

1 Einführung

1.1 Einleitung und Forschungsfragen

Wagniskapital spielt eine zentrale Rolle für junge und innovative Unternehmen besonders in frühen Phasen ihrer Entwicklung. Neben finanziellen Ressourcen hat auch die inhaltliche Unterstützung¹ durch Wagniskapitalgeber nach der Investition oft einen positiven Einfluss auf den Erfolg von Jungunternehmen (Sapienza 1992; Schefczyk/Gerpott 2001; Ardichvili et al. 2002). Bei Wagniskapitalgebern wird anhand verschiedener Charakteristika grundsätzlich zwischen formellen und informellen Wagniskapitalgebern unterschieden. Bei formellen Kapitalgebern handelt es sich um Venture-Capital-Fonds (VCs), während besonders aktive informelle Kapitalgeber als Business Angels (BAs) bezeichnet werden. Die Unterscheidung zwischen beiden Gruppen kann anhand der Organisationsstruktur (Aram 1989), Herkunft des Kapitals (Fiet 1996) und Investitionspräferenzen bzw. -strategien (Ehrlich et al. 1994; van Osnabrugge 2000) getroffen werden. Im Gegensatz zu professionell geführten VCs, die als Intermediäre zwischen Investoren ihres Fonds und den Portfolio-Unternehmen (PU) agieren, handelt es sich bei BAs meist um vermögende Einzelpersonen, die sich mit ihrem privaten Kapital direkt an jungen Unternehmen beteiligen (Mason 2008). Empirische Untersuchungen zeigen, dass BAs typischerweise zu besonders frühen Phasen der Unternehmensgründung investieren, während VCs Jungunternehmen bevorzugen, die schon erste Geschäftsaktivitäten² vorweisen (Sohl 2003). Gleichzeitig zeigen Hochrechnungen des Gründungspanels deutscher Hightech-Unternehmen, dass nahezu die Hälfte der VC-finanzierten, technologiebasierten Dienstleistungsunternehmen angeben, auch von mindestens einem BA externe Finanzierung erhalten zu haben (Fryges et al. 2007, S. 101). Diese Beobachtung könnte mit der Tatsache in Verbindung stehen, dass trotz der vorgenannten Unterschiede zwischen formellen und informellen Wagniskapitalgebern die Ko-Investition und Zusammenarbeit mit BAs sowohl für staatliche VCs³ (Bauer 2010; Dill 2010) als auch für unabhängige Fonds vorteilhaft sein können: „Mit Michael Brehm bauen wir unser Venture-Partner Programm weiter aus. Er verfügt über umfassende unternehmerische sowie Business Angel Erfahrungen. Außerdem ist Michael Brehm in der europäischen Internetszene hervorragend vernetzt“ (TargetPartners 2009).⁴ Da VCs einen Großteil ihrer Zeit und Ressourcen auf die Auswahl und Prüfung möglicher Beteiligungen sowie die Unterstützung und Kontrolle bestehender PUs konzentrieren,

¹ Wie bspw. die Beratung und die Vermittlung von Kontakten.

² Wie bspw. einen Prototyp, ein Patent oder ersten Umsatz.

³ Im Falle des High-Tech Gründerfonds (HTGF) etwa bildet ein Coaching-Programm in Kooperation mit BAs einen integralen Bestandteil der Finanzierungsstrategie. Zudem ist nach der Richtlinie des HTGF das Vorhandensein eines weiteren Investors Voraussetzung für eine Beteiligung.

⁴ <http://www.targetpartners.de/index.asp?Modus=110&ContentID=110&ParentFolder=&LangID=&FontSize=&PresseIndex=&Year=2009&ArtikelID=119>, Zugriff am 12.06.2010.

benötigen sie neben dem Finanzkapital der Anleger vor allem geeignetes Sozial- und Humankapital, um ihren Erfolg über die Gesamtdauer der Investitionstätigkeit hinweg zu sichern (Bygrave 1987; Gifford 1997; Jääskeläinen et al. 2006).

