch die Möglichkeit, eine aktivere Rolle im Management des Portfoliounternehmens zu übernehmen.⁸⁶ Außerdem bieten Eigenkapitalanteile dem Investor die Möglichkeit, am Wachstum des Unternehmens zu partizipieren.

Typische *Fremdfinanzierungen* bieten dagegen die Möglichkeit, Rückschlüsse auf die Qualität der Unternehmertypen zu ziehen und „adverse selection“ zu verhindern. So würden nach *Gompers* ausschließlich Unternehmer mit hohen Managementfähigkeiten eine Fremdfinanzierung in Betracht ziehen, da sie im Falle einer Liquidation zunächst die Forderungen der Gläubiger begleichen müssten.⁸⁷ Allerdings ist eine ausschließliche Fremdfinanzierung aus Sicht der VC-Gesellschaften nicht interessant, da sie lediglich Zinsgewinne zu erwarten hätten, nicht aber am wesentlich interessanteren Wachstumspotential des Start-Up-Unternehmens teilhaben könnten. Außerdem bieten sich ihnen hierbei nur geringe Möglichkeiten des Monitoring, da die Informationsrechte des Fremdkapitalgebers gegenüber Eigenkapitalgebern stark eingeschränkt sind.

Die *Hybridformen* „allow investors to preserve the advantages of debt and common equity while retaining few of their drawbacks“⁸⁸. Es können somit Finanzie-

⁸⁰ Vgl. Gompers, P. A. (1993), ähnlich auch Norton, E./Tenenbaum, B. H. (1993b), S. 33-35. Zur empirischen Untersuchung der Einflussfaktoren auf die Wahl der Finanzierungsform siehe Norton, E./Tenenbaum, B. H. (1992), S. 22-28

⁸¹ Vgl. Weimerskirch, P. (1999), S. 39; Amit, R. et al. (1990b)

⁸² Vgl. Akerlof, G. A. (1970) Das „lemon“-Problem wird auch hier durch Informationsasymmetrien verursacht: Der besser informierte Manager handelt im Interesse der bisherigen Shareholder. Dies kann dazu führen, dass nur Eigenkapitalanteile angeboten werden, wenn die Aktien des Unternehmens überbewertet sind.

⁸³ Vgl. Myers, S. C./Majluf, N. S. (1984); Greenwald, B. C. et al. (1984)

⁸⁴ Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976)

⁸⁵ Gompers, P. A./Lerner, J. (1999), S. 129

⁸⁶ Norton, E./Tenenbaum, B. H. (1993b), S. 34

⁸⁷ Vgl. auch Weimerskirch, P. (1999), S. 39

⁸⁸ Norton, E./Tenenbaum, B. H. (1993b), S. 35

rungsinstrumente konstruiert werden, die auf die Bedürfnisse von VC-Gesellschaften maßgeschneidert sind. Empirische Daten aus den USA bestätigen, dass sog. *Convertible Securities* die bevorzugten Finanzierungsformen der Venture Capitalists darstellen.⁸⁹ Auch theoretische Arbeiten belegen die Vorteilhaftigkeit dieser Finanzierungsform.⁹⁰ Diese in Stammaktien umtauschfähigen Wertpapiere umfassen die Wandel- und Optionsanleihen sowie *preferred stocks*.

Preferred stocks ähneln den deutschen Vorzugsaktien, weisen aber darüber hinaus einige besondere Merkmale auf. Neben dem auch bei Vorzugsaktien vorhandenen Vorrecht bei der Gewinnbeteiligung und einer Nachzahlungspflicht für entgangene Gewinne vor einer Neuausschüttung an die Stammaktionäre sind die *preferred stock* mit einem Vorrecht bei der Verteilung des Liquidationserlöses ausgestattet. Außerdem werden die Stimmrechte bei *preferred stock* im Gegensatz zur deutschen Vorzugsaktie i.d.R. nicht beschränkt.⁹¹ Ähnlich wie Fremdkapitalgeber werden Vorzugsaktionäre prioritär behandelt, dürfen jedoch selbst keinen Konkursantrag stellen. Der Besitz von Vorzugsaktien kann für den Venture Capitalist hinsichtlich der Vermeidung von „moral hazard“ von Vorteil sein, insbesondere da diese mit einer Nachschusspflicht für Dividendenzahlungen ausgestattet sind. In diesem Fall können die Unternehmensgründer als Inhaber von Stammaktien nur dann eine Verzinsung ihrer Investments erreichen, wenn der erwirtschaftete Überschuss über den zur Befriedigung des Dividendenvorrechts für die Vorzugsaktien hinaus geht. Das Dividendenvorrecht trägt somit zu einer optimalen Verwendung des Risikokapitals und zur Motivation der Gründer bei, ihren Arbeitseinsatz zu erhöhen.⁹² Außerdem besteht durch die vorrangige Beteiligung am Liquidationserlös ein gewisser Risikoschutz.⁹³ Regelmäßig werden auch wandelbare Vorzugsaktien verwendet (*convertible preferred stock*), die es dem Venture Capitalist ermöglichen, seine Vorzugsaktien später in Stammaktien umzutauschen.

Die Wandelanleihe (*convertible debt*) besteht aus einer Kombination von Anleihe und einer daran geknüpften Call-Option auf Beteiligungswerte am Unternehmen. Ihr Wert setzt sich demzufolge aus dem Wert der Anleihe und dem Wert der Call-Option zusammen. Da diese beiden Werte jeweils entgegengesetzt auf Risikoänderungen reagieren, kann der Einsatz von Wandelanleihen unterschiedliche Risi-

⁸⁹ Vgl. Trester, J. J. (1998), S. 695; Norton, E./Tenenbaum, B. H. (1993b), S.35-40

⁹⁰ Vgl. Lulfesmann, C. (1999), S.6; Berglöf, E. (1994), S. 253-267; Marx, L. M. (1998), S. 371-387

⁹¹ Vgl. Baums, T./Möller, M. (2000), S. 10ff.

⁹² Vgl. Baums, T./Möller, M. (2000), S. 12

⁹³ In der Praxis werden auch „liquidation preferences“ vereinbart, die über den einfachen Liquidationserlös hinausgehen. Hierdurch wird eine zusätzliche Überwälzung des Risikos auf das Start-Up-Unternehmen bewirkt.

koeinstellungen von Venture Capital-Gebern und –Nehmern in ihren Auswirkungen neutralisieren. Durch die Finanzierung mit Wandelschuldverschreibungen signalisieren die Unternehmen, dass sie über gute Ertragerwartungen verfügen. Gleichzeitig wird durch relativ niedrige Zinssätze der Cash-Flow des Unternehmens gegenwärtig nur wenig belastet.

