

Theoretische Grundlagen der Gründungsfinanzierung

hrsg. von

Michael Bitz*

Diskussionsbeitrag Nr. 331

2002

* Univ.-Prof. Dr. Michael Bitz ist Inhaber des Lehrstuhls für Betriebswirtschaftslehre, insbes. Bank- und Finanzwirtschaft am Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität Hagen. Michael.Bitz@Fernuni-Hagen.de

Inhaltsübersicht

Vorwort von Michael BitzIII

Teil A:

Zur Konzeption der Gründungsfinanzierung
— Bestandsaufnahme und kritische Analyse aus Sicht der
neueren Finanzierungstheorie A-I

von Dietmar Grichnik und Frank Schwärzel

Teil B:

Finanzierungs- und risikothoretische Probleme bei Unter-
nehmensgründungen
— Systematisierung und ökonomische Analyse der Finanzie-
rungsbeziehungen B-I

von Dietmar Grichnik und Dirk Kraschon

Vorwort

Die Gründungsfinanzierung kennzeichnet ein unternehmerisches Problemfeld, das – wie etliche weitere Aspekte der Unternehmensgründung – zunächst in den USA theoretisch und vor allem empirisch untersucht wurde und seit den 90er Jahren auch in Deutschland zunehmend Beachtung in der wissenschaftlichen Diskussion findet. Während das „Entrepreneurial Finance“ in den angelsächsischen Ländern aber bereits als etabliert gelten darf, befindet es sich in Deutschland als eigenständiges Untersuchungsfeld der Unternehmensfinanzierung noch am Beginn der Theoriebildung. Hierüber können auch diverse praxeologischer Ratgeber und Rezepturen nicht hinwegtäuschen, die angesichts der hohen praktischen Relevanz dieses Themas derzeit noch das Schergewicht der deutschsprachigen Beiträge ausmachen. Vielmehr zeugen die wenigen theoretisch fundierten Beiträge zu Einzelaspekten der Gründungsfinanzierung davon, daß sich dieser Forschungsfokus im Rahmen der Finanzierungstheorie hierzulande erst auf wenige Fragmente stützt, deren „Inseldasein“ durch weitere Grundlagenarbeit noch einer konzeptionellen Zusammenführung bedarf.

Dies motivierte die Herausgabe eines Diskussionspapiers mit zwei Theoriebeiträgen zur Gründungsfinanzierung, die auf Diplomarbeiten an unserem Fachbereich basieren. Sie sind gute Beispiele für eine Reihe von Arbeiten, die am Lehrstuhl für Bank- und Finanzwirtschaft zu finanzierungs- und risikotheorietischen Problemen der Unternehmensgründung unter der Betreuung von Herrn Dr. Dietmar Grichnik im Rahmen seines Lehrauftrags zur Gründungsfinanzierung entstanden sind. Beiden Beiträgen ist gemein, daß die Finanzierungssituation zu gründender respektive junger Unternehmen aus Sicht der einzelwirtschaftlichen Finanzierungstheorie untersucht wird. Der Beitrag von Grichnik und Schwärzel (Teil A) dient zunächst der Bestandsaufnahme der neueren Finanzierungstheorie im Hinblick auf ihren Analyse- und Aussagegehalt für die Finanzierungsproblematik bei Unternehmensgründungen. Auf diesem Fundament setzt der Beitrag von Grichnik und Kraschon (Teil B) auf, um die Finanzierungs- und Risikosituation von Unternehmensgründern und ihren Finanziers näher zu untersuchen.

Michael Bitz

Herbst 2002

Teil A:

Zur Konzeption der Gründungsfinanzierung
– Bestandsaufnahme und kritische Analyse aus Sicht der
neueren Finanzierungstheorie

von

Dietmar Grichnik* und Frank Schwärzel**

* Dr. Dietmar Grichnik ist Lehrbeauftragter für Gründungsfinanzierung am Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität Hagen und wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzdienstleistungen der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf. Dietmar.Grichnik@Fernuni-hagen.de

** Dipl.-Kfm. Frank Schwärzel ist Absolvent des wirtschaftswissenschaftlichen Studiengangs an der FernUniversität Hagen. Er ist in der Sparkassenorganisation im Bereich der Kreditrevision tätig.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	III
Abkürzungsverzeichnis.....	IV
Symbolverzeichnis.....	V
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Aufbau der Arbeit.....	2
1.3 Wahl der grundlegenden theoretischen Sichtweise.....	2
1.3.1 Neoklassische Finanzierungstheorie.....	2
1.3.2 Neo-institutionenökonomische Finanzierungstheorie.....	3
2 Sicht des Prinzipal-Agent-Ansatzes.....	4
2.1 Die Agency-Beziehung.....	4
2.1.1 Beteiligte der Agency-Beziehung.....	4
2.1.2 Grundannahmen des Prinzipal-Agent-Ansatzes.....	4
2.1.2.1 Annahme der Informationsasymmetrie.....	4
2.1.2.2 Verhaltensannahmen.....	5
2.1.2.3 Annahmen über Risikopräferenzen.....	5
2.2 Gründungsfinanzierung aus agencytheoretischer Sicht.....	6
2.2.1 Vorbemerkungen.....	6
2.2.2 Finanzierungstitel.....	7
2.2.2.1 Idealtypische Kreditfinanzierung.....	7
2.2.2.2 Idealtypische Beteiligungsfinanzierung.....	8
2.2.2.3 Hybride Finanzierungsformen.....	9
2.2.3 Vorvertragliche Situation.....	10
2.2.4 Informationsrisiko.....	11
2.2.5 Situation nach Vertragsabschluß.....	14
2.2.6 Relevante Delegationsrisiken.....	15
2.2.6.1 Arbeitseinsatzproblem.....	15
2.2.6.2 Versteckter Konsum.....	17
2.2.6.3 Investitionsproblem.....	18
2.2.6.4 Risikoanreizproblem.....	19
2.2.6.5 Verschuldungsanreizproblem.....	23
2.3 Kritisches Fazit der Analyse.....	24

3	Sicht des Transaktionskostenansatzes	25
3.1	Analyse der Gründungsfinanzierung im transaktionskosten theoretischen Kontext	25
3.1.1	Vorbemerkungen	25
3.1.2	Die Gründungsfinanzierung als Transaktion	26
3.1.3	Annahmen des Transaktionskostenansatzes	28
3.1.4	Organisationsproblem und Transaktionskosten	29
3.1.4.1	Koordinationsproblem	29
3.1.4.2	Motivationsproblem	30
3.1.5	Abhängigkeit der Transaktionskosten von den Transaktions merkmalen der Gründungsfinanzierung	30
3.1.5.1	Spezifität der Gründungsfinanzierung	30
3.1.5.2	Häufigkeit der Transaktion	31
3.1.5.3	Unsicherheit bei Gründungsfinanzierung	32
3.1.6	Koordinationsformen und Vertragsgestaltung	33
3.1.6.1	Allgemeine Bemerkungen	33
3.1.6.2	Marktliche Koordination	34
3.1.6.3	Hierarchische Koordination	35
3.1.6.4	Intermediäre Koordination	36
3.1.7	Spezielle Koordinationsformen der Gründungsfinanzierung	37
3.2	Kritisches Fazit der Analyse	39
4	Sicht der Property Rights-Theorie	40
4.1	Vorbemerkungen	40
4.1.1	Begriff der Property Rights	40
4.1.2	Annahmen und Sichtweise der Property Rights-Theorie	40
4.2	Gründungsfinanzierung aus Property Rights-theoretischer Sicht	42
4.2.1	Ausgangslage	42
4.2.2	Eigengründung durch den Finanzier	43
4.2.3	Kapitalüberlassung gegen festes Ertragsaneignungsrecht	43
4.2.4	Kapitalüberlassung gegen variables Ertragsaneignungsrecht	44
4.2.5	Managementkenntnisse der Gründer	45
4.3	Kritisches Fazit der Analyse	46
5	Kritische Würdigung	47
	Literaturverzeichnis	50

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Zahlungsstruktur eines Kreditvertrages.....	7
Abbildung 2: Zahlungsanwartschaft des Finanziers bei der Beteiligungsfinanzierung	9
Abbildung 3: Zahlungsstruktur einer hybriden Finanzierungsform	10
Abbildung 4: Informationsrisiko bei der Fremdfinanzierung	12
Abbildung 5: Informationsrisiko bei der Beteiligungsfinanzierung	14
Abbildung 6: Investitionsproblem bei der Kreditfinanzierung	19
Abbildung 7: Risikoanreizerzeugende Dichtefunktionen bei der Beteiligungsfinanzierung	22
Abbildung 8: Verschuldungsanreizproblem bei quotaler Zahlungs anwartschaft zweier Kreditgeber.	23
Abbildung 9: Vorschlag eines Koordinationstableaus	37

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
Anm. d. Verf.	Anmerkung des Verfassers
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
d.h.	das heißt
DBW	Die Betriebswirtschaft
et. al.	et alii
etc.	et cetera
FN	Fußnote
ggf.	gegebenenfalls
H.	Heft
Hrsg.	Herausgeber
i.d.R.	in der Regel
insbes.	insbesondere
Jg.	Jahrgang
Jr.	Junior
KE	Kurseinheit
No.	Number
o.ä.	oder ähnliche
resp.	respektive
S.	Seite
sog.	sogenannte(r)
URL	Uniform Resource Locator
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WISU	das Wirtschaftstudium
z.B.	zum Beispiel
zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für be- triebswirtschaftliche Forschung

Symbolverzeichnis

ε	Stochastische Größe
$\hat{\varepsilon}$	Kritischer Wert von ε
ξ	Risikoparameter
λ	Hilfsvariable
$\theta(e)$	Arbeitsleid
$\mu, E[\bullet]$	Erwartungswert
σ^2	Varianz
a	Anteilsfaktor
B	Durch den Gründer am Arbeitsplatz verdeckt konsumierter Betrag
C	Finanzierungsbetrag
C_B	Finanzierungsbetrag eines weiteren Finanziers
D	Gesamtergebnis
D^*	Kritischer Wert von D
E	Persönlicher Input des Agenten (Anstrengung)
$F(\bullet)$	Wahrscheinlichkeits-Verteilungsfunktion
$f(\bullet)$	Wahrscheinlichkeits-Dichtefunktion
$F'(\bullet)$	Alternative Verteilungsfunktion
$f'(\bullet)$	Alternative Dichtefunktion
I	Risikoloser Kalkulationszinssatz
$L[\bullet]$	Lagrange-Funktion
P	Eintrittswahrscheinlichkeit, daß eine angenommene Realisation von D nicht überschritten wird
P_A, P_B	Prinzipal A, Prinzipal B
R	Vereinbarter nominaler Kreditzinssatz
T	Zeit
$Z(\bullet)$	Zahlungsanwartschaft des Finanziers

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

In der Realität lassen sich Gründungen von Unternehmen mit den unterschiedlichsten Geschäftsmodellen oder Expansionsstrategien beobachten¹. Da die Gründer i.d.R. über keine oder relativ zu dem absehbar in Zukunft benötigten Finanzierungsbetrag nur geringe Eigenmittel verfügen, ist eine externe Finanzierung zur Realisierung des Gründungsvorhabens notwendig², aber schwierig³. Darüber hinaus fehlt ihnen oft Gründungs- bzw. Managementenerfahrung⁴. Der Aufbau von Unternehmensinfrastruktur, Absatzkanälen etc. stellt dabei hohe Anforderungen an die Qualität und den Einsatzwillen der Gründer. Aber auch für den Finanzier ergeben sich hohe Anforderungen, da er den Gründer einschätzen, das Gründungsprojekt bewerten und einen akzeptablen Finanzierungsvertrag aushandeln muß, wobei auch mögliche zukünftige Streitfälle berücksichtigt werden müssen. Es läßt sich daher folgern, daß die Absichten und Interessen der Beteiligten relevante Auswirkungen auf das Zustandekommen und die Gestaltung von Gründungsfinanzierungen haben.

Vor diesem Hintergrund soll in dieser Arbeit eine Bestandsaufnahme der Erklärungsmöglichkeiten und der analytischen Herangehensweise der neueren Finanzierungstheorie durchgeführt und dort entwickelte analytische Instrumente auf verschiedene Ausgestaltungen von Gründungsfinanzierungen angewendet werden. In diesem Zusammenhang sind auch die Besonderheiten von Gründungsfinanzierungen im jeweiligen Kontext herauszuarbeiten. Dabei wird kritisch hinterfragt, ob sich die eingennommene Sichtweise für die Analyse von Gründungsfinanzierungen als fruchtbar erweist.

¹ Vgl. *Nathusius* (2001), S. 6-9.

² Wie eine 1999 erfolgte empirische Untersuchung der Gründungsfinanzierungsstruktur von am Neuen Markt gelisteten Unternehmen zeigte, übertraf in der frühesten Gründungs- (Seed-) Phase mit 82% die Finanzierung aus Eigenmitteln die Kreditfinanzierung (12%) und die externe (Venture Capital-) Beteiligungsfinanzierung (4%). In der anschließenden Start Up-Phase ergab sich eine deutliche Erhöhung der Inanspruchnahme von Kreditfinanzierungen (25%) und eine leichte Erhöhung von Venture Capital (5%), vgl. *Betsch/Groh/Schmidt* (2000), S. 178-179. Es ist zu vermuten, daß die Ausweitung der externen Finanzierung mit der benötigten Finanzierungssumme steigt. Es ist ferner darauf hinzuweisen, daß diese Erhebung zwar nicht als repräsentativ für *alle* Unternehmensgründungen angesehen werden kann, jedoch ist erkennbar, daß in den frühen Gründungsphasen alle Finanzierungsformen vertreten sind.

³ Vgl. *Burchert/Hering/Hoffjan* (1998), S.241.

⁴ Vgl. *Tonger* (2000), S. 11.

1.2 Aufbau der Arbeit

Nach einer kurzen Gegenüberstellung der neoklassischen Finanzierungstheorie und neo-institutionenökonomischer Ansätze wird im weiteren Verlauf der Arbeit die neue institutionalistische Sichtweise eingenommen⁵. Die folgenden Kapitel 2 bis 4 stellen den Hauptteil des Beitrags dar. In ihnen wird die Gründungsfinanzierungskonzeption aus der Sicht von drei ausgewählten Forschungsrichtungen der Neuen Institutionenökonomik unabhängig voneinander diskutiert, wobei die gewählte Reihenfolge keine Aussage impliziert. Im Kapitel 2 wird der Prinzipal-Agent-Ansatz in semi-formaler Weise betrachtet, da sich hierdurch grundlegende Probleme der Gründungsfinanzierung besonders gut darstellen lassen. Dabei wird das Augenmerk insbes. auf den normativen Zweig dieser Forschungsrichtung gelegt. In dem Kapitel 3 werden der Transaktionskostenansatz und im Kapitel 4 die Property Rights-Theorie, die der älteste dieser drei Ansätze ist, verbal kritisch behandelt. Schließlich wird im Kapitel 5 eine zusammenfassende Würdigung vorgenommen.

1.3 Wahl der grundlegenden theoretischen Sichtweise

1.3.1 Neoklassische Finanzierungstheorie

Im Fokus der neoklassischen Analyse steht die marginalanalytische Ermittlung von Marktgleichgewichten⁶. Es stehen sich als Anbieter Unternehmen, erfaßt in Form von Produktionsfunktionen, und als Nachfrager Haushalte auf einem Tauschmarkt mit vollkommener Konkurrenz gegenüber⁷. Die Abstimmung des Verhaltens der Wirtschaftssubjekte erfolgt über den Preis⁸, es fallen keine Kosten für Informationsbeschaffung, Vertragsgestaltung und Vertragsdurchsetzung etc. an⁹. Bezüglich dieses Marktes werden zudem diverse weitere Annahmen gemacht¹⁰, die den Modellrahmen von der Realität zusätzlich entkoppeln. Zu nennen ist hier zunächst die Annahme eines atomistischen Marktes, in dem sich die Wirtschaftssubjekte wie Mengenanpasser verhalten. Ferner wird ein vollkommener Markt unterstellt, es werden also homogene Güter bei vollständiger Markttransparenz getauscht. Darüber hinaus gibt es keinerlei Marktzutrittsbeschränkungen. Es herrschen also vollkommene und symmetrische Informationen, in der Informationsvorsprünge, Insiderwissen, Betrug und Innovationen (also auch Gründungen innovativer Unternehmen)

⁵ Die neuere Finanzierungstheorie wird durch die Neue Institutionenökonomik geprägt. Vgl. zur geschichtlichen Entwicklung *Schumann* (1990), insbes. die Abb. auf S. 587.

⁶ Vgl. *Schneider/Zieringer* (1991), S. 42.

⁷ Vgl. *Brand* (1990), S. 156.

⁸ Vgl. *Schmidt* (1983), S. 477.

⁹ Vgl. *Richter/Blindseil* (1995), S. 133.

¹⁰ Vgl. *Schneider/Zieringer* (1991), S. 42.

keinen Platz haben¹¹. Auch das Menschenbild der neoklassischen Sicht bedarf einer Anmerkung: Es wird ein homo oeconomicus unterstellt, also das Modell eines Individuums, das im Rahmen der vollkommenen Modellwelt seinen Nutzen uneingeschränkt rational maximiert.

Die neoklassische Finanzierungstheorie eignet sich folglich nicht zur Untersuchung der Gründungsfinanzierungskonzeption. Zum einen intendiert die vollkommene Modellwelt nicht, die Realität annähernd abzubilden; zum anderen wird unterstellt, daß die Unternehmen mechanistisch im Sinne von Produktionsfunktionen agieren. Diese Sichtweise verstellt den Blick auf (mögliche) Interessenkonflikte der Marktteilnehmer¹².

1.3.2 Neo-institutionenökonomische Finanzierungstheorie

Die Neue Institutionenökonomik geht derweil von der Annahme eines beschränkt leistungsfähigen Marktes und unvollständigen Informationen aus, sogar Marktversagen wird nicht ausgeschlossen¹³. Tauschen ist nicht mehr kostenfrei möglich. Auch hinsichtlich des Menschenbildes wurde versucht, ein Modell zu entwerfen, welches der Realität näher kommt als der homo oeconomicus¹⁴. Im Rahmen der Neuen Institutionenökonomik lassen sich acht verschiedene Forschungsrichtungen unterscheiden¹⁵, von denen hier insbes. die Property Rights-Theorie, der Transaktionskostenansatz und die Prinzipal-Agent-Theorie (Agency-Theorie), die sich ihrerseits in eine „positive“ (verbale) und eine „normative“ (mathematisch-formale) Forschungsrichtung spaltet, aufgegriffen werden. Während die neoklassische Finanzierungstheorie die Existenz von Institutionen jenseits des Marktes negierte¹⁶, sind diese ein gemeinsamer Nenner der neo-institutionenökonomischer Ansätze. Institutionen werden für geeignet gehalten, Verhaltensanreize mit ökonomischer Wirkung zu beeinflussen¹⁷. Diese ökonomischen Wirkungen sind Gegenstand der Untersuchungen. Bei genauerer Betrachtung des Begriffes der Institution wird die ökonomische Wirkung verständlich: Er ist zwar noch nicht abschließend definiert¹⁸, jedoch lassen sich Institutionen als Normensysteme mit Garantieinstrumenten in Form von Sanktionen verstehen¹⁹. Insgesamt läßt sich abschätzen, daß die Sichtweise der Neuen Institutionenökonomik für den vorliegen-

¹¹ Vgl. ebenda.

¹² Vgl. *Schmidt/Terberger* (1997), S. 388.

¹³ Vgl. *Schmidt* (1983), S. 483.

¹⁴ Die Einzelheiten werden im Verlauf der Arbeit noch genauer ausgeführt.

¹⁵ Vgl. *Richter/Bindseil* (1995), S. 134, dort ist ein Kurzüberblick zu finden.

¹⁶ Vgl. *Schmidt* (1983), S. 482.

¹⁷ Vgl. *Schmidt/Terberger* (1997), S. 395.

¹⁸ Vgl. übereinstimmend *Elsner* (1987), S. 5; *Thiele* (1994), S. 993.

¹⁹ Vgl. *Fischer* (1994b), S. 316; *Hammes/Poser* (1992), S. 885. Vgl. weitere Ausführungen in Abschnitt 4.1.2.

den Untersuchungsgegenstand fruchtbar sein könnte, sie wird daher bei den folgenden Ausführungen eingenommen, die mit der Agency-Theorie beginnen.

2 Sicht des Prinzipal-Agent-Ansatzes

2.1 Die Agency-Beziehung

2.1.1 Beteiligte der Agency-Beziehung

Hierzu sei zunächst die sogenannte Agency-Beziehung betrachtet. Diese besteht aus mindestens zwei Akteuren, nämlich einem Agenten und einem Prinzipal. Sie zeichnet sich dadurch aus, daß der Prinzipal dem Agenten Kapital resp. Handlungsspielraum zur Verfügung stellt, mit der Maßgabe, dieses in vereinbarter Weise im Sinne des Prinzipals zu nutzen. Grundsätzlich lassen sich vielfältige Agency-Probleme betrachten²⁰, bspw. die Beziehungen zwischen Unternehmenseignern und Unternehmensmanagern oder Finanzierungsbeziehungen. Die interessierende Problematik ergibt sich aus der Delegation von Handlungsmacht durch den Prinzipal an den Agenten bei gleichzeitig bestehenden Interessenkonflikten²¹ und Informationsasymmetrien. Hieraus können sich Wohlfahrtsverluste, sogenannte Agency-Kosten, für den Prinzipal ergeben²². Um die Agency-Beziehung eingehender untersuchen zu können, sollen zunächst die Grundannahmen dargestellt werden.

2.1.2 Grundannahmen des Prinzipal-Agent-Ansatzes

2.1.2.1 Annahme der Informationsasymmetrie

Informationen können definiert werden als Nachrichten, die ein Wirtschaftssubjekt veranlassen, sein bestehendes Wahrscheinlichkeitsurteil über entscheidungsrelevante Daten oder Ereignisse zu ändern. Relevante Daten für die Gründungsfinanzierung sind bspw. Kenntnisse über Qualitätsmerkmale oder Eigenschaften eines Gründers bzw. des Gründungsprojektes.²³ Informationen sind zwischen Wirtschaftssubjekten verteilt, wobei eine Gleichverteilung möglich, aber nicht zwingend ist. Bei Gleichverteilung liegt Informationssymmetrie vor, dagegen spricht man von einer Informationsasymmetrie, wenn eine Partei einen Informationsvorsprung gegenüber der anderen besitzt²⁴. In der Agency-Theorie wird grundsätzlich Vorliegen von Informationsasymmetrie

²⁰ Vgl. bspw. *Pfaff/Zweifel* (1998), S. 187-190.

²¹ *Schulz* (2000), S.38 weist darauf hin, daß Interessenkonflikte aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle resultieren.

²² Vgl. *Weimerskirch* (1999), S. 26.

²³ Vgl. *Varian* (1995), S.589.

²⁴ Vgl. *Schmidt/Terberger* (1999), S.391. Die Autoren weisen in diesem Zusammenhang noch darauf hin, daß eine asymmetrische Informationsverteilung nicht mit differierenden Erwartungen gleichgesetzt werden darf.

unterstellt, Informationssymmetrie wird lediglich für die modellhafte Ableitung eines Referenzpunktes genutzt, da sich aus einem Informationsvorsprung relative Nachteile zu dem Zustand ergeben können, in dem Informationssymmetrie geherrscht hätte.

2.1.2.2 Verhaltensannahmen

Um die Beziehungen zwischen den Akteuren analysieren zu können, müssen über deren relevante Eigenschaften Annahmen gemacht werden. In der Agency-Theorie wird von einem opportunistischen Verhalten aller Beteiligten ausgegangen²⁵. Da der Agent wegen der unterstellten Informationsasymmetrie regelmäßig einen Informationsvorteil gegenüber dem Prinzipal besitzt und seine Entscheidungen resp. Handlungen die Wohlfahrt des Prinzipals beeinflussen²⁶, wird im folgenden nur die opportune Handlung des Agenten betrachtet. Diese zeichnet sich bspw. dadurch aus, daß der Agent von dem mit dem Prinzipal vereinbarten Verhalten in skrupelloser Weise abweicht und sein Handeln ausschließlich auf die eigene Nutzenmaximierung ausrichtet. Dazu ist ihm jedes Mittel recht, auch Betrug, List und Tücke²⁷. Dieses kann auch ein Unterlassen einer Handlung sein. Der Prinzipal erkennt die Gefahr, daß hierzu eine Möglichkeit bzw. ein Anreiz besteht. Er wird somit nur einen Finanzierungsvertrag mit dem Agenten abschließen, wenn dieser so ausgestaltet ist, daß er überzeugt sein kann, seine erwartete Rendite auch bei eigennützigem Verhalten des Agenten erzielen zu können²⁸. Prinzipal und Agent verhalten sich demzufolge strategisch, indem sie die Reaktion der jeweils anderen Partei auf ihre Aktion in ihr Entscheidungskalkül einbeziehen²⁹.

2.1.2.3 Annahmen über Risikopräferenzen

Zusätzlich zu den Verhaltensannahmen müssen noch Annahmen zur Zielvorstellung der Akteure getroffen werden, denn opportunistisches Verhalten würde bei vollständiger Interessenharmonie kein Problem darstellen, da der Agent genau dann seinen Nutzen optimieren würde, wenn er den des Prinzipals maximiert. Da dieses in der Regel nicht gegeben ist, muß in den meisten Fällen von einer Interessendivergenz der Vertragspartner ausgegangen werden³⁰. Dabei wird in der Literatur in der Regel von Risikoaversion oder Risikoneutralität ausgegangen³¹. Sowohl die Unternehmensgründung birgt für den Gründer

²⁵ Vgl. Pfaff/Zweifel (1998), S. 184.

²⁶ Vgl. Wenger/Terberger (1988), S. 508.

²⁷ Vgl. bspw. Cezanne/Meyer (1998), S. 1351; Williamson (1990), S. 54.

²⁸ Vgl. Neus (1991), S. 138.

²⁹ Vgl. Jost (2001c), S. 16.

³⁰ Vgl. Jost (2001c), S. 14.

³¹ Vgl. Winter (2001), S. 493; Elschen (1991), S. 1007. Dort wird ein Standardmodell der Prinzipal-Agenten-Theorie angesprochen, in der der Prinzipal risikoneutral und

ein erhebliches Risiko, als auch die Finanzierung für den Finanzier. Daher kann folglich angenommen werden, daß es tendenziell leichter zu Finanzierungsverträgen kommen wird, wenn die Akteure sich risikoneutral und nicht risikoavers verhalten. Daher kann es zu Analyse Zwecken teilweise durchaus gerechtfertigt sein, Risikoneutralität zu unterstellen und dadurch Risikoteilungsprobleme außer acht lassen zu können³².

Durch die getroffenen Annahmen lassen sich eine Reihe von Problemen strukturieren, die vor (ex-ante) oder nach (ex-post) Vertragsabschluß vorliegen können. Diese sollen im folgenden dargestellt werden.

2.2 Gründungsfinanzierung aus agencytheoretischer Sicht

2.2.1 Vorbemerkungen

Im folgenden sollen konkrete Modellsituationen vor dem Hintergrund der angesprochenen Risiken vor bzw. während der Vertragslaufzeit untersucht werden. Dabei soll auf die Beziehung der Akteure eingegangen werden sowie auf mögliche Lösungsmöglichkeiten, die einen Interessenausgleich herbeiführen könnten. Extreme Idealtypen sind allgemein die Beteiligungs- und die Fremdkapitalfinanzierung (Kreditfinanzierung), es lassen sich hieraus jedoch auch Mischformen bilden, sogenannte hybride Finanzierungsformen (Mezzanine). Die Wahl der Finanzierungsform beeinflusst annahmegemäß die Anreizwirkung auf den Gründer. Daher wird in der Literatur³³ im Rahmen des Mechanismusdesigns (Finanzierungsdesigns) versucht, die Finanzierungs-Vertragsform in der Weise zu gestalten, daß die resultierenden Anreizwirkungen einen möglichst guten Interessenausgleich erwarten lassen. Bedeutend für die Agency-Beziehung während der Kontraktlaufzeit³⁴ sind insbesondere die Delegationsprobleme (Arbeitseinsatzproblem, versteckter Konsum, Investitions- resp. Risikoanreizproblem, Verschuldungsanreizproblem). Mit Hilfe dieser Probleme werden die Anreizwirkungen der verschiedenen Finanzierungsformen in Bezug auf die Gründungssituation analysiert. Diese Erkenntnisse können dann

der Agent risikoavers handelt. Es ist jedoch anzunehmen, daß diese Konstellation für Gründungsfinanzierungen nicht zweckmäßig ist.

³² Vgl. auch *Wenger/Terberger* (1988), S. 508.

³³ Vgl. bspw. *Weimerskirch* (1999), S. 85-164; *Edelmann et al.* (1998), S. 1-27.

³⁴ In den folgenden Ausführungen zur Agency-Theorie wird von einer einperiodigen Kontraktlaufzeit ausgegangen. Allerdings kann die Periode langfristiger Natur sein und bspw. durch den Insolvenzfall vorzeitig beendet werden. Den Verfassern ist bewußt, daß diese Annahme nicht unproblematisch ist und eine Vereinfachung darstellt. So werden bestimmte Problembereiche wie nachvertragliche Unfairness oder Lösungsmöglichkeiten wie Reputationsaufbau aus der Betrachtung ausgeschlossen. Für die Gründungsfinanzierung erscheint eine einperiodige Betrachtung jedoch vertretbar, da für den Finanzier, bezogen auf seinen Anlagehorizont, insbesondere die Zustände Solvenz oder Insolvenz am Periodenende der jungen Unternehmung relevant sein dürften.

herangezogen werden, um abzuschätzen, welche Finanzierungstitel für die Gründungsfinanzierung vermutlich tendenziell geeignet erscheinen.

2.2.2 Finanzierungstitel

2.2.2.1 Idealtypische Kreditfinanzierung

Im folgenden sei angenommen, daß es zwischen einem Finanzier als Prinzipal und dem Gründer als Agenten zu einem ungesicherten³⁵ Kreditvertrag kommt. Der zwischen Finanzier und Gründer vereinbarte Zinssatz sei mit r bezeichnet und C sei der dem Gründer zur Verfügung zu stellende Kreditbetrag. Die Zahlungsstruktur des Kredites läßt sich wie folgt grafisch darstellen:

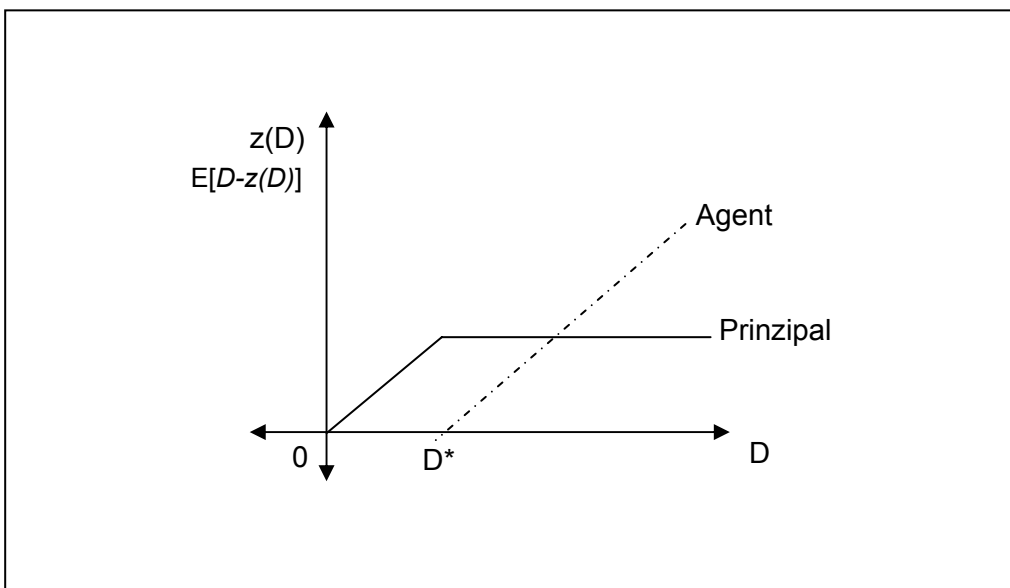


Abbildung A-1: Zahlungsstruktur eines Kreditvertrages

(Quelle: Modifiziert übernommen von Hartmann-Wendels (2001), S.128.)

Die abgebildete (als durchgezogene Kurve dargestellte) Zahlungsstruktur kann folgendermaßen interpretiert werden: Die Zahlungsanwartschaft des Finanziers $z(D)$ ist abhängig vom Gesamtergebnis D des betrachteten Periodenendes. Sie steigt linear, bis das Maximum der vereinbarten Zins- und Tilgungsleistungen erreicht ist, also $z(D^*) = C \cdot (1 + r)$. Interessant ist, daß der Finanzier im Intervall $[0, D^*]$ eine entsprechende (linksverschobene) Zahlungsstruktur wie der Gründer (der Gesellschafter) hat. Eine weitere Erhöhung des Gesamtergebnisses D hat keine Änderung von $z(D)$ zur Folge. Anders sieht die Ertragstruktur des Agenten ohne Berücksichtigung kalkulatorischer Kosten

³⁵ Die Annahme der Nichtbesicherung kann bezüglich der Zahlungsstruktur auch in der Weise gedeutet werden, daß zwar Sicherungsverträge zwischen Darlehensnehmer und –geber geschlossen werden, diesen durch den Darlehensgeber kein wirtschaftlicher Wert beigemessen wird und der Erwartungswert des Verwertungserlöses somit mit Null angesetzt wird.

aus (unterbrochene Kurve): Nur wenn ein Gesamtergebnis über D^* erreicht wird, erhält der Gründer überhaupt eine Zahlung $E[D-z(D)]$. Daher hat er einen Anreiz, sich so zu verhalten, daß ein Gesamtergebnis (deutlich) über D^* erreicht wird, da er dann von den über D^* liegenden Ertragszuwächsen allein profitiert.

Formal lautet die Zahlungsstruktur eines Standardkreditvertrages aus Sicht des Fremdkapitalgebers somit³⁶; ³⁷:

$$z(D) = \begin{cases} D & \text{für } D < D^* & \text{Insolvenzfall} \\ C \cdot (1+r) & \text{für } D \geq D^* & \text{Solvenzfall} \end{cases}$$

Die komplementäre Zahlungsstruktur des erwarteten Nettoertrages vor Berücksichtigung kalkulatorischer Kosten³⁸ des Gründers lautet demzufolge³⁹:

$$E[D - z(D)] = \begin{cases} 0 & \text{für } D < D^* & \text{Insolvenzfall} \\ D - C \cdot (1+r) & \text{für } D \geq D^* & \text{Solvenzfall.} \end{cases}$$

2.2.2.2 Idealtypische Beteiligungsfinanzierung

Als idealtypisches Gegenstück zur Kreditfinanzierung stellt sich die Zahlungsstruktur der Beteiligungsfinanzierung dar:

³⁶ Der Finanzier sei annahmegemäß nur zur Finanzierung bereit, wenn $E[z(D)] \geq C \cdot (1+i)$ mit $i \geq 0$ gilt.

³⁷ Es wird an dieser Stelle nicht der von *Hartmann-Wendels* (2001), S. 128 dargestellten Zahlungsstruktur gefolgt, um eine Unterscheidung des Solvenz- und Insolvenzfallendes zu ermöglichen. Die Abweichung betrifft dabei nur die Zurechnung des kritischen Gesamtergebnisses D^* zum Solvenzfall. Während die Abweichung für die Zahlungsstruktur aus Sicht des Finanziers unproblematisch ist, muß man aus Sicht des Gründers allerdings in Kauf nehmen, daß $D-C \cdot (1+r)$ auch den Wert null annehmen kann.

³⁸ Als kalkulatorische Kosten kann bspw. Arbeitsleid angesehen werden (vgl. Abschnitt 2.2.6.1). Die oben vorgenommene Vereinfachung ist aus Sicht der Verfasser statthaft, da dadurch die erwarteten Zahlungsströme (die für eine Zahlungsstruktur maßgeblich sind) dargestellt werden.

³⁹ Es wird hier unterstellt, daß das Minimum der möglichen Gesamtergebnisse $D=0$ beträgt.

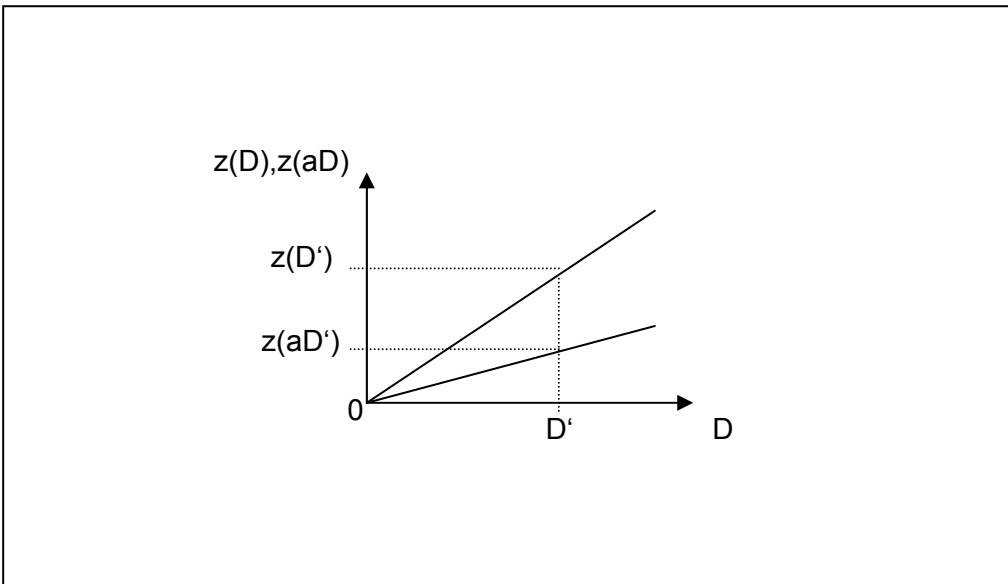


Abbildung A-2: Zahlungsanwartschaft des Finanziers bei der Beteiligungsfinanzierung (Quelle: Eigene Darstellung)

Bei einem angenommenen realisierten Gesamtergebnis D' am Periodenende besteht eine Gesamt-Zahlungsanwartschaft für Gründer und Finanzier von $z(D')=D'$, die quotal aufgeteilt wird. Dem Finanzier steht $z(aD')=a \cdot D'$ mit $0 < a < 1$ zu, dem Gründer folglich der Restbetrag $E[D' - z(aD')] = (1 - a) \cdot D'$.

