

Reihe: Entrepreneurial Finance und Private Equity

Band: 2

**Hrsg.: Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner / Prof. Ulrich Hommel, Ph.D.
Prof. Dr. Bernd Rudolph / Prof. Dr. Dirk Schiereck**

Alexandra Fink

**Corporate-Venturing-
Kooperationen:
Praxisbefunde, Anreizprobleme
und Gestaltungsmöglichkeiten**

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	XI
Tabellenverzeichnis.....	XIII
Symbolverzeichnis.....	XV

1. Einleitung _____ TM - _____ ^{^^}	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Gang der Untersuchung.....	6
2. Corporate venturing und die Motive der beteiligten Parteien _____	11
2.1 Zur Einordnung der Strategie des <i>corporate venturing</i>	11
2.1.1 Definitiorische Abgrenzung.....	11
2.1.2 Grundzüge des <i>corporate venturing</i>	13
2.2 Charakterisierung der aufeinander treffenden Unternehmen.....	16
2.2.1 Charakteristika etablierter Industrieunternehmen.....	16
2.2.1.1 Zur Abgrenzung von industriellen Großunternehmen.....	16
2.2.1.2 Zielsystem eines industriellen Großunternehmens.....	19
2.2.1.3 Probleme etablierter Industrieunternehmen.....	21
2.2.1.3.1 Mangelnde Flexibilität aufgrund der Größe.....	21
2.2.1.3.2 Ineffizienzen infolge rigider Unternehmensstrukturen.....	22
2.2AA Zusammenfassende Betrachtung eines Großunternehmens.....	25
•v 2.2.2 Charakteristika junger Innovationsunternehmen.....	26
2.2.2.1 Idealtypischer Entwicklungsverlauf.....	26
2.2.2.2 Ziele eines innovationsorientierten Entrepreneurs.....	30

2.2.2.3	Probleme junger Innovationsunternehmen.....	31
2.2.2.3.1	Defizite seitens der Unternehmensleitung.....	31
v- 2.2.2.3.2	Mangelnde Kapitalausstattung als Wachstumsbremse.	32
2.2.2.3.3	Fehlende Positionierung im Markt.....	36
' 2.2.2.4	Zusammenfassende Betrachtung junger Unternehmen.....	38
2.2.3	Gegenüberstellung der Unternehmenstypen.....	39
2.3	Motive der beteiligten Unternehmen im Rahmen des <i>corporate venturing</i>	42
2.3.1	Motive aus Perspektive der industriellen Investoren.....	42
2.3.1.1	Renditegenerierung durch Finanzierung innovativer Projekte	42
2.3.1.2	Erschließung neuer Märkte und Wissensakquisition.....	43
2.3.1.3	Festigung und Ausbau der eigenen Marktpositionierung.	45
2.3.1.4	Reduktion der Kosten aufgrund unternehmensinterner Probleme.....	46
/ 2.3.2	Ziele aus Perspektive der jungen technologieorientierten Unternehmen.....	48
2.3.2.1	Nutzung der Hilfestellung auf finanzwirtschaftlicher Ebene ...	48
2.3.2.2	Rückgriff auf die materiellen Ressourcen des industriellen Investors.....	50
v 2.3.2.3	Unterstützung durch personelle Ressourcen und Know-how .	51
2.3.2.4	Vorteile der Reputation und Marktmacht des Corporate Investors.....	52
2.3.3	Folgerungen aus den Motiven für das <i>corporate venturing</i>	53
2.4	Zur empirischen Relevanz von Corporate-Venture-Capital-Investitionen.....	55
2.4.1	Entwicklung der Corporate-Venture-Capital-Investitionen in den USA.....	55
2.4.2	Corporate-Venture-Capital-Investitionen in Europa.....	56
2.4.3	Corporate-Venture-Capital-Investitionen in Deutschland.....	64
2.4.4	Folgerungen zur Bedeutung von Corporate-Venture-Capital-Investitionen.....	68

3. Anreizprobleme und deren Auswirkungen auf Kooperationen im Rahmen des <i>corporate venturing</i>.....	71
3.1 Mögliche Anreizprobleme bei einer Corporate-Venturing-Beziehung	71
3.1.1 Zur Begründung von Anreizproblemen.....	71
3.1.1.1 Anreizprobleme aufgrund asymmetrischer Informationen.	71
3.1.1.2 Anreizprobleme infolge der Unvollständigkeit von Verträgen	74
3.1.2 Asymmetrische Informationsverteilung im Vorfeld einer Kooperation.....	76
3.1.3 Anreizprobleme des Entrepreneurs nach Vertragsabschluss.	79
3.1.3.1 Informationsdefizite des Corporate Investors.....	79
3.1.3.2 Unvollständigkeit der Verträge zulasten des Corporate Investors.....	83
3.1.4 Anreizprobleme des Corporate Investors nach Vertragsabschluss	85
3.1.4.1 Informationsdefizite des Entrepreneurs.....	85
3.1.4.2 Vertragsunvollständigkeiten zulasten des Entrepreneurs.	88
3.1.5 Exkurs: Anreizprobleme der Mitarbeiter des industriellen Großunternehmens.....	90
3.1.6 Zusammenfassende Betrachtung der Anreizprobleme beim <i>corporate venturing</i>	92
3.2 Einfluss der Anreizprobleme auf die Kooperationsentscheidungen. . . .	94
3.2.1 Nutzenabwägungen gegenüber anderen Handlungsalternativen ...	94
3.2.1.1 Überlegungen des Corporate Investors.....	94
3.2.1.2 Überlegungen des Entrepreneurs.....	96
3.2.2 Investorenwahl unter Berücksichtigung der Anreizwirkung externer Effekte.....	97
3.2.2.1 Grundzüge des Modells von Hellmann (2001).....	97
3.2.2.2 Investorenwahl angesichts der Leistungsanreize des Corporate Investors aus den externen Effekten.....	100
3.2.2.3 Vorteil einer syndizierten Finanzierung.....	102
3.2.2.4 Variation einzelner Annahmen.....	104
3.2.2.5 Folgerung zur Investorenwahl bei Berücksichtigung der Anreize aus externen Effekten.....	106