Die Optionsanleihe besteht im Unterschied zur Wandelanleihe aus separat emittierten Finanzierungsinstrumenten, einer Anleihe und einer Option auf eigene Aktien. Das bewirkt, dass bei Ausübung der Option die Anleihe erhalten bleibt. Die Wandelanleihe dagegen verfällt nach der Ausübung des Umtauschrechts in Aktien. In der Auswirkung auf die Vermeidung von Agency-Problemen unterscheidet sich die Optionsanleihe somit nicht von der Wandelanleihe.⁹⁴

Generell bieten sich dem Venture Capitalist bei der Verhandlung über die zu verwendenden Finanzierungsinstrumente wiederum Möglichkeiten, aus dem Verhalten des Start-Up-Unternehmers Rückschlüsse auf „Hidden Information“ zu gewinnen. Durch die Wahl einer bestimmten Vertragskonstruktion kann der Unternehmer dem Venture Capitalist signalisieren, dass er an eine positive Unternehmensentwicklung glaubt. Dies ist besonders dann der Fall, wenn der Unternehmer bereit ist, bei ungünstiger Ertragsentwicklung ein höheres Risiko zu tragen.⁹⁵

Vertragliche Regelungen

Neben der Wahl der Finanzierungsinstrumente können auch verschiedene vertragliche Konstruktionen der Venture Capital-Gesellschaft helfen, abweichendes Verhalten des Start-Up-Unternehmers zu verhindern.⁹⁶

So kann das Gründerteam vertraglich verpflichtet werden, eine bestimmte zeitliche Mindestfrist im Start-Up-Unternehmen zu arbeiten. In die gleiche Richtung zielen Wettbewerbsklauseln sowie die Verpflichtung, mit der vollen Arbeitszeit dem Unternehmen zur Verfügung zu stehen. Diese Regelungen begegnen in erster Linie einer möglichen abweichenden Zielsetzung der Gründer nach langfristiger Selbständigkeit und/oder nach dem Aufbau eines optimalen Track Records und den damit verbundenen „horizon“- sowie „effort“-Problemen.

Bei den sog. „ratchets“ handelt es sich um eine Bonus- oder Malusvereinbarung, bei der abhängig von der Zielerreichung des Unternehmens Eigenkapitalanteile zu Vorzugskonditionen erworben werden. So wird häufig vereinbart, dass beim Nichterreichen bestimmter „milestones“ der Venture Capitalist *convertible bonds*

⁹⁴ Vgl. Weimerskirch, P. (1999), S. 40

⁹⁵ Vgl. Schulz, E. (2000), S. 81-84

⁹⁶ Vgl. die empirischen Arbeiten von Barney, J. B. & al. (1994) sowie Landström, H. et al. (1998); Gompers, P. A./Lerner, J. (1999), S. 29-55

in Aktien umwandeln kann und somit weitere Anteile am Unternehmen erhält.⁹⁷ Im umgekehrten Fall existieren auch Ausgestaltungsformen, bei denen das Start-Up-Unternehmen beim Erreichen von Zielvorgaben zusätzliche Anteile erhalten kann. „Ratchets“ dienen somit der Interessenangleichung zwischen VC-Gesellschaft und Gründerteam und damit der Verminderung von „moral hazard“ in allen Dimensionen.

Mithilfe einer vereinbarten Mitbestimmung für den Verkauf von Anteilen kann sich der Venture Capitalist absichern, dass die Unternehmer nicht ohne seine Zustimmung unbemerkt aus dem Start-Up-Unternehmen aussteigen. Daneben bieten sog. „Tag-along-rights“ dem Venture Capitalist ein Recht auf Mitverkauf seiner Anteile, für den Fall, dass die Gründer ihre Anteile veräußern möchten („effort“- und „horizon“-Problem).

„Drag-along-rights“ stellen dagegen eine Mitverkaufsverpflichtung für die Gründer dar, wenn der Venture Capitalist seine Anteile verkaufen möchte. Diese Klausel ermöglicht es der Venture Capital-Gesellschaft, beispielsweise mit einem Trade Sale den Exit aus dem Start-Up-Unternehmen zu vollziehen, auch wenn das Gründerteam (noch) nicht dazu bereit ist. („horizon“-Problem). Ebenfalls einem potenziellen „horizon“-Problem wirken Mindesthalteverpflichtungen der Anteile nach einem IPO (Lock-up) entgegen, insbesondere wenn diese über die gesetzlichen Fristen hinausgehen. Der Ausstieg für den Venture Capitalist ist einfacher und gewinnbringender möglich, wenn die Gründer ihre Aktien noch nicht veräußern dürfen.

Die in Deutschland noch eher unüblichen „redemption rights“ stellen Rückzahlungsverpflichtung von Eigenkapital plus Dividenden dar, über deren Ausübung die Venture Capital-Gesellschaft entscheiden kann. Die Klausel zielt vor allem darauf ab, das Risiko einer zu langsamen Geschäftsentwicklung abzusichern („horizon“-Problem) Statt tatsächlich einen Ausstieg zu ermöglichen, soll die Drohung mit der Ausübung des „redemption right“ die Gründer dazu veranlassen, rechtzeitig eine andere Ausstiegsmöglichkeit, wie ein IPO, Trade Sale o.ä., zu ermöglichen bzw. dabei mitzuwirken.⁹⁸ Nicht zuletzt sollen noch die Verwässerungsschutz- bzw. Anti-Dilution-Vereinbarungen genannt sein. Hierdurch sichert sich die Venture Capital-Gesellschaft gegen eine Verwässerung ihrer Anteile in späteren Finanzierungsrunden ab. Abweichendes Verhalten der Gründer spielt hierbei vor allem dann eine Rolle, wenn sie weitere Investoren am Unternehmen beteiligen möchten. Wurde Verwässerungsschutz vereinbart, kann der Venture Capitalist seine Anteile beibe-

⁹⁷ Vgl. Norton, E. (1993); Posner, D. (1996), S. 96

⁹⁸ Vgl. Baums, T./Möller, M. (2000), S. 30ff.

halten. Eine Anti-Dilution-Vereinbarung schützt ihn auch dann vor einer Verwässerung, wenn der Unternehmenswert in einer späteren Kapitalrunde sinkt. Verwässerungsschutz- und Anti-Dilution-Regelungen werden häufig auch an „milestones“ gekoppelt.