2.2.2.3 Hybride Finanzierungsformen

Hybride Finanzierungsformen (Mezzanine) sind Mischformen zwischen den beiden idealtypischen Finanzierungsformen. Dadurch können Zahlungsstrukturen synthetisiert werden, die gegenüber den reinen Formen abweichende Eigenschaften aufweisen. Im Rahmen des Mechanismusdesigns wird versucht, durch zweckmäßige Kombination zwischen den idealtypischen Finanzierungsformen die jeweiligen Vorteile zu nutzen und die negativen Anreizwirkungen soweit wie möglich zu eliminieren. Dabei ist die Synthese abhängig von der dem betrachteten Gründungsprojekt beigemessenen Relevanz der verschiedenen Risikoarten, die in den folgenden Abschnitten dargestellt werden. Eine mögliche Zahlungsstruktur sieht wie folgt aus:

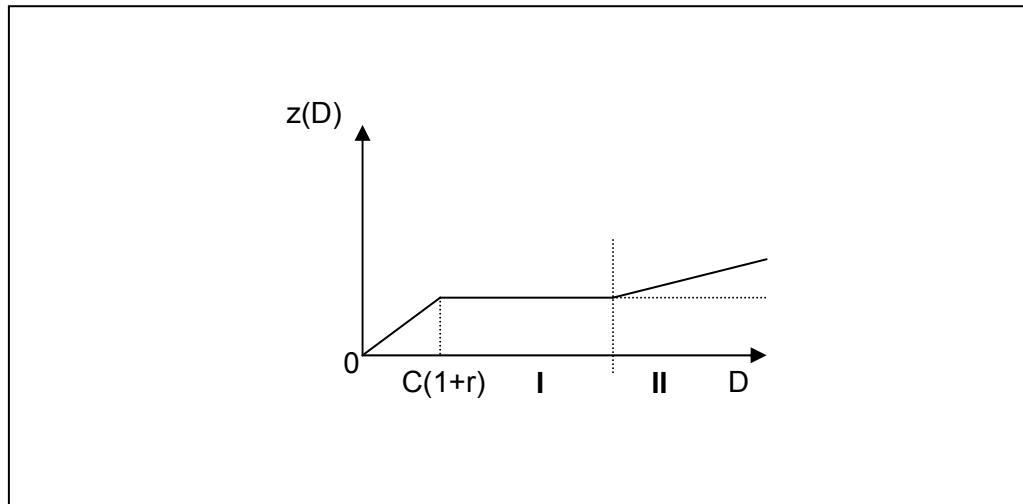


Abbildung A-3: Zahlungsstruktur einer hybriden Finanzierungsform
(Leicht modifiziert entnommen aus *Hartmann-Wendels* (2001), S.133.)

Im Teil I erkennt man die Zahlungsstruktur der idealtypischen Kreditfinanzierung, im Teil II die Struktur einer Beteiligungsfinanzierung.

2.2.3 Vorvertragliche Situation

Betrachtet sei die Situation, daß ein Unternehmer mit einer Geschäftsidee ein Unternehmen gründen will, ohne Eigenmittel einbringen zu können. Folglich ist er auch nicht in der Lage, werthaltige Sicherheiten in Form von Vermögen für die Absicherung einer Finanzierung zu stellen. Um sein Vorhaben zu realisieren, wende er sich an einen potentiellen Finanzier, es kommt darauf hin zu einem Verhandlungstermin.

Aus Sicht des Gründers stellt sich die Situation nun folgendermaßen dar: Da er im Periodenbeginn $t=0$ kein freies Vermögen besitzt, kann er die Gründung und den weiteren Aufbau des Unternehmens nicht aus eigener Kraft realisieren, er benötigt somit vom Finanzier den Betrag C . Dazu muß er diesen zunächst von der Vorteilhaftigkeit des Gründungsprojektes überzeugen⁴⁰. Folglich muß er dem Finanzier bisher nur ihm bekannte Informationen zukommen lassen (Signaling). Da er antizipiert, daß der Finanzier skeptisch sein wird, hat er einen Anreiz, das Gründungsprojekt vorteilhafter zu präsentieren, als es tatsächlich ist und negative Informationen zu verheimlichen⁴¹.

Auf der anderen Seite sucht der Finanzier nach einer vorteilhaften Investitionsalternative, so daß auch ihm grundsätzlich ein Interesse an der Finanzie-

⁴⁰ Es soll an dieser Stelle ausdrücklich darauf hingewiesen werden, daß hier implizit das Bestehen von Institutionen vorausgesetzt wird, die das Erkennen eines potentiellen Kontraktpartners sowie die Kommunikation mit ihm ermöglichen, vgl. hierzu *Schmidt/Terberger* (1997), S. 400.

⁴¹ Vgl. Abschnitt 2.1.2.2.

rung unterstellt werden kann. Allerdings vermutet der Finanzier einen Informationsvorsprung des Gründers und den Anreiz, ihn zu täuschen, also einen Interessenkonflikt. Es besteht somit für den Finanzier ein Informationsrisiko. Da folglich das Signaling nicht zu einer vollständigen Lösung des Problems führt, versucht der Finanzier auf eigene Initiative weitere Informationen zu beschaffen (Due Dilligence), um dadurch das Informationsrisiko abzubauen. Hierdurch kann das Informationsdefizit des Prinzipals jedoch nicht vollständig aufgelöst werden, da er private Informationen, die der Gründer (aktiv) verheimlichen will, nicht erkennen kann: Die Summe der Ergebnisse aus Signaling und Due Dilligence löst das Informationsproblem folglich nicht vollständig. Vielmehr ist es notwendig, daß trotzdem ein Einigungsmechanismus besteht. Diese Möglichkeit läßt sich aus der Annahme ableiten, daß die Akteure begrenzt rational handeln. Diesem Konzept liegt zugrunde, daß die Subjekte als Satisfizierer (und nicht als Maximierer) agieren und die Informationssuche nur solange betrieben wird, bis ein individuelles Zufriedenheitsniveau erzielt ist⁴². Wird angenommen, daß dieses im vorliegenden Fall erreicht wird, einigen sich die Akteure, obwohl der first-best-Zustand⁴³ nicht erreicht werden kann.

Eine alternative Möglichkeit (neben dem Signaling) für die Akteure, das Informationsproblem zu lösen, liegt in dem sogenannten Screening⁴⁴. Dabei gibt der Finanzier dem Gründer verschiedene Vertragsvarianten zur Auswahl, und der Gründer wählt diejenige aus, die seinem Nutzenmaximum am nächsten kommt. Durch die Auswahl verrät der Gründer wegen der Annahme der Nutzensatisfizierung automatisch einen Teil seiner privaten Informationen, allerdings kann auch bei dieser Vorgehensweise wegen der nicht vollständig aufgelösten Informationsasymmetrie der first-best-Zustand nicht erreicht werden, sondern bestenfalls der second-best-Zustand.

2.2.4 Informationsrisiko

Im vorigen Abschnitt wurde die Relevanz des Informationsrisikos⁴⁵ in der vorvertraglichen Phase der Gründungsfinanzierung deutlich, es soll daher nun genauer betrachtet werden. Der Begriff des Informationsrisikos wird in der wissenschaftlichen Literatur nicht einheitlich definiert⁴⁶. Informationsrisiken sollen hier auf die Risiken für den Finanzier eingegrenzt werden, die infolge

⁴² Vgl. Schanz (1979), S. 470.

⁴³ Die „first-best“-Lösung beschreibt die optimale Lösung, die jedoch nur bei Informationsasymmetrie erreicht werden kann. Bei der hier angenommenen Informationsasymmetrie kann jedoch bestenfalls die „second-best“-Lösung erreicht werden.

⁴⁴ Vgl. Weimerskirch (1999), S. 69-70.

⁴⁵ Das vorvertragliche Informationsproblem wird auch als „Adverse selection“ bezeichnet, vgl. Weimerskirch (1999), S. 28.

⁴⁶ Vgl. Bitz/Niehoff/Terstege (2000), S.12.

eines Informationsvorsprunges des Gründers ihm gegenüber auftreten, die jedoch unabhängig von der zukünftigen Handlung des Gründers sind. Informationsrisiken beschreiben somit die Gefahr, daß ein Finanzier eine Finanzierungsentscheidung trifft, die er bei Kenntnis der vollständigen Informationslage des Gründers nicht gefällt hätte⁴⁷. Dieses impliziert, daß der Gründer diesen Informationsvorsprung bereits vor dem Kontraktabschluß besitzt. Das Informationsrisiko soll im folgenden mit Hilfe einer bestandsökonomischen Darstellung dargestellt werden⁴⁸. Dabei wird zunächst davon ausgegangen, daß der Prinzipal bei einer einperiodigen Betrachtung eine Verteilungsfunktion F_D mit

$$F_D(D) = \int_{D_0}^D f(D) \cdot dD$$

für das Gesamtergebnis D annimmt. Grafisch läßt sich das Informationsrisiko im Falle eines Prinzipals, der als Kreditgeber auftritt, wie folgt als Risikoprofil visualisieren:

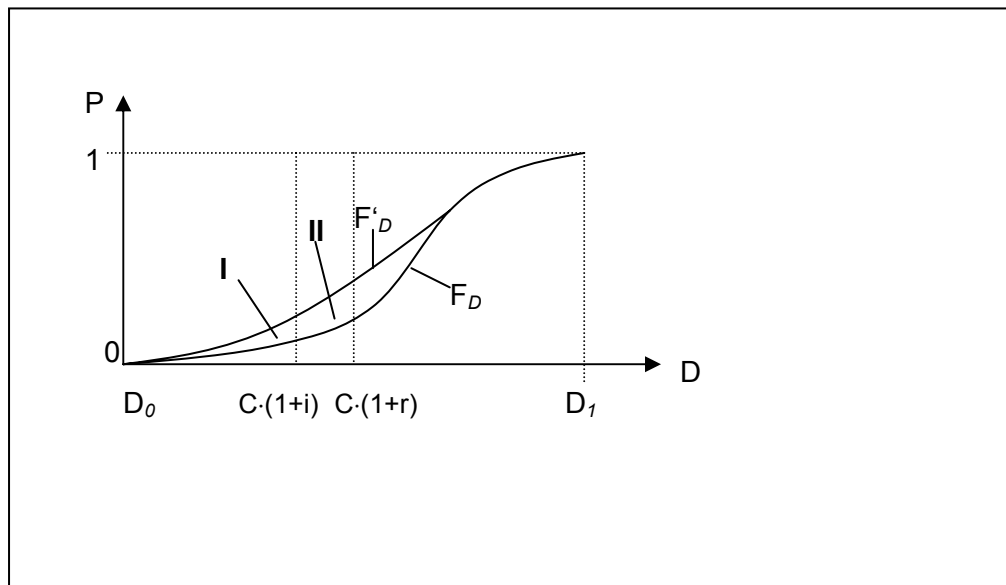


Abbildung A-4: Informationsrisiko bei der Fremdfinanzierung
(Quelle: *Bitz/Niehoff/Terstege* (2000), S. 14.)

Bei diesem Diagramm beschreibt P die Eintrittswahrscheinlichkeit, daß eine angenommene Realisation des Gesamtergebnisses nicht überschritten wird⁴⁹. Ferner ist i der Zinssatz für risikolose Anlagen. r ist der zwischen dem Finanzier und dem Gründer vereinbarte Zinssatz und C sei der dem Gründer zur

⁴⁷ Vgl. *Bitz/Niehoff/Terstege* (2000), S. 13.

⁴⁸ Die Darstellung erfolgt nach *Bitz/Niehoff/Terstege* (2000), S.14-15 bzw. *Bitz* (1999), S.38. Siehe dort eine ausführliche Darstellung.

⁴⁹ Vgl. *Bitz/Niehoff/Terstege* (2000), S. 6.

Verfügung zu stellende Kreditbetrag. Das Ergebnis $C \cdot (1+i)$ verkörpert mithin den Betrag, den der Finanzier am Ende der Periode bei sicherer Anlage erhalten würde, wenn er die Unterlassungsalternative wählen würde. Bestenfalls kann der Finanzier bei Kreditvergabe an den Gründer den Betrag $C \cdot (1+r)$ erhalten, dieses jedoch nur unter Unsicherheit. Links dieser Marke erkennt man in der obigen Abbildung den für den Finanzier relevanten Bereich der Verteilungsfunktion. Der Finanzier nähme bei symmetrischer Informationslage eine Verteilungsfunktion F'_D an. Wird nun eine unvollständige Informationslage unterstellt, gelangt der Finanzier zu der angenommenen abweichenden Verteilungsfunktion F_D . In obiger Abbildung ist somit unterstellt, daß der Gründer in opportunistischer Weise relevante Informationen verschweigt. Die Teilflächen I (Risikoerhöhung) und II (Chancenreduzierung) beschreiben somit die Reduzierung des mathematischen Erwartungswertes auf Grund der Informationsasymmetrie.

Beispielhaft sei in der folgenden Abbildung 5 noch die Position eines Finanziers gezeigt, der quotal zu einem Anteil a mit $0 < a < 1$ an dem Ergebnis D beteiligt werden soll⁵⁰. Es kann dabei gezeigt werden, das auch bei einer Beteiligungsfinanzierung der Unternehmensgründung durch den Finanzier ein Informationsrisiko besteht. C bezeichnet hier die Einlage des Finanziers.

⁵⁰ Da $a < 1$ angenommen wird, wird bei diesem Annahmenkranz die Möglichkeit der Einstellung des Gründers (als Arbeitnehmer) durch den Finanzier (als Arbeitgeber) ausgeschlossen.

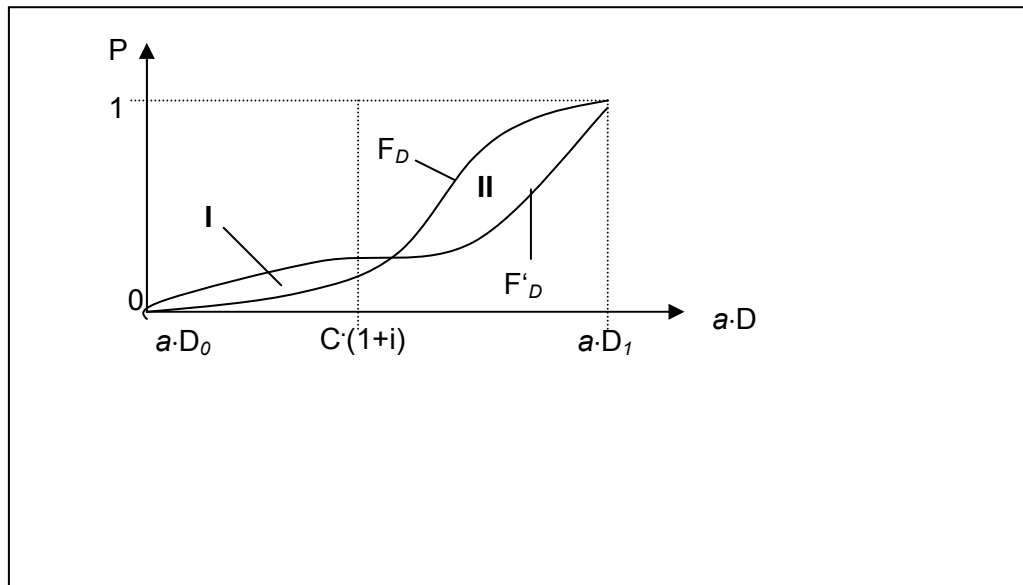


Abbildung 5: Informationsrisiko bei der Beteiligungsfinanzierung
(Eigene Darstellung in Anlehnung an *Bitz/Niehoff/Terstege* (2000).)

Wählte der Finanzier die Unterlassungsalternative, würde er seine Einlage C mit dem Betrag $C \cdot (1+i)$ annahmegemäß risikolos am Ende der Periode erhalten. Erwartet der Prinzipal die Verteilung F_D bei asymmetrischer Informationslage, schätzt er das Unternehmensgründungs-Projekt positiver ein als er dieses bei vollständiger Information getan hätte. Die Fläche I visualisiert die bei unvollständiger Informationslage gegenüber vollständiger Information für den Finanzier bestehende höhere Risiken, die Fläche II geringere Chancen.

2.2.5 Situation nach Vertragsabschluß

Es soll nun davon ausgegangen werden, daß es trotz des betrachteten Informationsrisikos zu einem Vertragsabschluß gekommen ist. Dazu soll weiter unterstellt werden, daß der Finanzier dazu nur bereit war, weil sich der Gründer verpflichtete, den Finanzierungsbetrag C zweckgebunden einzusetzen. Der Verwendungszweck wurde in dem Finanzierungsvertrag zwar spezifiziert, dieses konnte wegen der großen Komplexität der beabsichtigten Gründungsinvestitionen, die teilweise auch noch abhängig waren von zukünftigen Ereignissen, nur grob und unscharf erfolgen. Hieraus resultieren nun Handlungsspielräume des Gründers, die dieser wegen der Annahme der opportunistischen Verhaltensweise und der eingeschränkten Beobachtbarkeit der Handlungen des Gründers (bzw. des wahren Gesamtertrages) nutzen wird, um seinen Nutzen zu erhöhen, auch wenn er den Finanzier damit schä-

digen würde. Es folgen aus dieser Situation für den Finanzier Delegationsrisiken⁵¹.

2.2.6 Relevante Delegationsrisiken

2.2.6.1 Arbeitseinsatzproblem

Beim Arbeitsanreizrisiko handelt es sich um ein Verhaltensrisiko, welches dadurch gekennzeichnet ist, daß der Gründer seinen Leistungsinput (z.B. in Form von Anstrengung) nach Vertragsabschluß entgegen der Vereinbarung reduziert und dadurch eine Verringerung des Gesamtergebnisses D resultiert. Da der Gründer annahmegemäß vermögenslos ist, weiß der Finanzier, daß der zu vereinbarende Rückzahlungsbetrag $C \cdot (1+r)$ (bei Kreditfinanzierung) resp. $a \cdot D$ mit $0 < a < 1$ (bei Beteiligungsfinanzierung) aus dem zu finanzierenden jungen Unternehmen selbst erwirtschaftet werden muß. Dieses ist unter den gegebenen Spezifizierungen jedoch maßgeblich abhängig von der Person des Gründers, insbesondere der Qualifikation und des Arbeitseinsatzes e . Die Qualifikation des Gründers wird nun vereinfachend als konstant unterstellt und das Arbeitsanreizproblem („effort-incentive“-Problem) diskutiert⁵².

$f(D, e)$ bezeichne die konvexe Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion des Gesamtergebnisses D bei gegebenem Input des Gründers e (bspw. Anstrengung). $\theta(e)$ sei eine konvex steigende Kostenfunktion⁵³ in Abhängigkeit von e . Es gilt $\frac{\partial \theta(e)}{\partial e} > 0$ und $\frac{\partial^2 \theta(e)}{\partial e^2} > 0$. Aus Sicht des Gründers ist $\theta(e)$ die durch e herbeigeführte monetär bewertete Nutzenreduzierung⁵⁴. Ferner soll unterstellt werden, daß eine Erhöhung von e eine Verschiebung der Verteilungsfunktion $F(D, e)$ zur Folge hat: Es gelte $\frac{\partial F(D, e)}{\partial e} < 0$ und $\frac{\partial^2 F(D, e)}{\partial e^2} \geq 0$. Der Gründer sei zum Periodenbeginn $t=0$ vermögenslos. Finanzier und Gründer seien risikoneutral, handeln begrenzt rational und der Zinssatz für risikolose Anlagen sei aus Vereinfachungsgründen $i=0$. Der Finanzier erhält für die Kapitalhergabe eine Zahlungsanwartschaft im Fall einer idealtypischen Kreditfinanzierung $z(D)=\min\{D, [C \cdot (1+r)]\}$ mit $0 \leq z(D) \leq D$ oder im Fall einer Beteiligungsfinanzierung $z(D)=a \cdot D$ mit $0 < a < 1$ oder im Fall mezzaniner Finanzierungstitel Kombinationen aus diesen beiden Zahlungsanwartschaften⁵⁵. Er kann das erzielte

⁵¹ Die nachvertraglichen Delegationsprobleme werden, sofern Fehlverhaltensanreize wegen des Vertragsabschlusses bestehen, auch „Moral hazard“ genannt, vgl. *Weimerskirch* (1999), S. 28.

⁵² Die Darstellung basiert auf Grundlage von *Hartmann-Wendels* (2001), S. 123-145.

⁵³ Der Kostenbegriff wird hier verwendet, da nicht auf der Zahlungsmittel Ebene diskutiert wird, sondern das Opportunitätskostenprinzip angewendet wird.

⁵⁴ Die Nutzenreduzierung läßt sich als Arbeitsleid auffassen, das mit zunehmender Anstrengung überproportional steigt, vgl. *Schulz* (2000), S.57.

⁵⁵ Vgl. Abschnitt 2.2.2.3.

Gesamtergebnis D allerdings nicht sicher beobachten und ist annahmegemäß nur zur Finanzierung bereit, wenn er erwartet, mindestens den Finanzierungsbetrag zurück zu erhalten, also $E[z(D)] \geq C \cdot (1+i)$ mit $i=0$. Diese Eingrenzung der Bereitschaft stellt somit eine Restriktion dar. Auf der anderen Seite erwartet der Gründer einen Nettoertrag von $E[D - z(D) - \theta(e)]$, d.h. ihm verbleibt der Residualüberschuß nach Berücksichtigung seiner Inputkosten und der Zahlung an den Finanzier. Der Gründer versucht, da er begrenzt rational handelt, seinen erwarteten Nettoertrag zu maximieren. Dazu hat er folgende Möglichkeit: Er kann das erwartete Gesamtergebnis $E[D]$ durch Variation von e erreichen und beeinflusst dadurch $E[z(D)]$, also die erwartete Zahlungsanwartschaft des Finanziers. Aber auch durch Konditionsverhandlung zwischen Finanzier und Gründer kann die erwartete Zahlungsanwartschaft des Finanziers variiert werden. Kommt ein Gründungsfinanzierungsvertrag zustande, läßt sich der folgende Optimierungsansatz aufstellen⁵⁶:

$$\max_{e, z(D)} E[D - z(D) - \theta(e)]$$

unter den Nebenbedingungen:

$$E[z(D)] \geq C$$

$$\frac{\partial E[D - z(D)]}{\partial e} - \frac{\partial \theta(e)}{\partial e} = 0$$

$$0 \leq z(D) \leq D$$

Die Optimierung kann über den Lagrange-Ansatz erfolgen:

$$L[D, z(D), e] = E[D - z(D)] - \theta(e) + \lambda_0 [E[z(D)] - C] + \lambda_1 \left[\frac{\partial E[D - z(D)]}{\partial e} - \frac{\partial \theta(e)}{\partial e} \right]$$

Es folgt die komplementäre (optimale) Zahlungsstruktur aus Sicht des Gründers⁵⁷:

$$E[D - z(D)] = \begin{cases} 0 & \text{für } D \leq D^* \\ D & \text{für } D > D^* \end{cases}$$

Wegen $0 \leq z(D) \leq D$ erhält der Finanzier $z(D)=D$ (bis das Optimum D^* erreicht ist) oder $z(D)=0$ (wenn $D > D^*$). Die resultierende Zahlungsstruktur op-

⁵⁶ Vgl. Hartmann-Wendels (2001), S. 126.

⁵⁷ Vgl. Hartmann-Wendels (2001), S. 127. Dort ist die optimale Zahlungsstruktur aus Sicht des Prinzipals dargestellt.

timiert zwar den Arbeitseinsatz des Gründers, besitzt jedoch einen gravierenden Mangel: Es wird ein neues Anreizproblem erzeugt, da der Gründer wegen der Annahme opportunistischen Verhaltens und der mangelnden Beobachtbarkeit des Erfolges seitens des Finanziers in jedem Fall ein Ergebnis $D > D^*$ vortäuschen bzw. melden würde. Dadurch wird ein derartiger Finanzierungsvertrag wegen der gemachten Annahme der nicht sicheren Überprüfbarkeit des Ergebnisses nicht zustande kommen. Dieser Fehlanreiz kann dadurch beseitigt werden, daß eine zusätzliche Bedingung eingeführt wird, nämlich daß $z(D) = \min\{D, D^*\}$ gilt. Hieraus folgt jedoch genau die Zahlungsstruktur der idealtypischen Kreditfinanzierung $z(D) = \min\{D, C \cdot (1+r)\}$ ⁵⁸.

Eine empirische Relevanz des Arbeitseinsatzproblems bei Gründungsfinanzierungen wird in der Literatur allerdings nicht einheitlich gesehen⁵⁹, gleichwohl ist es Bestandteil von Modellen der normativen Prinzipal-Agent-Theorie. In ihr muß beachtet werden, daß bei der Betrachtung des Arbeitseinsatzproblems nicht die Qualität der Anstrengung maßgeblich ist, sondern das Anstrengungsvolumen⁶⁰. Vor dem empirischen Hintergrund erscheint jedoch die Annahme realitätsnäher, daß gerade Unternehmensgründer besonders hohe Anstrengungen unternehmen, um ihre Geschäftsidee zu verwirklichen und zum Erfolg zu führen^{61 ; 62}.

2.2.6.2 Versteckter Konsum

Ein weiteres Problem für den Kapitalgeber liegt in der Möglichkeit des Gründers, unbeobachtet Konsum am Arbeitsplatz („perk consumption“) zu tätigen. Hierunter fallen Aufwendungen, die ausschließlich dem Gründer einen persönlichen, direkten Nutzen bringen⁶³ und nicht der Erzielung des vereinbarten Gesamtergebnisses D dienen⁶⁴. Konsumiert der Gründer am Arbeitsplatz einen Betrag B , dann bleibt nach Periodenende für die Verteilung zwischen Gründer und Finanzier lediglich ein Betrag von $(D - B) < D$ mit $B > 0$. Je nach vereinbarter Zahlungsstruktur ergeben sich unterschiedliche Auswirkungen auf die Wohlfahrt des Finanziers. Wurde eine Beteiligungsfinanzierung verein-

⁵⁸ Vgl. Abschnitt 2.2.2.1.

⁵⁹ Vgl. Schulz (2000), S. 58.

⁶⁰ Vgl. Schulz (2000), S. 58 FN 15.

⁶¹ Vgl. Schmidt/Terberger (1999), S. 439.

⁶² Dieses erscheint unmittelbar plausibel, jedoch dürfte die Relevanz abhängig sein vom erwarteten Ergebnis. Um dieses zu zeigen, muß die weitere Spezifikation eingeführt werden, daß der Gründer (anders als der Kapitalgeber) bereits vor Periodenende abschätzen kann, ob das angestrebte Gesamtergebnis D das kritische Ergebnis D^* übersteigen wird. Ist dieses nicht der Fall, so geht er davon aus, daß der Kreditgeber das Gesamtergebnis D und er selbst nichts erhalten wird. Insofern besteht in dieser Situation doch ein Anreiz, das Anstrengungsniveau zu reduzieren.

⁶³ Hierunter fallen bspw. sehr teure Geschäftsessen und –reisen, Luxus-Geschäftswagen etc.

⁶⁴ Vgl. Schulz (2000), S. 59.

bart, erhält der Finanzier einen Anteil von $a(D-B) < a \cdot D$ mit $0 < a < 1$ und der Gründer einen Betrag von $(1-a)(D-B) + B$. Der Beteiligungsfinanzier erleidet somit in jedem Fall $B > 0$ einen Wohlfahrtsverlust.

Nun sei der Fall einer Kreditfinanzierung betrachtet. Hier können zwei Fälle auftreten: Erstens kann das erzielte Gesamtergebnis $D < C \cdot (1+r) + B$ sein. In diesem Fall erhält der Finanzier einen Betrag von $(D-B) < D$, während der Gründer bereits einen Betrag von B erhalten hat. Der Finanzier erleidet somit auch bei dieser Konstellation einen Wohlfahrtsverlust. Im zweiten Fall beträgt das erzielte Gesamtergebnis $D \geq C \cdot (1+r) + B$. Der Finanzier erhält somit den vereinbarten Betrag von $C \cdot (1+r)$ und der Gründer einen Betrag von $[(D-B) - C \cdot (1+r)] + B = D - C \cdot (1+r)$. Folglich erleiden bei dieser Konstellation weder der Finanzier einen Wohlfahrtsverlust noch der Gründer einen Nutzenzuwachs durch den versteckten Konsum.

Insgesamt kann daher davon ausgegangen werden, daß die Kreditfinanzierung das Anreizproblem des verdeckten Konsums am Arbeitsplatz tendenziell besser löst als die Beteiligungsfinanzierung.

2.2.6.3 Investitionsproblem

Betrachtet sei hier die Situation, daß der Gründer einen Anreiz habe, von dem mit dem Finanzier vereinbarten Investitionsplan abzuweichen, da er sich hier von einen Nutzenvorteil verspricht. Ein Problem ergäbe sich für den Finanzier dadurch, daß sich die Investitionsänderung für ihn nachteilig auswirkt⁶⁵. Mit Hilfe von Risikoprofilen läßt sich dieses Problem für den Finanzier als Kreditgeber wieder visualisieren. Es wird wiederum von einer Verteilungsfunktion F_D ausgegangen, mit der der Finanzier das Gesamtergebnis bei Periodenende erwartet⁶⁶.

⁶⁵ Es gibt kein Investitionsproblem, wenn das aus der abweichenden Investition resultierende Gesamtergebnis das Gesamtergebnis aus der vereinbarten Investition stochastisch dominiert, vgl. *Bitz/Niehoff/Terstege* (2000), S. 11.

⁶⁶ Vgl. *Bitz* (1999), S.42.

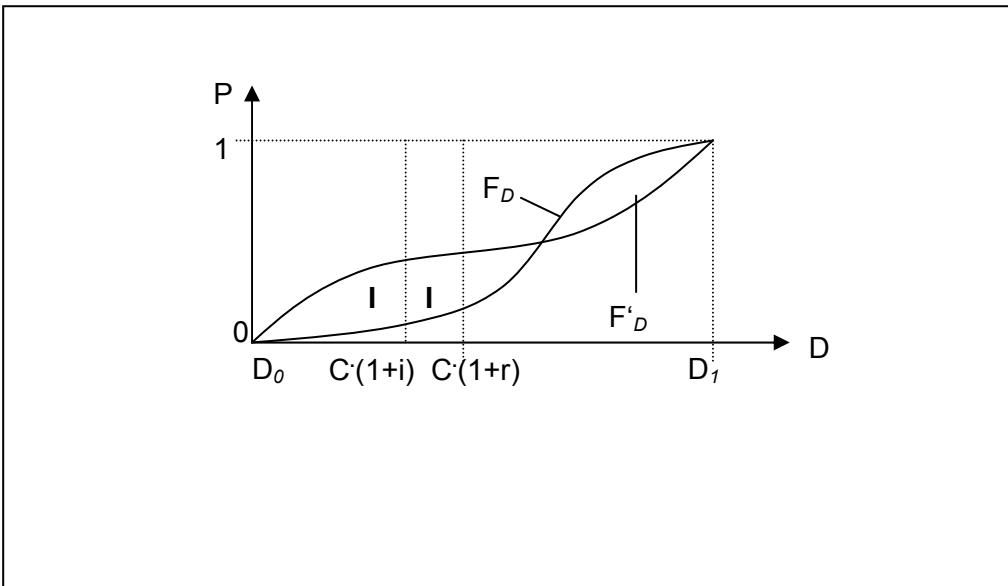


Abbildung 6: Investitionsproblem bei der Kreditfinanzierung (Quelle: Darstellung leicht modifiziert übernommen von *Bitz/Niehoff/Terstege* (2000), S.18.)

Nimmt der Finanzier aufgrund des vereinbarten Investitionsplanes also die Verteilung F_D an, so wird er eine Verschlechterung seiner Erwartung hinnehmen müssen, wenn der Gründer eine Investition realisiert, die eine Gesamtergebnisverteilung F'_D zur Folge hat, da sich die Wahrscheinlichkeit, daß das Gesamtergebnis mindestens $C(1+r)$ beträgt, signifikant reduziert und dadurch der Erwartungswert sinkt (Fläche I). $C(1+r)$ stellt darüber hinaus auch den maximalen Betrag dar, den der Finanzier als Kreditgeber erhalten kann. Somit kann er von dem teilweise besseren Verlauf *rechts* des Kurvenschnittpunktes nicht profitieren, die hier durch die Investitionsänderung anfallenden Chancen fallen allein dem Gründer zu. Dieses ist bei einer Beteiligungsfinanzierung, bei der der Finanzier quotal am Gesamtergebnis beteiligt ist, nicht gegeben. Hier profitiert der Finanzier auch an den sich ergebenden Chancen. Wird der Risikogesichtspunkt in den Vordergrund der Analyse gestellt, gelangt man zum Risikoanreizproblem, das im folgenden dargestellt wird.

2.2.6.4 Risikoanreizproblem

Es soll im folgenden analysiert werden, welche Risikoanreizwirkung bei einer Kreditfinanzierung der Gründung auftritt. Dazu ist anzumerken, daß die Unterscheidung zwischen Investitionsproblem und Risikoanreizproblem häufig sehr schwierig resp. unmöglich ist. Es soll hier allerdings trotzdem separat behandelt werden, da risikoh erhöhende Aktionen des Gründers denkbar sind, die

nicht Abweichungen von Investitionsplänen zuzuordnen sind⁶⁷. Die risikoerhöhenden Maßnahmen sollen zu einem schnelleren oder höheren Erfolg führen⁶⁸. Zur Analyse wird davon ausgegangen, daß die konvexe Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion $f(D,e)$ eine Varianz σ_a^2 und einen Erwartungswert μ_a aufweist. Der Finanzier sei risikoavers und der Gründer risikoneutral angenommen. Der Finanzier erhält für die Kapitalhergabe eine Zahlungsanswartschaft $z(D)=\min\{D,[C\cdot(1+r)]\}$ mit $0 \leq z(D) \leq D$, ist also Kreditgeber.

Wie beschrieben, sei der erwartete Nettoertrag des Gründers $E[D - z(D) - \theta(e)]$. Sei $e=\bar{e}$ die konstante Anstrengung des Gründers, so muß $E[D]$ erhöht werden, um den erwarteten Zahlungszufluß an den Gründer zu erhöhen. Die Erhöhung läßt sich für den Gründer folglich nur noch durch die Wahl einer anderen Investition mit einer Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion $f'(D,\bar{e})$ mit einer Varianz σ_b^2 und einem Erwartungswert $\mu_b > \mu_a$ erzielen. Ein Problem kann sich für einen risikoaversen Finanzier nur dann ergeben, wenn $\sigma_b^2 > \sigma_a^2$ gilt, dann wird durch $f'(D,\bar{e})$ das für den Finanzier relevante Gesamtergebnis von mindestens D^* mit einer geringeren Wahrscheinlichkeit erreicht und der Finanzier würde somit schlechter gestellt⁶⁹.

Schulz⁷⁰ stellt den Sachverhalt in anderer Weise dar: Es sei wieder eine Kreditfinanzierung betrachtet, der Gründer soll vereinfachend als risikoneutral angenommen werden. Die Wahrscheinlichkeitsdichtefunktion $f(D)$ weise einen Erwartungswert μ und eine Varianz σ^2 auf, die wiederum von einer stochastischen Größe ε und einem Risikoparameter ξ determiniert wird. Der Agent sei darüber hinaus in der Lage, ξ zu beeinflussen. Somit läßt sich ein funktionaler Zusammenhang wie folgt darstellen:

$$D(\xi) = \mu + \xi \cdot \varepsilon \quad \text{mit } E[\varepsilon] = 0; \quad \mu > C \cdot (1+r) > 0$$

Die Restriktion $\mu > C \cdot (1+r) > 0$ stellt dabei sicher, daß nur ein Finanzierungsvertrag abgeschlossen wird, wenn die beabsichtigte Gründung erfolgversprechend ist. Der Kreditnehmer versucht nun, seine Ertragsfunktion durch Variation der von ihm beeinflussbaren Parameter zu maximieren:

$$\max_{\xi} E \{ \max (D(\xi) - C \cdot (1+r); 0) \}$$

⁶⁷ Hierbei ist an Handlungen zu denken, bei denen zwar formal der Investitionsplan eingehalten wurde, jedoch das Risikoprofil beeinflusst wird, z.B. bei Wahl der Mitarbeiter oder der Lieferanten, etc..

⁶⁸ Vgl. Schulz (2000), S. 60.

⁶⁹ Es soll hier darauf hingewiesen werden, daß die Annahme der Beobachtbarkeit durch den Prinzipal nicht die Durchsetzbarkeit von etwaigen Schadensersatzansprüchen beinhalten kann, da der Agent in $t=0$ annahmegemäß vermögenslos ist.