Vor diesem Hintergrund erscheint es plausibel, dass die gleichzeitige Beteiligung mehrerer Wagniskapitalgeber in demselben Unternehmen zur Entstehung kooperativer Beziehungen zwischen den Investoren führen kann. Für formelle Wagniskapitalgeber konnte bereits ein positiver Einfluss der gegenseitigen Beziehungen durch aktuelle und vergangene Beteiligungen auf deren Erfolg (Hochberg et al. 2007) und den Deal-Flow (Brettel et al. 2007) aufgezeigt werden. Der sogenannte Deal-Flow potentieller Investitionsmöglichkeiten bildet die Basis der Geschäftstätigkeit von VCs und ist somit die Grundlage für den späteren Erfolg entstehender Investitionen (Zacharakis 2010). Hierbei scheint nach bisherigen Erkenntnissen dem Aspekt der Heterogenität unter VC-Investitionspartnern eine besondere Bedeutung zuzukommen (Du 2009). In Anbetracht der Unterschiedlichkeit von VCs und BAs könnte auch die mögliche Kooperation zwischen unterschiedlichen Arten von formellen und informellen Wagniskapitalgebern durch kompatible Charakteristika geprägt sein. Es erscheint also naheliegend anzunehmen, dass auch die gemeinsame Investition von VCs und BAs messbare Vorteile mit sich bringt. In der Literatur werden die unterschiedliche Kapitalausstattung, Branchenerfahrung und Investitionsstrategie der beiden Gruppen von Investoren als denkbare Ausgangspunkte genannt (Harrison/Mason 2000). Allerdings ist die Beziehung zwischen verschiedenen Arten von Kapitalgebern ungeachtet ihres zu vermutenden Potentials in der wissenschaftlichen Diskussion bisher kaum beachtet worden (Mason 2008). Insbesondere die Entstehung und der mögliche Nutzen von Kooperation zwischen den unterschiedlichen Wagniskapitalgebern sind bisher kaum erforscht.

Im Mittelpunkt des Forschungsvorhabens steht die Frage nach der Entstehung und dem Effekt von Kooperation zwischen VCs und BAs. Ausgangspunkt zur Beantwortung dieser Frage bildet die Analyse bestehender Investitionsbeziehungen. Diese wird durch die Untersuchung zweier Fallbeispiele von Kooperation ergänzt. Die Untersuchung erfolgt in beiden Fällen vornehmlich aus der Perspektive der VCs. Anhand der nachfolgenden Forschungsfragen werden theoretische sowie empirische Erkenntnisse zum besseren Verständnis des oben kurz dargestellten Phänomens beitragen.

Entstehung der Kooperation:

Welchen Einfluss haben die Charakteristika der unterschiedlichen Wagniskapitalgeber auf die Entstehung von Kooperation zwischen VC und BA?

Effekt der Kooperation:

Welchen Einfluss hat die Kooperation mit einem BA auf die Investitionstätigkeit eines VCs?

1.2 Struktur

Wie die zugrunde liegenden Forschungsfragen im Rahmen der vorliegenden Arbeit genau adressiert werden sollen, wird aus der nachfolgend beschriebenen inhaltlichen Gliederung ersichtlich. Alle nachfolgenden Kapitel bedienen sich dabei der im verbleibenden Abschnitt 1.3 der Einführung übersichtsartig vorgestellten begrifflichen Definitionen.

Als erster Ausgangspunkt der späteren theoretischen und empirischen Analyse werden in Kapitel 2 zunächst die Grundlagen der Wagniskapitalbranche auf Basis bestehender Beiträge der wissenschaftlichen Literatur aufbereitet. Während die allgemeine Bedeutung dieser Finanzierungsform für einzelne Gründungsunternehmen sowie die Wettbewerbsfähigkeit aus volkswirtschaftlicher Perspektive in Abschnitt 2.1 schnell ersichtlich wird, soll auf die Charakteristika und Abgrenzungsmerkmale formeller und informeller Wagniskapitalgeber im Gliederungspunkt 2.2 mit größerer Detailtiefe eingegangen werden. Die nachfolgende Betrachtung der Investitionstätigkeit von VCs und BAs unter Punkt 2.3 mündet schließlich in eine Diskussion des idealtypischen Investitionsprozesses unter Berücksichtigung der Rahmenbedingungen für die Investoren junger innovativer Unternehmen.