Informations-, Kontroll- und Entscheidungsrechte

Während die oben beschriebenen Garantien über den Erhalt sämtlicher Informationen in der Phase vor dem Vertragsabschluss das Problem des „adverse selection“ verhindern sollen, wird durch Festlegung von Informationsrechten für die Phase nach der Investition das Problem des „moral hazard“ reduziert. Sie sind die Grundlage für ein sinnvolles Monitoring der Start-Up-Unternehmen durch ihre VC-Geber.⁹⁹

Daneben lassen sich VC-Gesellschaften häufig das Recht einräumen, unter bestimmten Umständen, z. B. in Krisensituationen, selbst die Kontrolle über das Start-Up-Unternehmen zu übernehmen.¹⁰⁰ Dabei kann schon allein die Androhung eines solchen Kontrollverlusts das Gründerteam dazu motivieren, von gegen die Interessen des VC-Gebers gerichtetem Verhalten Abstand zu nehmen. Meist werden für das Inkrafttreten dieser Kontrollrechte das Unterschreiten bestimmter Minimum-Grenzen des Unternehmenserfolgs vereinbart. Diese können entweder als absolute oder relative Kennzahlen gemessen werden, wobei relative Werte im Vergleich zu anderen Gründungsunternehmen in einer besonders volatilen Umwelt vorgezogen werden sollten. Die Zeitvorgaben zum Erreichen der vereinbarten Grenzwerte sollten mit Bedacht gewählt werden. So ist es weder gewünscht, dass die Gründer jegliche Aktivitäten auf das kurzfristige Erreichen bestimmter Kennzahlen ausrichten, noch dass zu lange zeitliche Spielräume keine ausreichende Gegensteuerung für abweichendes Verhalten des Gründerteams erlauben.

Incentives für den Unternehmer

Verhaltensbasierte und gewinnbasierte Entlohnungsformen sind die beiden Extreme auf dem Kontinuum der incentiveorientierten Gehaltszahlungen. Für eine verhaltensbasierte Entlohnung müssten die Inputleistungen des Managements gemessen und entsprechend honoriert werden. Im Kontext von Venture Capital-Finanzierungen macht der Einsatz derartiger Incentives keinen besonderen Sinn. Gewinnbasierte Entlohnungsformen auf der anderen Seite honorieren die Leistungen des Management auf Basis des erzielten Unternehmenserfolgs und sind des-

⁹⁹ Auf die verschiedenen Formen des Monitoring wird im folgenden Abschnitt näher eingegangen.

¹⁰⁰ Vgl. Chan, Y.-S. et al. (1990), S. 366

halb die geeignetere Variante. Opportunistische Handlungen des Gründerteams, die nicht beobachtet werden können, aber zu einem geringeren Unternehmenserfolg führen, wirken sich auf die gewinnbasierten Zahlungen an das Team aus. Sie sind deshalb als Instrument zur Vermeidung von „moral hazard“ geeignet.

Es bieten sich Gehaltsmodelle an, die ein im Vergleich zum Markt unterdurchschnittliches Basisgehalt mit einem gewinnbasierten Gehaltsanteil von Aktien und Aktienoptionen verbinden. Insbesondere Aktienoptionen stellen ein gebräuchliches Element gewinnbasierter Entlohnungsformen dar.¹⁰¹ Die verwendeten Call-Optionen garantieren dem Management ein Recht, aber keine Verpflichtung eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem festgelegten Zeitpunkt zu erwerben. In der Regel sehen *stock option plans* sog. *vesting schedules* vor, nach denen die Gründungsunternehmer zur Rückübertragung der Optionen verpflichtet sind, wenn sie das Unternehmen vorzeitig verlassen.¹⁰² Hinsichtlich des Ausgabepreises der Optionen bieten sich den Venture Capitalists weitere Gestaltungsmöglichkeiten. Die einfachste Form ist ein Ausgabepreis der dem gegenwärtigen Preis des zugrundeliegenden Unternehmensanteils entspricht. Um besondere Anreize zu setzen, können auch Optionen zu einem höheren Preis ausgegeben werden (*premium-priced options*). Damit kann die Motivation des Unternehmers, den zukünftigen Wert der Aktien zu steigern, noch erhöht werden. Schwierigkeiten bereitet hierbei jedoch die Bestimmung des optimalen Ausgabepreises.¹⁰³ Als weitere, allerdings weniger häufig verwendete Variante, bieten sich variabel gestaltete Ausgabepreise der Optionen an. Hier liegt der Versuch zugrunde, nur diejenigen Leistungen besonders zu entlohnen, die im Verhältnis zum Gesamtmarkt oder zu einer bestimmten Branche herausragend waren. Der Ausgabepreis „moves in relation to the performance of the market or a specific peer group“¹⁰⁴. Dem Vorteil der zusätzlichen Betonung des Wettbewerbsgedankens steht hier allerdings die Gefahr gegenüber, kontraproduktive Effekte auf die Motivation des Gründerteams auszulösen, wenn diese zwar sehr gute Leistungen erbringen, ein herausragendes Ergebnis im Vergleich zur Branche jedoch unrealistisch erscheint.

¹⁰¹ Zum Einsatz von Aktienoptionen zur Vermeidung von Agency-Problemen siehe Chua, J. H./Woodward, R. S. (1993)

¹⁰² Vgl. Baums, T./Möller, M. (2000), S. 64ff.

¹⁰³ Fischer/Zechner widmeten sich in einer formal-theoretischen Untersuchung dieser Fragestellung. Sie fanden heraus, dass sich der optimale Basispreis je Optionsschein mit dem steigendem Gesamtwert der Unternehmung und mit sinkender Anzahl der ausgegebenen Aktien erhöht. Vgl. Fischer, E. O./Zechner, J. (1990)

¹⁰⁴ Gilles, P. L. (2001), S. 42

Finanzierungsphase	Problem	Lösungsansätze
Beteiligungsverhandlung	Moral Hazard	Verschiedene vertragliche Regelungen können zu einer Angleichung der Ziele eingesetzt werden. Auch die Ausgestaltung der Finanzierungsinstrumente sowie Informations-, Kontroll- und Entscheidungsrechte wirken dem Problem entgegen.