⁷⁰ Vgl. Schulz (2000), S.60-62.

Der Ertrag des Gründers ergibt sich entweder aus der Differenz des erzielten Gesamtergebnis $D(\xi)$ und dem vereinbarten, konstanten Rückzahlungsbetrag $C \cdot (1+r)$ oder er beträgt bei $D(\xi) < C \cdot (1+r)$ (also im Insolvenzfall) null. Eine marginale Erhöhung von ξ bewirkt nach *Schulz* im Fall der Gültigkeit der Bedingung $\mu > C \cdot (1+r) > 0$ für die Änderung des erwarteten Gründergewinnes:

$$\frac{\partial E(\bullet)}{\partial \xi} = \int_{\hat{\varepsilon}}^{\infty} \varepsilon \cdot dF(\varepsilon) > 0 \quad \text{mit } \mu + \xi \cdot \varepsilon - C \cdot (1+r) \geq 0 \quad \Leftrightarrow \varepsilon \geq \frac{C \cdot (1+r) - \mu}{\xi} \equiv \hat{\varepsilon}$$

$\hat{\varepsilon}$ läßt sich durch Umformung der Bedingungsungleichung für Solvenz ermitteln und ist als kritischer Schwankungswert, ab dem das Unternehmen insolvent wird, zu verstehen. Dieser ist grundsätzlich abhängig von ξ und dem nach Vertragsabschluß konstanten $C \cdot (1+r)$. Eine Erhöhung von ξ bewirkt c.p. eine Erhöhung von $\hat{\varepsilon}$ ⁷¹. Je niedriger (höher) $\hat{\varepsilon}$ ist, desto geringer (höher) ist c.p. die Insolvenzwahrscheinlichkeit⁷². Anders ausgedrückt: Je niedriger $\hat{\varepsilon}$ ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, daß $\varepsilon \geq \hat{\varepsilon}$ gilt und somit der Solvenzfall eintritt. Dieses scheint zunächst gegen eine Annahme eines Anreizes zur Risikoerhöhung zu sprechen, allerdings ist zu beachten, daß eine Erhöhung von ξ eine Erhöhung der betroffenen Varianz σ^2 zur Folge hat. Diese bedeutet für den Gründer auf der einen Seite im Solvenzfall eine Chancenerhöhung, von der er allein profitieren kann und auf der anderen Seite bei Insolvenz eine Risikoerhöhung, die er nicht allein tragen muß, da der Finanzier dann seine Zahlungsanswartschaft verliert. Folglich existiert ein Anreiz für den Gründer zur nachträglichen Risikoerhöhung.

Wird nun der Fall betrachtet, in dem der Finanzier die Unternehmensgründung durch eine Beteiligungseinlage finanziert⁷³ und quotal mit dem Anteil a am Gesamtergebnis beteiligt wird, ist ein Risikoanreizproblem dann nicht gegeben, wenn die Risikoeinstellung zwischen Gründer und Finanzier gerade übereinstimmt⁷⁴ oder die geänderte Investitionsalternative die vereinbarte stochastisch dominiert. Hieraus folgt: Je ähnlicher c.p. die Risikopräferenz zwischen Gründer und Finanzier ist, desto mehr wird das Risikoanreizproblem durch die Beteiligungsfinanzierung gelöst. Der Konfliktfall differierender Risi-

⁷¹ Wird $\hat{\varepsilon}$ als Funktion $\hat{\varepsilon}(\xi) = (C \cdot (1+r) - \mu) \cdot \xi^{-1}$ aufgefaßt und differenziert, erhält man $\frac{\partial \hat{\varepsilon}(\xi)}{\partial \xi} = -\frac{C \cdot (1+r) - \mu}{\xi^2} > 0$ wegen $\mu > C \cdot (1+r) > 0$.

⁷² Vgl. *Schulz* (2000), S. 61 FN 22.

⁷³ Es wird hier implizit angenommen, daß die Geschäftsführung zukünftig allein dem Gründer obliegt.

⁷⁴ Vgl. *Schulz* (2000), S. 94 FN 125.

kopräferenzen soll nun anhand der Dichtefunktion illustriert werden. Der Finanzier geht wieder von der Verteilungsfunktion

$$F_D(D) = \int_{D_0}^D f(D) \cdot dD$$

bezüglich des Gesamtergebnisses D aus. Die Dichtefunktion $f(D)$ stelle sich wie folgt dar:

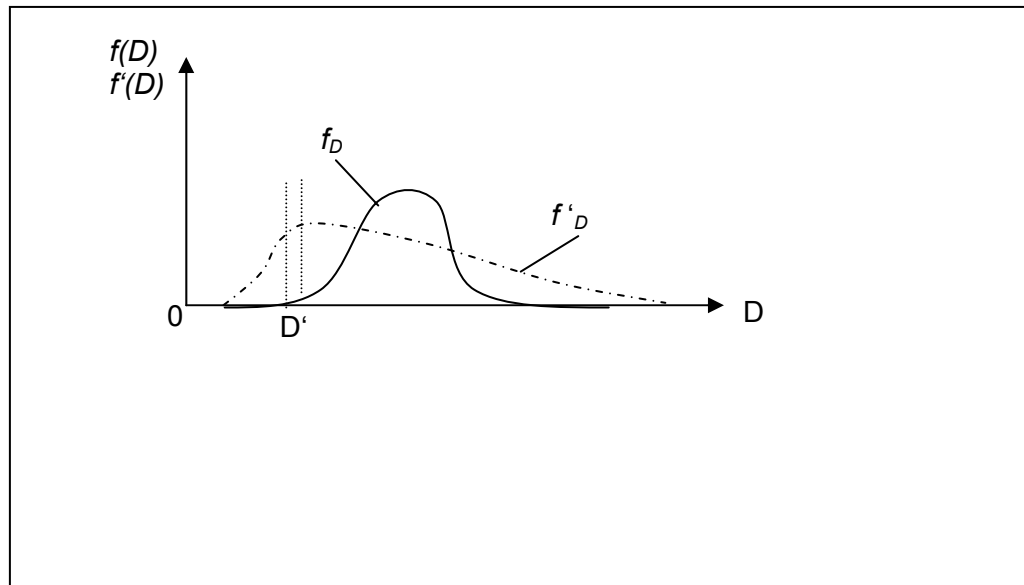


Abbildung 7: Risikoanreizerzeugende Dichtefunktionen bei der Beteiligungsfinanzierung (Quelle: Eigene Darstellung.)

Es sei im folgenden angenommen, daß der Finanzier risikoavers und der Gründer risikoneutral ist. Gilt ferner, daß der Erwartungswert $E[f(D)] < E[f'(D)]$ ist, ergibt sich für den Gründer der Anreiz, sich risikoerhöhend zu verhalten resp. zu investieren, wenn diese Verhaltensweise bei symmetrischer Informationsverteilung⁷⁵ zur Dichtefunktion $f'(D)$ führen würde. Für den Finanzier ergibt sich daraus bspw. eine Nutzeneinbuße, daß das durch ihn als negativ empfundene Merkmalsausprägungsintervall⁷⁶ D' mit einer signifikant höheren Wahrscheinlichkeit realisiert wird als von ihm erwartet. Insgesamt wird deutlich, daß Beteiligungsfinanzierungen zumindest in einigen Situationen das Risikoanreizproblem lösen oder zumindest ansatzweise lösen können. Dieses ist durch eine idealtypische Kreditfinanzierung jedoch nicht zu erreichen.

⁷⁵ Der Zustand der symmetrischen Informationsverteilung dient hier nur als Referenzpunkt, es wird nach wie vor von Informationsasymmetrie zwischen den Beteiligten ausgegangen.

⁷⁶ D' muß hier als Intervall angegeben werden, da die Eintrittswahrscheinlichkeit für einen einzelnen Wert von D wegen der Stetigkeit der Dichtefunktion null beträgt.

2.2.6.5 Verschuldungsanreizproblem

Ein weiteres Problem kann sich ergeben, wenn der Gründer eine zusätzliche und nicht vereinbarte Verschuldung bei einem weiteren Fremdkapitalgeber initiiert und der Finanzier dadurch aus seiner Sicht eine Nutzeneinbuße erfährt⁷⁷. Dieses läßt sich an einem Gedankenspiel verdeutlichen, in dem angenommen wird, daß Prinzipal P_A (Finanzier) mit einem Betrag C als erster und Prinzipal P_B als zweiter Fremdkapitalgeber mit einem Betrag C_B auftreten. Der Prinzipal P_B trete erst nach der Finanzierung durch P_A in Erscheinung, darüber hinaus sei ihm die Finanzierung des P_A bekannt. Die Berücksichtigung der beiden Prinzipale am Gesamtergebnis D im Insolvenzfall sei gleichrangig, also quotal. Der Prinzipal P_A sei nun mit einem Anteil a am insgesamt fremdfinanzierten Betrag beteiligt⁷⁸, also gilt $C = a \cdot (C + C_B)$. Nun entnehme der Gründer den neu zugeflossenen Betrag C_B verdeckt zu einer Verwendung außerhalb der Unternehmenssphäre (bspw. zu Konsumzwecken). An der durch P_A angenommenen Verteilungsfunktion würde sich hierdurch nichts ändern, da sich der ursprüngliche Gesamtfinanzierungsbetrag C der Unternehmensgründung durch den entnommenen Zusatzkredit nicht geändert hätte. Allerdings verschlechtert sich die Situation des P_A bereits durch den Umstand, daß ein ursprünglich gegenüber dem Gründer als vorrangig vereinbarter Anspruch auf einen Teil des Gesamtertrages anschließend nur noch gleichrangig mit dem des P_B ist. Den Sachverhalt soll die folgende Abbildung verdeutlichen:

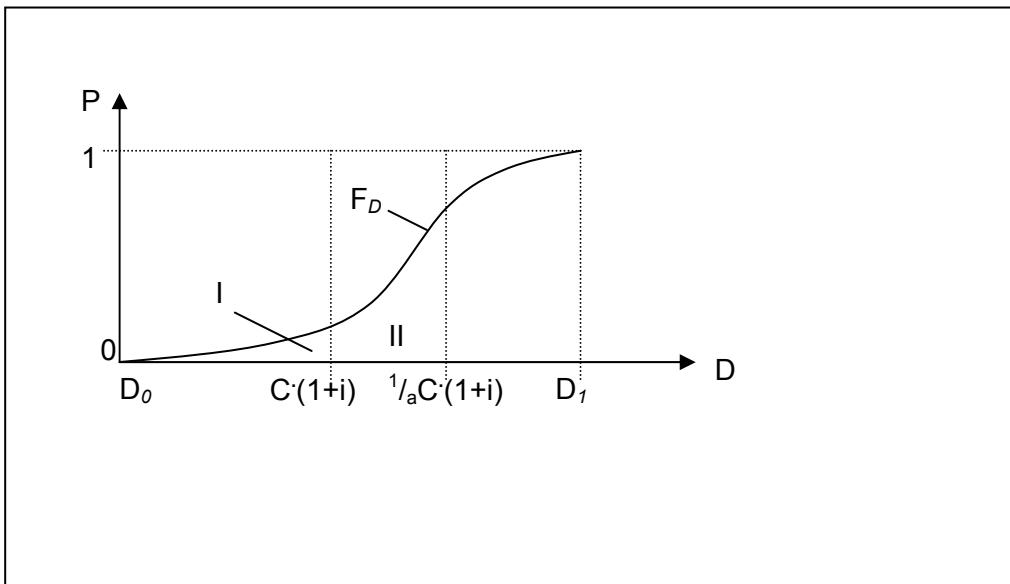


Abbildung 8: Verschuldungsanreizproblem bei quotaler Zahlungsanwartschaft zweier Kreditgeber (Quelle: Eigene Darstellung)

⁷⁷ Vgl. *Bitz/Niehoff/Terstege* (2000), S. 21.

⁷⁸ Zum Zeitpunkt der Unternehmensfinanzierung durch P_A gilt $a=1$, sobald ein Zusatzkredit durch P_B gewährt wird, gilt $0 < a < 1$, der Anteil von P_B beträgt somit $(1-a)$.

Aus Übersichtlichkeitsgründen sind in Abbildung 8 nur die Risiken betrachtet⁷⁹. Aus Sicht des P_A ergibt sich sein ursprüngliches Risiko aus der Fläche I unter der Kurve F_D links neben der Marke $C(1+i)$, da zum Zeitpunkt der Finanzierung durch ihn $a=1$ ist. Gewährt nun zusätzlich P_B einen Kredit, steht diesem ein Anteil von $(1-a)$ zu. Folglich muß durch das Unternehmen wegen $C=a \cdot (C+C_B)$ mindestens ein Gesamtergebnis von $\frac{1}{a}C(1+i)$ erzielt werden, damit der von uns betrachtete Finanzier P_A keinen Schaden erleidet. Der Risikozuwachs von P_A wird nun durch die Fläche II gekennzeichnet⁸⁰. Eine Möglichkeit für den Finanzier, dieser erkannten Gefahr zu begegnen, besteht darin, eine Vereinbarung der Insolvenzbevorrechtigung durchzusetzen. Zukünftige Kreditgeber könnten dann nur nachrangige Kredite vergeben und würden diesem Umstand mit höheren Kreditkonditionen begegnen, wodurch der Agent durch eine Weiterverschuldung keine Nutzenerhöhung realisieren kann⁸¹. Eine solche Insolvenzbevorrechtigung könnte bspw. eine pfandrechtliche Sicherung ermöglichen⁸². Allerdings ist diese Lösung für eine idealtypische Beteiligungsfinanzierung ausgeschlossen, da hier grundsätzlich das letzttrangige Residualeinkommen zwischen Finanzier und Gründer aufgeteilt wird. Bei einer Beteiligungsfinanzierung kann das Problem daher nur dadurch gelöst oder verringert werden, daß dem Finanzier vertragsgemäß Kontroll- und Mitentscheidungsrechte eingeräumt werden⁸³.

2.3 Kritisches Fazit der Analyse

Die Analyse hat gezeigt, daß weder die Kreditfinanzierung noch die Beteiligungsfinanzierung oder hybride Finanzierungsformen das vorvertragliche Informationsproblem lösen. Hierzu sind vielmehr Verfahren nötig, bspw. das Signaling oder das Screening, die jedoch mit möglicherweise erheblichen Kosten für die Initiatoren verbunden sein können. Bezüglich der nachvertraglichen Delegationsrisiken hatte sich herausgestellt, daß die Kreditfinanzierung das

⁷⁹ Dieses äußert sich darin, daß nur der Zinssatz i (und nicht r) betrachtet und somit die Unterlassungsalternative als Referenzalternative gewählt wird.

⁸⁰ Für eine andere, sehr ausführliche Darstellung des Verschuldungsanreizproblems sowie der Überlagerung von Investitions- und Verschuldungsanreiz siehe *Bitz/Niehoff/Terstege* (2000), S. 21-28.

⁸¹ Vgl. *Neus* (1991), S. 143. Der Autor weist hier auch darauf hin, daß diese Lösung nur dann möglich ist, wenn die institutionellen Rahmenbedingungen dieses zulassen.

⁸² Vgl. *Schmidt* (1981), S. 212.

⁸³ Es soll hier ausdrücklich darauf hingewiesen werden, daß durchaus Situationen denkbar sind, in denen der Finanzier an einer weiteren Verschuldung interessiert ist. Beispielsweise könnte ein Kreditgeber zum Zwecke der Granularitätsoptimierung seines Kreditportefeuilles einen Konsortialkredit forcieren oder ein Beteiligungsfinanzier (z.B. Business Angel, Venture Capital-Gesellschaft) sein Renommee einsetzen, damit der jungen Unternehmung mehr Finanzierungsmittel zufließen können als er selbst einsetzen kann. Es liegen in diesen Fällen jedoch keine Delegationsprobleme vor.

Arbeitseinsatzproblem optimal löst, allerdings kann die empirische Relevanz für die Gründungsfinanzierung nicht eindeutig nachgewiesen werden. Bei der Lösung des Problems des versteckten Konsums schnitt die Kreditfinanzierung besser ab als die Beteiligungsfinanzierung. Es ist hier jedoch kritisch anzumerken, daß die Analyse keinen Aufschluß darüber gab, ob die an die Beteiligungsfinanzierung gekoppelten Mitbestimmungs- und Kontrollrechte eine Abschreckungsfunktion besitzen, die das Problem zumindest reduzieren könnten. Im weiteren Verlauf der Analyse konnte gezeigt werden, daß die Beteiligungsfinanzierung ihre Stärken bei der Bewältigung des Investitions- und Risikoanreizproblems hat. Da beide idealtypischen Finanzierungsformen Vor- und Nachteile besitzen, erscheint die Synthese hybrider Finanzierungsformen (Finanzierungsdesign) ein interessanter Ansatz. Kritisch muß jedoch angemerkt werden, daß sich die Ergebnisse auf stark vereinfachte und dadurch nicht unproblematische Modellannahmen stützen. Hier sei insbesondere auf die angenommenen funktionalen Zusammenhänge zwischen den nicht meßbaren Anstrengungen und dem Arbeitsleid sowie die Ausblendung der Qualität der Anstrengungen des Gründers hingewiesen.

3 Sicht des Transaktionskostenansatzes

3.1 Analyse der Gründungsfinanzierung im transaktionskostentheoretischen Kontext

3.1.1 Vorbemerkungen

Im Fokus der Untersuchung der Transaktionskostentheorie steht die einzelne Transaktion, diese sollte in sachgerechter Weise so klein wie möglich abgegrenzt werden⁸⁴. Dabei ist sie allgemein als Austausch von Gütern zwischen zwei Akteuren zu verstehen. Der Begriff des Gutes muß dabei in sehr weitem Sinne verstanden werden, er umfaßt alles, was für einen Akteur einen Nutzen bringen kann⁸⁵. Etwas andere Beschreibungen des Transaktionsbegriffes begreifen die Transaktion als einen Prozeß der Bestimmung und Übereinkunft eines Leistungsaustausches⁸⁶ oder als „Übertragung von Verfügungsrechten“⁸⁷. Dabei wirken Verfügungsrechte erwartungsbildend und konfliktmindernd⁸⁸. Im betrachteten Kontext bietet es sich an, als Transaktion ein gedanklich abgrenzbares Gründungsfinanzierungsprojekt anzunehmen⁸⁹. Jede

⁸⁴ Vgl. *Neus* (2001), S. 109; *Brand* (1990), S. 19.

⁸⁵ Vgl. *Jost* (2001), S. 10-11.

⁸⁶ Vgl. *Picot* (1982), S. 269.

⁸⁷ Vgl. *Kaas/Fischer* (1993), S. 686; *Picot/Dietl* (1990), S. 178.

⁸⁸ *Picot/Dietl* (1990), S. 178.

⁸⁹ Vgl. *Neus* (2001), S. 110.

Transaktion hat verschiedene Merkmale, die genutzt werden sollen, um dieser optimale Koordinationsformen zuzuordnen. Als relevante⁹⁰ Transaktionsmerkmale werden Spezifität, Häufigkeit und Unsicherheit genannt⁹¹. Als wichtige Koordinationsformen werden Markt und Hierarchie bzw. relationaler Vertrag⁹² herausgestellt⁹³. Als Koordinationsformen sollen im weiteren Finanzierungstitel verstanden werden, die durchaus komplex gestaltet sein können. Als Zuordnungsregel zwischen den Transaktionen und Koordinationsformen werden die Transaktionskosten⁹⁴ herangezogen, die Zielformulierung ist dabei die Minimierung⁹⁵ der Summe aus Produktions- und Transaktionskosten⁹⁶. Als Transaktionskosten (Produktionskosten) werden sämtliche Kosten verstanden, die bei der Durchführung einer Transaktion (Produktion) entstehen. Obwohl in der Transaktionskostentheorie auch den Produktionskosten eine wichtige Bedeutung zugebilligt wird, liegt doch das Hauptaugenmerk in der Betrachtung der Transaktionskosten⁹⁷. Wird als Transaktion ein Gründungsfinanzierungsprojekt verstanden, so erscheint es wegen der starken Verflechtung zwischen Produktion, Absatz und Vertragsgestaltung gerechtfertigt, die Produktions-⁹⁸ und Transaktionskosten zusammenzufassen und sich auf die Verringerung der sich hieraus ergebenden Transaktionskosten in weitem Sinne zu fokussieren⁹⁹.

3.1.2 Die Gründungsfinanzierung als Transaktion

Oben wurde bereits angesprochen, daß die Transaktion zu Analysezielen als möglichst kleines, eng abgrenzbares Projekt¹⁰⁰ betrachtet werden sollte. Es soll nun versucht werden, die Gründungsfinanzierung als Transaktion in

⁹⁰ Vgl. *Jost* (2001), S. 11-15 und *Erlei/Jost* (2001), S. 35: Hier werden auch die Transaktionsmerkmale der Meßbarkeit und der Interdependenzen mit anderen Transaktionen angeführt.

⁹¹ Vgl. *Döring* (1998), S. 36.

⁹² Es handelt sich um Verträge mit wiederholten Transaktionen zwischen gleichbleibenden Parteien, vgl. *Neus* (2001), S. 119.

⁹³ Das Markt und Hierarchie sich gegenseitig ausschließende Alternativen sind, wird in der Literatur teilweise bezweifelt, da eine eindeutige Trennung nicht möglich ist. Vgl. hierzu *Brand* (1990), S. 75-79. Dort wird zusätzlich auf weitere Literatur verwiesen.

⁹⁴ Problematisch ist, daß es für den Begriff „Transaktionskosten“ viele unterschiedliche Definitionen gibt, vgl. *Löchel* (1995), S. 22-24.

⁹⁵ *Döring* (1998), S. 40 (6-12) weist unter Bezugnahme auf *Williamson* (1990), S. 1 darauf hin, daß keine strenge „Minimierung“ notwendig, sondern eine „Einsparung“ der Transaktionskosten für Schlußfolgerungen ausreichend ist.

⁹⁶ Vgl. *Neus* (2001), S. 109; *Picot/Schneider/Laub* (1989), S. 364-365. *Williamson* (1979), S. 245.

⁹⁷ Vgl. *Döring* (1998), S. 40; *Williamson* (1990), S. 21.

⁹⁸ Hier ist beispielsweise an Kosten für die Vertragserstellung zu denken.

⁹⁹ Hier wird der Einschätzung von *Pfaffmann* (1999), S. 616 gefolgt, der darlegt, daß eine Abgrenzung zwischen Produktions- und Transaktionssphäre problematisch ist. Siehe ausführlicher Abschnitt 3.1.2.

¹⁰⁰ Die Problematik der Abgrenzung wird unmittelbar klar, wenn man sich vorstellt, daß auch die Gründung für sich gesehen eine Transaktion darstellen kann.

den transaktionskostentheoretischen Kontext einzuordnen. Dazu soll die Beschreibung der Transaktion als Austausch von Verfügungsrechten genutzt werden. Dieser Austausch findet zwischen dem betrachteten Gründer und dem Finanzier statt. Der Gründer möchte eine Investition tätigen, von der er glaubt, daß sie für ihn vorteilhaft sei. Es seien nun zwei Fälle betrachtet: Erstens kann eine innovative Investition¹⁰¹ beabsichtigt sein, zweitens eine imitierende. Durch letztere werden bereits etablierte Produktions- und Geschäftsmodelle etc. kopiert. Es soll nun davon ausgegangen werden, daß innovative Investitionen einen verhältnismäßig hohen Spezifitätsgrad¹⁰² aufweisen, da aufgrund der Einzigartigkeit eine anderweitige Einsatzmöglichkeit nur schwer möglich ist und sich darüber hinaus in dem Fall, daß sich die Technologie oder das Geschäftsmodell nicht durchsetzen kann, tendenziell sehr wenig potentielle Käufer zur Verfügung stehen werden und ein Verkaufserlös verhältnismäßig gering ausfallen wird. Darüber hinaus sind innovative Investitionen des Gründers zum Gründungszeitpunkt einmalig (ziehen sich jedoch über einen Zeitraum hin) und von hoher Unsicherheit¹⁰³ geprägt, da keine Erfahrungen bzw. entsprechende historische Daten zur Verfügung stehen. Diese Unsicherheit kann bspw. daraus resultieren, daß Technologien noch entwickelt werden müssen oder die zukünftige Marktakzeptanz nur grob geschätzt werden kann. Anders verhält es sich bei imitierenden Gründungsinvestitionen¹⁰⁴. Hier soll ein etabliertes und bewährtes Geschäftsmodell im Vordergrund stehen, die Unsicherheit kann somit zumindest gegenüber der innovativen Gründung als geringer angenommen werden. Obwohl bei einer imitierenden Gründung grundsätzlich auch eine extreme Spezifität erreicht werden kann, soll hier zu Analyse Zwecken davon ausgegangen werden, daß die Spezifität geringer ist als bei der innovativen Gründung. Nun muß die Frage gestellt werden, ob es zweckmäßig ist, die Merkmale der beabsichtigten Gründungsinvestitionen als Bestandteil der Gründungsfinanzierung zu sehen? Diese Frage beinhaltet eine Abgrenzungsproblematik und ist daher nicht trivial¹⁰⁵, sie kann nur bejaht werden, wenn die beabsichtigten Gründungsinvestitionen relevante Auswirkungen auf die Transaktionskosten haben und nicht (oder nur zum Teil) den Produktionskosten zuzurechnen sind¹⁰⁶. Erschwerend kommt die Problematik der zweckmäßigen Einbeziehung von Interdependenzen zwischen den

¹⁰¹ Hierunter sollen zur Vereinfachung der Analyse auch Investitionen in extremen Nischen verstanden werden.

¹⁰² Vgl. hierzu ausführlicher Abschnitt 3.1.5.1.

¹⁰³ Vgl. hierzu ausführlicher Abschnitt 3.1.5.3.

¹⁰⁴ Man denke in diesem Zusammenhang an Franchise-Gründungen oder Existenzgründungen von sogenannten freien Berufen wie Rechtsanwälten etc.

¹⁰⁵ Zur Diskussion über diese Problematik vgl. bspw. *Brand* (1990), S. 98-101.

¹⁰⁶ Vgl. *Williamson* (1990), S. 21.

Kostenarten hinzu¹⁰⁷. Um diese Frage zu beantworten, soll zunächst die andere Partei, der Finanzier, betrachtet werden. Er soll dem Gründer einen Kapitalbetrag überlassen, damit jener die Gründungsinvestitionen tätigen kann. Aus transaktionskostentheoretischer Sicht soll der Finanzier dem Gründer die Verfügungsrechte an einem Kapitalbetrag übergeben¹⁰⁸. Damit dieses für ihn vorteilhaft erscheint, besteht er auf einer Gegenleistung des Gründers in Form aus seiner Sicht äquivalenter Verfügungsrechte. Wird nun weiter angenommen, daß der Gründer ein verhältnismäßig geringes eigenes Kapital besitzt, so können die äquivalenten Verfügungsrechte insbesondere die zu tätigenen Gründungsinvestitionen betreffen, möglich wäre bspw. das Verwertungsrecht der aus den Gründungsinvestitionen resultierenden Aktiva im Insolvenzfall. Je spezifischer diese jedoch sind, desto geringer wird der Finanzier den Wert dieses Verfügungsrechtes ansetzen und weitere Verfügungsrechte verlangen, bspw. weitgehende Kontroll- oder Mitbestimmungsrechte. Die Ausübung dieser zusätzlichen Verfügungsrechte (auch diese stellt eine an die Transaktion gekoppelte Investition dar) ist jedoch nicht kostenfrei. Darüber hinaus wird der Finanzier größere Prüfungsanstrengungen unternehmen, woraus höhere Informationsbeschaffungskosten resultieren. Eine Erhöhung der Spezifität der beabsichtigten Gründungsinvestition wirkt somit transaktionskostensteigernd auf die Gründungsfinanzierung. Somit wird ersichtlich, warum die Einbeziehung der geplanten Gründungsinvestitionen in die Gründungsfinanzierung aus dieser Sicht zweckmäßig sein kann, obwohl diese Investitionen sich zweifelsohne zu einem nennenswerten Teil (auch) den Produktionskosten zuordnen lassen¹⁰⁹: Die Transaktionsmerkmale, insbesondere Spezifität und Unsicherheit, der Gründungsfinanzierung werden systematisch determiniert von den Merkmalen der geplanten Gründungsinvestitionen und wirken transaktionskostenbeeinflussend.

3.1.3 Annahmen des Transaktionskostenansatzes

In der Transaktionstheorie werden die Individuen als eingeschränkt rational betrachtet¹¹⁰. Sie versuchen, ihren Nutzen zu maximieren. Dieses setzt voraus, daß sie eindeutig festgelegte, stabile Präferenzen besitzen¹¹¹. Die Nut-

¹⁰⁷ Vgl. *Brand* (1990), S. 111-112.

¹⁰⁸ Kapital wird hier wie ein selbständiges Gut gesehen, das mit eigenen Verfügungsrechten ausgestattet ist. Es ist jedoch grundsätzlich auch eine abweichende Sichtweise möglich, die Kapital selbst als ein von physischen Gütern getrenntes Verfügungsrecht sieht, vgl. hierzu *Kath* (1983), S. 250.

¹⁰⁹ Zur Verdeutlichung des Abgrenzungsproblems ist hier noch anzumerken, daß ein Teil der Gründungsinvestitionen nicht nur auf die Transaktionskostenhöhe wirken, sondern *selbst* Transaktionskosten sein können, z.B. bei Schaffung eines Reporting-Systems zum Zweck der Berichterstattung an den Finanzier.

¹¹⁰ Vgl. bspw. *Brand* (1990), S. 20-21.

¹¹¹ Vgl. *Jost* (2001), S.16.

zenmaximierung können sie jedoch wegen bestehender Informationsasymmetrie und eigener Verarbeitungskapazitätsprobleme nur eingeschränkt realisieren¹¹², so daß sie letztendlich nur Satisfizierer sind, die durch ein individuelles Zufriedenheitsniveau charakterisiert sind. Durch Erreichung dieses Niveaus wird die Informationssuche begrenzt.¹¹³

Ferner wird zusätzlich opportunistisches Verhalten unterstellt. Die Individuen verhalten sich somit in der extremen Form eigennützig, daß sie alle ihnen möglichen Handlungsalternativen ausnutzen, z.B. gegen Vereinbarungen verstoßen oder arglistig falsche Informationen geben¹¹⁴.

Neben den eben beschriebenen Verhaltensannahmen gibt es Umweltannahmen. Dabei wird der Umwelt ein hohes Maß an Komplexität unterstellt, die aus den möglichen vielfältigen Umweltveränderungen im Zeitablauf folgt¹¹⁵.

Aus diesen Annahmen ergeben sich Organisationsprobleme, die im weiteren Verlauf betrachtet werden. Organisationsprobleme lassen sich in Koordinations- und Motivationsprobleme unterteilen.

3.1.4 Organisationsproblem und Transaktionskosten

3.1.4.1 Koordinationsproblem

Ein Bestandteil des Organisationsproblems ist das vorvertragliche Koordinationsproblem, denn die in einer Transaktion zu tätigen Aktivitäten der Akteure müssen koordiniert werden. Als Koordinationsmechanismen kommen grundsätzlich zwei Möglichkeiten in Frage: die marktliche und die hierarchische Koordination. Während bei der marktlichen Koordination sämtliche relevanten Aktivitäten der Akteure eindeutig festgelegt werden, werden diese bei einer hierarchischen Koordination nur unscharf umrissen vereinbart¹¹⁶. Bezüglich der Vereinbarung der Zeitabstimmung sowie der Art und Weise der vorzunehmenden Handlungen¹¹⁷ gibt es augenscheinlich vielfältige Kombinations- und Ausgestaltungsmöglichkeiten. Dieses wird deutlich, wenn man bedenkt, daß mögliche aggregierte Einzelhandlungen mitunter sehr komplexer Natur sein können: hier ist bspw. an den Aufbau eines Vertriebsnetzes oder einer innerbetrieblichen Organisationsstruktur auf Seiten des Gründers zu denken, so daß das zu lösende Koordinationsproblem unmittelbar sichtbar wird. Die Lösung dieses Problems ist mit (ex ante) Transaktionskosten (Koordinationskosten) verbunden. So lassen sich bei beabsichtigter marktlicher Koordination

¹¹² Vgl. *Jost* (2001), S.17.

¹¹³ Vgl. *Schanz* (1979), S. 470.

¹¹⁴ Vgl. *Cezanne/Mayer* (1998), S. 1349.

¹¹⁵ Vgl. *Kaas/Fischer* (1993), S. 687.

¹¹⁶ Vgl. *Jost* (2001), S.24.

¹¹⁷ Vgl. *Erlei/Jost* (2001), S. 36.

Anbahnungskosten (Such- und Informationskosten) oder Vertragskosten (bspw. Verhandlungs- und Einigungskosten) unterscheiden, bei hierarchischer Koordination Kosten der Organisationsstruktur und Kosten des Betriebes (Entscheidungs- und Informationskosten)¹¹⁸.

3.1.4.2 Motivationsproblem

Wird angenommen, das Koordinationsproblem sei hinreichend gelöst, stellt sich die Frage, wie sichergestellt werden kann, daß von den Akteuren nach Vertragsabschluß auch dementsprechend gehandelt wird. Da opportunistisches Verhalten der Akteure unterstellt wurde, ist das Problem nicht trivial. Es stellt sich somit ein zu lösendes Motivationsproblem, wobei hinzuweisen ist, daß es in vielen Fällen auch Indifferenzen zwischen den beiden Organisationsproblemen geben kann, die eine weitere Komplikation ergeben¹¹⁹. Wird das Motivationsproblem nun separat betrachtet, stellt sich heraus, daß auch bei der Lösung dieses Problems (ex post) Transaktionskosten (Motivationskosten) entstehen. Bei marktlicher Koordination sind hier Kosten der Absicherung (Reputationskosten, Kosten durch Vertragsanpassungen) und Kosten der Durchsetzung (Gerichtskosten) zu nennen. Bei hierarchischer Koordination kommen insbesondere Überwachungs- und Kontrollkosten sowie Kosten durch Konflikte in Frage¹²⁰.

3.1.5 Abhängigkeit der Transaktionskosten von den Transaktionsmerkmalen der Gründungsfinanzierung

3.1.5.1 Spezifität der Gründungsfinanzierung

Es wird in der Transaktionskostentheorie angenommen, daß Spezifität das wichtigste Transaktionsmerkmal ist¹²¹. Ist eine Transaktion vollständig spezifisch, so lassen sich an sie gekoppelte Investitionen nicht in anderen Transaktionen verwenden. Darüber hinaus lassen sie sich auch nicht mehr rückgängig machen (sunk costs)¹²². Es kommt somit zu einer restriktiven Verflechtung der Akteure¹²³. In diesem Sinne spezifische Investitionen sind bspw. Entwicklungskosten für Prototypen, Aufbau eines Absatzkanals oder einer Reputation für innovative Nischenprodukte, zu deren Realisierung dem Gründer durch den Finanzier Kapital bereitgestellt wird. In dem Augenblick, in dem die Bereitstellung faktisch erfolgt, läßt sich die Investition für den Finanzier nicht mehr rückgängig machen. Er kann allenfalls, je nach Vertragsgestaltung, die

¹¹⁸ Vgl. *Erlei/Jost* (2001), S. 39, Abbildung 2.1.

¹¹⁹ Vgl. *Erlei/Jost* (2001), S. 37.

¹²⁰ Vgl. *Erlei/Jost* (2001), S. 39, Abbildung 2.1.

¹²¹ Vgl. *Williamson* (1990), S. 34.

¹²² Vgl. *Jost* (2001), S. 11.

¹²³ Vgl. *Döring* (1998), S. 37; *Williamson* (1990), S. 61.

Verfügungsrechte aus dem Vertrag verkaufen oder im Falle der Insolvenz des Unternehmens einen Erlös aus der Sicherheitenverwertung erzielen¹²⁴. Auf der anderen Seite kann auch der Gründer die Investition nicht rückgängig machen. Dabei gilt tendenziell, daß der Veräußerungswert der durch die Investition geschaffenen Aktiva umso geringer ist, je spezifischer die Investition war. Die Transaktionskosten steigen daher mit zunehmender Spezifität. Dabei ist zu vermuten, daß gerade die Gründungsfinanzierung mit den an sie gekoppelten beabsichtigten Investitionen tendenziell eine besonders hohe Spezifität aufweisen. Im Vergleich der Finanzierung innovativer mit imitierenden Geschäftsgründungen weist die innovative Investition *ceteris paribus* den höheren Spezifitätsgrad auf. Es soll an dieser Stelle darauf hingewiesen werden, daß eine gegebene Spezifikation im Zeitablauf nicht konstant sein muß, wegen zukünftig möglicherweise imitierender konkurrierender Unternehmen in vielen Fällen nicht konstant sein wird. Von Belang kann folglich die Spezifitätentwicklung im allgemeinen dann sein, wenn die betrachtete Transaktion zwischen den Akteuren in der Zukunft mehrmals erfolgt oder aufgrund unvollständiger Verträge spätere Vertragsanpassungen notwendig werden. Für die Gründungsfinanzierung kann festgestellt werden, daß der Fall späterer Nachverhandlungen aufgrund unvollständiger Verträge durchaus erwartet werden kann.