Kapitel 3 ist der Kooperation zwischen Wagniskapitalgebern gewidmet. Nach einer einleitenden Zusammenfassung des Erkenntnisstands zur Zusammenarbeit von formellen und informellen Wagniskapitalgebern jeweils untereinander wird im letzten Gliederungspunkt des Abschnitts 3.1 zunächst die Forschungslücke hinsichtlich der Kooperation zwischen VCs und BAs herausgearbeitet. In Unterkapitel 3.2 kann dann die Theorie sozialer Interaktion zwischen Wagniskapitalgebern als konzeptioneller Bezugsrahmen zur Bearbeitung der nach wie vor offenen Forschungsfragen vorgestellt werden. Den zentralen Ausgangspunkt hierzu bietet das mikroökonomische Modell von Becker (1974). Die Diskussion der Anwendung und Erweiterung des Modells sozialer Interaktion nach Becker/Murphy (2000) dient schließlich als Grundlage zur Ableitung von Hypothesen im verbleibenden Gliederungspunkt 3.3. Die Entstehung wird dabei unter Bezugnahme auf die Heterogenität der Akteure als Treiber der Beziehungen erklärt. Grundlage hierfür bildet die Annahme der Erwartung positiver Effekte durch VCs in Folge kompatiblen Sozialkapitals auf Seiten der BAs. Zur Erklärung des positiven Effekts von Kooperation dient der Begriff des Sozialkapitals in Hinsicht auf die Investitionstätigkeit von Wagniskapitalgebern gleichermaßen als zentraler Bezugspunkt.

In Kapitel 4 werden die zuvor ausgearbeiteten Hypothesen im Rahmen einer multivariaten Analyse aufgegriffen. Die Untergliederung dieses zentralen Abschnitts entspricht dabei den beiden Kernfragen zur empirischen Überprüfung nach der Entstehung von Ko-Investitionsbeziehungen unter Abschnitt 4.1 und dem Effekt der Kooperation im Punkt 4.2. Für beide Modelle sind zunächst die Datenbasis und deren Akquise zu beschreiben, bevor die abhängigen und unabhängigen Variablen vorgestellt werden können. Während für die Entstehung von Ko-Investitionsbeziehungen aus sich ergänzenden Quellen ein umfassender Daten-

satz konstruiert werden konnte, soll der Effekt von Kooperation aus der Perspektive von VCs anhand zweier sich mittelbar ergänzender Fallbeispiele gezeigt werden. Einer deskriptiven Analyse der operationalisierten Variablen folgt in beiden Fällen die genaue Ausarbeitung des jeweiligen methodischen Vorgehens. Die Beschreibung der resultierenden Ergebnisse und deren Interpretation bildet den inhaltlichen Höhepunkt der vorliegenden Arbeit.

In Teil 5 sind die zentralen Schlussfolgerungen zusammengefasst. Unterkapitel 5.1 enthält neben der Diskussion der Resultate auch eine kritische Würdigung im Gesamtkontext und mögliche Einschränkungen der erzielten Erkenntnisse zu Entstehung und Effekt von Kooperation. Die resultierenden Implikationen werden in Abschnitt 5.2 schließlich sowohl aus übergeordneter staatlicher Perspektive als auch vor allem in Hinsicht auf die betroffenen formellen und informellen Wagniskapitalgeber selbst diskutiert. Der Einbezug kapitalsuchender Unternehmen bildet den letzten Aspekt der Praxisperspektive, bevor im letzten Ansatz die Empfehlung möglicher Anknüpfungspunkte für die zukünftige Forschung das Fazit abrundet.

1.3 Definitionen

Wagniskapital

Der Begriff Wagniskapital beschreibt eine Finanzierungsmethode für junge, innovative Unternehmen. Durch Einlage von Eigenkapital⁵ beteiligen sich Kapitalgeber als haftende Gesellschafter an kapitalnachfragenden Unternehmen für 3 bis 7 Jahre (Weitnauer 2007, S. 4 f.). Wagniskapital kann daher auch als Beteiligungskapital bezeichnet werden (Schefczyk 2004, S. 7). Weiterhin wird das englische Wort Venture-Capital im deutschen Sprachgebrauch synonym verwendet (Welp 2004, S. 17). Der Begriff „Wagniskapital“ ist in Deutschland in dem Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG) rechtlich und steuerlich definiert. „Venture-Capital“ hingegen beschreibt Beteiligungskapital im weiteren Sinn über die im MoRaKG geregelten Maßnahmen hinaus (Achleitner et al. 2011)⁶. Im Rahmen dieser Arbeit wird Wagniskapital parallel zu dem Begriff Venture-Capital im weiteren Sinn verwendet. Das Wort „Venture“ steht im Englischen für eine Unternehmung bzw. ein Unternehmen in Gründung, die sich sowohl durch Chancen als auch durch Risiko oder Gefahr auszeichnet⁷, und impliziert damit sowohl die Chance der Gewinnaussicht als auch die Gefahr des Verlusts, die beide mit der Unsicherheit hinsichtlich des Geschäftserfolgs des Gründungsunternehmens verbunden sind⁸.