Abb. 4: Problem und Lösungsansätze bei der Beteiligungsverhandlung

4.4 Phase nach der Investition (Post Investment Activities)

Auch nach der Investitionsentscheidung widmen Venture Capitalists einen erheblichen Teil ihrer Zeit dem Management ihrer Portfolios und besitzen hierbei direkte Eingriffsmöglichkeiten auf den Erfolg ihrer Investitionen. Murray zeigt mit Hilfe von Fallstudien in vier europäischen Staaten, dass Unternehmensgründer in der zielgerichteten Intervention durch ihre VC-Geber als Partner einen kritischen Erfolgsfaktor sehen. Erfahrungsdefizite in den Gründerteams können so gemindert und Lernkurveneffekte erzielt werden.¹⁰⁵ Im Vordergrund der Aktivitäten steht für den Venture Capital-Geber nun die Vermeidung von „moral hazard“, d.h. abweichendes, opportunistisches Verhalten des Unternehmers hinsichtlich des „horizon“- „effort“- und „asset use“-Problems soll durch geeignete Maßnahmen verhindert werden.

Grundsätzlich ist im Rahmen der *Post Investment Activities* zwischen dem Monitoring und der Beratungsfunktion durch den Venture Capitalist zu unterscheiden. Beide Instrumente können den genannten Problemen des „moral hazard“ entgegen wirken.

Monitoring

Landström konnte in einer empirischen Studie den positiven Zusammenhang zwischen kontinuierlichem Monitoring durch den Venture Capitalist und dem Erfolg der Start-Up-Unternehmen nachweisen.¹⁰⁶ Grundsätzlich kann zwischen formellem und informellen Monitoring sowie zusätzlich der Mitarbeit in Gremien unterschieden werden.

1. Formelles Monitoring

¹⁰⁵ Vgl. Murray, G. (1996), S. 4ff.

¹⁰⁶ Vgl. Landström, H. (1990), S. 345ff.; ähnlich auch Sadtler, D. R. (1993), S. 1ff.; Fredericsen, Ö. et al. (1997), S. 505ff.

Zur Überwachung des Start-Up-Unternehmens in der Phase nach der Investition ist ein regelmäßiges Monitoring von Budgets und Plänen üblich. Hierzu werden häufig monatliche Finanzreports an die VC-Manager gegeben, die diese dann mit den Budgets und Vorgaben abgleichen. Neben diesen finanziellen Kennzahlen werden i.d.R. auch Berichte über Markterfolge oder auch technische Fortschritte in verschiedener Form verlangt.¹⁰⁷ Besonders intensiv wird das formelle Monitoring unmittelbar vor der nächsten Finanzierungsrunde betrieben.

2. Informelles Monitoring

Neben den formellen Reports existiert auch die Möglichkeit, Monitoring auf informellem Wege zu betreiben. Dieses vollzieht sich in Form von persönlichen Meetings, Telefonaten oder auch den Besuch von Geschäftsleitungssitzungen. Die Häufigkeit dieser informellen Kontakte war Gegenstand verschiedener empirischer Untersuchungen. *Gorman/Sahlman* bildeten in ihrer Untersuchung drei Cluster von VC-Gesellschaften, deren Kontaktaufnahme sie beobachteten.¹⁰⁸ Die erste Gruppe bildeten VC-Gesellschaften, die bei der Finanzierung die Hauptrolle übernommen hatten („Lead investors“). Die jährliche Kontaktzeit (persönliche Treffen und Telefonate) betrug in dieser Gruppe durchschnittlich 115 Stunden pro Jahr. Die zweite Gruppe bildeten VC-Gesellschaften, die an der Finanzierung zwar beteiligt, aber keine führende Rolle inne hatten. Diese Gruppe - sog. „piggy back investors“- hatte eine jährliche Kontaktzeit von immerhin noch 38,8 Stunden pro Jahr. Die letzte Gruppe, sog. „late stage investors“, investierten nur noch 16,8 Stunden jährlich in Kontakte mit ihren Portfoliounternehmen.

Dass die Intensität des informellen Monitoring nicht notwendigerweise von der Höhe des Beteiligungsvolumens oder der Finanzierungsphase abhängig ist, bestätigt die Studie von *Sweeting/Wong*. Sie untersuchten eine sog. „hands-off“-VC-Gesellschaft, deren Geschäftspolitik eine starke Einmischung in die jeweiligen Portfoliounternehmen von vornherein ausschloss, aber dennoch erfolgreich am Markt agierte. Über Beteiligungen in verschiedenen Finanzierungsphasen hinweg hatten die VC-Manager nur 11 Stunden pro Jahr Kontakt zu den Unternehmen. *Lerner* untersuchte die Überwachungstätigkeit der VC-Gesellschaften und fand, dass Monitoring-Aktivitäten in Abhängigkeit des Erfahrungsstandes des Managements und weiterer Faktoren, variabel angepasst werden.¹⁰⁹

3. Mitarbeit in Gremien

¹⁰⁷ Vgl. Sweeting, R. C./Wong, C. F. (1997), S. 136

¹⁰⁸ Vgl. Gorman, M./Sahlman, W. A. (1989)

¹⁰⁹ Vgl. Lerner, J. (1995)

Eine weitere Möglichkeit des Monitoring bzw. der Einflussnahme besteht in der Mitarbeit in Gremien der Start-Up-Unternehmen, insbesondere im Aufsichtsrat. *Rosenstein et al.* untersuchten in einer empirischen Studie die Rolle externer Mitglieder des Aufsichtsrates in Start-Up-Unternehmen. Sie befragten die Unternehmer, welchen Beitrag ihrer Meinung nach VC-Gesellschaften in Aufsichtsräten leisten können.¹¹⁰ Im Ergebnis wurde deren Mitwirkung im Vergleich zu anderen externen Mitgliedern des Aufsichtsrates nur leicht, aber nicht statistisch signifikant, besser bewertet. Vieles spricht jedoch dafür, dass VC-Gesellschaften selbst dieser Rolle eine höhere Bedeutung beimessen als die Start-Up-Unternehmer, können sie dadurch eine nützliche Quelle zum informellen Monitoring und zur Kommunikation nutzen.

Inhaltlich bezieht sich das Monitoring auf das laufende Controlling der Beteiligungen. Venture Capitalists sind i.d.R. nicht in das laufende Management des Unternehmens involviert.¹¹¹ In einer empirischen Studie zu MBO-Finanzierungen identifizierten *Hatherly et al.* eine Reihe von Kontrollinstrumenten, die von VC-Gesellschaften eingesetzt werden.¹¹² Die Mehrzahl der Kontrollrechte bezog sich auf Entscheidungen über Dividendenzahlungen, über die Teilnahme an Mergers und den Verkauf von Gegenständen des Anlagevermögens. Dagegen war die Einstellung von Personal so gut wie nie Gegenstand von Kontrollmaßnahmen.