3.2.3	Investorenwahl bei unzureichendem Schutz der Geschäftsidee. . . .	108
3.2.3.1	Ausgangsüberlegungen des Modells von Anton/Yao (1995)..	108
3.2.3.2	Finanzierungsentscheidung des Entrepreneurs.....	109
3.2.3.3	Zusammenfassung und Übertragbarkeit auf das <i>corporate venturing</i>	111
3.3	Schlussfolgerungen in Anbetracht der Anreizprobleme im Rahmen von Corporate-Venturing-Kooperationen.....	112

4. Lösungsansätze zum Abbau von Anreizproblemen bei Corporate-

4.1	Reduktion von Anreizproblemen durch Maßnahmen im Vorfeld der Kooperation.....	115
4.1.1	Möglichkeiten zum Schutz der Geschäftsidee.....	115
4.1.2	Überprüfung des Kooperationspartners.....	117
4.1.3	Bedeutung vorvertraglicher Vereinbarungen.....	121
4.2	Lösung der Anreizprobleme durch Gestaltung des Finanzierungsvertrages - Ansätze aus der Venture-Capital-Finanzierung.....	123
4.2.1	Zur Motivation der Orientierung an der Venture-Capital-Finanzierung.....	123
4.2.2	Gestaltungselemente von Venture-Capital-Verträgen und Motive für deren Einsatz.....	124
4.2.2.1	Aufteilung des Investitionsvolumens durch die Stufenfinanzierung.....	124
4.2.2.2	Allokation von Cashflow-Rechten.....	127
4.2.2.3	Verteilung von Kontrollrechten.....	128
4.2.2.4	Umsetzung der Verteilung von Cashflow- und Kontrollrechten durch das Finanzierungsdesign.....	134
4.2.2.5	Finanzierung durch ein Syndikat.....	138
4.2.3	Empfehlungen der Literatur zur Gestaltung von Venture-Capital-Verträgen.....	140
4.2.3.1	Vorteilhaftigkeit der Stufenfinanzierung.....	140
4.2.3.2	Allokation von Cashflow-Rechten zur Anreizsteuerung.....	142

4.2.3.3	Vertragsgestaltung unter Berücksichtigung der Kontrollverteilung.....	146
4.2.3.4	Finanzierungsdesign bei Syndizierungen.....	150
4.2.4	Zusammenfassende Gegenüberstellung der Gestaltungselemente in der Venture-Capital-Finanzierung.....	152
4.3	Überlegungen zum Transfer auf eine Corporate-Venturing- Kooperation.....	155
4.3.1	Beschränkte Übertragbarkeit aufgrund divergierender Gegebenheiten.....	155
4.3.2	Vor- und Nachteile der Instrumente der Venture-Capital- Finanzierung unter Berücksichtigung der Spezifika des <i>corporate venturing</i>	157
4.3.2.1	Aufteilung des Investitionsvolumens durch die Stufen- finanzierung.....	157
4.3.2.2	Verteilung der Cashflow-Rechte.....	158
4.3.2.3	Verteilung der Kontrollrechte.....	159
4.3.2.4	Finanzierung durch ein Syndikat.....	160
4.3.3	Folgerungen zu den Möglichkeiten des Abbaus von Anreiz- problemen im Rahmen einer Corporate-Venturing-Beziehung	162
5.	Reduktion von Anreizproblemen beim <i>corporate venturing</i> durch die Gestaltung des Finanzierungsvertrages - ,	165
5.1	Vorgehen zur Herleitung des Vertragsdesigns.....	165
5.1.1	Aufbau der modelltheoretischen Betrachtung.....	165
5.1.2	Zur Annahme symmetrisch verteilter Informationen zwischen den beteiligten Parteien.....	167
5.2	Anreizsteuerung durch die Allokation der Cashflow-Rechte.....	169
5.2.1	Beschreibung der Modellwelt.....	169
5.2.1.1	Annahmen des Grundmodells.....	169
5.2.1.2	Struktur des Verhandlungsspiels.....	177