3.1.5.2 Häufigkeit der Transaktion

Im Hinblick auf das Häufigkeitsmerkmal scheint es naheliegend, die Gründungsfinanzierung als einmalige Transaktion zwischen den Akteuren zu spezifizieren, da sich ein Unternehmen nur in einem einzigen, verhältnismäßig kurzen Zeitraum im Gründungsstadium befindet. Allerdings ist diese Folgerung sehr problematisch. Es muß in diesem Kontext nämlich diskutiert werden, wie ein mögliches Nachfinanzierungsprojekt gesehen werden soll, wenn der ursprünglich vereinbarte Finanzierungsbetrag, aus welchen Gründen auch immer, nicht ausreicht. Es gibt zum einen die Möglichkeiten, die Nachfinanzierung als eine weitere, eigenständige Transaktion zu werten. In diesem Fall könnte sich die oben gemachte Aussage der einmaligen Transaktion nicht gehalten werden. Allerdings kann die andere Möglichkeit in der Weise gesehen werden, daß die Nachfinanzierung eine Vertragsanpassung der ursprünglichen Gründungsfinanzierung darstellt, wenn sie (zumindest für eine Partei) ungeplanter Natur ist und somit eine Vertragslücke darstellt. Dieses spräche dann für eine einmalige Transaktion. Auf der anderen Seite mögen sich die Akteure jedoch bei Vertragsabschluß darüber einig sein, daß zukünftige weite-

¹²⁴ Vgl. *Neus* (2001), S. 112.

re Finanzierungsbeträge voraussichtlich benötigt werden, bspw. wenn die Geschäftsstrategie ein großes expansives Wachstum des jungen Unternehmens vorsieht. Hieraus resultiert dann die Folgerung, daß auch die Gründungsfinanzierung nicht einmaliger Natur ist.

Das Problem der Bestimmung der Häufigkeit ist hiermit jedoch noch nicht vollständig diskutiert. Dieses wird erkennbar, wenn der Kreis der betrachteten Akteure erweitert wird¹²⁵. Werden nun abweichend auf der einen Seite ein Finanzier angenommen und auf der anderen Seite mehrere Unternehmensgründer, die zu unterschiedlichen Zeitpunkten einen Gründungsfinanzierungsvertrag anstreben, so zeigt sich, daß die Häufigkeit bei etwa konstanter Spezifität dann erhöht werden kann und daraus Transaktionskostenvorteile generiert werden können. Dieses betrifft insbesondere die Vorkontraktperiode. Hier können Koordinationskosten, insbesondere Such- und Informationskosten reduziert werden, da sich der Finanzier im Laufe der Zeit gewisse Marktkenntnisse aneignet¹²⁶. Daher kann folglich durch Entwicklung von Finanzintermediären auch bei Gründungsfinanzierungen die Häufigkeit der Transaktionen erhöht werden und Transaktionskosten reduziert werden¹²⁷.

Es kann folglich nicht generell eine Aussage darüber getroffen werden, ob die Gründungsfinanzierung einmaliger oder mehrmaliger Natur ist, jedoch ist anzunehmen, daß die Häufigkeit im Regelfall vergleichsweise gering angesetzt und mit „gelegentlich“ bezeichnet werden kann.

3.1.5.3 Unsicherheit bei Gründungsfinanzierung

Es lassen sich grundsätzlich zwei Arten von Unsicherheit unterscheiden, dabei sei zunächst das exogene Umweltrisiko betrachtet. Hierbei handelt es sich um zukünftige Änderungen der Umweltzustände, die zum Zeitpunkt des Finanzierungsvertragsabschlusses noch nicht erkennbar sind¹²⁸. Dieses kann nicht durch die Akteure beeinflusst werden. Insbesondere bei innovativen Unternehmensgründungen liegt tendenziell ein hohes Maß an exogen bestimmter Unsicherheit bezüglich zukünftiger Umweltzustände vor. Zu denken ist hierbei bspw. an Produktentwicklungs- oder Absatzrisiken bei innovativen Geschäftsmodellen. Dieses führt im Vergleich zur Finanzierung von etablier-

¹²⁵ Während *Jost* (2001), S. 13 davon spricht, daß sich die Häufigkeit auf „die beiden Parteien“ bezieht, findet sich bei *Williamson* (1990), S. 69 kein entsprechender Hinweis. Die Einschränkung des Merkmals Häufigkeit auf zwei Akteure erscheint zu sichtverengend, da bei einer unspezifischen, häufigen Transaktion viele Akteure (Marktkontrolle) betrachtet werden, vgl. *Williamson* (1990), S. 89, Abb. 3-2. Die folgenden Ausführungen erscheinen somit „erlaubt“.

¹²⁶ Vgl. *Brand* (1990), S. 151.

¹²⁷ Hier läßt sich bspw. an Venture Capital-Unternehmen denken, die sich auf spezielle innovative Branchen, bspw. Biotechnologie, spezialisiert haben.

¹²⁸ Vgl. *Döring* (1998), S. 38.

ten, nicht insolvenzbedrohten, Unternehmen tendenziell zu höheren Koordinationskosten.

Die andere Unsicherheitsart ist in dem opportunistischen Verhalten der Vertragspartner begründet¹²⁹. Dabei ist die Gefahr opportunistischen Verhaltens dann besonders ausgeprägt, wenn für einen Akteur ein verhältnismäßig großer diskretionärer Handlungsspielraum besteht. Dieses ist gerade bei Gründungsfinanzierungen der Fall und bewirkt damit tendenziell eine Steigerung der Motivationskosten¹³⁰. Zusätzlich stellt das Verhaltensrisiko gerade bei einer hohen Spezifität der Transaktion, wie es bei der Finanzierung einer innovativen Gründung der Fall ist, ein signifikantes Problem dar, da zukünftige Anpassungen definitionsgemäß mit hohen Transaktionskosten verbunden sind¹³¹. Es soll zum Abschluß dieser Betrachtung der Unsicherheit noch auf den vorigen Abschnitt (Häufigkeit) eingegangen werden: Tritt ein Finanzier als Finanzintermediär zum Zwecke der Risikodiversifizierung auf, so erhöhen sich Informations- und Kontrollkosten und ggf. Betreuungskosten etc. dann, wenn die Gründer räumlich entfernt von einander sind¹³². Hieraus ergibt sich somit ein kompensatorischer Effekt auf die Transaktionskostenreduktion bei Erhöhung der Häufigkeit etwa vergleichbarer Gründungsfinanzierungen.

3.1.6 Koordinationsformen und Vertragsgestaltung

3.1.6.1 Allgemeine Bemerkungen

Die hier untersuchte Fragestellung liegt in der Analyse der Transaktionsgestaltungsmöglichkeiten in Bezug auf die Spezifika der Gründungsfinanzierung. Dabei interessiert, ob die optimale Koordination in idealtypischer marktlicher, hierarchischer oder intermediärer (hybrider) Form angestrebt wird. Ausgangspunkt der Untersuchung stellt dabei die Frage dar, wie der Vollständigkeitsgrad des Finanzierungsvertrages in zweckmäßiger Weise gewählt werden kann. Dabei wird der Finanzierungsvertrag als vollständig angesehen, wenn zwischen den Akteuren alle Ansprüche resp. Verpflichtungen für jeden relevanten gegenwärtigen oder zukünftigen Umweltzustand geregelt sind. Bei einem unvollständigen Finanzierungsvertrag ist dieses nicht gegeben¹³³. Es lassen sich drei Vertragsarten unterscheiden: das klassische Vertragsrecht, das neoklassische Vertragsrecht und relationale Verträge¹³⁴. Während das klassische Vertragsrecht eine vollständige Vertragsgestaltung erfordert und

¹²⁹ Vgl. *Döring* (1998), S. 38; *Williamson* (1990), S. 55, 66.

¹³⁰ Vgl. *Erlei/Jost* (2001), S. 42.

¹³¹ Vgl. *Döring* (1998), S. 38.

¹³² Vgl. *Betsch/Groh/Schmidt* (2000), S. 134.

¹³³ Vgl. *Erlei/Jost* (2001), S. 46.

¹³⁴ Vgl. *Picot/Dietl* (1990), S. 181-182.

daher für marktliche Koordination geeignet ist, werden neoklassische und relationale Verträge dann geschlossen, wenn aufgrund hoher Komplexität und Unsicherheit in bezug auf zukünftig eintretende Umweltzustände nur unvollständige Verträge möglich sind. Dabei werden neoklassische Verträge insbesondere bei einmaligem Anlaß abgeschlossen. Mit ihnen wird ein zeitraumbezogener institutioneller Rahmen geschaffen, der die Regelung möglicher zukünftiger Auseinandersetzungen zwischen den Vertragsparteien durch eine Drittpartei (Gericht, Schlichter etc.) bestimmt. In diesen Fällen wird auch von dreiseitiger Überwachung und Durchsetzung gesprochen¹³⁵. Relationale Verträge sind durch Langfristigkeit und Komplexität gekennzeichnet. Charakteristisch ist weiterhin, daß sie auf gemeinsame Normen gegründet sind¹³⁶, wodurch es möglich ist, die Behandlung der Vertragslücken durch Einigung der Verfahrensart¹³⁷ oder durch private Sanktionen¹³⁸ zu regeln. Hier ist auf der einen Seite eine zweiseitige Überwachung und Kontrolle, wenn die Vertragspartner rechtlich selbständig bleiben, und auf der anderen Seite eine vereinheitlichte Kontrolle, z.B. bei hierarchischer Koordination, möglich¹³⁹.

3.1.6.2 Marktliche Koordination

Es sei zunächst angenommen, daß es möglich sei, eine Gründungsfinanzierung durch einen vollständigen Finanzierungsvertrag zu regeln. Dieses könnte, wie beschrieben, nur unter der Voraussetzung geschehen, daß der relevante Regelungsbedarf tendenziell einfacher, standardisierbarer Natur ist, da die Ansprüche in allen möglichen Umweltzuständen berücksichtigt sein müßten. Die Transaktion würde sich dadurch auszeichnen müssen, daß die Transaktionspartner in einfacher Weise austauschbar sind¹⁴⁰. Um dieses zu ermöglichen, müßten Gründungsfinanzierungen eine geringe Spezifität aufweisen. Eine marktliche Koordination wäre dann unabhängig von der Unsicherheit optimal¹⁴¹. Als Beispiel könnte dann eine Koordination in Form eines Kreditvertrages mit genormten Governance-Instrumenten¹⁴² für den Fall der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners¹⁴³ gewählt werden. Denkbar wäre dieses ansatzweise jedoch allenfalls für imitierende Unternehmensgründungen, bei der Produkte, Geschäfts- und Vertriebsmodelle und sonstige relevante Investitionspläne vollständig kopiert werden, sofern derartige Unternehmensgrün-

¹³⁵ Vgl. *Durth* (2000), S. 638.

¹³⁶ Vgl. *Fischer* (1994a), S. 583.

¹³⁷ Vgl. *Kaas/Fischer* (1993), S. 689.

¹³⁸ Vgl. *Thiele* (1994), S. 991).

¹³⁹ Vgl. *Durth* (2000), S. 638.

¹⁴⁰ Vgl. *Durth* (2000), S. 638.

¹⁴¹ Vgl. *Erlei/Jost* (2001), S. 57.

¹⁴² Hiermit sind Instrumente gemeint, die auf die Durchsetzbarkeit von Verfügungsrechten gerichtet sind.

¹⁴³ Hier läßt sich bspw. an eine fungible Unternehmensschuldverschreibung denken.

dungen vergleichsweise häufig durchgeführt werden. Beispielhaft ließe sich hier an Gründungsfinanzierungen von Arztpraxen, Steuerberater- oder Rechtsanwaltskanzleien denken. Allerdings ist davon auszugehen, daß wegen der einzelfallbezogenen Situation der Gründer, deren persönlichen Vorstellungen und Qualifikationen etc. die Spezifität doch auf einem Niveau verbleibt, bei der eine marktliche Koordination die Transaktionskosten relativ zu anderen Koordinationsformen nicht minimieren kann. So könnten zwar Koordinationskosten (insbesondere Such- und Vertragskosten) und Motivationskosten (Durchsetzungskosten) teilweise reduziert werden, auf der anderen Seite können andere Kosten innerhalb dieser Kostenkategorien auch deutlich steigen, bspw. bei den Koordinationskosten die Verhandlungs- und Einigungskosten und bei den Motivationskosten die Kosten der Vertragsanpassung.

3.1.6.3 Hierarchische Koordination

Das idealtypische Gegenstück zur marktlichen Koordination ist die hierarchische¹⁴⁴. Um eine Gründungsfinanzierung hierarchisch zu koordinieren, müßten die jeweiligen Leistungsverpflichtungen der Akteure so komplex sein, daß sie lediglich grob festgelegt werden können. Dabei müßte allerdings der Handlungsrahmen der einzelnen Akteure definiert werden¹⁴⁵. Ferner müßte dann einer Partei vertraglich das Recht eingeräumt werden, im Fall notwendiger Anpassungen während der Vertragslaufzeit die nötigen Vertragsanpassungen durchführen zu können¹⁴⁶. Es handelt sich somit um eine besondere Form eines relationalen Vertrages. Für das Recht auf Anpassungen kämen grundsätzlich der Gründer oder der Finanzier in Frage.

Würde der Gründer die Vertragsanpassungen vornehmen, könnten tendenziell die Entscheidungs- und Informationskosten sinken, da der Gründer Unternehmensinsider ist; allerdings würden die Kosten für den Finanzier durch nicht konforme Entscheidungen sowie die Kontroll- und Überwachungskosten ansteigen, da er definitionsgemäß bereits einen natürlichen Informationsnachteil hat. Wenn ein solcher Vertrag dennoch geschlossen würde, könnte dadurch vermutlich kein Minimum an Transaktionskosten erreicht werden.

¹⁴⁴ Es sei an dieser Stelle noch einmal darauf hingewiesen, daß diese Aussage nicht unproblematisch ist, da die Hierarchie nur durch die Existenz eines Marktes überhaupt koordiniert werden kann, vgl. *Brand* (1990), S. 137. Folgte man diesem Einwand konsequent, so wäre nach Meinung von *Brand* (1990) eine Unterscheidung der Koordinationsformen per se nicht möglich, da dann jede Koordinationsform eine marktliche darstellen würde. Jedoch werden in der Analyse der vorliegenden Arbeit trotz dieser verständlichen Kritik die marktliche der hierarchischen Koordination gegenübergestellt und hybride Formen zugelassen.

¹⁴⁵ Vgl. *Jost* (2001), S. 24.

¹⁴⁶ Vgl. *Erlei/Jost* (2001), S. 49.

Nun sei der andere Fall betrachtet: Der Finanzier sei zur Vertragsanpassung berechtigt. Zunächst wären die Koordinationskosten (Entscheidungs- und Informationskosten) wegen bestehender Informationsasymmetrie deutlich höher als bei der zuvor betrachteten Variante, jedoch könnten auf der anderen Seite die Kontroll- und Überwachungskosten gesenkt werden. Allerdings könnte durch eine einseitige Vertragsanpassungsmöglichkeit die Handlungsmotivation des Gründers determiniert werden. Die resultierende Steigerung der Kosten durch nicht konforme Entscheidungen des Gründers (Motivationskosten) wäre wegen der opportunistischen Verhaltensannahme dann die Folge. Da die hierarchische Koordination grundsätzlich langfristiger ausgelegt ist als die marktliche und die Handlungen der Vertragsparteien die Entwicklung der Transaktionskosten während der Laufzeit beeinflussen (bspw. Substitution von Kontroll- oder Überwachungskosten durch geringere Kosten für vertrauensbildende Maßnahmen), kann sie auf der anderen Seite auch einen Anreiz zu spezifischen Investitionen geben. Dieses würde bei angenommener hoher Spezifität der Gründungsfinanzierung die hierarchische Koordination begünstigen.

Insgesamt ist zu vermuten, daß die Transaktionskosten in beiden Varianten so hoch sind, daß die reine hierarchische Koordination im Regelfall für die Gründungsfinanzierung wenig geeignet erscheint, obwohl die hierarchische Koordination das Investitionsanreizproblem wegen vergleichsweise hoher Spezifität besser löst als die marktliche Koordination¹⁴⁷.

3.1.6.4 Intermediäre Koordination

Denkbar ist nun noch, daß die Gründungsfinanzierung durch eine intermediäre (hybride, kooperative) Koordinationsform geregelt wird. Dazu müßte, analog der hierarchischen Koordination, die Transaktion so komplex sein, daß nur ein unvollständiger Vertrag geschlossen werden könnte. Dieses erscheint nach den bisherigen Ausführungen sowohl für die Finanzierung einer imitierenden als auch für die innovativen Unternehmensgründung gegeben. Im Unterschied zu der hierarchischen Koordination würden Vertragsanpassungen bei Bedarf allerdings nicht von einem Vertragspartner vorgenommen werden. Die Vertragsanpassungsmöglichkeiten sind, wie oben skizziert, grundsätzlich davon abhängig, ob ein neoklassischer oder relationaler Vertrag geschlossen wurde. Bei Vorliegen eines neoklassischen Vertrages würde, wie gezeigt, eine

¹⁴⁷ Implizit wird die Wahl der Koordinationsformen durch die Risikoeinstellung, Geschicklichkeit bei Vertragsgestaltung und Zeitopportunitätskosten der beteiligten Wirtschaftssubjekte determiniert (vgl. hierzu *Brand* (1990), S. 120-121), da diese durch individuelle Bewertungen ihre persönlichen Transaktionskosten kalkulieren und zu verringern suchen.

dreiseitige Überwachung und Durchsetzung der Verfügungsrechte vorliegen. Da zur Vertragsanpassung eine Drittpartei notwendig ist, die entsprechend informiert werden muß, entstehen Motivationskosten in Form von Kosten der Durchsetzung (bspw. Gerichtskosten). Liegt demgegenüber ein relationaler Vertrag vor, entstehen im Vertragsanpassungsfall Kosten durch Konflikte, die auch Motivationskosten darstellen¹⁴⁸. Insgesamt wird davon ausgegangen, daß ein relationaler Vertrag geringere ex-post-Transaktionskosten aufweist als der neoklassische, wenn in ihnen Anreize für einvernehmliche Vertragsausführung verankert sind¹⁴⁹. Da die Gründungsfinanzierung in ihrer Spezifität deutlich variieren kann, das Häufigkeitsmerkmal jedoch nur als „gelegentlich“ bezeichnet werden kann, läßt sich aus transaktionkostentheoretischer Sicht vermuten, daß der Gründungsfinanzierungsvertrag tendenziell intermediär (mit neoklassischer Ausprägung) koordiniert wird. Eine eindeutige Abgrenzung ist jedoch nicht möglich, da in dem Fall einer möglichen extrem hohen Spezifität eine Tendenz zur hierarchischen Koordination begünstigt würde, die den Charakter eines relationalen Vertrages aufweist. Die Ableitung der vermuteten kostengünstigsten Koordination in Abhängigkeit von Spezifität und Häufigkeit läßt sich der folgenden Abbildung entnehmen¹⁵⁰:

Koordination		Spezifität		
		gering	mittel	extrem
Häufigkeit	gelegentlich	marktliche Koordination (klassische Verträge)	intermediäre (neoklassische Verträge)	intermediäre / hierarchische
	regelmäßig wiederkehrend		intermediäre (relationale Verträge)	hierarchische (relationale Verträge)

Abbildung 9: Vorschlag eines Koordinationstableaus (Quelle: Leicht modifiziert übernommen von Schumann (1987), S. 216.)

3.1.7 Spezielle Koordinationsformen der Gründungsfinanzierung

Wie oben angemerkt, sollen die betrachteten Koordinationsformen Finanzierungstitel darstellen. Für die Gründungsfinanzierung kommen insbesondere die intermediären Koordinationsformen in Frage, wobei sie ceteris paribus bei steigender Spezifität zur hierarchischen Koordination tendieren. Als in Frage kommende optimale Vertragsformen stellen sich neoklassische und bei sehr hoher Spezifität auch relationale Verträge heraus. Dabei kann es sich grundsätzlich um idealtypische Fremdkapital- und Beteiligungsfinanzierungen sowie

¹⁴⁸ Vgl. Erlei/Jost (2001), S. 39, Abbildung 2.1.

¹⁴⁹ Vgl. Schumann (1987), S. 216-217.

¹⁵⁰ Vgl. Schumann (1987), S. 216, Abbildung 3.

hybride Formen handeln, die mit besonderen Governance-Instrumenten¹⁵¹ ausgestattet sind:

Forderungstitel, wie sie im folgenden betrachtet werden, lassen sich dem neoklassischen Vertragsrecht zuordnen. Sie beinhalten eine vom Gesamtergebnis unabhängige unbedingte Zahlungsanwartschaft, solange das Ergebnis die Höhe der vereinbarten Zahlungsanwartschaft erreicht. Ist dieses wegen Zahlungsunfähigkeit nicht der Fall, wird der Finanzier geschädigt. Aus transaktionskostentheoretischer Sicht wäre in diesem Fall ein Governance-Instrument die Übernahme sämtlicher Verfügungsrechte durch den Finanzier. Anschließend sei eine Unternehmenserschlagung angenommen. Der Wert dieses Instrumentes wird entscheidend durch die Spezifität des Unternehmensgegenstandes determiniert¹⁵² und weist daher bei einer innovativen Unternehmensgründung einen verhältnismäßig geringen Wert auf. Der Gründer hat im Gegensatz dazu lediglich einen (letztrangigen) Residualanspruch. Wegen der Konstanz der Zahlungsanwartschaft des Gläubigers trägt der Gründer somit das volle Investitionsrisiko¹⁵³, das bei einer innovativen Gründung besonders ausgeprägt ist. Die Risikoverteilung stellt sich somit asymmetrisch zu Lasten des Gründers dar. In Abhängigkeit von der Risikopräferenz des Gründers wird daher bei zunehmender Risikoaversion auch die Risikoprämie steigen¹⁵⁴. Somit kann zusammenfassend festgehalten werden, daß die Kreditfinanzierung einer innovativen Unternehmensgründung mit hoher Spezifität tendenziell hohe Risikoprämien nach sich zieht und daher nur bedingt geeignet erscheint.

Im Gegensatz dazu stellen sich Beteiligungstitel dar: Gründer und Finanzier haben Zahlungsanwartschaften in Form von Residualteilansprüchen. Wird eine dem zur Verfügung gestellten Kapital entsprechende quotale Aufteilung der Residualansprüche unterstellt, ergibt sich eine entsprechende Risikoteilung. Wird nun unterstellt, daß Gründer bei Gründungen in der Regel nur vergleichsweise geringes freies Vermögen einbringen können, werden sie folglich nur einen entsprechend geringen Anteil an den Gesamtresidualansprüchen besitzen. Hieraus resultiert direkt ein Hebeleffekt, da spätere Geschäftsentscheidungen des Gründers entsprechend stärker das Vermögen des Finanziers betreffen als das des Gründers. Daher folgt auch hier die Notwendigkeit der Einführung von Governance-Instrumenten, wobei eine weite Spanne möglicher Kontroll- oder Mitwirkungsrechte bezüglich der Geschäftsführung für den Finanzier denkbar sind. Mit diesem Governance-Instrument ausgestattete

¹⁵¹ Es handelt sich um vertraglich vereinbarte Macht- bzw. Beherrschungsinstrumente.

¹⁵² Vgl. Abschnitt 3.1.2.

¹⁵³ Es wird hier implizit die Annahme der Erwartung der grundsätzlichen Vorteilhaftigkeit des Gründungsprojektes unterstellt.

¹⁵⁴ Vgl. *Neus* (2001), S. 111.

Finanzierungstitel haben nun tendenziell den Charakter einer hierarchischen Koordination, der um so stärker ausgeprägt ist, je weiter die Kontroll- und Geschäftsführungsbefugnisse des Finanziers gehen. Dieses bedeutet für den Finanzier allerdings höhere Motivationskosten in Form eines hohen Überwachungsaufwandes und (für beide Vertragspartner) höherer Kosten durch Konflikte, was auch diese Finanzierungsform verteuert.

Bei der Gegenüberstellung der beiden Finanzierungsformen muß somit abgewogen werden, welche zu geringeren Transaktionskosten führen könnte. Während der Kreditgeber bei Finanzierung einer innovativen Unternehmensgründung nach Vertragsabschluß nur im Fall der Zerschlagung des Unternehmens von einem geringwertigen Government-Instrument Gebrauch machen kann, ist es dem Beteiligungsgeber laufend möglich, Einfluß auf die Geschäftsführung zu nehmen und somit eine Zerschlagung möglicherweise zu verhindern¹⁵⁵. Für innovative Gründungsfinanzierungen erscheint die Beteiligungsfinanzierung, wie sie hier skizziert wurde, somit tendenziell geeigneter¹⁵⁶.

3.2 Kritisches Fazit der Analyse

Die Ausführungen haben gezeigt, daß die Begriffe „Transaktionen“ und „Transaktionskosten“ unscharf definiert sind, obwohl sie im Mittelpunkt der transaktionskostentheoretischen Analyse stehen, so daß man sich mit einem intuitiven Verständnis begnügen muß. Trotzdem zeigt sich, daß durch die Transaktionsmerkmale Spezifität, Häufigkeit und Unsicherheit eine gute Problemstrukturierung möglich war. Im Einzelnen hat sich gezeigt, daß Gründungsfinanzierungen innovativer Unternehmen eine vergleichsweise hohe Spezifität und Unsicherheit aufweisen, während die Häufigkeit vergleichbarer Finanzierungen gering ist. Hierdurch wird eine intermediäre Koordinationsform (neoklassisches Vertragsrecht) mit Tendenz zur Hierarchie (relationales Vertragsrecht) begünstigt. Darüber hinaus ließen sich bei der Analyse Hinweise auf die Vorteilhaftigkeit der Entwicklung von Finanzintermediären finden. Bei Finanzierungen imitierender Unternehmensgründungen, bei denen die Spezifität und Unsicherheit weniger stark ausgeprägt sind, die Häufigkeit vergleichbarer Transaktionen jedoch vergleichsweise höher ist, zeigte sich, daß eine intermediäre Koordination nach neoklassischem Vertragsrecht begünstigt wird.

¹⁵⁵ Vgl. *Neus* (2001), S. 114. Er weist in diesem Zusammenhang darauf hin, daß die Einflußnahme wegen des hohen Freiheitsgrades der Unternehmerentscheidungen eingeschränkt ist. Hieraus können dann auch negative Anreize resultieren.

¹⁵⁶ Es wird hier der Einschätzung von *Neus* (2001), S. 114 gefolgt.

4 Sicht der Property Rights-Theorie

4.1 Vorbemerkungen

4.1.1 Begriff der Property Rights

Property Rights lassen sich als Rechtebündel verstehen, die ein Individuum an einem ökonomischen (knappen) Gut besitzt. Dabei geht es nicht um die technische Gebrauchsmacht eines Individuums, sondern um eine Verfügungsmacht, die in sozialen Rahmenbedingungen begründet wird¹⁵⁷. Property Rights betreffen somit Beziehungen zwischen Individuen¹⁵⁸ und nicht zwischen Kollektiven¹⁵⁹. Allerdings ist zu beachten, daß Teilrechte der Property Rights auch mehreren Personen gemeinsam zugeordnet sein können¹⁶⁰. Die Property Rights lassen sich dabei in folgende einschränkbare, grundlegende Teilrechte (die dem traditionellen römischen Recht entlehnt sind) aufspalten, nämlich in ein Nutzungsrecht (usus), in ein Veränderungsrecht, in das Recht zur Ertragsaneignung (usus fructus) sowie in das Recht zur Veräußerung, Übertragung oder Zerstörung einzelner oder der Gesamtheit der Rechte (abusus)¹⁶¹. Allerdings ist zu beachten, daß der Begriff „Property“ (Eigentum, Besitz) nicht zwangsläufig mit den juristischen Eigentums- oder Besitzdefinitionen der verschiedenen Rechtsordnungen übereinstimmen muß¹⁶². Property Rights werden im deutschen Sprachgebrauch oft mit Handlungs- oder Verfügungsrechten übersetzt, obwohl dieses keine genaue Wortentsprechung darstellt¹⁶³.

4.1.2 Annahmen und Sichtweise der Property Rights-Theorie

Der Property Rights-Ansatz läßt sich auf die Sichtweise zurückführen, daß nicht die Güter selbst, sondern die an ihnen haftenden Rechte in Form von Rechtebündeln getauscht werden. Diese Sicht resultiert aus der Erkenntnis, daß der Wert eines Gutes entscheidend durch die bestehende Verteilung der an ihm haftenden Verfügungsrechte determiniert wird¹⁶⁴. Da nicht alle einem Gut anhaftenden Rechte gemeinsam getauscht werden müssen, kann es im Rahmen eines Tausches zu einer Neuallokation kommen. Dabei sind Art und

¹⁵⁷ Vgl. *Schreyögg* (1988), S. 152; *Meyer* (1983), S. 19.

¹⁵⁸ Vgl. *Elsner* (1986), S. 330.

¹⁵⁹ Vgl. *Budäus et al.* (1988a), S. 11.

¹⁶⁰ Vgl. *Meyer* (1983), S. 20 und 43.

¹⁶¹ Vgl. *Thiele* (1994), S. 994; *Koboldt/Leder/Schmidtchen* (1992), S. 335; *Brand* (1990), S. 43; *Schreyögg* (1988), S. 152; *Kath* (1983), S. 249.

¹⁶² Vgl. *Brand* (1990), S. 37 und 43.

¹⁶³ Vgl. bspw. *Cezanne/Mayer* (1998), S. 1346; *Thiele* (1994), S. 994; *Wischermann* (1993), S. 240; *Schüller* (1983b), S. 147. Diese Übersetzung erscheint auch nach Ansicht der Verfasser geeigneter als bereits juristisch geprägte Begriffe wie „Eigentumsrechte“ o.ä., die zu Mißverständnissen führen könnten.

¹⁶⁴ Vgl. *Fischer* (1994b), S. 316.

Umfang der tauschbaren Verfügungsrechte als abhängig von den Wertmaßstäben der Gesellschaft zu betrachten¹⁶⁵. Diese können jedoch im Zeitablauf einem Wandel unterliegen¹⁶⁶. Damit der Tauschakt überhaupt möglich ist, wird das Vorhandensein von Märkten unterstellt, die einer gesellschaftlichen Ordnung unterliegen. Diese kann formeller oder informeller Natur sein, als Beispiele seien hier Verfassung, Gesetz, Vertrag oder Organisationspläne genannt¹⁶⁷. Sie soll im weiteren Verlauf als ein System von Normen bezeichnet werden. Dieses Normensystem hat weitreichende Auswirkungen auf die resultierenden Anreizwirkungen der abgeschlossenen Verträge¹⁶⁸. Beispielsweise kann kraft Normen in Form von Rechtsordnung die Übertragung von Verfügungsrechten eingeschränkt, bestimmte Individuen hiervon ausgenommen (Regulierung durch Privileg¹⁶⁹) und die nicht vertragskonforme Nutzung fremder Verfügungsrechte auf vielfältige Weise bestraft werden. Diese Bestrafung erfolgt durch Sanktionen. Bei Nichtbeachtung des Normensystems hat das Individuum dann die Kosten dieses Verstoßes zu tragen. Sanktionen dienen somit der Internalisierung externer Effekte^{170; 171}. Dabei wird unterstellt, daß die vollständige Internalisierung externer Effekte Anreizwirkungen auf die Individuen hat, die diese veranlassen, die Ressourcen effizient einzusetzen, so daß eine annähernd verlässliche Prognose über das durchschnittliche Verhalten der Individuen ermöglicht wird¹⁷². Mit anderen Worten, es ist den Individuen möglich, auch in einer Welt mit Externalitäten durch Tausch von Property Rights ein Pareto-Optimum zu erzielen¹⁷³.

Um Anreizwirkungen auf Individuen analysieren zu können, müssen Annahmen über diese gemacht werden. Dabei wird unterstellt, daß Individuen Eigeninteressen verfolgen und versuchen, ihren Nutzen zu erhöhen bzw. ihre Nachteile zu verringern¹⁷⁴. Dabei wird das Individuum als sog. „REMM“, also als „resourceful evaluative maximizing man“ gesehen. Dahinter verbirgt sich die Vorstellung, daß das Individuum kausale Wirkungszusammenhänge begreifen kann, relative Bewertungen vornimmt und versucht, im Rahmen seiner

¹⁶⁵ Vgl. *Schreyögg* (1988), S. 152.

¹⁶⁶ Vgl. *Meyer* (1983), S. 45.

¹⁶⁷ Vgl. *Richter* (2000), S. 11.

¹⁶⁸ Vgl. *Schreyögg* (1988), S. 122.

¹⁶⁹ Vgl. *Böbel* (1988), S.105.

¹⁷⁰ Vgl. *Fischer* (1994b), S. 316.

¹⁷¹ Externe Effekte (Externalitäten) sind dabei als Auswirkungen wirtschaftlicher Aktivitäten zu verstehen, die nicht auf den Verursacher rückwirken. Die Nutzenfunktion eines Individuums wird somit durch Entscheidungen eines anderen Individuums (Verursacher) determiniert. Dieses kann jedoch zu Fehlallokationen der Property Rights-behafteten Ressourcen führen.

¹⁷² Vgl. *Fischer* (1994b), S. 316.

¹⁷³ Vgl. *Richter/Bindseil* (1995), S. 136.

¹⁷⁴ Vgl. *Leipold* (1978), S. 518.

Möglichkeiten seinen Nutzen zu maximieren¹⁷⁵. Seine Möglichkeiten sind allerdings durch oben beschriebene Normen sowie eine unvollständige Informationslage eingeschränkt¹⁷⁶. Die Verbesserung der Informationssituation ist nicht kostenlos möglich, es fallen vielmehr Transaktionskosten, bspw. Informationssuchkosten oder Kosten der Entscheidungsfindung an. Transaktionskosten werden somit auch als in Preisen gemessene Kosten der Neudefinition von Property Rights gesehen¹⁷⁷. Unter ökonomischen Gesichtspunkten ist es daher erstrebenswert, diejenige konkrete Verteilung von Property Rights vertraglich zu definieren, die die Transaktionskosten möglichst stark reduziert¹⁷⁸.

4.2 Gründungsfinanzierung aus Property Rights-theoretischer Sicht

4.2.1 Ausgangslage

Die Analyse soll auf der Grundlage eines Gedankenmodells aus der Landwirtschaft erfolgen¹⁷⁹. Dort wird zunächst ein Grundeigentümer betrachtet, der vor der Entscheidung steht, seinen landwirtschaftlich nutzbaren Boden mit einem festen oder variablen Pachtzins (Ernteteilung) zeitweise einem Pächter zur Verfügung zu stellen oder einen Verwalter und Arbeitskräfte einzustellen und den Boden selbst zu bewirtschaften. Bezogen auf die Gründungsfinanzierung nimmt der Finanzier die Rolle des Grundeigentümers ein, da er zunächst über die zum Unternehmensaufbau notwendigen property rights-behafteten Ressourcen verfügt. Er hat nun grundsätzlich analoge Alternativen zur Ausgestaltung der Überlassung von Kapital, d.h. er kann auf verschiedene Weise die Verfügungsrechte an seinem Kapital gegen Verfügungsrechte an den zu schaffenden Unternehmenswerten tauschen¹⁸⁰. Dabei können die Verfügungs-

¹⁷⁵ Vgl. *Fischer* (1994b), S. 316-317.

¹⁷⁶ *Brand* (1990), S. 173-176 kritisiert, in diesem Zusammenhang, daß der Menschentyp „REMM“ sich (trotz unvollständiger Informationen) im neoklassischen Verständnis formal-rational verhält. Hieraus resultiert, daß seine Kenntnis über Informationsbeschaffungskosten und Informationsquellen vollständig sein müssen, da er sonst auf der Suche nach Informationen in einen endlosen Informationsbeschaffungsprozeß geraten würde. Er billigt allerdings zu, daß die weitergehende Annahme der Satisfizierung (vgl. auch Abschnitt 2.2.3) eine Abbruchbedingung in den eben beschriebenen Endlosprozessen implantieren kann. Trotzdem berücksichtigt die Property Rights-Theorie seiner Meinung nach nicht alle relevanten Verhaltensparameter real existierender Individuen.

¹⁷⁷ Vgl. *Wischermann* (1993), S. 248.

¹⁷⁸ Vgl. *Schüller* (1983a), S. IX.

¹⁷⁹ Die Idee folgender Ausführungen basiert auf einer Analyse bezüglich des gleichzeitigen Bestehens unterschiedlicher Pachtsysteme in der asiatischen Landwirtschaft, vgl. *Meyer* (1983), S. 33-37.

¹⁸⁰ Kapital wird hier wie ein selbständiges Gut gesehen, das mit eigenen Verfügungsrechten ausgestattet ist. Er faßt das Gut dabei als Ressource auf. Demzufolge können Verfügungsrechte an Kapital genauso getauscht werden wie Verfügungsrechte an Zeit, Arbeitskraft und Kenntnissen (vgl. zu den Ressourcenbeispielen *Schmidt/Terberger* (1997), S. 386). Es ist jedoch grundsätzlich auch eine abweichende Sichtweise möglich, die Kapital selbst als ein von physischen Gütern getrenntes Verfügungsrecht sieht, vgl. hierzu *Kath* (1983), S. 250.

rechte durchaus eingeschränkt werden, so daß bspw. gegenüber dem Finanzier das Recht der Veräußerung auf den Insolvenzfall reduziert wird. Es werden im folgenden drei idealtypische Fälle diskutiert.