Als Gegengewicht zur Vielzahl möglicher Kontrollmaßnahmen führen *Sweeting/Wong* die Schaffung von Vertrauen zwischen VC-Gesellschaft und Start-Up-Unternehmen an. Dieses könnte den Bedarf an Kontrollmaßnahmen, der ohnehin aufgrund der Zeitknappheit der VC-Gesellschaften nicht vollständig erfüllt werden kann, auf ein Minimum herabsenken.¹¹³

Beratungsfunktion

Als besonderes Merkmal der Beziehung zwischen VC-Gesellschaften und ihren Start-Up-Unternehmen wird häufig die Beratungsfunktion hervorgehoben.¹¹⁴ Als Inhalte empirischer Untersuchungen sind die Qualität der Beratungsleistungen, die Beratungsgebiete und auch die Intensität der Zusammenarbeit zwischen VC-Gesellschaft und Start-Up untersucht worden.

¹¹⁰ Vgl. Rosenstein, J. et al. (1993)

¹¹¹ Vgl. Gorman, M./Sahlman, W. A. (1989), S. 235

¹¹² Vgl. Hatherly, D. et al. (1994)

¹¹³ Vgl. Sweeting, R. C./Wong, C. F. (1997), S. 133

¹¹⁴ Vgl. Sattler, A. (1995), Sp.1084; Sapienza, H. J./Timmons, J. A. (1989), S. 74; Tyebjee, T. T./Bruno, A. V. (1984), S. 1054

Die Qualität der Beratung kann von einer bloßen Mitarbeit der VC-Gesellschaft in den Gremien des Start-Up-Unternehmens (Beirat, Aufsichtsrat, Gesellschafterausschuss) als Beratung i.w.S. bis hin zu einer interaktiven, professionellen, ganzheitlichen und temporär begrenzten Unterstützung des Unternehmerteams durch Venture Capitalist als Beratung i.e.S. reichen.¹¹⁵ Während, wie oben gezeigt, bei einer Mitarbeit in Gremien hauptsächlich risikominimierende Informations- und Kontrollaktivitäten entfaltet werden, konnten *Schefczyk/Gerpott* für die Beratung i.e.S. einen positiven Einfluss auf den Erfolg des Start-Up-Unternehmens nachweisen.¹¹⁶

Hinsichtlich der Beratungsgebiete wurde in verschiedenen Untersuchungen eine Orientierung auf finanzielle Themen feststellen.¹¹⁷ Hier können VC-Gesellschaften das meiste Know-how einbringen. Dagegen findet am wenigsten Beratung hinsichtlich des operativen Geschäftes, insbesondere im Bereich der Entwicklung und Produktion, statt.¹¹⁸

Mit der Intensität der Beratungsleistungen von VC-Gesellschaften in ihren Portfoliounternehmen beschäftigten sich *MacMillan et al.* in einer empirischen Untersuchung. Als bedeutendes Ergebnis ihrer Arbeit ist die Identifikation dreier Gruppen von VC-Gesellschaften zu werten, die sich nach dem Grad Beratungs- und Einbindungsintensität unterscheiden lassen: (1) „Laissez Faire involvement“, in welcher der Venture Capitalist nur sehr begrenzt mit dem Unternehmen Kontakt hat, (2) „Moderate involvement“, in welcher sich der Venture Capitalist mittelmäßig intensiv betätigt und (3) „Close Tracker involvement“, in welcher der Venture Capitalist in vielen Bereichen sogar stärker engagiert ist als der Unternehmer selbst.¹¹⁹ Bei keiner der drei Gruppen waren signifikante Unterschiede hinsichtlich des Erfolgs des Gründungsunternehmens zu verzeichnen. Interessanterweise lassen die Untersuchungsergebnisse aber darauf schließen, dass für die einzelnen Gruppen unterschiedliche Formen der Beratungsleistungen positiv mit dem Unternehmenserfolg des Start-Up-Unternehmens korreliert sind. So hat beispielsweise in der Gruppe der „Close Tracker“ eine Beratung bei der Personalauswahl negative Auswirkungen auf den Erfolg, bei der Gruppe „Moderate involvement“ sind besonders Monitoring-Aktivitäten erfolgssteigernd, für den Unternehmenserfolg innerhalb der Gruppe „Laissez Faire involvement“ ist die Bildung einer professionellen Support-Gruppe mit Hilfe des Venture Capitalist besonders förderlich.

¹¹⁵ Vgl. Schefczyk, M./Gerpott, T. J. (1998), S. 145

¹¹⁶ Vgl. Schefczyk, M./Gerpott, T. J. (1998), S. 161

¹¹⁷ Vgl. Schefczyk, M./Gerpott, T. J. (1998), S. 143; Macmillan, I. C. et al. (1988), S. 33

¹¹⁸ Vgl. Macmillan, I. C. et al. (1988), S. 33, Schefczyk, M./Gerpott, T. J. (1998), S. 154

¹¹⁹ Vgl. Macmillan, I. C. et al. (1988), S. 35-37

Bei aller Aufmerksamkeit, die der Beratungsfunktion zuteil wird, ist jedoch nicht zu vernachlässigen, dass Venture Capitalists unter einem permanenten Zeitdruck stehen, der eine kontinuierliche intensive Betreuung aller Portfoliounternehmen unmöglich macht. Dennoch kann Beratung als eine geeignete Methode gewertet werden, opportunistischen Verhalten des Gründerteams entgegenzuwirken und gleichzeitig Defizite in den Managementfähigkeiten abzufedern.

Finanzierungsphase	Problem	Lösungsansätze
Phase nach der Investition	Moral Hazard	Das Monitoring der Portfoliounternehmen trägt zur Vermeidung von Moral Hazard bei. Daneben stellt die Beratung einen geeigneten Lösungsweg dar.

Abb. 5: Problem und Lösungsansätze in der Phase nach der Investition

5 Zusammenfassung und Ausblick

Ziel der vorliegenden Untersuchung war die Analyse der Beziehung zwischen VC-Gesellschaften und Start-Up-Unternehmen. Es konnte gezeigt werden, dass die Prinzipal-Agenten-Theorie eine geeignete Grundlage für die Betrachtung von Problemen in der Beziehung dieser beiden Akteure und für die Ableitung von Lösungsmöglichkeiten darstellt.

Venture Capitalists können mit Hilfe der aufgezeigten Instrumente und Methoden in jeder Phase des Finanzierungsprozesses bestehende Informationsasymmetrien abbauen und den Problemen des „adverse selection“ und „moral hazard“ entgegenwirken. Dieses Entgegenwirken geschieht neben dem generellen Verhalten, z. B. in puncto Spezialisierung, durch das Screening bei der Beteiligungsauswahl, durch die vertraglichen Regelungen bei der Beteiligungsverhandlung und durch das Monitoring in der Phase nach der Investition.