⁵ Darüber hinaus wird auch auf komplexere Methoden zurückgegriffen wie bspw. Wechselanleihen, die zwischen Eigenkapital und Fremdkapital einzuordnen sind (Norton/Tenenbaum 1992; 1993; Cumming 2005).

⁶ <http://wirtschaftslexikon.gabler.de/Archiv/16036/wagniskapital-v6.html>, Zugriff am 06.04.2011.

⁷ "an undertaking involving chance, risk, or danger", <http://www.merriam-webster.com/dictionary/venture%2Bcapital>, Zugriff am 06.04.2011.

⁸ Im Deutschen wird auch von Risiko- bzw. Chancenkapital gesprochen (Welp 2004, S. 17 f.).

Anbieter von Wagniskapital werden als Wagniskapitalgeber bezeichnet.

Venture-Capital-Fonds

Bei einem Venture-Capital-Fonds (VC) handelt es sich um einen Wagniskapitalgeber, der im Rahmen der vorliegenden Arbeit als professionell geführte Beteiligungsgesellschaft definiert wird, die Kapital bei externen Investoren⁹ aufnimmt und es in wachstumsstarke, nicht-börsennotierte Unternehmen investiert (Sahlman 1990; Barry 1994; Gifford 1997; Wright/Robbie 1998). Neben der Investition finanzieller Ressourcen versuchen diese als formelle Wagniskapitalgeber bezeichneten Intermediäre, den Wert ihrer PUs durch aktive Unterstützung¹⁰ zu steigern und so den Erfolg ihrer Investition zu erhöhen (Gupta/Sapienza 1992). Unter dem Begriff werden sowohl unabhängige als auch unternehmensabhängige und staatliche VCs gefasst.

Business Angel

Ein Business Angel (BA) ist in der vorliegenden Arbeit als informeller Wagniskapitalgeber gekennzeichnet, der über Erfahrung mit der Finanzierung von jungen Unternehmen verfügt und als Kapitalgeber in einem bestimmten Zeitraum aktiv war (Mason/Harrison 2008). Informelle Wagniskapitalgeber werden allgemein als vermögende Privatpersonen definiert, die in junge, nicht-börsennotierte Unternehmen zu frühen Entwicklungsphasen investieren und dabei auf eigenes Kapital zurückgreifen. Darüber hinaus bieten auch sie häufig inhaltliche Unterstützung durch zeitliches Engagement im PU sowie durch unternehmerische Erfahrung und persönliches Kontaktnetzwerk (Wetzel 1983; 1987; Mason 2008). Die Definition von BAs¹¹ ist in jüngeren Forschungsarbeiten verstärkt diskutiert worden, da mangels einer einheitlichen Abgrenzung von der Gesamtheit privater Investoren die Vergleichbarkeit von Studienergebnissen nur eingeschränkt gegeben scheint (Avdeitchikova et al. 2008; Farrell et al. 2008). In Anlehnung an die Empfehlungen der Autoren Avdeitchikova et al. und Farrel et al. wird in der vorliegenden Arbeit eine breitere Definition von BAs verwendet, die von renditeorientierten Investitionen ausgeht und Beteiligungen von Familie und Freunden nicht ausschließt (Farrel et al. 2008, S. 338 f.). Als wesentliches Abgrenzungsmerkmal wird die Investitionsaktivität eines informellen Investors innerhalb eines bestimmten Zeitraumes herangezogen. Im Gegensatz zu einigen früheren Studien werden unter dem Begriff BA Gelegenheitsinvestoren, inaktive Kapitalgeber¹² und potentielle Privatinvestoren¹³ nicht erfasst (Bomholt 2006; Mason/Harrison 2008).

⁹ Institutionelle Anleger als auch Privatinvestoren und vermögensverwaltende Familienbüros.

¹⁰ Wie die Vermittlung persönlicher Kontakte, Management-Beratung und Weiteres.