4.2.2 Eigengründung durch den Finanzier

Der Finanzier wird in diesem Fall gleichzeitig Gründer und behält in diesem Fall zunächst die vollständigen Verfügungsrechte über das für die Gründungsinvestition zur Verfügung stehende Kapital¹⁸¹. Um die Gründung und anschließende Unternehmensfortführung durchzuführen, muß er Manager und weitere Arbeitskräfte einstellen. Dieses bedeutet allerdings, daß er Entscheidungsrechte über die Arbeitskraft durch Tausch gegen (bedingte) Verfügungsrechte an seinem Kapital (Entlohnung) erwerben muß. Es wird unterstellt, daß die Art der Rechte auf Entlohnung dabei den Arbeitseinsatzanreiz der Arbeiter bestimmt. Im Prinzip liegt eine ähnliche Situation vor, die derjenigen einer Publikumsaktiengesellschaft entspricht. Auch dort übernimmt ein Management, welches die Verfügungsrechte an seiner Arbeitskraft gegen ein Recht zur Entlohnung und Entscheidungsrechte getauscht hat, die Unternehmensführung. Aus property rights-theoretischer Sicht wird ein Management, welches nicht in signifikanter Höhe am Residualeinkommen beteiligt ist, seine persönlichen Ressourcen in Form eines Fehlverhaltens so einsetzen, daß sich sowohl sein eigener pekuniärer als auch sein nicht-pekuniärer Nutzen so weit wie möglich erhöht¹⁸². Dieses kann er jedoch dann nicht mehr durchführen, wenn Normen (bspw. eine Rechtsordnung) mit entsprechenden Sanktionsmöglichkeiten bei Entdeckung seines Verhaltens bestehen und darüber hinaus sein Verhalten auch tatsächlich entdeckt wird. Der Finanzier (und Gründer) muß daher den mit Gründungsaufgaben betrauten Manager kontrollieren. Dieses ist jedoch nicht kostenlos. Anders als bei einer Publikumsaktiengesellschaft liegt jedoch keine Streuung der Anteilseigner des Residualeinkommens vor, so daß hierdurch zumindest im Vergleich zur Publikumsaktiengesellschaft geringere Kontrollkosten entstehen¹⁸³.

4.2.3 Kapitalüberlassung gegen festes Ertragsaneignungsrecht

In diesem Fall erwirbt der Gründer bedingte Verfügungsrechte über das Kapital im Tausch mit dem Finanzier gegen Verfügungsrechte an einem fixen, vom Ertrag der Unternehmung unabhängigen, Vermögensteil des Gründers. Der Gründer behält dabei sämtliche Verfügungsrechte an seinen persönlichen Ressourcen, bspw. die Entscheidungsrechte über den Einsatz seiner Arbeits-

¹⁸¹ Zu denken ist hierbei bspw. an Ausgründungen von Tochterunternehmen.

¹⁸² Vgl. Schüller (1983b), S. 170.

¹⁸³ Vgl. Schüller (1983b), S. 170.

kraft. Darüber hinaus steht ihm das Verfügungsrecht an dem Residualergebnis der gegründeten Unternehmung zu. Gemäß der im vorangegangenen Abschnitt vorgetragenen Argumentation fallen bei dieser Konstellation deutlich geringere Transaktionskosten in Form von Kontrollkosten an. Allerdings besitzt der Finanzier keine oder nur sehr eingeschränkte Entscheidungsrechte über die Arbeitskraft des Gründers. Will er hier verstärkt Einfluß nehmen, um seiner Einschätzung nach Fehlentwicklungen vorzubeugen, muß er entsprechend einen zusätzlichen Anteil an Entscheidungsrechten über die persönlichen Ressourcen des Gründers kaufen. Dieses wirkt dann transaktionskostensteigernd.

4.2.4 Kapitalüberlassung gegen variables Ertragsaneignungsrecht

Diese Alternative entspricht der oben angesprochenen Ernteteilung und liegt zwischen den beiden vorher dargestellten Fällen. Der Gründer erhält wiederum ein Verfügungsrecht auf einen Kapitalbetrag. Dazu muß er dem Finanzier allerdings im Tausch nicht nur Verfügungsrechte bezüglich eines Teils des Unternehmensgesamtergebnisses einräumen, sondern auch Entscheidungsrechte über Ressourcen werden zwischen den Vertragspartnern geteilt¹⁸⁴. Nach der bisher durchgeführten Argumentation muß dem Gründer, sofern er an den Erfolg seiner Geschäftsidee glaubt, grundsätzlich unterstellt werden, daß er tendenziell ein hohes Interesse an dem alleinigen Verfügungsrecht bezüglich des Residualeinkommens hat. Für einen Verkauf eines Teils dieses Verfügungsrechtes wird er demzufolge einen hohen Preis verlangen. Folgt man dieser Argumentation, kann vermutet werden, daß die Transaktionskosten bei dieser Konstellation der Gründungsfinanzierung über den beiden vorgenannten Fällen liegen. Folglich dürften dann Gründungsfinanzierungen dieser Konstellation nicht zustande kommen. Allerdings existieren in der Realität solche Gründungsfinanzierungen, wobei sogar (zumindest temporär) noch ein signifikantes Wachstum zu verzeichnen war¹⁸⁵. Mit Blick auf das Wachstum muß daher aus verfügungsrechtstheoretischer Sicht davon ausgegangen werden, daß eine Normenentwicklung aufgrund Änderungen der sozialen Rahmenbedingungen erfolgt ist, die eine Definition der hier betrachteten Verfügungsrechtskombinationen transaktionskostensenkend begünstigt. Zur Begründung des Vorkommens dieser Konstellation werden in der Literatur zwei Argumentationsmuster genannt, nämlich das im nächsten Abschnitt dis-

¹⁸⁴ Vgl. Meyer (1983), S. 35.

¹⁸⁵ Vgl. Nathusius (2001), S. 53. Es wird dort von Venture Capital-Finanzierungen gesprochen und festgestellt, daß diese bis Mitte der neunziger Jahre nur eine Nische im Finanzierungsmarkt besetzten, in jüngerer Zeit jedoch ein dynamisches Wachstum erzielten (Anm. d. Verf.: ...womit allerdings nicht gesagt ist, daß diese Finanzierungsform ihrem Nischendasein entwachsen ist!).

kutierte Argument der Managementkenntnisse des Gründers und das Argument der Risikostreuung¹⁸⁶.

Bei letzterem wird unterstellt, daß sich durch die Teilung des risikobehafteten Residualeinkommens zwischen Gründer und Finanzier (und der daraus resultierenden Risikostreuung) so große Nutzenvorteile ergeben, daß die verhältnismäßig hohen Transaktionskosten überwogen werden¹⁸⁷. Allerdings kann dem entgegengehalten werden, daß es für den Gründer und Finanzier andere Möglichkeiten der Risikostreuung gibt: Der Gründer könnte sein Arbeitsvolumen aufspalten, indem er teilweise gegen feste Entlohnung bei einem weiteren Arbeitgeber arbeitet und teilweise dem Finanzier feste Ertragsaneignungsrechte an dem Gründungsprojekt verkauft¹⁸⁸. Dieser Argumentation muß allerdings entgegengehalten werden, daß bei Reduzierung der Gründerarbeitsleistung das Risiko eines Fehlschlagens des Gründungsprojektes vermutlich steigen wird und der positive Effekt der Risikostreuung dadurch kompensiert werden könnte. Vielmehr schlagen die Verfasser folgende Argumentation vor: Es könnte auch eine Kombination aus festen und variablen Ertragsaneignungsrechten an den Finanzier verkauft werden und dadurch eine spezifische, bezüglich unterschiedlicher Risikopräferenzen optimale, Risikoallokation erreicht werden. Die Kombination würde dann auf jeden Fall geringere Transaktionskosten aufweisen, so daß es die reine Finanzierungsform mit Ertragsteilung überhaupt nicht geben dürfte.

4.2.5 Managementkenntnisse der Gründer

Obwohl in diesem Abschnitt die Ausführungen des vorherigen weitergeführt werden, sollen die folgenden Gedanken aufgrund empirischer Relevanz¹⁸⁹ in einem eigenen Abschnitt behandelt werden. Ziel der Analyse ist wieder die Antwort auf die Frage, ob die Property Rights-Theorie die Existenz von Gründungsfinanzierungsformen mit geteilten Residualansprüchen trotz vergleichsweise hoher Transaktionskosten erklären kann¹⁹⁰. Dazu wird angeführt, daß davon ausgegangen werden kann, daß verschiedene Gründer relativ zueinander unterschiedliche Managementkenntnisse aufweisen¹⁹¹. Wird angenommen, daß die gründenden Individuen im Laufe ihres Lebens durchschnittlich nur wenig Gründungen vollziehen, können ihnen zum Zeitpunkt der Gründung

¹⁸⁶ Vgl. Meyer (1983), S. 36.

¹⁸⁷ Vgl. Meyer (1983), S. 36.

¹⁸⁸ Vgl. Meyer (1983), S. 36; Reid (1977), S. 406 FN 5.

¹⁸⁹ Vgl. Tonger (2000), S. 26-27. Hier wird die empirische Relevanz sog. Business Angels dargestellt, die als Finanziers dem Gründer zusätzlich zu einer Kapitalhergabe auch Beratungsleistungen zur Verfügung stellen.

¹⁹⁰ Vgl. analog Reid (1977), S. 406.

¹⁹¹ Vgl. Meyer (1983), S. 36-37; Reid (1977), S. 403-406. Auch die weitere Argumentation der Verfasser wurde auf Basis der dort formulierten Gedanken aufgebaut.

in der Regel nur geringe Gründungserfahrungen resp. geringe spezielle und gründungsrelevante Managementkenntnisse unterstellt werden. Ferner sei angenommen, daß ein Finanzier, der bereits mehrfach Gründungen finanziert und begleitet hat oder selbst hinreichende persönliche Gründungserfahrungen besitzt, über notwendiges gründungsspezifisches Wissen verfügt. Ist dieser Finanzier bereit, zusätzlich zur Kapitalhergabe einen Teil der Nutzungsrechte seiner Managementkenntnisse und seiner Arbeitskraft (oder sonstigen persönlichen, gründungsrelevanten Ressourcen wie bspw. Infrastruktur) an den Gründer zu verkaufen, können beide von einem höheren Gesamtertrag profitieren. Da der Finanzier in dieser Situation automatisch Unternehmensinsider ist, sinken demzufolge seine Überwachungs- und Kontrollkosten. Darüber hinaus kann auch dem Finanzier, der in der skizzierten Form managementunterstützend auftritt, häufig unterstellt werden, daß es auch für ihn nicht-pekuniäre Anreize (Freude am Unternehmensaufbau, Arbeitsplatzsicherung etc.) gibt¹⁹². Diese Vorteile erhöhen dann noch das erzielte pekuniäre Ergebnis. Somit ist ersichtlich, daß eine derartige Definition der Property Rights gegenüber den anderen analysierten Finanzierungsformen durchaus konkurrenzfähig ist und die reale Existenz verfügungsrechtstheoretisch erklärt werden kann.

4.3 Kritisches Fazit der Analyse

Im Rahmen der Property Rights-Theorie wurde ein Analyseansatz für Pachtssysteme entwickelt, der für die Analyse der Gründungsfinanzierung verwendet werden konnte. Dabei zeigte sich, daß die in der Realität beobachtbaren Möglichkeiten der Finanzierungscoordination erklärt werden konnten. Hierarchische Koordinierungen (Fall der Eigengründung durch den Finanzier) lassen sich in der Realität bspw. bei der Gründung von Tochterunternehmen etablierter Unternehmen beobachten. Kreditfinanzierungen wurden mit dem Fall des festen Ertragsaneignungsrechtes und Beteiligungsfinanzierungen mit dem Fall des variablen Ertragsaneignungsrechtes analysiert. Es fanden sich hier auch Erklärungsmöglichkeiten für in der Realität beobachtbare zusätzliche Managementunterstützungsleistungen oder Infrastrukturbereitstellungen durch den Finanzier, z.B. durch Business-Angels oder Venture Capital-Gesellschaften. Da die Property Rights durch Tausch von Teilrechten im Rahmen der institutionellen Rahmenbedingungen neu definiert werden können, sind durch diesen Ansatz auch jegliche Mischformen der betrachteten Fälle erklärbar resp. diskutierbar. Allerdings erscheint das Menschenbild des REMM nicht unproblematisch, insbesondere weil er sich (wie der homo oeconomicus) formal-rational verhält. REMM ist zwar eine Weiterentwicklung des neoklassischen Men-

¹⁹² Vgl. *Tonger* (2000), S. 28-29. Zu denken wäre hier z. B. an Business Angels.

schenbildes, trotzdem wird der realistische Mensch nur sehr grob vereinfacht dargestellt¹⁹³.

5 Kritische Würdigung

In dem vorliegenden Beitrag wurde angenommen, daß die Gründungsfinanzierung nur zwischen einem Finanzier und einem Gründer vorgenommen wird. Durch diese Vereinfachung zum Zwecke der Komplexitätsreduzierung wurden implizit soziale Beziehungsnetze außerhalb der Gründungsfinanzierung (Gründungsteam-, Mitarbeiter-, Konkurrenz-, Lieferanten- oder Kundenbeziehungen etc.) aggregiert und als exogene (stochastische) Umweltfaktoren aufgefaßt. Ferner wurde das stark vereinfachende Menschenbild des REMM zur Analyse genutzt und kritisch angemerkt, daß teilweise zentrale Begriffe (bspw. Transaktion, Transaktionskosten) nur unscharf spezifiziert sind. Trotz dieser Problematik zeigte sich, daß mit den Analyseinstrumenten der Neuen Institutionenökonomik Hilfsmittel zur Verfügung stehen, das Gründungsfinanzierungsproblem in sachgerechter Weise strukturieren und diskutieren zu können. Dabei ist die Entwicklung der unterschiedlichen Forschungsrichtungen grundsätzlich positiv einzuschätzen, da dadurch auch innerhalb der Neuen Institutionenökonomik die Sichtweisen der Analyse geändert werden und dadurch ein umfassenderes Ergebnis erzielt werden kann. In dem vorliegenden Beitrag zeigte sich, daß die Analyseergebnisse der jeweiligen Einzelbetrachtungen in Bezug auf das Untersuchungsobjekt der Gründungsfinanzierung untereinander konsistent erscheinen.

Es ließ sich property rights- theoretisch zeigen, daß Gründungsfinanzierungen konzeptionell durch Kredit-, Beteiligungs- oder hybride Mischformen finanziert werden können. Auch durch Managementunterstützung, Beziehungs- oder Infrastrukturbereitstellung durch den Finanzier können danach Vorteile erzielt werden. Ferner determiniert, transaktionskostentheoretisch argumentiert, die Spezifität der geplanten Gründungsinvestitionen die Spezifität der Gründungsfinanzierung selbst, wodurch unterschiedliche Gründungskonzepte und Geschäftsideen in Bezug auf das Finanzierungsproblem miteinander verglichen werden können. Es zeigte sich, daß das Finanzierungsproblem der Gründungsfinanzierung grundsätzlich durch das neoklassische Vertragsrecht vergleichsweise kostengünstig gelöst werden kann, mit zunehmender Spezifität jedoch Komponenten relationaler Verträge in die Gründungsfinanzierungstitel aufgenommen werden. Darüber hinaus erscheint unter bestimmten Bedingungen die Entwicklung von Finanzintermediären vorteilhaft. Agencytheoretisch

¹⁹³ Vgl. hierzu Abschnitt 4.1.2 mit Fußnoten.

zeigte sich unter den gemachten (teilweise problematischen) Spezifikationen, daß die Beteiligungsfinanzierung der Kreditfinanzierung bei der Bewältigung des Investitions- und Risikoanreizproblems zwar überlegen, bei der Lösung des versteckten Konsums und des Arbeitsanreizproblems jedoch unterlegen ist.

Durch eine im Jahr 1999 durchgeführte empirische Untersuchung, bei der die Finanzierungsstruktur von jungen Unternehmen, die am „Neuen Markt“ gelistet waren, zum Zeitpunkt ihrer Gründung ermittelt wurde, lassen sich die theoretischen Analyseergebnisse des vorliegenden Beitrags insofern bestätigen, daß in den frühen Gründungsphasen sowohl Kredit- als auch Beteiligungsfinanzierungsverträge und hybride Formen¹⁹⁴, teilweise mit Zusatzleistungen (Managementberatung etc.) beobachtet werden konnten¹⁹⁵.

¹⁹⁴ Vgl. *Betsch/Groh/Schmidt* (2000), S. 189. Bspw. wurden 13% Stille Beteiligungen beobachtet, die jedoch ausnahmslos in ihrer typischen Form auftraten.

¹⁹⁵ Vgl. *Betsch/Groh/Schmidt* (2000), S. 131-134, 178-180, 189-190. Es wird in diesem Zusammenhang auf den Abschnitt 1.1 Fußnote 2 der vorliegenden Arbeit verwiesen.

Literaturverzeichnis

Betsch/Groh/Schmidt (2000)

Betsch, O.; Groh, A.P.; Schmidt, K.: Gründungs- und Wachstumsfinanzierung innovativer Unternehmen, München Wien 2000.

Bitz (1999)

Bitz, M.: Investition und Finanzierung – Finanzmanagement, Kurs 502 KE 2 der FernUniversität, Hagen 1999.

Bitz/Niehoff/Terstege (2000)

Bitz, M.; Niehoff, K.; Terstege, U.: Wolfgang Stützels „bestandsökonomische Darstellung“ und die neuere Finanzierungstheorie, Diskussionsbeitrag Nr. 294, online im Internet, URL: <<http://www.fernuni-hagen.de/bitiz/download/sonstige/w-stuetzel.pdf>>, Stand August 2000, Abruf 01.05.2002, 10.25 Uhr.

Böbel (1988)

Böbel, I.: Eigentum, Eigentumsrechte und institutioneller Wandel, Berlin Heidelberg 1988.

Brand (1990)

Brand, D.: Der Transaktionskostenansatz in der betriebswirtschaftlichen Organisationstheorie: Stand und Weiterentwicklung der theoretischen Diskussion sowie Ansätze zur Messung des Einflusses kognitiver und motivationaler Persönlichkeitsmerkmale auf das transaktionskostenrelevante Informationsverhalten, Frankfurt am Main 1990.

Budäus et al. (1988a)

Budäus, D.; Gerum, E.; Zimmermann, G.: Einführung, in: Budäus et al. (1988b), S. 9-17.

Budäus et al. (1988b)

Budäus, D.; Gerum, E.; Zimmermann, G. (Hrsg.): Betriebswirtschaftslehre und Theorie der Verfügungsrechte, Wiesbaden 1988.

Burchert/Hering/Hoffjan (1998)

Burchert, H.; Hering, T.; Hoffjan, A.: Finanzwirtschaftliche Probleme mittelständischer Unternehmen, in: BFuP, 50. Jg. 1998, H. 3, S. 241-262.

Cezanne/Mayer (1998)

Cezanne, W.; Mayer, A.: Neue Institutionenökonomik – Ein Überblick, in: WISU, H. 11 (1998), S. 1345-1353.

Döring (1998)

Döring, H.: Kritische Analyse der Leistungsfähigkeit des Transaktionskostenansatzes, Göttingen 1998.

Durth (2000)

Durth, R.: Transaktionskosten und „Neue Ökonomie“, in: WiSt, 29. Jg. 2000, H. 11, S. 637-639.

Edelmann et al. (1998)

Edelmann, R.; Milde, H.; Weimerskirch, P.: Agency-Beziehungen und Kontrakt-Design: Problem, Lösung, Beispiel, in: Kredit und Kapital, 31. Jg. 1998, H. 1, S. 1-27.

Elschen (1991)

Elschen, R.: Gegenstand und Anwendungsmöglichkeiten der Agency-Theorie, in: zfbf, 43. Jg. 1991, H. 11, S. 1002-1012.

Elsner (1986)

Elsner, W.: Ökonomische Institutionenanalyse: Paradigmatische Entwicklung der ökonomischen Theorie und der Sinn eines Rückgriffs auf die ökonomische Klassik am Beispiel der Institutionenanalyse („Property Rights“), Berlin 1986.

Elsner (1987)

Elsner, W.: Institutionen und ökonomische Institutionentheorie: Begriffe, Fragestellung, theoriegeschichtliche Ansätze, in: *WiSt*, 16. Jg. 1987, H. 1, S. 5-14.

Erlei/Jost (2001)

Erlei, M.; Jost, P.-J.: Theoretische Grundlagen des Transaktionskostenansatzes, in: *Jost (2001b)*, S. 35-75.

Fischer (1994a)

Fischer, M.: Die Theorie der Transaktionskosten, in: *WiSt*, 23. Jg. 1994, H. 11, S. 582-584.

Fischer (1994b)

Fischer, M.: Der Property Rights-Ansatz, in: *WiSt*, 23. Jg. 1994, H. 6, S. 316-318.

Fischer-Winkelmann (1983)

Fischer-Winkelmann, W.F. (Hrsg.): Paradigmawechsel in der Betriebswirtschaftslehre ?, Spardorf 1983.

Hammes/Poser (1992)

Hammes, M.; Poser, G.: Die Messung von Transaktionskosten, in: *WISU*, H. 11 (1992), S. 885-889.

Hartmann-Wendels (2001)

Hartmann-Wendels, T.: Finanzierung, in: *Jost (2001a)*, S. 117-146.

Jost (2001a)

Jost, P.-J. (Hrsg.): Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart 2001.

Jost (2001b)

Jost, P.-J. (Hrsg.): Der Transaktionskostenansatz in der Betriebswirtschaftslehre, Stuttgart 2001.

Jost (2001c)

Jost, P.-J.: Die Prinzipal-Agenten-Theorie im Unternehmenskontext, in: *Jost (2001a)*, S. 11-43.

Jost (2001d)

Jost, P.-J.: Der Transaktionskostenansatz im Unternehmenskontext, in: *Jost (2001b)*, S. 9-34.

Kaas/Fischer (1993)

Kaas, K.P.; Fischer, M.: Der Transaktionskostenansatz, in: *WISU*, 22. Jg. 1993, H. 8-9, S. 686-693.

Kath (1983)

Kath, D.: Property Rights und Portfolio-Theorie, in: *Schüller (1983c)*, S. 241-270.

Koboldt/Leder/Schmidtchen (1992)

Koboldt, C.; Leder, M.; Schmidtchen, D.: Ökonomische Analyse des Rechts, in: *WiSt*, 21. Jg. 1992, H. 7, S. 334-342.

Leipold (1978)

Leipold, H.: Theorie der Property Rights: Forschungsziele und Anwendungsbereiche, in: *WiSt*, 7. Jg. 1978, H. 11, S. 518-525.

Löchel (1995)

Löchel, H.: Institutionen, Transaktionskosten und wirtschaftliche Entwicklung: Ein Beitrag zur Neuen Institutionenökonomik und zur Theorie von Douglass C. North, Berlin 1995.

Meyer (1983)

Meyer, W.: Entwicklung und Bedeutung des Property Rights-Ansatzes in der Nationalökonomie, in: Schüller (1983c), S.1-44.

Nathusius (2001)

Nathusius, K.: Grundlagen der Gründungsfinanzierung: Instrumente – Prozesse – Beispiele, Wiesbaden 2001.

Neus (2001)

Neus, W.: Finanzierung, in: Jost (2001b), S. 107-153.

Neus (1991)

Neus, W.: Unternehmensgröße und Kreditversorgung, in: zfbf, 43. Jg. 1991, H. 2, S. 130-155.

Pfaff/Zweifel (1998)

Pfaff, D.; Zweifel, P.: Die Principal-Agent Theorie: Ein fruchtbarer Beitrag der Wirtschaftstheorie zur Praxis, in: WiSt, 27. Jg. 1998, H. 4, S. 184-190.

Pfaffmann (1999)

Pfaffmann, E.: Die Grenzen des Transaktionskostenansatzes: Einige kritische Anmerkungen zu Gestaltungsempfehlungen im Kontext von Make- or-Buy- Entscheidungen, in: WiSt, 28. Jg. 1999, H. 11, S. 616-619.

Picot (1982)

Picot, A.: Transaktionskostenansatz in der Organisationstheorie; Stand der Diskussion und Aussagewert, in: DBW, 42. Jg. 1982, H. 2, S. 267-284.

Picot/Dietl (1990)

Picot, A; Dietl, H.: Transaktionskostentheorie, in: WiSt, 19. Jg. 1990, H. 4, S. 178-184.

Picot/Schneider/Laub (1989)

Picot, A; Schneider, D.; Laub, U.: Transaktionskosten und innovative Unternehmensgründung: Eine empirische Analyse, in: zfbf, 41. Jg. 1989, H. 5, S. 358-387.

Reid (1977)

Reid, J.D., Jr.: The Theory of Share Tenancy Revisited – Again, in: Journal of Political Economy, 1977, Vol. 85, No. 2, S. 403-407.

Richter (2000)

Richter, R.: Neue Institutionenökonomik, Online im Internet, URL: <<http://www.uni-tuebingen.de/uni/w04/pages/wiwi-news/winter00/institutionenoek.pdf>>, Stand 2000, Abruf 26.07.2002, 10.05 Uhr, S. 10-11.

Richter/Bindseil (1995)

Richter, R.; Bindseil, U.: Neue Institutionenökonomik, in: WiSt, 24. Jg. 1995, H. 3, S. 132-140.

Schanz (1979)

Schanz, G.: Rationalität und Verhalten, in: WiSt, 8. Jg. 1979, H. 10, S. 469-473.

Schmidt (1983)

Schmidt, R.H.: Zur Entwicklung der Finanztheorie, in: Fischer-Winkelmann (1983), S. 464-500.

Schmidt (1981)

Schmidt, R.H.: Grundformen der Finanzierung: Eine Anwendung des neo-institutionalistischen Ansatzes der Finanzierungstheorie, in: Kredit und Kapital, 14. Jg. 1981, H.1, S. 186-221.

Schmidt/Terberger (1997)

Schmidt, R.H.; Terberger, E.: Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, Wiesbaden 1997.

Schneider/Zieringer (1991)

Schneider, D.; Zieringer, C., Make-or-Buy-Strategien für F&E: Transaktionskostenorientierte Überlegungen, Wiesbaden 1991.

Schreyögg (1988)

Schreyögg, G.: Die Theorie der Verfügungsrechte als allgemeine Organisationstheorie, in: Budäus et al. (1988b), S. 149-167.

Schüller (1983a)

Schüller, A.: Einführung, in: Schüller (1983c), S. VII-XXI.

Schüller (1983b)

Schüller, A.: Property Rights, Theorie der Firma und wettbewerbliches Marktsystem, in: Schüller (1983c), S. 145-183.

Schüller (1983c)

Schüller, A. (Hrsg.): Property Rights und ökonomische Theorie, München 1983.

Schulz (2000)

Schulz, E.: Die Finanzierung von Existenzgründungen: Eine informationsökonomische Analyse, Frankfurt am Main 2000.

Schumann (1990)

Schumann, J.: Geschichte der Wirtschaftstheorie: Ein Überblick, in: WISU, 1990, H. 10, S. 586-592.

Schumann (1987)

Schumann, J.: Die Unternehmung als ökonomische Institution, in: WISU, 1987, H. 4, S. 212-218.

Thiele (1994)

Thiele, M.: Neue Institutionenökonomik, in: WISU, 23. Jg 1994, H. 12, S. 993-997.

Tonger (2000)

Tonger, T.: Unternehmensgründer und Business Angel: Eine Analyse ihrer Agency-Beziehung, Köln 2000.

Varian (1995)

Varian, H.R.: Grundzüge der Mikroökonomik, München Wien 1995.

Weimerskirch (1999)

Weimerskirch, P.: Finanzierungsdesign bei Venture-Capital-Verträgen, Wiesbaden 1999.

Wenger/Terberger (1988)

Wenger, E.; Terberger, E.: Die Beziehung zwischen Agent und Prinzipal als Baustein einer ökonomischen Theorie der Organisation, in: WiSt, 17. Jg. 1988, H. 10, S. 506-514.

Williamson (1990)

Williamson, O.E.: Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus: Unternehmen, Märkte, Kooperationen, Tübingen 1990.

Williamson (1979)

Williamson, O.E.: Transaction-Cost Economics: The Governance of Con-

tractual Relations, in: The Journal of Law and Economics, Vol. XXII (1), April 1979, S. 233-261.

Winter (2001)

Winter, S.: Empirische Untersuchungen zur Managemententlohnung, in: Jost (2001a), S. 491-539.

Wischermann (1993)

Wischermann, C.: Der Property-Rights-Ansatz und die „neue“ Wirtschaftsgeschichte, in: Geschichte und Gesellschaft, 19. Jg. 1993, S. 239-258.

Teil B:

Finanzierungs- und risikothoretische Probleme bei Unternehmensgründungen
– Systematisierung und ökonomische Analyse der Finanzierungsbeziehungen

von

Dietmar Grichnik* und Dirk Kraschon**

* Dr. Dietmar Grichnik ist Lehrbeauftragter für Gründungsfinanzierung am Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der FernUniversität Hagen und wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Finanzdienstleistungen der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf. Dietmar.Grichnik@Fernuni-hagen.de

** Dipl.-Kfm. Dirk Kraschon ist Absolvent des wirtschaftswissenschaftlichen Studiengangs an der FernUniversität Hagen. Er ist im Rentabilitätscontrolling der Deutschen Genossenschafts-Hypothekenbank AG tätig.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	IV
Abkürzungsverzeichnis.....	V
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung und Aufbau der Arbeit.....	1
1.2 Auswahl des finanzierungstheoretischen Analyseansatzes	1
2 Finanzierungssituation einer Unternehmensgründung.....	3
2.1 Die Unternehmensgründung.....	3
2.1.1 Grundlegende Begriffe.....	3
2.1.2 Typologie von Gründungsvorhaben.....	4
2.2 Einordnung in das Lebenszykluskonzept	5
3 Finanzierungsbeziehungen	7
3.1 Tausch- und Kooperationsbeziehungen bzw. Partenteilung	7
3.2 Grundformen der Finanzierung und deren Eignung für eine Gründungsfinanzierung	9
3.2.1 Interne versus externe Finanzierung	9
3.2.2 Eigenkapitalfinanzierung.....	9
3.2.3 Fremdkapitalfinanzierung.....	12
3.3 Grundlegendes theoretisches Analysemodell der Finanzierungsbeziehungen.....	15
4 Risikobetrachtung in Finanzierungsbeziehungen.....	19
4.1 Das Finanzierungsrisiko und seine Ursachen	19
4.2 Risikoarten im Fokus der Gründungssituation.....	21
4.2.1 Informationsrisiken.....	21
4.2.2 Verhaltensrisiken	26
4.2.3 Marktrisiken.....	28
5 Risiko im Zeitverlauf der Finanzierungsbeziehung.....	30
5.1 Unsicherheit vor Vertragsabschluß (ex ante)	30
5.1.1 Allgemeine Qualitätsunsicherheit.....	30
5.1.2 Adverse Selektion	31
5.2 Verhaltensunsicherheit nach Vertragsabschluß (ex interim)	33
5.2.1 Hold Up (Fairness).....	33
5.2.2 Moral Hazard (Bemühen).....	34
5.3 Unsicherheit nach Vertragsdurchführung (ex post)	37

6 Möglichkeiten des Abbaus der asymmetrischen Risiken und deren Eignung bei Unternehmensgründungen.....	39
6.1 Grundsätzliche Zielsetzung von Kooperationsdesigns	39
6.2 Maßnahmen bei Qualitätsunsicherheit (Adverse Selektion)	40
6.2.1 Maßnahmen auf Initiative des Agenten.....	40
6.2.1.1 Signalling	40
6.2.1.2 Offenlegung des Risikos mittels Rechtsformwahl	42
6.2.2 Maßnahmen auf Initiative des Prinzipals.....	43
6.2.2.3 Screening mit Self Selection.....	43
6.2.2.4 Screening mit Due Diligence	45
6.3 Maßnahmen bei Verhaltensunsicherheit.....	46
6.3.1 Monitoring (Kontrolle) und Bonding (Selbstbindung).....	46
6.3.2 Wahl der optimalen Beteiligungsquote und der Entlohnungsregelung	48
6.3.3 Autorität und Hierarchie.....	49
7 Resümee.....	50
Literaturverzeichnis.....	52
Verzeichnis verwendeter Gesetzestexte.....	55

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Ausprägungen des Kriteriums "Wachstumspotential"	4
Abbildung 2: Lebenszykluskonzept für Unternehmen	6
Abbildung 3: Finanzierungsrisiken	20
Abbildung 4: Inhalte der Geschäftsplanung für externe Adressaten	23

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BGBI.	Bundesgesetzblatt
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
c.p.	ceteris paribus
d.h.	das heißt
DtA	Deutsche Ausgleichsbank
FuE	Forschung und Entwicklung
f.	folgende (Seite)
ff.	folgende (Seiten)
ggf.	gegebenenfalls
ggü.	gegenüber
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbH & Co KG	Kommanditgesellschaft mit einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung als Komplementär
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
Jg.	Jahrgang
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kommanditgesellschaft
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
Nr.	Nummer
o.a.	oder andere
o.ä.	oder ähnliche
OHG	Offene Handelsgesellschaft
RGBI	Reichsgesetzblatt
s.	siehe
S.	Seite
sog.	sogenannt
u.a.	unter anderem
u.ä.	und ähnliche(s)
u.U.	unter Umständen
VCG	Venture Capital-Gesellschaft(en)
vgl.	vergleiche
vs.	versus
z.B.	zum Beispiel

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Aufbau der Arbeit

Diese Arbeit versucht, die mit Unternehmensgründungen verbundenen Probleme von Finanzierungsbeziehungen zu systematisieren und aus finanzierungs- und risikotheorietischer Sicht zu analysieren.

Im Anschluß an die Darstellung des Aufbaus wird im zweiten Teil von Kapitel 1 kurz der verwendete finanzierungstheoretische Analyseansatz dargestellt und dessen Verwendung begründet. Kapitel 2 führt dann in die besondere Finanzierungssituation einer Unternehmensgründung ein und ordnet diese dem Lebensphasenschema eines Unternehmens zu. In Kapitel 3 werden die Grundformen der Finanzierung sowie das der späteren theoretischen Betrachtung der Finanzierungsbeziehungen zugrundeliegende Analysemodell (Prinzipal-Agenten-Modell) vorgestellt und ausgearbeitet. Auf dieser Basis werden in Kapitel 4 Finanzierungsbeziehungen bei Unternehmensgründungen unter Risikogesichtspunkten näher betrachtet und systematisiert. Kapitel 5 betrachtet die ermittelten Risikoarten bei Gründungsfinanzierungen im Zeitverlauf und analysiert deren Auswirkungen auf die Beteiligten. Das Kapitel 6 greift die Auswirkungen der Risiken auf und untersucht verschiedene Möglichkeiten des Abbaus und deren Eignung im Fall von Unternehmensgründungen. Abschließend erfolgt in Kapitel 7 ein kurzes Resümee der Arbeit.

1.2 Auswahl des finanzierungstheoretischen Analyseansatzes

Im Allgemeinen weisen Geschäftsvorgänge – und insbesondere Finanzierungsbeziehungen – neben Interessenübereinstimmungen auch Interessengegensätze und Informationsprobleme auf, die Konflikte zwischen den Geschäftspartnern hervorrufen können. Die Systematisierung und ökonomische Analyse der Finanzierungsbeziehungen bei Unternehmensgründungen¹⁹⁶ setzt die Wahl einer bestimmten finanzierungstheoretischen Sichtweise voraus. In der Literatur¹⁹⁷ werden dafür der neoklassische und der neoinstitutionalistische Ansatz herangezogen. Die neoklassische Theorie geht aufgrund ihrer gesetzten Annahmen über die Beschaffenheit¹⁹⁸ von einem als vollkom-

¹⁹⁶ Die Begriffe "Unternehmung" und "Unternehmen" werden im folgenden synonym verwendet.

¹⁹⁷ Vgl. BURCHERT/HERING/HOFFJAN (1998), S. 241-242; OBST/HINTNER (2000), S. 163-165.

¹⁹⁸ Annahmen: keine persönlichen Präferenzen zwischen den Marktteilnehmern, keine Transaktionskosten, unendlich schnelle Reaktionszeiten, kostenlose, vollständige und gleich-verteilte Information über den Preis eines Zahlungsstromes, Handelbarkeit eines beliebigen Zahlungsstromes; vgl. SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 57 und S. 91.

men und vollständig bezeichneten Kapitalmarkt aus, bei dem jeder Marktteilnehmer über vollständige, kostenlose und gleichverteilte Informationen verfügt. Aufgrund der Objektivität der Marktbewertung und der Linearität des Bewertungsfunktional von Finanzierungstiteln beschränkt sich die Beziehung der Marktteilnehmer darauf, daß ein Kapitalnehmer den Kapitalbedarf für ein Investitionsprojekt durch den Verkauf von Finanztiteln zum Marktwert deckt, wobei die Anzahl und Art der Finanzierungsformen sowie der Kapitalgeber aus neoklassischer Sicht irrelevant sind¹⁹⁹. Die real auftretenden Probleme, wie sie insbesondere als asymmetrische Informationsverteilung bei der Eini-gung und Kooperation potentieller Partner einer Finanzierungsbeziehung auf-treten, stellen jedoch die Eignung des neoklassischen Ansatzes für eine Ana-lyse in Frage. Die bei Unternehmensgründungen beobachtbaren Unvollkommenheiten und Unvollständigkeiten legen daher die Wahl eines neoinstitutionalistischen Ansatzes²⁰⁰ nahe. Dieser analysiert spezifische Situa-tionen unter denen rational, opportunistisch handelnde Wirtschaftssubjekte (Kapitalgeber und -nehmer) ihre Finanztransaktionen vollziehen aus der Insti-tutionenperspektive²⁰¹, indem das Informationsproblem und der Aspekt der Kooperation als zentrale Elemente betrachtet werden. Darüber hinaus werden durch die Gegenüberstellung verschiedener möglicher institutioneller Alterna-tiven Entscheidungsprobleme impliziert, bei denen im Gegensatz zu der neo-klassischen Theorie auch die durch Finanztransaktionen induzierten Kosten bei der Situationsbetrachtung berücksichtigt werden. Daher eignet sich der neoinstitutionalistischen Ansatzes für die Analyse der komplexen finanzia-rungs- und risikothoretischen Wirkungszusammenhänge der unterschiedli-chen Finanzierungsbeziehungen und -formen in Bezug auf das Informations- und Anreizproblem der Transaktionspartner, welches in ausgeprägter Form bei Unternehmensgründungen auftreten kann. Daher wird dieser Ansatz als Basis für diese Arbeit zugrunde gelegt.

