

Venture Capital und die Governance-Struktur innovativer Unternehmen

Klaus Mark

Aachener finanzwirtschaftliche Studien

Band 3

Klaus Mark

**Venture Capital und die Governance-Struktur
innovativer Unternehmen**

D 82 (Diss. RWTH Aachen)

Shaker Verlag
Aachen 2005

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

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

Zugl.: Aachen, Techn. Hochsch., Diss., 2005

Copyright Shaker Verlag 2005

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

ISBN 3-8322-4344-5

ISSN 1435-7135

Shaker Verlag GmbH • Postfach 101818 • 52018 Aachen

Telefon: 02407 / 95 96 - 0 • Telefax: 02407 / 95 96 - 9

Internet: www.shaker.de • eMail: info@shaker.de

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	X
------------------------------------	----------

Tabellenverzeichnis	XII
----------------------------------	------------

I Einleitung.....	1
------------------------------	----------

1 Problemstellung und Einordnung der Arbeit.....	1
2 Zum Begriff „Venture Capital“ und zu seiner Abgrenzung vom Begriff „Private Equity“	5
2.1 Venture Capital.....	5
2.2 Private Equity	7
3 Gang der Untersuchung.....	8

II Ein transaktionskostentheoretisches Analyseinstrumentarium.....	10
--	-----------

1 Grundlagen und Motivation des Analyseansatzes.....	10
1.1 Organisation der Arbeitsteilung: Transaktionskosten und die Nutzung von Spezialisierungsvorteilen.....	10
1.2 Zum Begriff der Governance-Struktur	12
1.3 Transaktionskosten und Effizienzbeurteilung	13
1.4 Die Transaktionsbeziehung als elementare Analyseeinheit und das transaktionsspezifische Umfeld	15
1.5 Koordinations- und Motivationskosten als Konsequenz zentraler Verhaltensannahmen	16
2 Koordinationskosten.....	17
2.1 Abstimmung interdependenter Entscheidungen als Gegenstand der Koordination	17

2.2	Bestandteile des Koordinationsprozesses, Koordinationskosten und Koordinationsmechanismen	18
2.3	Interdependenzgrad und Kosten der Informationsübertragung	19
2.4	Grundtypen von Koordinationsmechanismen	20
2.5	Effizienz der grundlegenden Mechanismustypen	21
3	Motivationskosten	27
3.1	Hidden Information	27
3.1.1	Ausgangssituation und Problemstruktur	27
3.1.2	Motivationsmechanismen und Transaktionsmerkmale	29
3.2	Hidden Action	32
3.2.1	Ausgangssituation und Problemstruktur	32
3.2.2	Motivationsmechanismen und kritische Transaktionsmerkmale	33
3.3	Unvollständige Verträge, spezifische Investition und Hold up	38
3.3.1	Ausgangssituation und Problemstruktur	38
3.3.2	Funktionsweise von Motivationsmechanismen zur Reduktion des Hold-up-Problems	41
3.3.2.1	Grundlegende Mechanismuskategorien	41
3.3.2.2	Eigentum und das Grundmodell der Theorie der Verfügungsrechte	42
3.3.2.3	Erweiterungen des Grundmodells der Theorie der Verfügungsrechte und weitere Motivationsmechanismen	44
3.3.2.3.1	Variation des Spezifitätsgrads	44
3.3.2.3.2	Investitionen mit Eigen- und Fremdwirkung	45
3.3.2.3.3	Co-Spezialisierung und Zugang zu kritischen Unterneh- mensressourcen als Quelle von Kontrollmacht	46
3.3.2.3.4	Reputationskapital als Pfand zur Steuerung der Verhandlungsmacht	48
3.4	Ressourcenausbeutung durch Imitation des Geschäftsmodells	51
3.4.1	Ausgangssituation und Problemstruktur	51