¹¹ Der Name „Business Angels“ wurde erstmals von William Wetzel (1983) aufgebracht. Laut Mason (2006) war „angels“ ursprünglich die Beschreibung von Privatpersonen, die Theaterproduktionen am New Yorker Broadway finanzierten (sogenannte „theatre angels“), bei welchen sie im Erfolgsfall an dem Gewinn beteiligt waren.

¹² Mason/Harrison (2008) bezeichnen diese Art von informellen Investoren als schlafende Kapitalgeber „dormant angels“ und empfehlen, diese nicht unter die Definition von BAs zu fassen.

Kooperation

Der Begriff Kooperation wird im Rahmen der vorliegenden Arbeit zur Kennzeichnung beobachtbarer Interaktion zwischen VCs und BAs in Bezug auf ihre Investitionstätigkeit verwendet. Im Fokus stehen dabei zwei unterschiedliche Situationen von Interaktion. Zum einen werden Ko-Investitionsbeziehungen, die aus der gleichzeitigen Rolle der Investoren als Gesellschafter des gleichen Unternehmens entstehen, als Kooperation definiert. Dieser Sachverhalt wird für die Analyse der Entstehung von Kooperation herangezogen. Ko-Investitionsbeziehungen sind als kooperative Interaktionen in Bezug auf die Betreuung des PUs zu verstehen. Die Begriffe Ko-Investitionsbeziehung, Syndizierung¹⁴ und Kooperation zwischen den Wagniskapitalgebern werden synonym verwendet.

Zum anderen wird die Interaktion zwischen VCs und BAs in Bezug auf die Identifikation von Investitionsmöglichkeiten als Kooperation definiert. Diese Art der Interaktion bildet den Untersuchungsgegenstand für die Analyse des Effekts von Kooperation zwischen VCs und BAs. Diese zweite Situation der Zusammenarbeit wird in Form zweier unterschiedlich ausgeprägten Formalitätsgrade von Interaktion betrachtet. In der weniger formalisierten Form stehen die Wagniskapitalgeber in geschäftlichem Kontakt und empfehlen sich gelegentlich gegenseitig Investitionen. Diese Interaktion wird als indirekte oder informelle Kooperation gekennzeichnet. In der weitestgehend formalisierten Form von Zusammenarbeit werden sogenannte Venture-Partnerschaften als direkte Kooperation bezeichnet. Venture-Partnerschaften sind als offizielle, in der Regel vertraglich vereinbarte Zusammenarbeit einer externen Privatperson¹⁵ mit dem VC-Management definiert.¹⁶ Die Aufgabe eines Venture-Partners ist es, das VC-Management bei der Investitionstätigkeit insbesondere bei der Selektion der Investition und der Betreuung des Beteiligungsunternehmens zu unterstützen (Wilson 2010).¹⁷

¹³ Mason/Harrison (2008) bezeichnen diese Art von informellen Investoren als jungfräuliche Kapitalgeber „virgin angels“ und empfehlen, diese nicht unter die Definition von BAs zu fassen.

¹⁴ Ein Syndikat wird im engeren Sinn als eine strategische Zusammenarbeit verstanden, die mit dem Ziel geschlossen wird, gemeinsam in ein Unternehmen zu investieren (Ko-Investition). Für eine allgemeine Definition des Begriffs siehe Wilson (1968). Im VC-Kontext kann Syndizierung auch im weiteren Sinn verstanden werden, wenn die Investitionen von VCs in demselben PU zeitlich versetzt stattfinden (sequentielle Investition); siehe Brander et al. (2002), S. 424 Fußnote. Der Begriff Ko-Investitionsbeziehung wird im Rahmen der Arbeit synonym zu Syndizierung im weiteren Sinne verwendet.

¹⁵ Extern im Sinne von nicht in der VC-Gesellschaft angestellt oder als beteiligter Partner tätig.

¹⁶ Der Umfang der Zusammenarbeit beschränkt sich auf einzelnen Tagen pro Monat.

¹⁷ Im Unterschiede zu einem "Entrepreneur in Residence" (EiR) unterstützt ein Venture-Partner einen VC bei der Identifikation und der Betreuung von mehreren Investitionen. Ein EiR identifiziert in der Regel nur einen Deal und wird Teil des neuen PUs, um dieses operativ zu managen.

Venture Capital-Fonds und Business Angels

Entstehung und Effekt von Kooperationen

Braun, H.

2013, XVIII, 150 S. 13 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-01306-6