Vom Renditeziel abweichende Zielsetzungen des Entrepreneurs:	Phasen	Beteiligungsakquisition	Beteiligungs-auswahl	Beteiligungs-verhandlung	Phase nach der Investition
	Resultierende Probleme				
	Adverse Selection	●	●		
On the job Consumption	Moral Hazard: „asset use“			●	●
Aufbau Track Record	„effort“, „horizon“			●	●
Selbstständigkeitsstreben	„effort“, „horizon“			●	●
	Lösungsansätze	Diversifikation Spezialisierung	Syndizierung Screening Vertragliche Schutzklauseln	Staging, Finanzierungsinstrumente Info-/Kontroll-/ Entscheidungsrechte, Incentives Vertragliche Regelungen	Monitoring Beratung

Abb. 6: Zusammenfassung: Probleme und Lösungsansätze nach Finanzierungsphasen

Es ist zu erwarten, dass durch den konsequenten Einsatz der aufgezeigten Instrumente ein positiver Einfluss auf den Erfolg ihrer Beteiligungen ausgelöst wird. Dies zu belegen, sollte Aufgabe zukünftiger empirischer Forschung sein.

Literaturverzeichnis

- Admati, A. R./Pfleiderer, P. (1994): Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists, in: *The Journal of Finance*, 49. Jg., S. 371-402
- Akerlof, G. A. (1970): The Market for "Lemons": Quality uncertainty and the Market Mechanism, in: *Quarterly Journal of Economics*, 84. Jg., Nr. 3, S. 488-500
- Amit, R./Glosten, L./Muller, E. (1990a): Does Venture Capitalist Foster the Most Promising Firms?, in: *California Management Review*, S. 102-111
- Amit, R./Glosten, L./Muller, E. (1990b): Entrepreneurial Ability, Venture Investments, and Risk Sharing, in: *Management Science*, 36. Jg., Nr. 10, S. 1232-1245
- Bamberg, G./Spremann, K. (1987): *Agency Theory, Information, and Incentives*, Berlin et al.
- Barney, J. B./Busenitz, L./Fiet, J./Moesel, D. (1994): The Relationship between Venture Capitalists and Managers in New Firms: Determinants of Contractual Covenants, in: *Managerial Finance*, 20. Jg., Nr. 1, S. 19-30
- Baums, T./Möller, M. (2000): *Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht*, Arbeitspapier Nr. 83, Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht, Universität Osnabrück
- Berglöf, E. (1994): A Control Theory of Venture Capital Finance, in: *Journal of Law, Economics & Organization*, 10. Jg., Nr. 2, S. 247-267
- Betsch, O./Groh, A. P./Schmidt, K. (2000): *Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen*, München
- Birley, S./Westhead, P. (1992): A Comparison of New Businesses Established by 'Novice' and 'Habitual' Founders in Great Britain, in: *International Small Business Journal*, 12. Jg., Nr. 1, S. 38-60
- Boocock, G./Woods, M. (1997): The Evaluation Criteria Used by Venture Capitalists: Evidence from UK Venture Fund, in: *International Small Business Journal*, 16. Jg., Nr. 1, S. 36-57
- Brettel, M./Jaugey, C./Rost, C. (2000): *Business Angels*, Wiesbaden
- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Venture Capital Association e.V.(BVK) (2000): *BVK Statistik 1999*
- Bygrave, W. D. (1987): Syndicated Investments by Venture Capital Firms: A Networking Perspective, in: *Journal of Business Venturing*, 2. Jg., Nr. 2, S. 139-154
- Bygrave, W. D. (1988): The Structure of the Investment Networks of Venture Capital Firms, in: *Journal of Business Venturing*, 3. Jg., Nr. 2, S. 137-157
- Cable, D. M./Shane, S. (1997): Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationship, in: *Academy of Management Review*, 22. Jg., Nr. 1, S. 142-176
- Chan, Y.-S. (1983): On the Positive Role of Financial Intermediation, in: *Journal of Finance*, 38. Jg., Nr. 5, S. 1543-1568
- Chan, Y.-S./Siegel, D./Thakor, A. V. (1990): Learning, Corporate Control and Performance Requirements in Venture Capital Contracts, in: *International Economic Review*, 31. Jg., Nr. 2, S. 365-381
- Chua, J. H./Woodward, R. S. (1993): Splitting the Firm between the Entrepreneur and the Venture Capitalist with the Help of Stock Options, in: *Journal of Business Venturing*, 8. Jg., S. 43-58
- Dezes, M. (2001), Risiko im Angebot, in: *Financial Times Deutschland*, vom 11.04.2001, S. 24
- Dixon, R. (1991): Venture Capitalists and the Appraisal of Investments, in: *OMEGA International Journal of Management Science*, 19. Jg., Nr. 5, S. 333-344