¹⁹⁹ Vgl. These der Irrelevanz der Finanzierung nach MODIGLIANI/MILLER (1958).

²⁰⁰ Die wichtigsten Annahmen der neoinstitutionalistischen Theorie sind: Informationsasym-metrie, individuelle Nutzenmaximierung, Opportunismus, Rationalität, Unsi-cherheit der Umwelt, Unternehmen als Kontrakt nexus; vgl. RICHTER /FURUBOTN (1999), S. 2-44 und Abschnitt 3.3 dieser Arbeit.

²⁰¹ Hiermit sind institutionelle Gestaltungen und Maßnahmen gemeint, die gegen nachteilige Auswirkungen der Informationsasymmetrien vorgehen sollen. Unter Insti-tutionen sollen hierbei nicht nur Banken und Kapitalmärkte verstanden werden, sondern auch rechtliche Merkmale von Finanzierungsbeziehungen, wie Rech-nungslegungsvorschriften, Vertrags-recht, Handelsrecht aber auch Handelsbräuche (vgl. ZIMMER (1998), S. 12-14).

2 Finanzierungssituation einer Unternehmensgründung

2.1 Die Unternehmensgründung

2.1.1 Grundlegende Begriffe

Für eine Unternehmensgründung ist charakteristisch, daß diese sowohl selbständig, d.h. für den Aufbau einer selbständigen unternehmerischen Existenz des Unternehmers, und originär, d.h. durch einen völligen Neuaufbau ohne Rückgriff auf bestehende Unternehmensteile erfolgt. Dabei ist dieser Prozeß durch eine "extreme Breite des Entscheidungsfeldes und einseitiges Wissens- und Erfahrungspotential des Entscheidungsträgers"²⁰² gekennzeichnet. Der Zeitraum der Gründungsphase des Unternehmens beinhaltet die Gesamtheit aller Planungs- und Vorbereitungsschritte, die zur Geschäftsaufnahme führen und der Entwicklungs- und Reifephase vorausgehen. Das Resultat oder Ziel eines solchen Unternehmensgründungsprozesses wird im folgenden als junges Unternehmen verstanden, wobei die juristische Existenz dieser neugeschaffenen selbständigen Wirtschaftseinheit nicht als zwingend angesehen wird.

Dabei werden die "Personen, die eine neue Kombination produktiver Faktoren durch die Schaffung eines gegenüber der Umwelt qualitativ abgegrenzten Systems durchsetzen, welches als wirtschaftlich selbständige Wirtschaftseinheit der Fremdbedarfsdeckung dient und dabei die Art des wirtschaftlichen Risikos zu tragen hat"²⁰³ als Unternehmensgründer bzw. Gründer bezeichnet. Darüber hinaus wird angenommen, daß der Gründer sowohl derjenige ist, der als Finanzier das Eigenkapital für die Unternehmensgründung zur Verfügung stellt und die Gründung des Unternehmens durchsetzt, als auch nach der Entstehung des jungen Unternehmens als ihr ökonomischer Akteur die Geschäftsführung übernimmt, d.h. als Eigentümer-Manager tätig ist.

Zentrale Bedeutung bei der Schaffung des Unternehmens hat die Finanzplanung, die neben der Kapitalbedarfsplanung auch die Klärung der Frage beinhaltet, aus welchen Quellen der Kapitalbedarf gedeckt werden soll. Insofern sollen im folgenden unter Gründungs- und Wachstumsfinanzierung Maßnahmen verstanden werden, die den Unternehmensaufbau und frühen Expansionsprozeß junger Unternehmen in finanzieller Hinsicht begleiten.²⁰⁴

²⁰² Vgl. SZYPERSKI/NATHUSIUS (1977), S. 29.

²⁰³ SZYPERSKI/NATHUSIUS (1977), S. 25; bei dem Gründer kann es sich um eine Einzelperson oder ein aus mehreren Personen bestehendes Gründerteam handeln.

²⁰⁴ Vgl. GRICHNIK (2001), S. 2.

2.1.2 Typologie von Gründungsvorhaben

Um die Eignung von finanziellen Maßnahmen im Rahmen der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung beurteilen zu können, erscheint es sinnvoll die unterschiedlichen Ausprägungen von Unternehmensgründungen zu systematisieren. In der Literatur werden dafür insbesondere die Kriterien "Wachstumspotential" und "Technologieorientierung" herangezogen²⁰⁵.

Das Kriterium Wachstumspotential bezieht sich auf das prognostizierte Umsatz- und Ertragswachstum in dem jeweiligen unternehmensrelevanten Zielmarkt, wobei zwischen einem hohen, moderaten und geringen Potential unterschieden wird.

	Merkmale
hohes Wachstumspotential	<ul style="list-style-type: none">• Unternehmen agiert auf Märkten mit hohen erwarteten Marktwachstumsraten• Unternehmen hat breit gefächerte Produktpalette• Unternehmen plant unbegrenzte Expansion
moderates Wachstumspotential	<ul style="list-style-type: none">• Unternehmen agiert auf Märkten mit geringen erwarteten Marktwachstumsraten (reife Märkte) oder in Marktnischen• Unternehmen hat engere Produktpalette• Unternehmen plant unbegrenzte Expansion (längerfristig)
geringes Wachstumspotential	<ul style="list-style-type: none">• Unternehmen agiert auf einem regional begrenzten Markt• Unternehmen hat sehr enge Produktpalette• Unternehmen plant keine oder nur regionale Expansion

Abbildung 1: Ausprägungen des Kriteriums "Wachstumspotential" (entnommen aus ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000) S. 50)

Da sich die Einschätzung des Wachstumspotentials anhand bestimmter prozentualer Wachstumsraten oder anderer, allgemeingültiger Kennzahlen des einzelnen Unternehmens in der Praxis als nicht unproblematisch erweist, wird in vielen Fällen ein marktbezogener Beurteilungsansatz gewählt, bei dem das erwartete Wachstum des Zielmarktes als erster Schätzwert anhand der unternehmensspezifischen Gegebenheiten ermittelt wird.

²⁰⁵ So auch ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 49; BRETTEL/JAUGEY/ROST (2000), S. 9.

Die Systematisierung von Unternehmensgründungen unter Verwendung des Kriteriums der "Technologieorientierung" ist wie das Kriterium "Wachstumspotential" nicht eindeutig festgelegt, da die Einschätzung des Gründungsvorhabens maßgeblich von dem externen Betrachter, z.B. dem Kapitalgeber abhängt. Aus pragmatischen Gründen hat sich zur Definition technologieorientierter Wirtschaftszweige die Forschungs- und Entwicklungsintensität, als Relation zwischen FuE-Aufwendungen und Umsatz, durchgesetzt. Danach werden Unternehmen mit einer FuE-Intensität größer als 3,5%²⁰⁶ als technologieorientiert bezeichnet.

Aus den beiden Kriterien können insgesamt sechs Typen²⁰⁷ von Unternehmensgründungen abgeleitet werden, die im Bereich der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung für die Beurteilung von Finanzierungsmöglichkeiten herangezogen werden können. Im folgenden werden nur technologieorientierte und innovative Gründungsvorhaben mit hohen bzw. moderaten Wachstumspotentialen betrachtet.

Unternehmensgründungen des betrachteten Typs weisen ein charakteristisches Profil bezüglich Höhe und Struktur des durch die Gründungs- und Wachstumsfinanzierung zu deckenden Kapitalbedarfs auf. Aus den hohen Wachstumszielen und der innovativen Ausrichtung der Gründungsvorhaben ergibt sich ein naturgemäß hoher Kapitalbedarf, der zur Finanzierung der dem Markteintritt vorausgehenden intensiven FuE-Aktivitäten, des eigentlichen Markteintrittes und der sich anschließenden Expansionsbestrebungen benötigt wird²⁰⁸. Dabei nimmt das Eigenkapital aufgrund des größeren Risikos für die Kapitalgeber, das sich u.a. aus den Prognoseproblemen für Preise, Konkurrenzverhalten und Sättigungsgrad auf den betrachteten Märkten ergibt, tendenziell einen höheren Stellenwert bei der Kapitalbedarfsdeckung ein.

2.2 Einordnung in das Lebenszykluskonzept

Damit die Möglichkeiten der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung bestimmten Ausprägungen bzw. Phasen der Unternehmensentwicklung zuge-

²⁰⁶ Die Forschungs- und Entwicklungsintensität (FuE-Intensität) beschreibt das Verhältnis von Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen zum Umsatz. Der Schwellenwert basiert auf der Einteilung der Liste für das verarbeitende Gewerbe des Niedersächsischen Instituts für Wirtschaftsforschung e. V. und des Fraunhofer-Instituts für Systemtechnik und Innovationsforschung. Unternehmen mit einer FuE-Intensität kleiner 3,5% werden als nicht technologieorientiert bezeichnet. Vgl. dazu und im folgenden ENGELMANN/ JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 48-57; BRETTEL/JAUGEY/ROST (2000), S. 19-20.

²⁰⁷ Es ergibt sich aus den drei Kategorien des "Wachstumspotentials" und den zwei Kategorien der "Technologieorientierung" eine 3 x 2 Matrix der möglichen Unternehmenstypen.

²⁰⁸ So auch BRETTEL/JAUGEY/ROST (2000), S. 47.

ordnet werden können, ist es erforderlich eine Systematisierung des Gründungsprozesses und der sich anschließenden Entwicklung zu finden.

Analog zu dem Lebenszykluskonzept für Produkte oder Märkte kann auch die Entwicklung eines Unternehmens in Lebensphasen unterteilt werden, indem das Unternehmen als Summe seiner Produkte interpretiert wird. Eine in der Literatur weit verbreitete idealtypische Darstellung unterscheidet eine Gründungsphase (Early-Stage), eine längere Expansionsphase (Medium-Stage) und eine daran anschließende Reifephase (Later-Stage)²⁰⁹.

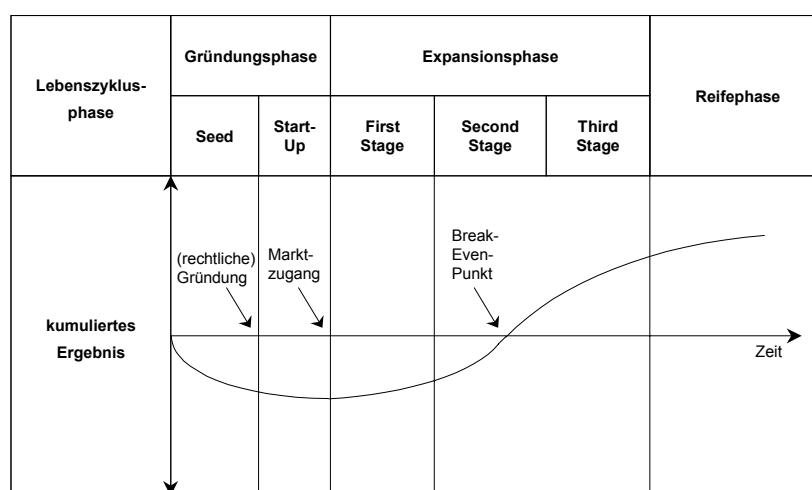


Abbildung 2: Lebenszykluskonzept für Unternehmen (modifiziert entnommen aus ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 26)

Die Gründungsphase umfaßt insbesondere die Entwicklung und Umsetzung des Unternehmenskonzeptes und der Produktidee, die Vorbereitung und rechtliche sowie organisatorische Durchführung der Gründung sowie die Platzierung des jungen Unternehmens am Zielmarkt.

Diese erste Lebensphase kann weiter in eine Seed-Phase und eine Start-Up-Phase unterteilt werden. Dabei beinhaltet die Seed-Phase alle Vorarbeiten zur Erstellung des Unternehmenskonzeptes und die Gründungsvorbereitungen bis zur eigentlichen rechtlichen Gründung. Entsprechend reicht die Start-Up-Phase von der Unternehmensgründung bis zu dem Zeitpunkt, an dem das Produkt erstmalig am Markt angeboten wird. In der Start-Up-Phase erfolgt ein

²⁰⁹ Vgl. dazu und in im folgenden ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 25-32; ZIMMER (1998), S. 41-48. Alternativ wird der originäre Gründungsprozeß in der Literatur in die fünf Entwicklungsphasen Existence, Survival, Success, Take off sowie Ressource maturity (gem. Churchill/Lewis 1983) eingeteilt, wobei die ersten beiden Phasen grundsätzlich mit den in dieser Arbeit betrachteten Phasen Seed, Start-Up und First-Stage vergleichbar sind (vgl. SCHULZ (2000), S. 7-12).

Großteil der FuE-Aktivitäten, der Aufbau einer Produktions- und Vertriebsstruktur sowie einer Aufbau- und Ablauforganisation²¹⁰.

Die auf die Markteinführung folgende Medium-Stage (Expansionsphase) ist dadurch gekennzeichnet, daß in dieser Bewährungs- oder Konsolidierungsphase in der Regel der Break-Even-Punkt erreicht und ein verstärktes Wachstum erkennbar ist. Diese zweite Phase kann wiederum unterteilt werden, wobei aufgrund der inhaltlichen Abgrenzungsschwierigkeiten verschiedene Darstellungen diskutiert werden. Die erste Teilphase, als First-Stage bezeichnet, umfaßt insbesondere die unmittelbaren Maßnahmen die nach Aufnahme der Produktion und der Markteinführung des Produktes vorgenommen werden. Der Übergang zu der Second- und Third-Stage, die Maßnahmen zur Erweiterung von Produktionskapazitäten, Vertriebswegen und der Erschließung neuer Märkte beinhalten, ist fließend.

Die letzte Phase im Unternehmenslebenszyklus ist die Reifephase, die aufgrund des Markteintritts von Konkurrenten und zunehmender Marktsättigung durch abnehmende Grenzumsätze und strategische Umstrukturierungen des Unternehmens gekennzeichnet ist.

Da der Schwerpunkt dieser Arbeit auf den finanzierungs- und risikothoretischen Problemen von Unternehmensgründungen liegt und nicht das Ziel einer umfassenden, allgemeinen Analyse von Unternehmensfinanzierungen verfolgt wird, sollen im folgenden nur noch Finanzierungsformen der Seed- und Start-Up-Phasen sowie der First-Stage näher betrachtet und als Gründungsfinanzierungen bezeichnet werden.

3 Finanzierungsbeziehungen

3.1 Tausch- und Kooperationsbeziehungen bzw. Partenteilung

Gemäß der neoinstitutionellen Theorie wird unter Finanzierung die Gestaltung der Beziehungen bzw. Zahlungen zwischen Unternehmen und Kapitalgebern zur Beschaffung des für die Durchführung der betriebsnotwendigen Investitionen erforderlichen Kapitals verstanden, wobei der Finanzierungsbegriff nicht nur den Kapitaltransfer, sondern auch Interaktionsbeziehungen zwischen den beiden beteiligten Gruppen umfaßt.²¹¹ Entsprechend können Gründungsfinanzierungen als institutionalisierte²¹² Tausch- und Kooperationsbeziehungen

²¹⁰ Eine konkrete Zuordnung der Aktivitäten zu den beiden Unterphase des Early-Stage hängt von dem einzelnen Gründungsvorhaben ab und ist daher in der Literatur nicht eindeutig festgelegt.

²¹¹ Vgl. STEINER (1993), S. 1025.

²¹² Durch Institutionen geregelt, d.h. durch geschaffene bzw. eingerichtete Regelungen, Merkmale und Instanzen, deren Funktion darin besteht, die möglichen negati-

zwischen dem Gründer und externen Kapitalgebern interpretiert werden, die sich nach dem Grundschema von Leistung und Gegenleistung vollziehen. Dabei bestimmt die Finanzierung im Sinne einer "Partenteilung" der Investitionserträge des Gründungsvorhabens, wie die unsicheren Zahlungen auf Gründer und externen Kapitalgeber aufzuteilen sind. Diese Aufteilungsregelungen der Investitionsrisiken und -chancen werden neben weiteren nicht monetär quantifizierbaren Leistungen grundsätzlich in einem Finanzierungsvertrag zwischen den beiden Parteien fixiert.

Bei diesen "Zwei-Partner-Beziehungen" werden sowohl Leistung als auch Gegenleistung als Bündel von Einzelmaßnahmen, von Übertragungen rechtlicher Positionen sowie von Aktivitäten mit externen Effekten unter definierten Rahmenbedingungen von den Transaktionspartnern erbracht, erwartet oder erhofft²¹³. Dabei ist zu beachten, daß bei jeder Transaktion zwei Partner mit u.a. gegeneinander gerichteten Interessen beteiligt sind, die sich grundsätzlich opportunistisch verhalten werden, d.h. bereit sind, ihre eigenen Interessen bzw. ihren Nutzen auch auf Kosten des anderen Partners zu verfolgen bzw. zu maximieren, was insbesondere dann zu Problemen führen kann, wenn der Partner die Gefahr nicht erkennt und/oder sich nicht schützen kann.

Zur Beschreibung der Finanzierungsbeziehungen sei vereinfachend angenommen, daß die Finanzierung in Form eines einfachen Tausches vollzogen wird, bei dem ein Partner A zum Zeitpunkt $t=0$ eine Leistung zugunsten von Partner B und B daraufhin zum Zeitpunkt $t=1$ eine Gegenleistung zugunsten von A erbringt. Aufgrund des zeitlichen Abstandes zwischen Leistung und Gegenleistung ergibt sich das Problem der geänderten Bewertung der Gegenleistung zum Zeitpunkt $t=0$, welches jedoch durch die Anwendung geeigneter finanzmathematischer Methoden (z.B. Diskontierung) theoretisch gelöst werden kann. Schwerwiegendere Konsequenzen resultieren aus der fehlenden Simultanität von Leistung und Gegenleistung dahingehend, daß zwischenzeitlich eintretende oder bekanntwerdende Ereignisse den Umfang, die Qualität oder den Termin der Erbringung der Gegenleistung beeinflussen können.

Die ex ante, also im Zeitpunkt $t=0$, für den Partner A bestehende Unsicherheit bezüglich der Gegenleistung des Partners B kann auf unterschiedliche Fakto-

von Folgen von asymmetrischer Informationsverteilung und Problemen beim Abschluß und der Durchsetzung von Verträgen zu mildern; z.B. Gesetze, Finanzintermediäre oder Handelsbräuche. Vgl. dazu und im folgenden SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 390-395.

²¹³ Vgl. SPREMANN (1990), S. 564.; SCHMIDT (1981), S.188 ff. Zu den nicht monetär quantifizierbaren Leistungen der Finanzierungsverträge gehören Gestaltungs-, Entwicklungs- und Informationsrechte (vgl. dazu WEIMERSKIRCH (1999), S. 21-22).

ren zurückgeführt werden, die aus einem möglichen Informationsvorsprung des Partners B gegenüber A resultieren. Das Risiko aus dieser sog. asymmetrischen Informationsverteilung wird im folgenden für den Fall der Unternehmensgründung näher analysiert.

3.2 Grundformen der Finanzierung und deren Eignung für eine Gründungsfinanzierung

3.2.1 Interne versus externe Finanzierung

Zur Deckung des Kapitalbedarfs eines Unternehmens können Mittel aus verschiedene Quellen herangezogen werden, wobei diese entsprechend der Herkunft in Innen- und Außenfinanzierung unterteilt werden können. Traditionell sind die innerhalb des Unternehmens erwirtschafteten finanziellen Mittel von großer Bedeutung, die vor allem aus einbehaltenen Gewinnen (Selbstfinanzierung) resultieren. Da bei Unternehmensgründungen weder Gewinne noch finanzierungswirksame Umsätze in nennenswertem Umfang vorhanden sind, fallen die Möglichkeiten der Innenfinanzierung per se aus²¹⁴. Die Finanzierungsmöglichkeiten von Gründungsvorhaben beschränken sich somit auf den Bereich der Außen- bzw. externen Finanzierung, der nach der klassischen Darstellung in Eigenkapital- (Beteiligungskapital oder beteiligungsähnliches Kapital) und Fremdkapitalfinanzierungen (Kreditfinanzierung) unterteilt werden kann. Dabei unterscheiden sich die einzelnen externen Finanzierungsformen hinsichtlich der Ausprägungen, in welcher Weise die Kapitalgeber "über das Unternehmen informiert sind, auf die Geschäftspolitik einwirken können und an dem finanziellen Schicksal des Unternehmens partizipieren"²¹⁵.

3.2.2 Eigenkapitalfinanzierung

Indem ein Eigenkapitalgeber seine finanziellen Mittel z.B. zur Finanzierung eines Investitionsvorhabens einem Unternehmen überläßt, erwirbt er eine Eigentümerposition, deren Höhe sich aus der Quote seiner Beteiligung an der gesamten Eigentümerposition ergibt. Diese Form der Kapitalüberlassung wird als Eigenkapitalfinanzierung bezeichnet. Als Entlohnung der grundsätzlich unbefristeten Kapitalüberlassung steht dem Eigentümer ein Anteil an dem Erfolg oder Mißerfolg, d.h. an den erwirtschafteten Gewinnen bzw. Verlusten zu. Je nach rechtlicher Ausprägung des Haftungsumfangs muß der Eigentümer für Verluste, die über sein eingeschossenes Kapital hinaus entstehen, gegebenenfalls auch mit seinem Privatvermögen eintreten (unbeschränkte

²¹⁴ Vgl. ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 18; so auch BRETTEL/ JAUGEY/ROST (2000), S. 63.

²¹⁵ Bitz (1988), S. 3. Für die folgende Untersuchung wird davon ausgegangen, daß der Finanzierungsbedarf der Unternehmensgründung nur über die Form der Außenfinanzierung gedeckt wird.

Haftung)²¹⁶. Darüber hinaus haben die Eigenkapitalgeber im Falle eines Konkurses vor Befriedigung sämtlicher Gläubiger des Unternehmens keine Ansprüche auf Rückerstattung des überlassenen Kapitals. Andererseits steht den Eigentümern die Berechtigung zur Geschäftsführung, die je nach Rechtsform und Größe des Unternehmens auch an ein (Fremd-)Management übertragen werden kann²¹⁷, und damit zur Selbstbestimmung der Geschäftspolitik des Unternehmens zu.

In der Literatur wird die Eigenkapitalfinanzierung auch danach unterteilt, ob das überlassene Kapital von neuen Kapitalgebern zur Verfügung gestellt wird oder es sich um eine Kapitalaufstockung durch die "Alteigentümer" handelt. In Bezug auf die zu finanzierende Unternehmensgründung kann hier der zu betrachtende Bereich der Eigenkapitalfinanzierung auf den ersten Fall, die sog. Beteiligungsfinanzierung im engeren Sinne, eingeschränkt werden, da der Gründer zusätzliches Kapital zur Befriedigung des nicht durch die von ihm bereitgestellten Mittel (Eigenfinanzierung) gedeckten Finanzierungsbedarfs benötigt²¹⁸.

Für einen Gründer ergeben sich im Rahmen der Beteiligungsfinanzierung über einen zunehmend globalisierten, liberalisierten und deregulierten Finanzmarkt verschiedene Möglichkeiten der risikoadäquaten Kapitalbeschaffung. Zentrales Element bei der Gewinnung von Eigenkapitalgebern durch den Gründer ist die Erwartungshaltung und Risikoneigung der zukünftigen (Mit-)Eigentümer. Die Übernahme der Beteiligung und damit eines Teils des unternehmerischen Risikos dient grundsätzlich dem Zweck der Erzielung einer angestrebten Rendite des eingesetzten Kapitals²¹⁹. Diese renditeorientierten Investoren werden ihr Kapital nur dann dem Gründer zur Finanzierung seines Investitionsvorhabens überlassen, wenn dieses als lohnend eingeschätzt wird und die Vorteilhaftigkeit durch Anwendung eines geeigneten Investitionsrechnungsverfahrens

²¹⁶ Zu den einzelnen Ausprägungen der persönlichen Haftung der Eigenkapitalgeber (Gesellschafter) und den verschiedenen möglichen Rechtsformen von Unternehmen vgl. ENGEL-MANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 34-39; SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 21; SÜCHTING (1995), S. 34-47; Bitz (1988), S. 4. Die einzelnen rechtlichen Voraussetzungen und Regelungen können dem HGB § 19 ff. und GmbHG (GmbH), HGB § 182 ff. und AktG (AG), HGB § 161 ff. (KG), HGB § 230 ff. (stille Gesellschaft) und HGB § 105 ff. (OHG) entnommen werden.

²¹⁷ Dies ist z.B. bei Publikumsgesellschaften in der Rechtsform der Aktiengesellschaft regelmäßig und bei größeren Unternehmen in der Rechtsform der GmbH häufig der Fall.

²¹⁸ Vgl. SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 22.

²¹⁹ Alternative Gründe für die Übernahme einer Beteiligung sind z.B. wirtschafts- / beschäftigungspolitische Gründe des Staates oder strategische Überlegungen von Industrieunternehmen, die an Know-how / Technologietransfer interessiert sind (vgl. dazu ENGEL-MANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 42-43).

rens dokumentiert werden kann²²⁰. Aufgrund des hohen Innovationsgrades der technologie- und wachstumsorientierten Gründungsvorhaben und den damit verbundenen Bewertungs- bzw. Analyseproblemen der externen Kapitalgeber spielen Business Angels – als besondere Form von privaten Investoren – und Venture Capital-Gesellschaften (VCG) – als besondere Form von Finanzintermediären – neben den klassischen Kapitalgebern (z.B. Staat, institutionelle Anleger, Kleinanleger) eine bedeutende Rolle.

Bei dem finanziellen Engagement von Business Angels (informelle Beteiligungsfinanzierung) steht neben der bedarfsgerechten Kapitalversorgung eine umfassende Managementunterstützung während des Gründungs- und Aufbauprozesses und der Entwicklung einer Geschäftsidee im Vordergrund. Da bei den meisten technologieorientierten Gründungsvorhaben eine juristische und betriebswirtschaftliche Ausbildung des Gründers fehlt, bieten die insbesondere auf einem persönlichen Vertrauensverhältnis beruhenden Finanzierungsbeziehungen mit Business Angels einen echten Mehrwert für die Gründer, indem ihnen neben spezifischem technischen und kaufmännischen Know-how, häufig einschlägige Branchen- und Management Erfahrungen und weitverzweigte Kontakt netze insbesondere in der Seed- und Start-Up-Phase zur Verfügung gestellt werden. Im Gegenzug verlangen die Berater zur Reduzierung ihres übernommenen Finanzierungsrisikos klar definierte und rechtlich abgesicherte²²¹ Informations-, Mitwirkungs- und Kontrollrechte, die die alleinige unternehmerische Entscheidungsfreiheit des Gründers in nicht unwesentlicher Weise einschränken können.

Ähnlich wie bei den Finanzierungsbeziehungen zwischen Gründer und Business Angel zeichnet sich die Beziehung zu den Venture Capital-Gesellschaften – neben der Deckung einer Finanzierungslücke – durch eine zusätzliche Managementunterstützung des Gründers insbesondere in den Bereichen strategische Unternehmensplanung zur Vermeidung von Fehlentscheidungen – und damit zur Risikobegrenzung – aus. Nach einer kriti-

²²⁰ Gemäß ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE kann auch die Unternehmensgründung als lohnendes Investitionsvorhaben interpretiert werden (vgl. ENGELMANN/ JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 40). Als geeignete Investitionsrechnungsverfahren gelten dabei das Interne-Zinsfuß-Verfahren, bei dem ein Vorhaben als vorteilhaft gilt, wenn die Rendite der eingesetzten Mittel die Finanzierungskosten (alternativ: Opportunitätskosten) übersteigt, der Barwertansatz, bei dem ein Vorhaben vorteilhaft ist, wenn die Summe der abgezinsten Einzahlungen die Summe der abgezinsten Auszahlungen übersteigt und sog. vollständige Finanzpläne, bei denen die Vorteilhaftigkeit eines Vorhabens am Endwert der abgezinsten Zahlungen abgelesen werden.

²²¹ Diese vertraglichen Rechte können u.U. mit den in Deutschland geltenden gesetzlichen Regelungen kollidieren; z.B. bei der Beteiligungsform der stillen Gesellschaft, bei der die Geschäftsführung und die sich daraus ergebenden Rechte ausschließlich dem Inhaber der Gesellschaft zustehen (vgl. HGB §§ 230-237).

schen Beurteilung der Gründungsreife des Gründers und seines Konzeptes anhand eines aussagefähigen Businessplans stellen Venture Capital-Gesellschaften insbesondere in der Start-Up-Phase und der First Stage des Gründungsprozesses Kapital zur Verfügung. Auch bei dieser formellen Beteiligungsfinanzierung muß der Gründer den Investoren zur Risikobegrenzung individuell definierte und rechtlich abgesicherte Informations-, Mitwirkungs- und Kontrollrechte einräumen. Aufgrund der überwiegenden Minderheitsbeteiligung von Venture Capital-Gesellschaften bleibt die unternehmerische Unabhängigkeit – unter Berücksichtigung der der VCG gewährten Rechte – weitgehend gewahrt²²².

Charakteristisch für Gründungsfinanzierungen des betrachteten Typs ist, daß bei der zeitlichen Entwicklung – von der Seed- über die Start-Up-Phase bis über die First-Stage hinaus – die absolute Höhe des Eigenkapitalbedarfs für geplante Investitionen aufgrund der zunehmenden Expansionsaktivitäten steigt. Der durch den Verschuldungsgrad ausgedrückte relative Eigenkapitalbedarf hingegen nimmt aufgrund der abnehmenden Unsicherheit bezüglich der Einschätzung des Entwicklungs-, Produktions- und Marktrisikos²²³ mit Fortschritt des Gründungsprozesses ab. Dieser Tendenz haben sich Business Angels und Venture Capital-Gesellschaften in der Art angepaßt, daß Sie nach erfolgreicher Platzierung des gegründeten Unternehmens am Markt ihre befristete Beteiligung im Wege eines Buy-Back (Rückkauf der Anteile durch Gründer), Secondary Purchase (Verkauf an einen Drittinvestor) oder über einen Going-Public-Process (Börsengang) aufgeben (sog. Exit)²²⁴.

3.2.3 Fremdkapitalfinanzierung

Bei der Fremdkapitalfinanzierung erwirbt der Kapitalgeber durch die befristete Überlassung von finanziellen Mitteln einen Anspruch auf die Rückzahlung des Nominalwertes des zur Verfügung gestellten Kapitals und nimmt damit – im Gegensatz zu der Situation der Eigenkapitalfinanzierung – eine Gläubigerposition gegenüber dem Unternehmen ein. Als Gegenleistung erhält der Gläubiger einen grundsätzlich von der Ertragslage des Unternehmens unabhängigen,

²²² Zur Bedeutung der genannten Kapitalgeber bei der Finanzierung von Unternehmensgründungen vgl. ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 88, S. 109-111, S. 129-133 und S. 233-234. Für eine weitere Darstellung von Business Angels vgl. BRETTEL/JAUGEY/ROST (2000), S. 105-114; ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 91-93 und TONGER (2000). Für eine weitere Darstellung von Venture Capital-Gesellschaften vgl. ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 108-112 und SCHEFCZYK (2000).

²²³ Vgl. hierzu ausführlich die Ausführungen in Abschnitt 4.1.

²²⁴ Bei einer unterstellten konstanten Risikoaversion der Fremdkapitalgeber wird ein abnehmendes Risiko zu einer zunehmenden Fremdkapitalzuweisungen führen (vgl. ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 40 und S. 98).

vertraglich fixierten Anspruch auf Zins- und Tilgungsleistungen. Sofern das Unternehmen seinen Verpflichtungen nicht fristgerecht nachkommen kann, d.h. der Insolvenzfall eintritt, bleibt der erfolgsunabhängige Zahlungsanspruch zwar de jure weiter bestehen, de facto fällt sämtlichen Gläubigern das gesamte verbliebene Vermögen zum Zweck der Verwertung zu, so daß der Fremdkapitalgeber – je nach Verwertungserfolg – ggf. am Mißerfolg der Unternehmung beteiligt ist.

Da die Insolvenz eines Unternehmens für die Gläubiger nur den Ausnahmefall darstellt, stehen den Fremdkapitalgebern weder die Mitwirkungs- oder Kontrollrechte noch die Geschäftsführungsbefugnisse eines Eigentümers zu, so daß diese an den Entscheidungen über die Verwendung des überlassenen Kapitals nicht beteiligt sind²²⁵.

Den Gläubigern stehen somit nur die ggf. im Rahmen eines Kreditvertrages vertraglich vereinbarten Rechte auf Information – z.B. regelmäßige Einreichung der Jahresabschlußunterlagen – und eingeschränkte Formen der Mitbestimmung – z.B. Verwendungsbeschränkung für das überlassene Kapital – zu. Unterstellt man eine konstante aversive Risikoeinstellung der renditeorientierten Fremdkapitalgeber, so werden diese – unter den genannten Einflußmöglichkeiten – bei einem innovativen, technologieorientierten Gründungsvorhaben mit steigender Prognoseunsicherheit bezüglich des Entwicklungs-, Produktions- und Marktrisikos die Fremdkapitalzuweisung beschränken oder den für sie ungünstigsten Fall (Totalausfall des Gründers) durch die Forderung nach risikoadäquater Sicherstellung (z.B. durch Pfandrechte) antizipieren.

Bei einem Gründungsvorhaben ergeben sich daraus im Bereich der Fremdkapitalfinanzierung zwei grundsätzliche Arten von Problemen, die diese Finanzierungsform für Unternehmensgründungen nahezu ausschließen.

Da Kreditinstitute ihre Kreditentscheidungen in Hohen Maße von der Insolvenzgefahr der Unternehmung abhängig machen, ist es im Allgemeinen für Gründer schwer an einen Kredit zu gelangen²²⁶. Dies beruht einerseits darauf,

²²⁵ Vgl. SCHMIDT (1981), S. 204-207; BITZ (1988), S. 4. Zu den einzelnen Ausprägungen der Fremdfinanzierung (Kreditfinanzierung) und den verschiedenen möglichen Gestaltungsformen von Kreditverträgen vgl. SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 21-23; SÜCHTING (1995), S. 150-245.

²²⁶ Diese Zurückhaltung der privatwirtschaftlichen Kreditinstitute bei der Kreditvergabe an innovative junge Unternehmen resultiert dabei aus rationalen betriebswirtschaftlichen Überlegungen und auch aus aufsichtsrechtlicher Beschränkungen der Banken. Für die Kreditinstitute steht dabei das benötigte Kreditvolumen in der Form des Fremdkapitals in keinem ökonomisch sinnvollen Zusammenhang zu den Risikokosten. Diese Einschätzung wird durch die Tatsache bekräftigt, daß ein Fremdkapitalgeber vollkommen am Risiko, aber nur beschränkt an den Chancen eines Unternehmens partizipiert (vgl. Grichnik (2001), S. 5).

daß innovative Gründungsvorhaben grundsätzlich mit einem höheren Insolvenzrisiko behaftet sind und andererseits das Insolvenzrisiko um so größer ist, je höher der Verschuldungsgrad, je geringer also das Eigenkapital und damit die Wahrscheinlichkeit, daß Verluste von den Eigentümern allein getragen werden können. Der durch den Gründer selbst erbrachte Eigenkapitalanteil kann in der Regel nur in geringem Maße zum Abbau des Kapitalbedarfs beitragen²²⁷. Für den Gründer, der über das Kapital hinaus außer seinem Humankapital und den immateriellen Wachstumsaussichten seiner Geschäftsidee keine nennenswerten Güter vorweisen kann, besteht daher bei der Finanzierung über Kreditinstitute ein Problem, da diese bei der Kreditvergabe zur Risikobegrenzung nicht ausschließlich einen risikoangepaßten Zinssatz, sondern insbesondere ein Mindestniveau an Sicherheiten fordern²²⁸.

Sofern es dem Gründer dennoch gelungen ist die Finanzierungslücke durch eine Fremdfinanzierung zu decken, entfallen durch die regelmäßig zu leistenden Zins- und Tilgungsleistungen, die für die Entwicklung und Vermarktung der Geschäftsidee bzw. des Produktes dringend benötigten Anteile des – ohnehin geringen – Cash Flows. Ebenso wird bei einer in der Seed- oder Start-Up-Pase kreditfinanzierten Unternehmensgründung die Aufnahme von Eigenkapital in den folgenden expansiven Phasen (First Stage etc.) durch die Nachrangigkeit der neuen Eigenkapitalpositionen gegenüber den bestehenden Fremdkapitalgeberpositionen erschwert und verteuert.

Von Seiten der Kapitalgeber ist eine risikoadäquate Rendite des investierten Kapitals nur dann zu erzielen, wenn sie an der Steigerung des Unternehmenswertes partizipieren. Eine Teilnahme an der Wertsteigerung ist bei einer Fremdkapitalfinanzierung – trotz eigenkapitalähnlicher Risikoausprägungen – grundsätzlich nicht möglich, womit der Kredit – als Form des Fremdkapitals – mithin per se nur begrenzt für die Gründungsfinanzierung innovativer Unternehmens geeignet ist²²⁹. Eine Ausnahme stellen die Finan-

²²⁷ Vgl. SPREMANN (1996), S. 295; bzgl. des durch den Gründer aufgebrauchten – geringen – Eigenkapitalanteils vgl. GRICHNIK (2001), S. 2; BRETTEL/JAUGEY/ROST (2000), S. 61-63; ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 18-19 und S. 62; SCHULZ (2000), S. 13; SZYPERSKI/NATHUSIUS (1977), S. 56.