3.4.2 Motivationsmechanismen und kritische Transaktionsmerkmale	53
3.4.2.1 Die Unternehmung als Netz spezifischer Investitionen nach <i>Rajan</i> und <i>Zingales</i> (2001a)	53
3.4.2.2 Beschränkung des Handlungsspielraums durch Regulierung des Ressourcenzugangs	54
3.4.2.3 Mitarbeiterbindung und Maßnahmen zur Erhöhung der Kosten des Ausstiegs	57
3.4.2.4 Organisatorisches Kapital und Anpassung der Governance-Struktur an die Unternehmensentwicklung	58
4 Finanzierungentscheidungen als Determinanten der Governance-Struktur.....	61
4.1 Kapitalstruktur und Hidden Information	61
4.2 Kapitalstruktur und Hidden Action	63
4.3 Kapitalstruktur und die Allokation von Verfügungsrechten	66
5 Fazit	68
 III Innovationsunternehmen, Venture-Capital-Gesellschaften und ihr Umfeld ...	70
1 Der Markt für Wagniskapital.....	70
2 Junge innovative Unternehmen	71
2.1 Das transaktionsspezifische Umfeld junger innovativer Wachstumsunternehmen.....	71
2.2 Innovation und Pioniervorteil.....	74
2.3 Idealtypische Phasen der Venture-Capital-Finanzierung	78
2.3.1 Seed-Phase	78
2.3.2 Start-up-Phase	79
2.3.3 Expansionsphase	80
2.3.4 Reifephase.....	81
2.4 Pionierstrategien und transaktionsspezifisches Umfeld	85
2.4.1 Angebotsseitige Pioniervorteile	85

2.4.1.1 Patentschutz	85
2.4.1.2 Erfahrungskurveneffekte.....	89
2.4.2 Nachfrageseitige Pioniervorteile.....	92
2.4.2.1 Produktdifferenzierung	92
2.4.2.2 Netzwerkeffekte	95
3 Venture-Capital-Gesellschaften.....	98
3.1 Begriffliches und Abgrenzung zu verwandten Intermediärstypen	98
3.2 Die Wertschöpfungskette von Venture-Capital-Gesellschaften.....	100
3.2.1 Kapitalakquisition (Fund Raising).....	101
3.2.2 Akquisition von Beteiligungsprojekten (Deal Flow)	103
3.2.3 Vertragsgestaltung und Beteiligungsmanagement.....	105
3.2.4 Beteiligungsausstieg.....	110
4 Industrieunternehmen und Corporate Venture Capital.....	112
5 Institutionelle Investoren	116
6 Business Angels.....	117
7 Förderinstitutionen der öffentlichen Hand	117
8 Fazit	118
IV Entwicklung des Beteiligungsmarktes in Deutschland und aktuelle Marktstruktur.....	121
1 Entstehungsphase ab 1960.....	121
2 Beginn staatlicher Förderaktivitäten und langsame Weiterentwicklung des Marktes	122
3 Erster Wachstumsschub in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre.....	125
3 Wachstumsboom in der zweiten Hälfte der neunziger Jahren und Beginn einer Konsolidierungsphase ab dem Jahr 2000.....	127
5 Fazit	136

V	Gestaltung der Governance-Struktur der Innovationsunternehmung.....	138
1	Ausgangssituation und Zielsystem der Beteiligten	138
2	Koordination.....	141
3	Einmalige Interaktionsbeziehungen und asymmetrische Informationsverteilung.....	142
3.1	Einseitiges Prinzipal-Agenten-Verhältnis zwischen der Venture-Capital-Gesellschaft und den Unternehmensgründern.....	143
3.2	Zweiseitiges Prinzipal-Agenten-Verhältnis zwischen der Venture-Capital-Gesellschaft und den Unternehmensgründern.....	148
3.3	Beeinflussung der Anreizstrukturen durch Interessenkonflikte mit industriellen Investoren.....	150
3.4	Implikationen für die Gestaltung der Governance-Struktur	151
4	Wiederholte Interaktionsbeziehungen und Probleme der Verfügungsmachtallokation....	156
4.1	Die Venture-Capital-Gesellschaft als Fremdkapitalgeber.....	157
4.1.1	Zusätzliche Anreizeffekte im mehrperiodigen Prinzipal-Agenten-Kontext	157
4.1.2	Schutz der Gläubigeransprüche durch aktive Nutzung des Verfügungsmachttransfers im Insolvenzfall.....	160
4.1.3	Schutzwirkung vertraglicher Nebenabreden.....	163
4.1.4	Implikationen für die Gestaltung der Governance-Struktur	164
4.2	Die Venture-Capital-Gesellschaft als Eigenkapitalgeber.....	167
4.2.1	Verteilung der Organkompetenzen in der Aktiengesellschaft	167
4.2.2	Beschlussfassung auf der Hauptversammlung.....	168
4.2.3	Einflussnahme der Venture-Capital-Gesellschaft über den Aufsichtsrat	171
4.2.3.1	Bestellung und Abberufung des Vorstands durch den Aufsichtsrat	171
4.2.3.2	Berichtspflichten des Vorstands und Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats	172