- Douglas, E. J./Shepherd, D. A. (2000): Entrepreneurship as a Utility-Maximizing Response, in: *Journal of Business Venturing*, 15. Jg., Nr. 3, S. 231-251
- Eisenhardt, K. M. (1989): Agency Theory: An Assessment and Review, in: *Academy of Management Review*, 14. Jg., Nr. 1, S. 57-74
- Erlei, M./Leschke, M./Sauerland, D. (1999): *Neue Institutionenökonomik*, Stuttgart
- Fiet, J. (1995): Risk Avoidance Strategies in Venture Capital Markets, in: *Journal of Management Studies*, 32. Jg., Nr. 4, S. 551-574
- Fischer, E. O./Zechner, J. (1990): Die Lösung des Risikoanreizproblems durch Ausgabe von Optionsanleihen, in: *zfbf*, 42. Jg., Nr. 4, S. 334-342
- Fischer, L. (1987): Problemfelder und Perspektiven der Finanzierung durch Venture Capital in der Bundesrepublik Deutschland, in: *DBW*, 47. Jg., Nr. 1, S. 8-32
- Franck, E./Opitz, C. (2001): Internet-Start-ups - Ein neuer Wettbewerber unter den "Filteranlagen" für Humankapital, in: *ZfB*, 71. Jg., Nr. 4, S. 453-469
- Fredericsen, Ö./Olofson, C./Wahlbin, C. (1997): Are venture capitalists firefighters? A study of the influence and impact of venture capital firms, in: *Technovation*, 17. Jg., Nr. 9, S. 503-511
- Fried, V. H./Bruton, G. D./Hisrich, R. D. (1998): Strategy and the Board of Directors in Venture Capital-Backed Firms, in: *Journal of Business Venturing*, 13. Jg., S. 493-503
- Fried, V. H./Hisrich, R. D. (1994): Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making, in: *Financial Management*, 23. Jg., Nr. 3, S. 28-37
- Gamble, J. E. (2000): Management Commitment to Innovation and ESOP Stock Concentration, in: *Journal of Business Venturing*, 15. Jg., S. 411-432
- Gilles, P. L. (2001): Alternatives for Stock Options, in: *HR Magazine*, 44. Jg., Nr. 1, S. 40-45
- Gompers, P. A. (1993): *The Theory, Structure and Performance of Venture Capital*, Diss., Harvard University
- Gompers, P. A. (1995): Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, in: *Journal of Finance*, 50. Jg., Nr. 5, S. 1461-1489
- Gompers, P. A. (1996): Grandstanding in the Venture Capital Industry, in: *Journal of Financial Economics*, 42. Jg., Nr. 1, S. 133-156
- Gompers, P. A./Lerner, J. (1999): *The Venture Capital Cycle*, Cambridge/MA/USA et al.
- Gorman, M./Sahlman, W. A. (1989): What Do Venture Capitalists Do?, in: *Journal of Business Venturing*, 4. Jg., Nr. 4, S. 231-248
- Greenwald, B. C./Stiglitz, J. E./Weiss, A. (1984): Information Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations, in: *American Economic Review Papers and Proceedings*, 74. Jg., S. 194-199
- Gutowski, K./Reimer, H. (2000), Mehr Schein als Sein, in: *Wirtschaftswoche*, Nr. 26, vom 22.06.2000, S. 220-229
- Hall, J./Hofer, C. W. (1993): Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation, in: *Journal of Business Venturing*, 8. Jg., S. 25-42
- Hansen, G. S./Hill, C. W. (1991): Are Institutional Investors Myopic? A Time-Series Study of Four Technology-Driven Industries, in: *Strategic Management Journal*, 12. Jg., S. 1-16
- Hatherly, D./Innes, J./Macandrew, J./Mitchell, F. (1994): An Exploration of the MBO-Financier Relationship, in: *Corporate Governance*, 2. Jg., Nr. 1, S. 20-29
- Hedrich, W. A. M./Setzer, M. R. (2000): *Entscheidungskriterien von deutschen Venture Capitalisten - eine vergleichende empirische Analyse*, unveröffentlichte Diplomarbeit, WHU, Valendar
- Hill, C. W./Snell, S. A. (1988): External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Researchintensive, in: *Strategic Management Journal*, 9. Jg., S. 577-590

- Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics*, 3. Jg., S. 305-360
- Klinger, K.-H. (1999): Erfahrungen aus der Beratung beteiligungssuchender Unternehmen in: A-mador, M. B./Lohmann, K./Pleschak, F. (Hrsg.): *Beteiligungskapital in der Unternehmensfinanzierung. Grundfragen - Konzepte - Erfahrungen* Wiesbaden, S. 321-323
- Knight, R. M. (1994): Criteria Used by Venture Capitalists: A Cross-cultural Analysis, in: *International Small Business Journal*, 13. Jg., Nr. 1, S. 26-37
- Krueger, N. F./Reilly, M. D./Carsrud, A. L. (2000): Competing Models of Entrepreneurial Intentions, in: *Journal of Business Venturing*, 15. Jg., S. 411-432
- Landström, H. (1990): Co-operation between venture capital companies and small firms, in: *Entrepreneurship and Regional Development*, 2. Jg., S. 345-362
- Landström, H./Manigart, S./Mason, C. M./Sapienza, H. J. (1998): Contracts between Entrepreneurs and Investors: Terms and Negotiation Process *Frontiers of Entrepreneurship Research 1998* Babson College, Wellesley/MA/USA, S.
- Lerner, J. (1994): The Syndication of Venture Capital Investments, in: *Financial Management*, 23. Jg., Nr. 3, S. 16-27
- Lerner, J. (1995): Venture Capitalists and the Oversight Private Firms, in: *Journal of Finance*, 50. Jg., Nr. 1, S. 301-318
- Levy, H. (1991): Possible explanation of no-synergy merger and small firm effect by Generalized CAPM, in: *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1. Jg., Nr. 1, S. 101-128
- Lülfesmann, C. (1999): *Start-Up Firms, Venture Capital Financing, and Renegotiation*, Forschungspapier, Universität Bonn
- Macmillan, I. C./Kulow, D. M./Khojlian, R. (1988): Venture capitalist's involvement in their investments: extent and performance, in: *Journal of Business Venturing*, 4. Jg., Nr. 1, S. 27-47
- Marx, L. M. (1998): Efficient Venture Capital Financing Combining Debt and Equity, in: *Review of Economic Design*, 3. Jg., S. 371-387
- Merton, R. (1987): A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, in: *Journal of Finance*, 15. Jg., Nr. 2, S. 18-25
- Mitchell, F./Reid, G. C./Terry, N. G. (1995): Post Investment Demand for Accounting Information by Venture Capitalists, in: *Accounting and Business Research*, 25. Jg., Nr. 99, S. 186-196
- Murray, G. (1996): A Synthesis of Six Explanatory, European Case Studies of Successful Exited, Venture Capital-Financed, New Technology-Based Firms, in: *Entrepreneurship Theory and Practice*, 20. Jg., Nr. 4, S. 41-60
- Müller, R. (1999): *Erfolgsfaktoren schnell wachsender Software-Startups*, Frankfurt am Main
- Myers, S. C./Majluf, N. S. (1984): Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Don't Have, in: *Journal of Financial Economics*, 13. Jg., S. 187-221
- Norton, E. (1993): Venture Capital Finance: Review and Synthesis, in: *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*, 2. Jg., S. 141-165
- Norton, E./Tenenbaum, B. H. (1992): Factors Affecting the Structure of U.S. Venture Capital Deals, in: *Journal of Small Business Management*, 30. Jg., Nr. 3, S. 20-29
- Norton, E./Tenenbaum, B. H. (1993a): Specialization versus Diversification as a Venture Capital Investment Strategy, in: *Journal of Business Venturing*, 8. Jg., S. 431-442
- Norton, E./Tenenbaum, B. H. (1993b): The Effects of Venture Capitalists' Characteristics on the Structure of the Venture Capital Deal, in: *Journal of Small Business Management*, 31. Jg., Nr. 4, S. 32-41
- Petersen, T. (1989): *Optimale Anreizsysteme. Betriebswirtschaftliche Implikationen der Prinzipal-Agenten-Theorie*, Wiesbaden