²²⁸ Vgl. dazu und im folgenden TONGER (2000), S. 13-14. Neben den renditeorientierten Kreditinstituten ermöglichen auch staatliche Stellen eine Fremdfinanzierung. Diese Stellen (z.B. Kreditanstalt für Wiederaufbau, Deutsche Ausgleichsbank) erfüllen die zentrale Aufgabe der Wirtschaftsförderung und verzichten dabei teilweise auf die Stellung von Sicherheiten (vgl. ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 59-85).

²²⁹ Bei den privatwirtschaftlichen Kreditinstituten kann beobachtet werden, daß Bankkredite i.d.R. nur in den Fällen gewährt werden, wenn die Ausfallwahrscheinlichkeit bei höchstens 1-1,5 % liegt, was bei den betrachteten innovativen Unternehmensgründungen fast nie-mals zutrifft (vgl. POSNER (1996), S. 12). So auch GRICHNIK (2001), S. 5 und BRETTEL/ JAUGEY/ROST (2000), S. 64-66.

zierungsformen dar, in denen der Staat die Gläubigerposition und damit bewußt – aus überwiegend wirtschaftspolitischen Gründen – die Risiken übernimmt. Aufgrund ihrer Langfristigkeit, dem teilweisen Verzicht auf Sicherheiten und der partiellen Nachrangigkeit im Falle einer Insolvenz, haben die staatlichen Finanzierungsmittel einen eigenkapitalähnlichen Charakter und werden – in dieser Arbeit – als Beteiligungsfinanzierung im weiteren Sinne interpretiert und analysiert²³⁰. Finanzierungsbeziehungen zwischen dem Gründer und privatwirtschaftlichen Fremdkapitalgebern werden daher aufgrund der eingeschränkten Eignung im Fortgang der Arbeit nicht weiter betrachtet.

3.3 Grundlegendes theoretisches Analysemodell der Finanzierungsbeziehungen

Bei der in dieser Arbeit durchzuführenden Systematisierung und ökonomischen Analyse der Finanzierungsbeziehungen bei Unternehmensgründungen wird der Prinzipal-Agenten-Ansatz gewählt, da insbesondere die Risiken aus der Kooperationsbeziehung zwischen Kapitalgeber (Prinzipal) und Gründer (Agent)²³¹ und nicht die Transaktion selbst eine Finanzierungsbeziehung bei Gründungsvorhaben charakterisieren. Dabei berücksichtigt der Prinzipal-Agenten-Ansatz implizit die Kernpunkte Transaktionskosten²³² und Gestaltung von Institutionen²³³ der beiden weiteren

²³⁰ Vgl. ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 43 und S. 63.

²³¹ Bei einer Unternehmensgründung können auch mehrere Wirtschaftssubjekte in der Rolle eines Prinzipal auftreten (z.B. Co-Venturing mit Privatinvestoren, Beteiligungsgesellschaften, Staat oder Hausbank) oder andere Beteiligte als der Gründer im Rahmen der Abwicklung von Finanzierungen als Agenten handeln (beispielsweise die Hausbank ggü. einem staatlichen Kapitalgeber (KfW, DtA). Für die folgende Darstellung wird dem Kapitalgeber die Rolle des Prinzipals und dem geschäftsführenden Gründer die Rolle des Agenten zugewiesen und nur eine unabhängige Betrachtung einzelner Wirtschaftssubjekte und Beziehungen vorgenommen.

²³² Die potentiellen Kapitalgeber und Kapitalnehmer (Gründer) entscheiden über das Eingehen einer Kooperation im Rahmen einer Unternehmensgründung nicht ausschließlich aus Reditemotiven bzw. auf Basis von preis- / grenzkostentheoretischen Erkenntnissen. In dieser Entscheidungssituation spielen insbesondere auch nicht quantifizierbare Elemente einer Finanzierungsbeziehung eine Rolle. Daher scheint der reine Transaktionskostenansatz für die Analyse und Systematisierung bei Unternehmensgründungen weniger geeignet und wird daher nicht weiter verfolgt. Bei dem verwendeten Prinzipal-Agent-Ansatz werden aber sog. Agency-Kosten, die durch den Schutz vor unvorteilhaften Tauschbeziehungen entstehen, berücksichtigt (zu dem Transaktionskostenansatz vgl. z.B. SCHEFCZKY (2000), S. 50-52; ZIMMER (1998), S.16-26; RICHTER/FURUBOTN (1996), S. 47-77).

²³³ Für den Gründer ergeben sich bei der Finanzierungsentscheidung die drei Parameter der Wahl der Kapitalgeber, der Form der Kapitalüberlassung und die Ausgestaltung der Kapitalüberlassungsverträge (vgl. dazu ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 20). Da – nach erfolgter Wahl des Kapitalgebers – aufgrund der schlechteren Verhandlungsposition des Gründers insbesondere die Ausgestaltung des Vertrages durch den Kapitalgeber beeinflusst wird und somit – mehr oder weniger – ein Datum für den Gründer darstellt, wird der Property-Rights-Ansatz für die Analyse und Systematisierung bei Unternehmensgründungen hier nicht weiter verfolgt.

theoretischen Modelle, Transaktionskosten-Ansatz und Property-Rights-Ansatz. Ziel der Prinzipal-Agenten-Theorie ist es einerseits das Verhalten von Agenten und Prinzipalen innerhalb eines gegebenen institutionellen Rahmens zu analysieren und andererseits die effiziente Gestaltung von Institutionen, die zwischen Prinzipal und Agenten wirken, anhand von damit verbundenen Kosten zu erklären. Das Modell beruht dabei auf verschiedenen Umwelt- und Verhaltensannahmen, die die Beziehung zwischen Prinzipal und Agent beeinflussen²³⁴.

Im folgenden werden Verträge zwischen Prinzipal und Agent als besondere und wichtigste Form von Institutionen betrachtet. Dabei soll unter einem Vertrag grundsätzlich eine Vereinbarung zwischen zwei Parteien verstanden werden, in der alle möglichen Eventualitäten die im Zeitablauf der Beziehung auftreten können, die von den Partnern für die Kooperation zu leistenden Beiträge und deren Anteil am Erfolg der Zusammenarbeit festgelegt sind und beinhaltet damit alle institutionellen Möglichkeiten, die geeignet sind die Entscheidungen des Agenten zu definieren, zu beeinflussen und zu koordinieren. Dieser sog. Kontingenzvertrag²³⁵ bildet damit grundsätzlich die Delegationsbeziehung²³⁶ zwischen Prinzipal und Agent innerhalb des Modells ab, wobei angenommen wird, daß sämtliche Verhandlungsmacht – also der Entwurf verschiedener Vertragsmodelle – beim Prinzipal liegt und der Agent von diesen Verträgen einen auswählen oder sich von der Vertragsbeziehung distanzieren kann. Dem Agenten ist es seinerseits nicht möglich einen eigenen Vertragsentwurf in die Verhandlungen einzubringen²³⁷.

Entscheidend für den Vertrag zwischen Prinzipal und Agent ist die Forderung, daß er auf verifizierbaren, d.h. nach Eintritt exogen überprüfbaren, Vertrags-elementen beruht. Eine modellimmanente gesetzlich gewährleistete Durchsetzbarkeit des Vertrages induziert damit (bei Interessenkonflikten) eine Verhaltenssicherheit innerhalb der Vertragsbeziehung.

Andererseits begründet die Komplexität der Umwelt und deren explizite Unabhängigkeit von Einflüssen durch die betrachtete Kooperationsbeziehung eine Unsicherheit der beiden Partner in Bezug auf die Einschätzung der zufälligen, exogenen Umweltsituationen und deren Wirkung auf die einzelnen Positionen

²³⁴ Vgl. dazu und im folgenden JOST (2001), S.13-28; DEMOUGIN/JOST (2001), S. 45; TONGER (2000), S. 31-33; SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 404-406; FRANKE (1993), S. 37-48.

²³⁵ Vgl. zum hier beschriebenen Kontingenzvertrag (contingent claim) SPREEMANN (1996), S. 696-697; SPREEMANN (1990), S. 573.

²³⁶ Der Prinzipal (Kapitalgeber) überläßt dem Agenten (Gründer) Kapital zum Zweck der Durchführung einer Investition (Gründungsvorhaben) und delegiert damit die Verfügungsmacht über das Kapital an den Agenten.

²³⁷ Vgl. MATSCHKE (2001), S. 435.

(z.B. Umsatzentwicklung oder Preisentwicklung am Faktormarkt wirken c.p. auf den Anteil am Erfolg der Zusammenarbeit zurück).

Der Ansatz geht davon aus, daß dem Prinzipal die zur Gestaltung und Durchsetzung der Verträge notwendigen Informationen über den Agenten und die durch ihn auszuführende Tätigkeit (Gründungsvorhaben) nicht kostenlos und im vollen Umfang zur Verfügung stehen. Die von den Parteien zu schließenden Verträge bleiben somit – entgegen dem oben dargestellten Kontingenzvertragsmodell – unvollständig.

Die bestehende asymmetrische Informationsverteilung führt dazu, daß der Prinzipal grundsätzlich schlechter über die Situation informiert ist als der Agent. Da die Gefahr besteht, daß der Agent sein besseres Wissen zum eigenen Vorteil und auf Kosten des Prinzipals ausnutzen könnte, muß der Prinzipal dieses Informationsdefizit bei der Vertragsgestaltung berücksichtigen.

Da Prinzipal und Agent annahmegemäß eine rationale Entscheidung anstreben und dabei wissen, daß sie weder alle relevanten Alternativen bzw. Konsequenzen ihres Handelns erfassen oder vorhersehen können, noch im Sinne des neoklassischen homo oeconomicus entscheiden werden, können die Beteiligten als begrenzt rational handelnde Vertragspartner bezeichnet werden²³⁸.

Der Ansatz geht desweiteren davon aus, daß der Prinzipal und der Agent nicht dieselben Interessen in der Beziehung besitzen, also ein Interessenkonflikt besteht. Diese Annahme beruht darauf, daß bei Interessenharmonie ein Vertragsbruch ausgeschlossen und damit der Vertrag an sich überflüssig wäre²³⁹.

Die Risikoneigung der beiden Vertragspartner kann ebenso wie deren Interessen unterschiedlich sein. Während dem Prinzipal im Allgemeinen eine risikoneutrale Einstellung unterstellt wird, geht das Modell bei dem Agenten von einer konstanten Risikoaversion aus. Das bedeutet, daß der Prinzipal – z.B. aufgrund von Diversifikationseffekten in seinem Portfolio – seine Entscheidungen nur an dem zu erwartenden Ertrag der Alternative ausrichtet, der Agent jedoch bei gleichen zu erwartenden Erträgen die Alternative mit dem geringeren Risiko wählen würde.

²³⁸ Vgl. dazu auch ZIMMER (1998), S.19 und die dort zitierten Autoren Williamson bzw. Simon, bei denen den Akteuren ein intendiertes rationales Verhalten unter begrenzt kognitiven Fähigkeiten unterstellt wird.

²³⁹ Das Informationsdefizit wird in der Literatur auf die drei Problembereiche der Hidden Action, der Hidden Characteristics und der Hidden Information zurückgeführt die in Kapitel 5 näher analysiert und beschrieben werden (vgl. DEMOUGIN/JOST (2001), S. 45).

Im Modell wird ferner unterstellt, daß insbesondere der Prinzipal an einer bestmöglichen Durchführung der Aufgabe durch den Agenten interessiert ist und dabei das Ziel der Maximierung seines Anteils am Kooperationsgewinn verfolgt. Der Agent hingegen berücksichtigt bei seiner Aufgabendurchführung insbesondere die Kosten, die für ihn mit seinem Arbeitseinsatz verbunden sind und verfolgt dabei das Ziel seine Entlohnung abzüglich seiner Arbeitskosten (physische Kosten bzw. Arbeitsleid) zu maximieren²⁴⁰. Der Prinzipal muß daher stets von der Möglichkeit ausgehen, daß die Arbeitsausführung zum Vorteil des Agenten und zu seinem Nachteil ausgerichtet wird. Dabei muß er zusätzlich beachten, daß der Erfolg der Aufgabendurchführung neben dem Handeln des Agenten auch durch exogene Einflüsse bestimmt wird. Aufgrund der sich daraus ergebenden fehlenden Eindeutigkeit der Ergebnisverantwortlichkeit kann der Prinzipal nicht aus dem Aufgabenerfolg auf den Arbeitseinsatz und damit auf die vertragskonforme Ausführung zurückschließen.

Das Handeln der beiden Akteure wird durch ihre jeweiligen spezifischen Ziele und Interessen bestimmt, wodurch ihr Verhalten auf eine möglichst umfassende Erreichung dieser Ziele ausgerichtet ist. Diese Annahme der individuellen Nutzenmaximierung impliziert daher das sog. strategische Verhalten der Akteure, bei dem eine Partei bei ihren Entscheidungen die Wechselwirkungen ihrer Interaktion mit der anderen Partei einbezieht und bestehende Handlungsfreiräume zu seinen Gunsten nutzt. Das Streben nach Maximierung des eigenen Nutzens kann zu den dargestellten Interessengegensätzen in der Kooperationsbeziehung führen. Dieser Konflikt wird als Anreizproblem oder fehlende Anreizkompatibilität von Vertragsbeziehungen aus opportunistischem Verhalten bezeichnet.

Aufgrund des bestehenden Trade-off zwischen optimaler Risikoallokation und optimaler Anreizgestaltung ggü. dem Agenten entsteht dem Prinzipal im Falle einer asymmetrischen Informationsverteilung ein Nutzenverlust. Ein rational handelnder Prinzipal wird daher versuchen das Risiko einer möglichen Fehlbewertung oder eines späteren Wertverlustes seiner Position zu antizipieren und dem Agenten die monetären Nachteile vollständig vor Vertragsabschluß und Aufgabendelegation in Rechnung zu stellen (z.B. erhöhte einmalige Finanzierungskosten oder veränderte Gewinnverteilungsregeln) bzw. auf diesen abzuwälzen (z.B. verstärkte Sicherheitenstellung). Dabei entspricht der Nut-

²⁴⁰ Unter dem Begriff Kosten sollen hier sowohl Kosten (Ausgaben) im eigentlichen Sinne als auch negative bzw. entgangene Einkünfte (Opportunitätskostenprinzip) verstanden werden. Desweiteren ist in Bezug auf den Agenten (Gründer) unter dem Begriff Entlohnung sowohl sein Arbeitseinkommen, sein Anteil am Kooperationserfolg als auch die durch ihn als Eigentümer-Manager für den privaten Konsum getätigten Betriebsausgaben zu subsumieren (vgl. ZIMMER (1998), S. 30).

zenverlust den sog. "Agency Costs", die sich aus dem durch Vertragsverhandlung, -abschluß und -durchsetzung hervorgerufenen Ressourcenverzehr sowie dem aufgrund der unzulänglichen Ausgestaltung der Kooperationsbeziehung entgangenen Kooperationsgewinn ergeben. Die Agency-Kosten entsprechen damit der Vermögensänderung zwischen der Situation mit vollständiger Information (sog. "First-Best-Optimum") und der Situation bei asymmetrischer Informationsverteilung²⁴¹.

Im Rahmen des Prinzipal-Agenten-Ansatzes wird versucht, den aufgrund der asymmetrischen Verteilung von Information, Betroffenheit und Mitwirkung bestehenden diskretionären Handlungsspielraum für opportunistisches Verhalten des Agenten durch sog. "governance structures" (Kontroll- und Anreizmechanismen) einzuschränken. Die Wirkung dieser Gestaltungsmöglichkeiten der Kooperationsbeziehung in Bezug auf Unternehmensgründungen wird in Kapitel 6 dieser Arbeit näher betrachtet.

4 Risikobetrachtung in Finanzierungsbeziehungen

4.1 Das Finanzierungsrisiko und seine Ursachen

Bei der Betrachtung von Finanzierungsbeziehungen besteht für die Geldgeber grundsätzlich die Gefahr, daß in Aussicht gestellte Zahlungen bzw. Leistungen, wie Zins-, Tilgungs- oder Dividendenleistungen, ausbleiben oder im Zusammenhang mit ihrem finanziellen Engagement für sie negative Entwicklungen eintreten²⁴². Diese Gefahr bezeichnet man als Finanzierungsrisiko und kann entsprechend der rechtlichen Position – in Gläubiger- und Gesellschafterrisiko – und entsprechend der Ursache unterschieden werden.

Das Gläubigerrisiko (Fremdfinanzierung) besteht grundsätzlich darin, daß die vereinbarten Zins- und Tilgungsleistungen nicht oder nicht in der vereinbarten Höhe erbracht werden und der Gläubiger im Fall einer Insolvenz des Unternehmens nicht die volle Tilgungsleistung – z.B. aus dem Verwertungserlös oder gestellten Sicherheiten – erhält. Dem entgegen kann das Gesellschafterrisiko (Beteiligungsfinanzierung) durch die Gefahr charakterisiert werden, daß einerseits die laufenden Gewinne hinter dem vom Kapitalgeber erwarteten, maßgeblichen Referenzwert (z.B. Mindestdividende) zurückbleiben und andererseits den Gesellschaftern im Fall einer Insolvenz des Unternehmens über den Verlust aller zukünftigen Ausschüttungen hinaus weitere Belastungen auferlegt werden.

²⁴¹ Vgl. dazu ZIMMER (1998), S. 27; SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 404-406.

²⁴² Vgl. dazu und im folgenden BITZ (1998), S. 2-28. Zu der Definition des allgemeinen Risikobegriffs siehe WITTMANN (1959), S. 34-37.

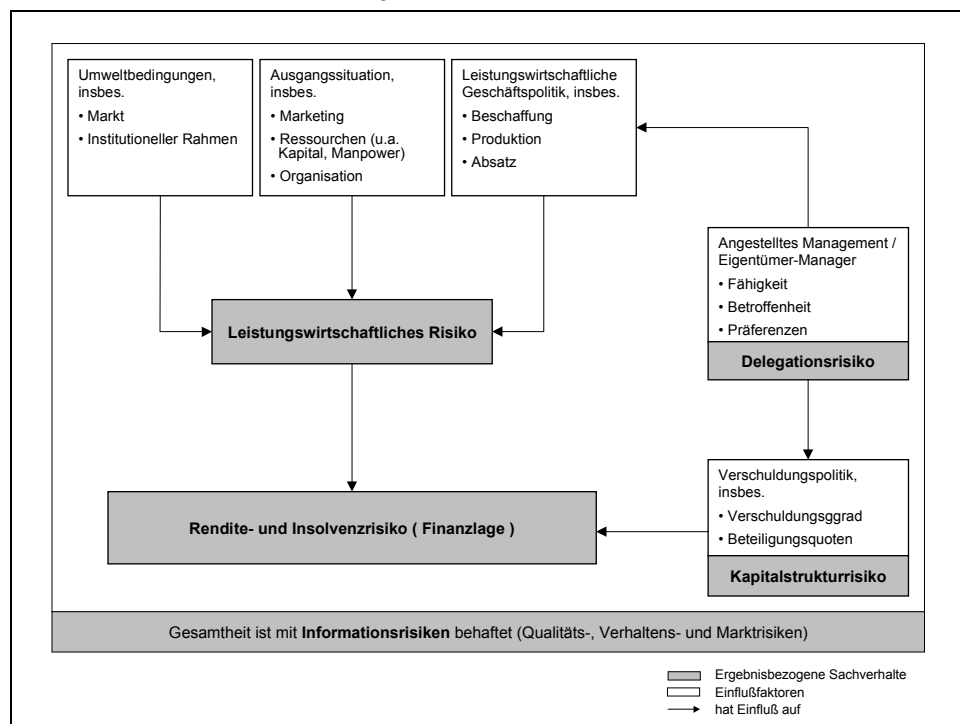


Abbildung 3: Finanzierungsrisiken (modifiziert entnommen aus BITZ (1998), S. 25)

Entsprechend der Risikoursache kann das Gesellschafterrisiko dahingehend differenziert werden, daß es maßgeblich vom leistungswirtschaftlichen Risiko beeinflusst wird. Dieses resultiert im wesentlichen aus dem Agieren des Unternehmens auf den Faktor- und Absatzmärkten und wird durch Umweltentwicklungen, die Geschäftspolitik im leistungswirtschaftlichen Bereich und die geltende Ausgangssituation des Unternehmens bestimmt. Desweiteren wird die Finanzlage des Unternehmens und damit die Position der Eigenkapitalgeber durch das sog. Kapitalstrukturrisiko beeinflusst. Dabei kann eine gegebene Ertragsentwicklung in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad (Kapitalstruktur) sowohl positiv oder auch negativ verstärkt werden (Leverage-Effekt). Die Kapitalstruktur (Verschuldungsgrad) beeinflusst jedoch auch die Wahrscheinlichkeit für den Fall, daß das Unternehmen insolvent, also überschuldet oder zahlungsunfähig wird und beeinflusst damit ebenfalls die Finanzlage des Unternehmens und damit die Positionen der Fremd- und Eigenkapitalgeber.

Das dargestellte leistungswirtschaftliche Risiko als auch das Kapitalstrukturrisiko wird insbesondere durch die verfolgte Geschäfts- und Verschuldungspolitik der Geschäftsführung des Unternehmens beeinflusst. Dabei besteht die Gefahr, daß die Geschäftsführung – aus eigenem Interesse oder aufgrund nicht ausreichender Managementfähigkeiten – Maßnahmen durchführt, die die Kapitalgeber nicht vorgenommen hätten oder Maßnahmen unterlassen werden, die im Interesse der Fremd- und Eigenkapitalgeber gelegen hätten. Diese Gefahr wird als Delegationsrisiko bezeichnet.

Bei den in diesem Beitrag betrachteten Unternehmensgründungen, in denen der Gründer (Agent) sowohl Kapitalgeber als auch Geschäftsführer des Unternehmens ist, liegt das Delegationsrisiko bei den weiteren Eigen- und Fremdkapitalgebern (Prinzipale), wobei diese aufgrund der Ausgestaltung ihrer rechtlichen Position unterschiedlich betroffen sein können.

Ein zusätzliches, die weiteren Eigen- und Fremdkapitalgeber gleichermaßen betreffendes Risiko, ist das Informationsrisiko. Das Informationsrisiko besteht insbesondere darin, daß sich potentielle Kapitalgeber vor der Entscheidung über eine Finanzierungsbeziehung ein umfassendes Bild von den damit verbundenen Chancen und Risiken verschaffen müssen. Dabei bezieht sich der Informationsbedarf sowohl auf die Ausgangslage (Vergangenheitsbetrachtung) als auch im besonderen auf die zukünftigen Entwicklungs- und Ertragsmöglichkeiten. Da die potentiellen Kapitalgeber zunächst grundsätzlich schlechter informiert sind als die Geschäftsführung, besteht die systematische Gefahr, daß diese sich für eine Finanzierungsbeziehung entscheiden, zu der sie bei vollständiger Kenntnis aller Informationen nicht bereit gewesen wären²⁴³. Im folgenden Kapitel 4.2 werden diese Probleme in Bezug auf die Situation einer Unternehmensgründung näher dargestellt.

4.2 Risikoarten im Fokus der Gründungssituation

4.2.1 Informationsrisiken

Zentrales Element der Informationsrisiken ist der Begriff der Information. Im folgenden soll daher unter dem Ausdruck Information "zweckorientiertes Wissen, also solches Wissen [verstanden werden], das zur Erreichung eines Zwecks, nämlich einer möglichst vollkommenen Disposition [des unternehmerischen Handelns] eingesetzt wird"²⁴⁴. In diesem Sinne umfaßt das Informationsrisiko alle unternehmensbezogenen – also endogenen – Sachverhalte und beruht auf einer systematischen Informationsasymmetrie zwischen Kapitalgebern und Gründer.

Eine Informationsverteilung wird in der Literatur als asymmetrisch bezeichnet, "wenn es Informationsvorsprünge gibt; d.h. wenn ein oder einige [Kooperationspartner] besser informiert ist bzw. sind als andere oder zumindest

²⁴³ Analog besteht auch die Möglichkeit, daß ein potentieller Kapitalgeber sich gegen eine vorteilhafte Finanzierungsbeziehung entscheidet, zu der er bei vollständiger Kenntnis aller Informationen – und dem damit verbundenen Abbau des Mißtrauens gegen den Gründer – bereit gewesen wäre.

²⁴⁴ WITTMANN (1959), S. 14; Der Begriff Wissen soll hierbei – gemäß WITTMANN – das Wissen, welches Gewißheitscharakter hat, und das "wahrscheinliche" Wissen umfassen (vgl. WITTMANN (1959), S. 16-17).

sein könnte(n) und wenn die anderen dies wissen oder befürchten müssen"²⁴⁵. Dies ist dann häufig anzutreffen, wenn die Leistung nur schwer von dem empfangenden Vertragspartner zu beurteilen ist. Ein Musterbeispiel hierfür ist ein Versprechen bzw. Recht auf zukünftige, mit Unsicherheit behaftete Zahlungen, wie sie bei Finanzierungsbeziehungen als Gegenleistung üblich sind. Da das Zahlungsverprechen ein abstraktes Gut darstellt und dessen Qualität bzw. Wert durch den Leistungsempfänger erst zum zukünftigen Fälligkeitstermin verlässlich beurteilt werden kann, ergibt sich ein Informationsnachteil bzw. Informationsrisiko für den Kapitalgeber.

Unter Informationsrisiken in Bezug auf die Finanzierungsbeziehungen bei Unternehmensgründungen werden sämtliche Risiken zusammengefaßt, deren Ursprung in der Ausgangssituation des Gründungsvorhabens – insbesondere unter Berücksichtigung der fehlenden Vergangenheitsbetrachtung –, der Qualität und Verlässlichkeit des Managements – d.h. dem geschäftsführenden Gründer – sowie der zu erwartenden Geschäfts-politik bzw. zukünftigen Entwicklungs- und Ertragsmöglichkeiten liegt. Für den potentiellen Kapitalgeber besteht somit das Problem Managementkompetenz, Geschäftsplan des Gründers, Produktdifferenzierung sowie das zukünftige Marktpotential und die Wettbewerbsposition des jungen Unternehmens unter inhaltlichen und zeitlichen Gesichtspunkten zu analysieren, mit geeigneten externen Quellen zu verifizieren und zu bewerten²⁴⁶.

Zur Beurteilung der Ausgangssituation bzw. persönlichen und materiellen Gründungsreife in der Seed-Phase, wird der Geschäftsplan – auch Business Plan genannt – von den potentiellen Kapitalgebern herangezogen. Dabei ist die Gründungsreife dann gegeben, wenn der Gründer die Fähigkeit und Bereitschaft besitzt, sämtliche Anforderungen, die für eine ordnungsgemäße Teilnahme am Wirtschaftsleben erforderlich sind, zu erfüllen. In diesem Zusammenhang kann der Business Plan als die durch betriebswirtschaftliche Daten fundierte, schriftlich fixierte unternehmerische Vision, verstanden werden. In der Literatur wird er daher definiert als "[...] die schriftliche Zusammenfassung der gesamten Aktivitäten des Unternehmens. Er ist ein Bericht über die Ressourcen des Unternehmens und die Verwendung seiner Mittel, sein Management und die Arbeitsbeziehungen, seine Produkte und Marketingstra-

²⁴⁵ SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 391. Es ist hierbei zu beachten, daß die asymmetrische Informationsverteilung deutlich von heterogenen Erwartungen der Kooperationspartner zu unterscheiden ist (vgl. ZIMMER (1998), S. 31).

²⁴⁶ Vgl. SCHEFCZKY (2000), S. 25; zu der Beurteilung von Marktpotential und Wettbewerbsposition siehe Kapitel 4.2.3.

ategie, seine Produktionstechniken und Entwicklungsprogramme. Er beschreibt die Vergangenheit, Gegenwart und Zukunft des Unternehmens [...]”²⁴⁷.

Da es sich bei einer Unternehmensgründung um ein in die Zukunft gerichtetes Vorhaben handelt, sind die in Abbildung 4 illustrierten zentralen Inhalte und Abhängigkeiten der Geschäftsplanung des Gründers für eine vollständige und realistische Beurteilung bzw. Bewertung des Gründungsvorhabens und damit für die Entscheidungsfindung über eine potentielle Finanzierungsbeziehung von entscheidender Bedeutung, wobei diese primär nur durch den Gründer selbst zusammengestellt und verfügbar gemacht werden können. Die potentiellen Kapitalgeber sind daher aus theoretischer Sicht auf die Breitschaft des Gründers und die Qualität der Informationen angewiesen. Da der Gründer häufig aufgrund geringer Eigenmittel auf externe Kapitalgeber angewiesen ist, wird er jedoch versuchen durch die Zurverfügungstellung von aussagefähigen Informationen ein Vertrauensverhältnis zu den potentiellen Kapitalgebern aufzubauen (vgl. dazu auch Kapitel 6.2.1.).

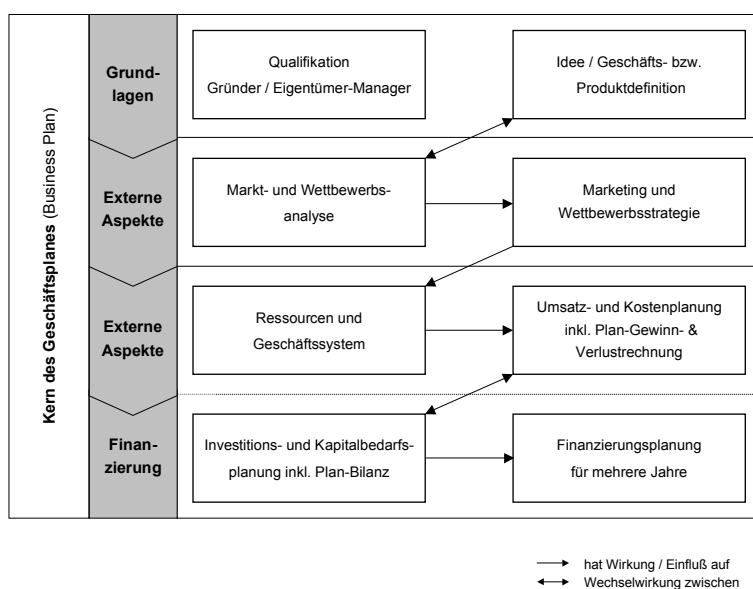


Abbildung 4: Inhalte der Geschäftsplanung für externe Adressaten (modifiziert entnommen aus SCHEFCZKY (2000), S. 171)

Im folgenden werden einige Bestandteile des Geschäftsplans näher beschrieben und die Probleme, die sich für den Gründer bei der Erhebung und für den potentiellen Kapitalgeber bei der Verifizierung ergeben, analysiert. Dabei kann zwischen personenbezogenen, subjektiven und sachlichen, objektiven Bestandteilen bzw. Beurteilungskriterien unterschieden werden.

²⁴⁷ HOFMEISTER (1999), S.70f; vgl. dazu auch ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 63 und RIPSAS (1998), S.141-151.

Zu den subjektiven Kriterien gehören die persönlichen Daten des Gründers und seines persönlichen Umfeldes. Dabei steht vor allem die kaufmännische und/oder technische Ausbildung und seine Qualifikation – z.B. bisherige Berufs-, Branchen- und Führungserfahrung – aber auch die individuelle unternehmerische Einstellung und Risikobereitschaft des Gründers im Fokus der Betrachtung. Da es sich hierbei um subjektive und vielfach nicht quantifizierbare Kriterien handelt, die meist nur in einem persönlichen Gespräch zwischen Gründer und Kapitalgeber und/oder unter Zuhilfenahme einer bestehenden Reputation des Gründers bewertet werden können, bestehen hierbei für den Kapitalgeber Informationsrisiken, die aus Fehleinschätzung, Verhandlungsgeschick oder sogar aus Betrug des Gründers resultieren können. Die Beurteilung des Gründers gewinnt auch dadurch an Bedeutung, weil die Person des Gründers aufgrund seines Know-hows eine Schlüsselposition im Gründungsprozeß einnimmt²⁴⁸. Im Gegensatz zu den im folgenden beschriebenen Kriterien zur Beurteilung der Geschäftsidee und deren Umsetzung kann bei der Beurteilung der Person des Gründers aufgrund seiner vorherigen Marktposition – als Anbieter, Arbeitskraft oder Konsument – eine vergangenheitsbezogene Bewertung einbezogen werden, die das Prognoserisiko wiederum verringert²⁴⁹.

Die objektiven Kriterien dienen insbesondere der Beurteilung der mit der Geschäftsidee verbundenen Chancen und Risiken. Bei Unternehmensgründungen liegt aufgrund der geringen Kapital- und Liquiditätsdecke der Fokus neben der Umsatz- und Kostenplanung auf der meist mittelfristigen Kapitalbedarfs- und Finanzierungsplanung²⁵⁰.

Diese Planungsunterlagen lassen einerseits aufgrund des Detaillierungsgrads und der inhaltlichen Begründung eine erste Bewertung und Plausibilisierung mittels anerkannter Analyseverfahren durch den Kapitalgeber zu. Andererseits kann dieser die vorhandenen Daten bei Gründungsvorhaben in etablierten Branchen anhand von Durchschnittswerten bestehender Unternehmen oder bei Nischenanbietern, wie sie insbesondere bei technologieorientierten Unternehmensgründungen vorkommen, anhand von vergleichbaren Marktteil-

²⁴⁸ Vgl. ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 64-66; SCHEFCZKY (2000), S. 173; POSNER (1996), S. 79; SZYPERSKI/NATHUSIUS (1977), S. 36 und S. 38-47. Dies zeigt auch die Untersuchung von BRETTEL/JAUGEY/ROST in der 65% der informellen Investoren in Deutschland den "Mangel an Vertrauen in die Person des Unternehmers" und 50% den "Zweifel an der Kompetenz des Managements" (Gründer) als Grund für die Ablehnung einer Beteiligungsfinanzierung angegeben haben (vgl. BRETTEL/JAUGEY/ROST (2000), S. 157).

²⁴⁹ Vgl. POSNER (1996), S. 79-80.

²⁵⁰ Vgl. SZYPERSKI/NATHUSIUS (1977), S. 50.

nehmern anderer Branchen verifizieren²⁵¹. Der Branchenvergleich ist aufgrund der Fülle von Vergleichsquellen relativ objektiv und sowohl für den Kapitalgeber als auch den Gründer nachvollziehbar. Bei stark innovativen, technologie- und wachstumsorientierten Unternehmen besteht jedoch das Problem einen geeigneten, objektiven Vergleichsmaßstab zu finden²⁵². Insofern kann die Beurteilung und die darauf aufbauende Finanzierungsentscheidung durch den Kapitalgeber stark subjektiv geprägt und damit für den Gründer nicht nachvollziehbar sein. Hier können Informationsdefizite und damit auch Informationsrisiken auf beiden Seiten bestehen.

Aber auch nachdem das Unternehmen rechtlich gegründet wurde und in die Start-Up-Phase bzw. First-Stage übergegangen ist, können Informationsrisiken bestehen. Um die aktuelle Situation, die Zukunftsperspektiven und insbesondere die damit verbundenen Risiken der Finanzierungsbeziehung beurteilen zu können, müssen die im Businessplan dargelegten Plandaten mit den tatsächlich eingetretenen Ist-Daten verglichen und bewertet werden. Wie bei der Beurteilung der Gründungsreife besteht für den Kapitalgeber ein Informationsdefizit, da dieser – sofern keine vertragliche Vereinbarung besteht – wiederum auf die Breitschaft des Gründers bzw. auf die zur Verfügung gestellte Qualität der Informationen angewiesen ist. Es besteht also grundsätzlich ein im Zeitablauf wiederkehrendes, mit der Ausgangssituation vergleichbares Informationsrisiko des Kapitalgebers.

Die so – in der Ausgangssituation bzw. laufend – gewonnen Plangrößen und Entwicklungsmöglichkeiten können als Szenarien verstanden werden, die bei Beteiligungsfinanzierungen das mögliche Wachstum des Unternehmenswertes und damit die Rendite des finanziellen Engagements widerspiegeln. Eine weitere Schwierigkeit der Kapitalgeber besteht nun darin diesen Szenarien die zutreffende Eintrittswahrscheinlichkeit²⁵³ – als Maß der

²⁵¹ Bei der Verifizierung der Prognoserechnungen des Business Plans werden häufig auch Experten-Gutachten von neutralen Stellen einbezogen, da die Gefahr besteht, daß – von ihrer Geschäftsidee überzeugte – Gründer zur Schönfärberei neigen (vgl. POSNER (1996), S. 83-84).

²⁵² Da Kapitalgeber, die in den technologieorientierten Bereich investieren wollen, oft das Problem einer Evaluierung der Technologie (des Produktes) und ihrer Anwendungsmöglichkeiten haben, werden hierfür häufig externe Technologieberater hinzugezogen, die jedoch zusätzliche Informationskosten verursachen (vgl. POSNER (1996), S. 74 und S. 88). Insbesondere erfahrene (informelle) Investoren können Parallelen zu früheren Finanzierungssituationen erkennen, die aber nicht zwingend mit objektiven Qualifikationsfaktoren gleichzusetzen sind. Dies kann dazu führen, daß Finanzierungsentscheidungen auch aufgrund dieser subjektiven – nicht sachlich objektiven – Einschätzung getroffen werden (vgl. POSNER (1996), S. 82).

²⁵³ Hierbei kann sich eine Bandbreite vom Best-case-Szenario (keine Abweichung vom prognostizierten Verlauf) bis zu einem Worst-case-Szenario ergeben.