4.2.3.3 Zustimmungsvorbehalte des Aufsichtsrats	173
4.2.4 Implikationen für die Gestaltung der Governance-Struktur	174
4.2.4.1 Informations- und Kontrollrechte der Venture-Capital-Gesellschaft als Prinzipal.....	174
4.2.4.2 Verteilung der Verfügungsmacht und Hold up.....	175
4.2.4.3 Sicherung der Investitionsbereitschaft durch Reputationseffekte.....	178
4.2.4.4 Ressourcenausbeutung durch Imitation des Geschäftsmodells	179
5 Zwischenfazit	182
6 Spezifische Motivationsmechanismen in Venture-Capital-Verträgen	188
6.1 Intertemporale Vertragsgestaltung	188
6.1.1 Wandelanleihen und sequentielle Investitionsentscheidungen – das Modell von <i>Schmidt</i> (2003)	188
6.1.1.1 Der Finanzierungsvertrag und die Zeitstruktur des Modells	189
6.1.1.2 Die Anreizwirkungen der Wandelanleihe.....	192
6.1.2 Phasenfinanzierung	196
6.1.3 Implikationen für die Gestaltung der Governance-Struktur	200
6.2 Gegenstand typischer Nebenabreden in Beteiligungsverträgen	214
6.2.1 Vereinbarungen zur Übertragung von Eigenkapitalanteilen.....	215
6.2.1.1 Zulässigkeit vertraglicher Vereinbarungen zur Übertragung von Eigenkapitalanteilen nach dem deutschen Recht.....	216
6.2.1.2 Übertragungsbeschränkungen mit Zustimmungsvorbehalt	217
6.2.1.3 Vorkaufsrechte (Rights of First Refusal)	218
6.2.1.4 Veräußerungszwang bei Ausscheiden aus der Unternehmensführung	219
6.2.1.5 Mitverkaufsrechte (Co-Sale Agreements)	220
6.2.1.6 Mitverkaufspflichten (Drag-Along Rights)	220
6.2.1.7 Rückkaufspflichten der Unternehmensgründer (Redemption Rights)	221

6.2.2 Direkte Vereinbarungen über die Wahl des Ausstiegskanals	222
6.2.3 Wettbewerbsverbote.....	223
6.2.4 Implikationen für die Gestaltung der Governance-Struktur	225
6.2.4.1 Übertragungsbeschränkungen mit Zustimmungsvorbehalt und Vorkaufsrechte	225
6.2.4.2 Veräußerungszwang bei Ausscheiden aus der Unternehmensführung	227
6.2.4.3 Mitverkaufsrechte	231
6.2.4.4 Mitverkaufspflichten.....	233
6.2.4.5 Rückkaufspflichten der Unternehmensgründer	236
6.2.4.6 Börsengang als Zielvereinbarung.....	242
6.2.4.7 Wettbewerbsverbote.....	244
7 Zwischenfazit	246
8 Governance-Struktur und Pionierstrategie	253
8.1 Angebotsseitiger Pioniervorteil	253
8.1.1 Patentschutz	253
8.1.2 Erfahrungskurveneffekte.....	265
8.2 Nachfrageseitiger Pioniervorteil.....	270
8.2.1 Differenzierung	270
8.2.2 Netzwerkeffekte	276
9 Fazit	279
VI Schlussbemerkungen	286
Literaturverzeichnis.....	288