5.2.2	Allokation der Cashflow-Rechte im Ein-Perioden-Fall.....	179
5.2.2.1	Anforderungen an die Allokation der Cashflow-Rechte	179
5.2.2.2	Angebot des Venture Capitalists als Entscheidungsmaßstab ..	181
5.2.2.2.1	Falsche Leistungsanreize durch eine Kredit- oder Beteiligungsfinanzierung.....	181
5.2.2.2.2	Optimale Leistungsanreize durch eine Wandelanleihe.....	184
5.2.2.3	Anreizwirkung der Finanzierungsverträge des Corporate Investors.....	187
5.2.2.3.1	Veränderungen gegenüber der Venture-Capital- Finanzierung.....	187
5.2.2.3.2	Konditionen des Kreditvertrages und dessen Anreiz- wirkung.....	188
5.2.2.3.3	Anreizwirkung der Beteiligungsfinanzierung.....	192
5.2.2.3.4	Gestaltung einer anreizkompatiblen Wandelanleihe.....	193
5.2.2.4	Leistungsanreize für den Entrepreneur durch Optionen.....	200
5.2.2.4.1	Gründe für eine Separation der Leistungsanreize.....	200
5.2.2.4.2	Zustandsabhängige Optionen zur Anreizsteuerung.....	201
5.2.2.4.3	Option auf eine Beteiligung am Vermögen des Corporate Investors.....	204
5.2.2.5	Variation der Leistungsbereitschaft des Corporate Investors ..	205
5.2.2.5.1	Beschränkung der Leistungsbereitschaft auf b_i und b_p	205
5.2.2.5.2	Differenzierung des aktiven Leistungsniveaus.....	210
5.2.2.6	Allgemeine Formulierung der Konditionen der Wandelanleihe.....	211
5.2.2.7	Fazit zur Allokation der Cashflow-Rechte im Ein-Perioden- Fall.....	214
5.2.3	Allokation der Cashflow-Rechte bei der Stufenfinanzierung.....	217
5.2.3.1	Motivation zur Stufenfinanzierung und Zielsetzung bei der Allokation der Cashflow-Rechte.....	217
5.2.3.2	Beschreibung der Ausgangssituation.....	218
5.2.3.3	Finanzierungskonditionen eines Venture Capitalists.....	225

5.2.3.4	Finanzierungskonditionen des Corporate Investors.....	238
5.2.3.4.1	Finanzierungskonditionen bei effizienter Leistung des Corporate Investors aufgrund der externen Effekte.....	238
5.2.3.4.2	Finanzierungskonditionen bei eingeschränkter Leistungs- bereitschaft des Corporate Investors.....	241
5.2.3.5	Optionen des Entrepreneurs bei der Stufenfinanzierung.....	245
5.2.3.6	Fazit zur Stufenfinanzierung.....	247
5.2.4	Verteilung der Cashflow-Rechte bei einer syndizierten Finanzierung.....	250
5.2.4.1	Motivation der Syndizierung und Zielsetzung bei der Allokation der Cashflow-Rechte.....	250
5.2.4.2	Ergänzende Annahmen zum Grundmodell.....	251
5.2.4.3	Finanzierungsverträge bei einperiodiger Finanzierung.....	255
5.2.4.4	Syndizierte Finanzierung bei der Stufenfinanzierung.....	260
5.2.4.5	Fazit zur Allokation der Cashflow-Rechte bei der Syndizierung.....	262
5.2.5	Einsatzmöglichkeiten von Vorzugsaktien.....	265
5.2.5.1	Motivation für den Einsatz von Vorzugsaktien.....	265
5.2.5.2	Nachbildung des Kredites im Ein-Perioden-Fall.....	267
5.2.5.3	Wandelbare Vorzugsaktien bei einer einperiodigen Finanzierung.....	270
5.2.5.4	Anpassungsbedarf bei der Stufenfinanzierung.....	272
5.2.5.5	Fazit zum Einsatz von Vorzugsaktien.....	273
5.3	Verteilung der Kontrolle über das junge Unternehmen.....	274
5.3.1	Verteilung der Unternehmenskontrolle und <i>private benefits of control</i>	274
5.3.1.1	Zur Existenz <i>von private benefits of control</i>	274
5.3.1.2	Anreizwirkung des Finanzierungsdesigns unter Berücksichtigung von <i>private benefits of control</i>	276

5.3.2	Kontrollverteilung infolge der Berücksichtigung weiterer Handlungsalternativen des Entrepreneurs.....	281
5.3.2.1	Handlungsalternativen des Entrepreneurs und deren Konsequenzen.....	281
5.3.2.2	Vereinbarung spezifischer Kontrollrechte unter Berücksichtigung der damit verbundenen Konsequenzen.	284
5.3.2.3	Spezifische Kontrollrechte und ihr Lösungsbeitrag.....	288
5.3.3	Vorteil der syndizierten Finanzierung aus Kontrollüberlegungen...	292
5.3.4	Zusammenfassende Überlegungen zur Kontrollrechts Verteilung...	294
6.	Schlussbetrachtung.	297
	Literaturverzeichnis.....	307
	Verwendete Gesetzestexte.....	323
	Stichwortverzeichnis.....	325