- Pichotta, A. (1990): Die Prüfung der Beteiligungswürdigkeit von innovativen Unternehmungen durch Venture-Capital-Gesellschaften, Bergisch-Gladbach
- Pleschak, F./Kulicke, M./Stummer, F. (1998): Beteiligungsfinanzierung in Technologie-Unternehmen der Neuen Bundesländer, Karlsruhe/Freiburg
- Posner, D. (1996): Early Stage-Finanzierungen. Spannungsfeld zwischen Gründern, Investoren und staatlichen Rahmenbedingungen, Wiesbaden
- Pratt, J. W./Zeckhauser, R. J. (1985): Principals and Agents: The Structure of Business, Boston
- Rosenstein, J./Bruno, A. V./Bygrave, W. D./Taylor, N. T. (1993): The CEO, Venture Capitalist, and the Board, in: Journal of Business Venturing, 8. Jg., S. 99-113
- Ross, S. A. (1973): The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, in: The American Economic Review, 63. Jg., Nr. 2, S. 134-139
- Ross, S. A./Randolph, W. W./Jaffe, J. (1996): Corporate Finance, Boston/MA/USA et al.
- Ruhnka, J. C./Young, J. E. (1991): Some Hypothesis about Risk in Venture Capital Investing, in: Journal of Business Venturing, 6. Jg., Nr. 2, S. 115-133
- Sadtler, D. R. (1993): How Venture Capitalists Add Value, in: Journal of General Management, 19. Jg., Nr. 1, S. 1-16
- Sahlman, W. A. (1990): The structure and governance of venture-capital organizations, in: Journal of Financial Economics, 27. Jg., Nr. 2, S. 473-521
- Sapienza, H. J./Gupta, A. K. (1997): Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction, in: Academy of Management Journal, 37. Jg., Nr. 6, S. 1618-1632
- Sapienza, H. J./Timmons, J. A. (1989): The Role of Venture Capitalists in New Ventures: What Determines Their Importance?, in: Academy of Management Best Papers Proceedings, S. 74-78
- Sattler, A. (1995): Kapitalbeteiligungsgesellschaften in: Gerke, W./Steiner, M. (Hrsg.): Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, 2. Aufl., Sp. 1092-Sp. 1098
- Schefczyk, M. (1999): Erfolgsdeterminanten von Venture Capital-Investments in Deutschland. Eine Analyse der Investitionsaktivitäten und des Beteiligungsmanagements von Venture Capital-Gesellschaften, in: zfbf, 51. Jg., Nr. 12, S. 1123-1145
- Schefczyk, M. (2000): Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften, Stuttgart
- Schefczyk, M./Gerpott, T. J. (1998): Beratungsunterstützung von Portfoliounternehmen durch deutsche Venture Capital Gesellschaften. Eine empirische Untersuchung, in: ZfB-Ergänzungsheft, Nr. 2, S. 143-166
- Schiffer, K. J./Schubert, M. (2000): Venture-Capital-Finanzierung im E-Business, in: Finanz Betrieb, Nr. 11, S. 733-738
- Schmidt, R. H. (1985): Venture Capital aus der Sicht der Finanzierungstheorie, in: BfuP, Nr. 5; S. 421-437
- Schröder, C. (1992): Strategien und Management von Beteiligungsgesellschaften: Ein Einblick in Organisationsstrukturen und Entscheidungsprozesse von institutionellen Eigenkapitalinvestoren, Baden-Baden
- Schulz, E. (2000): Die Finanzierung von Existenzgründungen, Münster
- Süchting, J./Kill, R./Neitzel, M. (1999): Beurteilung und Controlling von Venture Capital-Beteiligungen. Studie erstellt im Auftrag der win-Wagniskapital für Innovationen NRW GmbH, Institut für Kredit- und Finanzwirtschaft, Ruhruniversität Bochum
- Sweeting, R. C./Wong, C. F. (1997): A UK 'hands-off' venture capital firm and the handling of post-investment investor-investee relationships, in: Journal of Management Studies, 34. Jg., Nr. 1, S. 125-152
- Temple, P. (1992): Capitalists and their Ventures, in: Accountancy, 10. Jg., S. 50-51
- Trester, J. J. (1998): Venture Capital contracting under asymmetric information, in: Journal of Banking & Finance, 22. Jg., S. 675-699

- Tyebjee, T. T./Bruno, A. V. (1984): A Model of Venture Capitalist Investment Activity, in: *Management Science*, 30. Jg., Nr. 9, S. 1051-1066
- Van de Ven, A. H./Hudson, R./Schroeder, D. M. (1984): Designing New Business Startups: Entrepreneurial, Organizational, and Ecological Considerations, in: *Journal of Management*, 10. Jg., Nr. 1, S. 87-107
- Volery, T./Doss, N./Mazzarol, T. (1997): Triggers and Barriers Affecting Entrepreneurial Intentionality: The Case of Western Australian Nascent Entrepreneurs, Working Paper, Curtin Business School, Perth/Australia
- Weimerskirch, P. (1999): *Finanzierungsdesign bei Venture-Capital-Verträgen*, Wiesbaden
- Weißberger, B. E. (1997): *Die Informationsbeziehung zwischen Management und Rechnungswesen*, Wiesbaden
- Wenger, E./Terberger, E. (1988): Die Beziehung zwischen Agent und Prinzipal als Baustein einer ökonomischen Theorie der Organisation, in: *WiSt*, 10. Jg., Nr. Oktober 1988, S. 506-514
- Wirtz, B. W. (2000): Schöne neue Welt. Über den Aufstieg und Fall der Dotcom-Unternehmen, in: *Wirtschaftswoche*, Nr. 24, vom 8.6.2000, S. 108-108
- Wright, M./Robbie, K. (1996): Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information, in: *Accounting and Business Research*, 26. Jg., Nr. 2, S. 153-168
- Wright, M./Robbie, K. (1998): Venture Capital and Private Equity: a review and synthesis, in: *Journal of Business Finance and Accounting*, 25. Jg., Nr. 5-6, S. 521-570
- Wupperfeld, U. (1997): The Venture Capital Market in Germany in: Koschatzky, K. (Hrsg.): *Technology-Based Firms in the Innovation Process. Management, Financing and Regional Networks* Heidelberg, S. 149-174
- Wupperfeld, U./Kulicke, M. (1993): *Mißerfolgsursachen junger Technologieunternehmen*, Karlsruhe, Fraunhofer-Institut