Unsicherheit (im engeren Sinne) – zuzuordnen, um das Gesamtrisiko²⁵⁴ der Gründungsfinanzierung bewerten und (gegebenenfalls) begrenzen zu können.

4.2.2 Verhaltensrisiken

Das Verhaltensrisiko kann als besondere Form des Informationsrisikos verstanden werden, das insbesondere bei Unternehmensgründungen, die anfänglich stark auf die Person und das Verhalten des Gründers ausgerichtet sind, eine bedeutende Rolle spielt.

Dabei beruht das Verhaltensrisiko der Kapitalgeber auf den Verhaltensmerkmalen des Gründers, die dem Gründer selbst zwar bekannt sind, die aber den potentiellen Kapitalgebern anfänglich verdeckt sind oder diesen sogar auf Dauer verborgen bleiben können. Diese Verhaltensunsicherheit resultiert mit-hin aus der Existenz von Informationsasymmetrien²⁵⁵.

Dabei muß zwischen Risiken unterschieden werden, die einerseits – aufgrund von bestehenden Handlungsspielräumen – auf vertragskonforme Handlungen und andererseits auf rechtlich unzulässiges, vertragsinkonformes Verhalten des Gründers zurückzuführen sind. Im folgenden werden nur noch vertragskonforme Handlungen betrachtet, da vertragsinkonformes Verhalten und dessen Folgen nicht innerhalb einer Finanzierungsbeziehung zwischen den Vertragsparteien, sondern nur durch die exogenen institutionellen Rahmenbedingungen geregelt werden kann²⁵⁶.

Unter dieser Prämisse besteht für den Kapitalgeber – auch bei quasi vollständiger Information über die beabsichtigte Geschäftspolitik – die Unsicherheit, daß der Gründer die zunächst vorgesehene und im Business Plan dokumentierte Geschäftspolitik auch tatsächlich realisiert. Die Abweichung kann darin bestehen, daß der Gründer – bei gegebener Kapitalstruktur – zu einer riskanteren Geschäftspolitik im Leistungsbereich übergeht. Andererseits kann der Gründer bei konstanter Geschäftspolitik auch die Kapitalstruktur zu Lasten der "bisherigen" Kapitalgeber verändern, indem z.B. weiteres bevorrechtigtes Fremdkapital aufgenommen wird und/oder Ausschüttungen an die Eigenkapitalgeber getätigt werden oder – bei entsprechenden Beteiligungsverhältnissen – weitere Gesellschafter aufgenommen werden und damit der

²⁵⁴ Im Gegensatz zu Unsicherheit im weiteren Sinne zeichnet sich Risiko (Unsicherheit im engeren Sinne) dadurch aus, das verschiedenen Entwicklungsalternativen verschiedene Eintrittswahrscheinlichkeiten zugeordnet werden können (vgl. POSNER (1996), S. 77-78).

²⁵⁵ Vgl. SPREEMANN (1990), S. 562.

²⁵⁶ Siehe dazu Kapitel 3.3 und die dort dargestellten Umweltannahmen.

Anteil der "Alteigentümer" an der Wertsteigerung des Unternehmens reduziert wird²⁵⁷.

Grundsätzlich kann die Unsicherheit des Kapitalgebers über das vertragskonforme Verhalten des Gründers anhand von drei Verhaltensmerkmalen kategorisiert werden²⁵⁸. Kategorie 1 umfaßt dabei die Fähigkeiten und die Qualifikation des Gründers (Managementkompetenz) wie sie in Kapitel 4.2.1 bei der Beurteilung der persönlichen Gründungsreife anhand sog. "subjektiver Kriterien" dargestellt wurden.

Die Kategorie 2 beinhaltet Verhaltensweisen wie Fairneß, Entgegenkommen und Kulanz innerhalb der Kooperations- bzw. Finanzierungsbeziehung.

Durch die Darstellung der Geschäftsidee im Businessplan und in den Gesprächen mit den (potentiellen) Kapitalgebern stellt der Gründer ein gewisses Verhalten und eine von ihm beabsichtigte Geschäftsstrategie in Aussicht, ohne sich dabei in einem bestimmten juristischen Sinne festgelegt zu haben. Auf dieser Vertrauensbasis erzeugt er bei den Kapitalgebern eine bestimmte Erwartungshaltung, sog. implizite Ansprüche, gegenüber seinem zukünftigen geschäftlichen Handeln. Da im Falle einer innovativen Unternehmensgründung nicht alle denkbaren Umweltentwicklungen und das entsprechende Verhalten des Gründers – analog dem Kontingenzvertragsmodell – vertraglich fixiert werden können, besteht ein Verhaltensrisiko auf der Seite der Kapitalgeber²⁵⁹. Bei Eintritt einer solchen nicht fixierten Situation unterliegt der Kapitalgeber dann der Kulanz des Gründers. Fehlt das Entgegenkommen des Partners so wird sich der Kapitalgeber "unfair" behandelt fühlen und seine Risikoposition überdenken müssen. Beispielsweise kann der Gründer bei einer weitläufigen Vertragsregelung seine Geschäftsführungsposition für Entscheidungen an denen (lediglich) er ein persönliches Interesse hat – Büroausstattung, Dienstreisen und andere "fringe benefits" – ausnutzen und damit eventuelle Gewinne der Ausschüttung an die Kapitalgeber entziehen bzw. das Eigenkapital durch Verluste mindern (aufgrund fehlender Umsätze in der Gründungsphase) und dadurch das Insolvenzrisiko zu Lasten der Kapital-

²⁵⁷ Vgl. BITZ (1988), S. 9; das Verhaltensrisiko wird hier auch als Gestaltungsrisiko bezeichnet.

²⁵⁸ Vgl. dazu und im folgenden SPREEMANN (1996), S. 697-704 und SPREEMANN (1990), S. 565-566. Die drei Kategorien werden im folgenden getrennt voneinander dargestellt; die real vorkommende Vermischung wird somit aus Vereinfachungsgründen ausgeklammert

²⁵⁹ Aufgrund der Vielzahl der möglichen zukünftigen Umweltsituationen ist es nicht ausgeschlossen, daß nach Abschluß eines Finanzierungsvertrages Verhaltensrisiken auch auf Seiten des Gründers bestehen können, die je nach Unternehmensentwicklung und Vertragsgestaltung aus dem Verhalten der Kapitalgeber resultieren (vgl. dazu SPREEMANN (1996), S. 584). Aus Vereinfachungsgründen werden in dieser Arbeit jedoch diese Risiken nicht analysiert.

geber erhöhen²⁶⁰. Ein ähnlicher Effekt kann z.B. durch das Wechseln von einem durchschnittlich rentablen und risikobehafteten Investitionsplan zu einem zwar überdurchschnittlich rentablen aber auch riskanteren Investitionsplan erzielt werden²⁶¹. Bei einem Fehlschlag führen jedoch solche Entscheidungen des Gründers aufgrund der meist dünnen Liquiditätsdecke zu einer Insolvenz des jungen Unternehmens.

In der dritten Kategorie können Merkmale wie Fleiß, Anstrengung, Mühe und Sorgfalt des Gründers zusammengefaßt werden. Da der unternehmerische Erfolg bei technologieorientierten Unternehmensgründungen insbesondere von der Fortentwicklung der Geschäftsidee bzw. des Produktes, dem dafür notwendigen technischen Know-how und der damit verbundenen Tätigkeit des Gründers abhängt, birgt diese Kategorie die größten aber auch am schwierigsten durch die Kapitalgeber zu verifizierenden Verhaltensrisiken. Sofern nicht vertraglich klar quantifizierbare Beurteilungskriterien (z.B. Stundenzählung o.ä.) vereinbart sind – wobei diese über die Qualität der Tätigkeit weiterhin keinen Schluß zulassen – ist es den Kapitalgebern nur über ihr subjektives Empfinden und ggf. andere indirekte Hinweise (z.B. die Gestaltung der Freizeit und der persönlichen Verhältnisse des Gründers) möglich das aus dem Verhalten resultierende Risiko der Gründungsfinanzierung zu bewerten.

4.2.3 Marktrisiken

Unter Marktrisiken sollen sämtliche Risiken zusammengefaßt werden, deren Ursprung außerhalb des betrachteten Unternehmens (Gründungsvorhaben) liegt und auf die der Gründer und grundsätzlich auch der Kapitalgeber keinen direkten Einfluß besitzt. Das Marktrisiko schließt damit alle exogenen Sachverhalte, die im Zusammenhang mit den Absatz- und Beschaffungsmärkten und der dort vorliegenden Wettbewerbssituation sowie dem institutionellen – also rechtlichen, politischen und gesellschaftlichen – Rahmen stehen, ein.

Entsprechend beeinflussen Marktrisiken als grundsätzlich exogene Faktoren die Position der Kapitalgeber in der Weise, die weder der wirtschaftlichen Lage noch einer Aktivität des Gründers zuzurechnen sind²⁶². In bestimmten Fällen können Marktrisiken auch durch endogene Maßnahmen hervorgerufen

²⁶⁰ Vgl. SCHMIDT (1981), S. 194.

²⁶¹ Die Verhaltensrisiken aus Über- bzw. Unterinvestition, wie sie in einer Gläubiger-Schuldner-Beziehung auftreten können, werden hier aufgrund der geringen Bedeutung der privatwirtschaftlichen Fremdfinanzierung (vgl. dazu Kapitel 3.2.3) nicht näher dargestellt; für eine grundsätzliche Darstellung vgl. HARTMANN-WENDELS (2001), S. 123-128; SCHULZ (2000), S. 62-64; SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 415-421.

²⁶² Das Marktrisiko wird in der Literatur auch als "technologisches Risiko" bezeichnet (vgl. BITZ (1988), S. 8).

werden. Dies ist dann der Fall, wenn ein Gründer auf einem Markt nicht als Mengenanpasser, sondern mit einem wachstums- und technologieorientierten Unternehmen in einer Marktnische als Nachfrager von speziellem Know-how (Mitarbeiter oder andere Ressourcen) oder Anbieter von innovativen Produkten erstmalig auftritt. Die sich daraus ergebenden künftigen Entwicklungen sind jedoch – analog zu den exogenen Sachverhalten – weder von den Kapitalgebern noch vom Gründer selbst in einer systematisch besseren Form abzuschätzen.

Da die Marktrisiken die Ausgangssituation und die Entwicklungsmöglichkeiten der Unternehmensgründung beeinflussen, müssen diese zwingend bei der Erstellung des Business Plan Berücksichtigung finden²⁶³.

Deshalb müssen sich Gründer und Kapitalgeber insbesondere in der Seed-Phase Klarheit über die aktuelle Situation des Marktes und dessen nähere Zukunft, also Branchenwachstum, Wettbewerber, Markteintrittsbarrieren, Trends oder zu erwartende Neuentwicklungen, verschaffen²⁶⁴, wobei eine speziell auf die Unternehmensgründung ausgerichtete Informationserhebung (z.B. durch Befragung von potentiellen Kunden oder Vertriebspartnern sowie Branchenexperten) einen erheblichen Aufwand und damit Kosten verursacht. Jedoch lassen sich die Planungsergebnisse bei den betrachteten innovativen, technologieorientierten Gründungsvorhaben, für die naturgemäß selten genaue, marktbezogene Anhaltspunkte für die Planung erhältlich sind, ansonsten kaum verifizieren.

Aber auch nach Abschluß der Finanzierungsbeziehung und/oder Vollzug der rechtlichen Gründung (Start-Up-Phase, Early Stage) kann die wirtschaftliche Lage des jungen Unternehmens aufgrund der exogenen Marktrisiken, bei vertragskonformen Verhalten hinsichtlich der zeitlichen Verteilung und Höhe des Umsatzes bzw. Erfolges, nicht mit Sicherheit prognostiziert werden. Eine ständige Analyse der Markt- und Brancheninformationen ist daher sowohl für den Gründer als auch für den Kapitalgeber unumgänglich, um das Gesamtrisiko der Gründungsfinanzierung abschätzen und gegebenenfalls Maßnahmen zur Begrenzung des Risikos vornehmen zu können. Je nach individueller

²⁶³ Zu der Bedeutung der Markt- und Brancheninformationen vgl. SCHEFCZKY (2000), S. 192.

²⁶⁴ Dies kann z.B. an Forschungsinstituten, in Marktdatenbanken u.ä. statistischen Veröffentlichungen, bei Handels-/Handwerkskammern bzw. Verbänden oder bei anderen technischen Experten erfolgen. Für eine ergänzende Aufstellung der Quellen für Markt- und Brancheninformationen vgl. SCHEFCZKY (2000), S. 193.

Markt- und Branchenkenntnis bestehen hierbei für den Kapitalgeber oder den Gründer Informationsdefizite und damit Markt- bzw. Informationsrisiken²⁶⁵.

5 Risiko im Zeitverlauf der Finanzierungsbeziehung

5.1 Unsicherheit vor Vertragsabschluß (ex ante)²⁶⁶

5.1.1 Allgemeine Qualitätsunsicherheit

Bei der Situation der "Unsicherheit vor Vertragsabschluß" ist der Prinzipal unsicher über die Fähigkeit des Agenten, seine Qualifikation und/oder die Qualität der von ihm zu erbringenden Gegenleistung, wobei dieses Verhaltensmerkmal des Agenten, dem Prinzipal bereits ex ante – also vor Vertragsabschluß – verborgen ist und damit wie ein Datum feststeht. Es treten hierbei Informationsrisiken bzgl. der Ausgangssituation (vgl. Kapitel 4.2.1) und Verhaltensrisiken der in Kapitel 4.2.2 dargestellten Kategorie 1 für den potentiellen Kapitalgeber auf. Die Veränderung der Ausgangssituation oder der Qualifikation des Agenten unterliegt zum Entscheidungszeitpunkt nicht mehr dem Willen des einzelnen Agenten. Dieser wird jedoch versuchen, sein Gründungsvorhaben in einem möglichst günstigen Licht erscheinen zu lassen, um den benötigten Kapitalbedarf zu für ihn günstigen Konditionen²⁶⁷ decken zu können.

In dieser Situation – zum Zeitpunkt direkt vor der Vertragsentscheidung – steht es dem potentiellen Kapitalgeber noch frei, zwischen mehreren individuellen Gründungsvorhaben (-alternativen) zu wählen oder, sofern das zu finanzierende Vorhaben bereits feststeht, den zu investierenden Kapitalbetrag in der Höhe zu variieren. Das grundsätzliche Problem dieser sog. Qualitätsunsicherheit (Hidden Characteristics) besteht also darin, die Gründungsvorhaben qualitativ zu sortieren (Screening) und entsprechend den Erwartungen des Kapitalgebers zu filtern, also Gute und Passende zu identifizieren und von Schlechten und Unpassenden zu trennen. Um das Informationsdefizit gegenüber dem Gründer zu reduzieren, kann der Kapitalgeber die ihm vorgelegten

²⁶⁵ Mögliche Informationsdefizite müssen nicht zwingend nur beim Kapitalgeber liegen. Investoren besitzen aufgrund ihrer Erfahrung und der gebildeten Beziehungsnetzwerke oftmals bessere Marktkenntnisse als "unerfahrene" Gründer (vgl. dazu ENGELMANN/JUNCKER/ NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 92-93).

²⁶⁶ Vgl. im folgenden VINCENTI (2002), S. 61-65; SPREMANN (1996), S. 698-700; SPRE-MANN (1990), S. 567-568.

²⁶⁷ Hiermit sind die Vertragskomponenten gemeint, die seinen Anteil am Unternehmenserfolg schmälern (z.B. Ausschüttungs- oder Verzinsungsansprüche) oder ihn in seiner Handlungsfreiheit einschränken (so auch OBST/HINTNER (2000), S. 167).

Planungsunterlagen mittels verschiedener Analyseverfahren²⁶⁸ und unter Verwendung anderer externer Informationsquellen (z.B. Statistiken über Branchendurchschnittswerte) plausibilisieren bzw. verifizieren lassen. Diese zusätzliche Information, etwa durch Prüfung, Tests, Gutachten u.ä. verursacht aber Kosten.

Das Entscheidungskalkül des Kapitalgebers liegt somit in der Abwägung der für die Risikominderung anfallenden Informationskosten einerseits und dem aus einer Entscheidung bei unvollkommener Information zu erwartenden monetären Nachteil (sog. entscheidungstheoretischer Informationswert) andererseits.

Die Bedeutung des aus der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Prinzipal und Agent resultierenden Nachteils – in der Literatur als Wohlfahrtsverlust oder Agency-Kosten²⁶⁹ bezeichnet – wird im Falle der Finanzierungsbeziehung zwischen Kapitalgeber und Gründer entsprechend deutlich. Die Informationsbeschaffungskosten des Kapitalgebers bei innovativen, technologieorientierten Gründungsvorhaben sind aufgrund der Komplexität der Gründungssituation an sich und der Know-how-Lastigkeit der Geschäfts-/Produktidee verhältnismäßig höher als bei Finanzierungsbeziehungen mit etablierten Unternehmen oder Unternehmensgründungen in traditionellen Branchen²⁷⁰. Aufgrund des hohen Risikopotentials der betrachteten Unternehmensgründungen, bei denen auch der Totalausfall des finanziellen Engagements nicht ausgeschlossen werden kann, ist somit auch der Informationswert entsprechend hoch zu bewerten. Der aus den beiden Komponenten möglicherweise resultierende hohe Wohlfahrtsverlust des Kapitalgebers stellt die Relevanz der Qualitätsunsicherheit bei Unternehmensgründungen heraus.

5.1.2 Adverse Selektion

Eine besondere Ausprägungen des aus der Qualitätsunsicherheit resultierenden Identifikationsproblems ist die Adverse Selektion.

Zusätzlich zu den Grundannahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie (vgl. Kapitel 3.3) wird davon ausgegangen, daß die potentiellen Kapitalgeber von Ihrem unternehmensbezogenen Informationsnachteil Kenntnis haben, jedoch als Ausgleich umfassende Kenntnisse der Branche der möglichen Unterneh-

²⁶⁸ Bei der Verifizierung der Prognoserechnungen von innovativen Unternehmensgründungen müssen – aufgrund der hohen technologischen Know-how-Anforderungen – häufig Experten-Gutachten von neutralen Stellen mit einbezogen werden.

²⁶⁹ Vgl. JENSEN/MECKLING (1976), S. 308-310.

²⁷⁰ So auch VINCENTI (2002), S. 61.

mensgründung besitzen²⁷¹. Die Kapitalgeber versuchen nun anhand der ihnen vorliegenden Informationen das für ihre Präferenzen passende Gründungsvorhaben aus den verschiedenen potentiellen Unternehmensgründungen zu wählen. Hierbei ist der Kapitalgeber aufgrund der nicht zu beseitigenden – systemimmanenten – Informationsdefizite in Bezug auf die einzelnen Gründungsvorhaben nicht in der Lage, angemessen zwischen „wertvolleren“ und „weniger wertvollen“ Investitionsobjekten zu differenzieren. Da er für verschiedene Prognosewerte²⁷² nicht immer verwertbare unternehmensspezifische Daten zu seiner Verfügung hat, muß er vielmehr auf Prognosewerte zurückgreifen, die für eine durchschnittliche Unternehmensgründung in der jeweiligen Branche zutreffend sind.

Aufgrund der Substitution fehlender unternehmensinterner Daten durch plausible Durchschnittswerte der Branche, realisiert der Kapitalgeber bei der Bewertung der zukünftigen Zahlungsströme aus der Geschäftsidee einen geschätzten Ertragswert, der einer auf das jeweilige Investitionsvolumen angepaßten Durchschnittsprognose künftiger Branchenerträge entspricht.

Durch die bestehende Informationsasymmetrie sowie die vorgenommene Substitution der unternehmensindividuellen Werte besteht die Gefahr, daß der Kapitalgeber im Falle eines unterdurchschnittlichen Gründungsvorhabens den Ertragswert höher einschätzt, als er dies bei vollständiger Kenntnis aller Informationen getan hätte. Bei der Bewertung von Unternehmensgründungen, deren unternehmensspezifische Potentiale und Entwicklungschancen oberhalb des Branchendurchschnitts liegen (überdurchschnittlich), neigt der Kapitalgeber in einer Situation der Informationsasymmetrie dazu, prinzipiell niedrigere künftige Erträge anzunehmen.

Dieses Bewertungsverhalten führt dementsprechend dazu, daß einerseits die geschätzten Ertragswerte für „weniger wertvolle“ Gründungsvorhaben ("lemons"²⁷³) steigen und andererseits die zukünftigen Zahlungsströme „wertvollere“ Unternehmensgründungen systematisch zu gering eingeschätzt werden. Daraus folgt, daß die Wahrscheinlichkeit für das Zustandekommen einer Finanzierungsbeziehung im Falle unterdurchschnittlicher Gründungsvorhaben begünstigt und bei überdurchschnittlichen Vorhaben behindert wird. Eine wei-

²⁷¹ Desweiteren ist die Gewinnung von Zusatzinformationen, die eine genauere Einschätzung des Gründungsvorhabens und der damit verbundenen Ertragspotentiale ermöglichen würden, aufgrund exogener Umstände, z.B. zu hohe Informationsbeschaffungskosten, nicht möglich. Ebenso sind für die Kapitalgeber glaubwürdige Zusatzinformationen von Seiten der Gründer – vorerst – nicht erhältlich.

²⁷² Z.B. die Marktsituation, die Produktchancen oder strategische Erfolgspotentiale.

²⁷³ Zum „Zitronenprinzip“ ("lemons") vgl. den grundlegenden Aufsatz von AKERLOF (1970).

tere – mittelfristige – Konsequenz dieser Entscheidungssituation ist zunächst die Bevorzugung von Gründern mit eher fragwürdigen Gründungskonzepten und die daraus resultierende Reduzierung der Durchschnittsqualität aller Neugründungen. Dies wiederum führt zu steigenden Kosten für Beteiligungskapital. Eine Verteuerung der Kapitalbeschaffung kann letztendlich zur Folge haben, daß viele insbesondere qualitativ hochwertige Geschäftsideen nicht mehr verwirklicht werden können (sog. Versagen des Marktes für Beteiligungskapital).

Grundsätzlich ist die negative Wirkung²⁷⁴ der Adversen Selektion um so geringer, je kleiner die Defizite des potentiellen Kapitalgebers bezüglich unternehmensinterner Informationen bzw. je größer dessen „Insiderwissen“ ist. Die Mechanismen bzw. Kooperationsdesigns die diese Informationsdefizite vor Vertragsabschluß beseitigen können werden in Kapitel 6.2 näher untersucht.

5.2 Verhaltensunsicherheit nach Vertragsabschluß (ex interim)

5.2.1 Hold Up (Fairness)²⁷⁵

Als Hold Up ("Überfall") wird eine Situation bezeichnet, "in der das gewollte Verhalten eines Individuums deutlich zu Tage tritt und einem anderen Schaden zufügt"²⁷⁶. Im Rahmen einer Finanzierungsbeziehung von Unternehmensgründungen hat der Gründer durch die Unvollständigkeit der Vertragsgestaltung einen diskretionären Freiraum für die Gestaltung seines unternehmerischen Handelns. Es treten hierbei Informationsrisiken (vgl. Kapitel 4.2.1) und Verhaltensrisiken der in Kapitel 4.2.2 dargestellten Kategorie 2 für den Kapitalgeber auf, wobei eine Veränderung des Verhaltens nach Vertragsabschluß dem Willen des Gründers unterliegt. Dem Kapitalgeber bleibt das Verhalten des Gründers jedoch nicht verborgen, sondern kann von diesem beobachtet werden. Je nachdem ob sich der Gründer partnerschaftlich und kulant oder egoistisch verhält und sein Handeln im Rahmen der Geschäftsführung danach ausrichtet, wird der Kapitalgeber diese Gegenleistung anhand der von ihm erhobenen impliziten Ansprüche als fair oder unfair beurteilen.

In der Literatur werden verschiedene Gründe angegeben, warum der Gründer seinen tendenziellen Vorteil aus dem Verhaltensspielraum gegenüber dem

²⁷⁴ Damit ist die Gefahr gemeint, einen unternehmensunabhängigen eher branchenspezifischen „Normwert“ als geschätzten Ertragswert zu ermitteln, durch den „gute“ Unternehmen zu schlecht und „schlechte“ Unternehmen zu gut bewertet werden.

²⁷⁵ Vgl. im folgenden SCHULZ (2000), S. 55 und S. 69-72; SPREMANN (1996), S. 700-702; SPREMANN (1990), S. 568-570.

²⁷⁶ SPREMANN (1990), S. 568.

Kapitalgeber geltend macht. Einerseits kann der Gründer ohne Bedacht und ohne bösen Willen (Unerfahrenheit, seltene Kommunikation zwischen den beiden Partnern) seinen Handlungsspielraum zum Nachteil des Kapitalgebers ausnutzen und ist sich dabei nicht bewußt in welcher Weise und Stärke er diesen schädigt (Verhaltensrisiko der Kategorie 1).

Andererseits kann der Gründer sich bewußt opportunistisch verhalten und versuchen, individuelle Vorteile (Entnahmen oder privat genutzte betriebliche Anschaffungen) gegenüber dem Kapitalgeber durchzusetzen, indem er diesen mit der Schädigung von bereits irreversibel getätigten Investitionen (sog. Sunk Costs) "bedroht". Eine ähnliche Intention liegt der direkten Risikoabwälzung des Gründers auf den Kapitalgeber zugrunde. Hierbei macht der Gründer sein Handeln (z.B. eine Investitionsentscheidung für die Weiterentwicklung eines Prototypen) von dem Eintritt einer bestimmten, beobachtbaren, exogen Umweltsituation (z.B. Änderung eines Gesetzes) abhängig und nutzt den bestehenden Freiraum gegenüber dem Kapitalgeber bei einem Rückschlag aus.

Die Gestaltungsmöglichkeiten der Finanzierungsbeziehung, die zum Abbau dieser Verhaltensrisiken führen können, werden in Kapitel 6.2 dargestellt.

5.2.2 Moral Hazard (Bemühen)

Bei dem Phänomen des Moral Hazard handelt es sich um ein sog. Anreizproblem bei dem zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses eine symmetrische Informationsverteilung zwischen Kapitalgeber und Gründer vorherrscht (herrschen kann) und der Gründer erst danach einen Informationsvorsprung gegenüber dem Kapitalgeber gewinnt.

Für die folgende Darstellung des Moral Hazard wird zusätzlich zu den Grundannahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie (vgl. Kapitel 3.3) davon ausgegangen, daß die nach Vertragsabschluß durch den Gründer zu erbringende Gegenleistung, insbesondere der Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswertes bzw. Investitionsertrages, sowohl von seinem Verhalten als auch von weiteren exogenen Risiken abhängig ist und die Kapitalgeber die Höhe und die Auswirkungen des exogenen Risikos weder ex ante noch ex post beobachten bzw. bewerten können. Dabei unterliegt die Veränderung des Verhaltens nach Vertragsabschluß und die Intensität der Anstrengungen wie im Fall des "Hold up" dem Willen des Gründers. Daraus folgt, daß die Kapitalgeber ex post, also bei Kenntnis der Gegenleistung, das Verhalten und die Anstrengungen des Gründers nicht separieren bzw. quantifizieren können (sog. Hidden Action). Bei Moral Hazard bestehen somit allgemeine Informations- und Marktrisiken (vgl. Kapitel 4.2.1 und 4.2.3) sowie Verhaltensrisiken der in Kapitel 4.2.2 dargestellten Kategorie 2 und 3 für den Kapitalgeber.

Für den Gründer eröffnet sich durch die Tatsache, daß der Kapitalgeber nicht zwischen dem Verhalten des Gründers und den exogenen Faktoren unterscheiden und damit die Qualität und Quantität der Anstrengungen des Gründers anhand der erbrachten Gegenleistung messen kann, ein diskretionärer Handlungsspielraum, den er durch opportunistisches Verhalten zu seinem Vorteil nutzen kann²⁷⁷.

Durch die Kapitalüberlassung delegiert der Kapitalgeber die Entscheidungsgewalt über seine finanziellen Mittel an den Gründer und "entlohnt" diesen für seine unternehmerische Tätigkeit durch einen Anteil am Investitionsertrag und/oder ein entsprechend vereinbartes Geschäftsführergehalt. Der Kapitalgeber geht dabei ein Delegationsrisiko ein, da er Gefahr läuft, daß der Gründer nicht in seinem Sinne handelt. Die Kombination von Informations-, Verhaltens- und Delegationsrisiko bewirken das eigentliche Anreizproblem, daß der Gründer nicht länger den Gesamtwert des Gründungsvorhabens, sondern den ihm zufallenden Anteil aus variablem Ertrag und vereinbarter Vergütung maximiert²⁷⁸. Für den Fall einer hier betrachteten Beteiligungsfinanzierung²⁷⁹ werden in der Literatur drei wesentliche Anreizprobleme genannt. Das eine Problem resultiert daraus, daß der Gründer die Intensität seiner Leistung (Arbeitseinsatz, Sorgfalt, Fleiß) nach Vertragsabschluß reduziert, da dieser einerseits nur zu einem Teil am Mehrerfolg seiner Handlungen beteiligt ist, aber andererseits den vollständigen negativen Nutzen (Arbeitsleid) daraus zu tragen hat. Diese Situation wird als "Shirking" oder "Effort-Problem" bezeichnet.

Im Verlauf einer Unternehmensgründung würde der Gründer nur dann die Verminderung seines Arbeitseinsatzes in Erwägung ziehen, wenn seine Beteiligungsquote am Unternehmen sehr gering ist, die über den fixen Gehaltsanspruch hinausgehenden, variablen Vergütungsansprüche in Form von Tanziemen, stock options o.ä. ihm nur in geringem Umfang zustehen und das tatsächliche Verhältnis von "Arbeitsleid" zu "persönlichem Nutzen" in einem starken Gegensatz zu dem vor Gründungsbeginn von ihm Geplanten und/oder Erwarteten steht (Frustrationsschwelle, persönliche Überbeanspruchung).

²⁷⁷ Vgl. dazu VINCENTI (2002), S. 57; SPREMANN (1996), S. 702-704; SPREMANN (1990), S. 571-572.

²⁷⁸ Vgl. dazu und im folgenden OBST/HINTNER (2000), S. 179-182; TONGER (2000), S. 60-62; WEIMERSKIRCH (1999), S. 24-26 und S. 72-73.

²⁷⁹ Für den Fall der Fremdkapitalfinanzierung werden in der Literatur insbesondere die Probleme der verstärkten Risikoabwälzung (Risk incentive), der Überinvestition in unvorteilhafte Projekte (Overinvestment) und der Unterlassung von grundsätzlich vorteilhaften Projekten, aus denen der Kapitalnehmer jedoch keinen persönlichen Nutzen ziehen kann (Underinvestment), behandelt. Für eine genauere Darstellung vgl. OBST/HINTNER (2000), S. 181; WEIMERSKIRCH (1999), S. 25-26 sowie die dort zitierten Quellen; SCHMIDT/ TERBERGER (1997), S. 416-419.

Auch wenn das dargestellte "Effort-Problem" bei Gründungsvorhaben aufgrund des häufig zitierten "Pioniergeistes" der Gründer nicht in der gleichen Intensität wie bei etablierten Unternehmen vorkommt, kann der Gründer seine Arbeitskraft auf Einflußaktivitäten verwenden, die den Unternehmenswert zwar nicht verbessern²⁸⁰, seine Position als Geschäftsführer jedoch sichern. Dieses Verhalten kann aus Sicht des Gründers erforderlich sein, da seine Position als Manager, einerseits durch die geringe Beteiligungsquote und andererseits durch die mit Zeitablauf und Etablierung des Produktes bzw. Unternehmens nachlassende "Schlüsselrolle" der Gründerperson, nicht langfristig gesichert erscheint.

Als zweite Ursache für ein Anreizproblem wird die sog. "Perk Consumption" angeführt, bei der für den Kapitalgeber die Gefahr besteht, daß der Gründer unangemessen Entnahmen zu Konsumzwecken (z.B. Büroausstattung, Dienstwagen, Reisen) in Form von Betriebsausgaben genehmigt und damit den Unternehmensertrag bzw. -wert zu Lasten des Kapitalgebers reduziert. Der Gründer selbst trägt die Reduzierung lediglich in Höhe seiner – meist verhältnismäßig geringen – Beteiligungsquote, partizipiert aber in vollem Umfang an den Konsumnutzen. Im Fall von stark technologie- und innovationsgetriebenen Gründungsvorhaben, bei denen das Know-how und die FuE-Tätigkeiten häufig bei dem geschäftsführenden Gründer selbst liegen, können unangemessene Betriebsausgaben auch in der Realisierung von "technischen Basteleien ohne Rücksicht auf deren Marktchancen"²⁸¹ begründet liegen. Die Durchsetzbarkeit der "Perk Consumption" hängt dabei wesentlich von der Bedeutung des proprietären Know-hows des Gründers und der Bindung des Kapitalgebers durch irreversible Investitionen ("sunk costs") ab.

Der dritte, insbesondere bei jungen Unternehmen, nicht unwesentliche Anreiz besteht in der Verheimlichung von meist negativen Informationen (sog. Hidden Information) durch die sich der Gründer den sonst zu erwartenden Konflikten mit den Kapitalgebern entziehen kann. Im Fall des zunehmend sichtbar werdenden Mißerfolgs der Geschäftsidee versucht der Gründer das junge Unternehmen dadurch vor einer eventuell drohenden Liquidation zu bewahren und verschenkt so die bei den Kapitalgebern potentiell vorhandenen Erfahrungen und deren Beratungs-Know-how. Er verstärkt das schon bestehende Informationsdefizit des Kapitalgebers durch die Vorenthaltung der negativen Nach-

²⁸⁰ Es werden beispielsweise Strategien mit kurzfristigen Erfolgsperspektiven, die seine Position (z.B. Reputation bei Mitarbeitern / Kunden) stärken, umgesetzt und Strategien, deren langfristiger Erfolg sich erst in mehreren Jahren zeigen würde, gescheut.

²⁸¹ TONGER (2000), S. 61.

richten, um dadurch eventuell sein Gesicht zu wahren und/oder "im Alleingang das Ruder herumreißen zu können"²⁸².

Das im Rahmen des Prinzipal-Agenten-Ansatzes in der Literatur diskutierte Anreizproblem des Moral Hazard beruht grundsätzlich auf einem Zielkonflikt von optimaler Risikoverteilung zwischen Prinzipal und Agent und einer günstigen Verhaltensbeeinflussung des Agenten. Voraussetzung ist dabei die Delegation von Aufgaben und Ressourcen an den Agenten, die je nach ihrer Beschaffenheit bzw. deren Einsatz- und Verwendungsmöglichkeit in einer technologischen Umgebung einen mehr oder weniger großen diskretionären Handlungsspielraum und damit Anreiz zu opportunistischem Verhalten für den Agenten bieten. Diese Eigenschaft der Ressource wird als "Plastizität" bezeichnet²⁸³.

Da Unternehmensgründungen nur selten mit werthaltigen Sacheinlagen des Gründers, sondern vielmehr durch die Aufnahme von Kapital (Geld), das aufgrund seiner universellen Einsetzbarkeit einen beträchtlichen Grad an Plastizität besitzt, finanziert werden, ergeben sich bei Finanzierungsbeziehungen zwischen Kapitalgeber und Gründer erhebliche Konfliktpotentiale für das Auftreten von Moral Hazard. Die Lösung dieses durch asymmetrische Risiken hervorgerufenen Konfliktes kann als anreizkompatibler Finanzkontrakt mit optimaler Aufteilungsregel bzw. Entlohnungsfunktion bezeichnet werden. Bestandteile eines solchen Vertrages bzw. Maßnahmen die zu solchen Finanzkontrakten führen, werden in Kapitel 6.3 dargestellt und auf ihre Eignung im Rahmen von Unternehmensgründungen untersucht.

5.3 Unsicherheit nach Vertragsdurchführung (ex post)

Mit einer ex post Unsicherheit ist dann in einer Finanzierungsbeziehung zu rechnen, wenn nur der alleingeschäftsführende Gründer (z.B. bei der Rechtsform der Einzelunternehmung oder als Komplementär einer KG), nicht aber der Kapitalgeber nach Vertragsablauf bzw. Ablauf einer Geschäftsperiode beobachten kann, welche Erträge das gemeinsam getätigte Gründungsvorhaben erbracht hat.

Zur Vereinfachung der Darstellung wird zusätzlich zu den Annahmen der Prinzipal-Agenten-Theorie (vgl. Kapitel 3.3) davon ausgegangen, daß das nach Vertragsabschluß durch den Gründer gezeigte Verhalten – entgegen den Situationen des "Hold Up" bzw. "Moral Hazard" – zwar dem Willen des Gründers

²⁸² TONGER (2000), S. 61.

²⁸³ Zum Begriff der Plastizität vgl. ALCHIAN/WOODWARD (1988), S. 69. So weisen beispielsweise Ressourcen in der Form von Maschinenanlagen mit standardisierten Arbeitsabläufen hiernach eine geringe und Ressourcen einer FuE-Abteilung eine relativ hohe Plastizität auf.

unterlegen ist, dieser einen eventuell vorhandenen Freiraum aber nicht in bedeutendem Maße zu Lasten des Kapitalgebers ausgenutzt hat. Die erbrachte Leistung des Gründers, insbesondere der Beitrag zur Steigerung des Unternehmenswertes bzw. Investitionsertrages, ist dabei von weiteren exogenen Risiken abhängig, deren Höhe und Auswirkungen der Kapitalgeber weder ex ante noch ex post beobachten bzw. bewerten konnte.

Unter diesen Bedingungen könnte der geschäftsführende Gründer versucht sein, eine günstige Finanzlage gegenüber dem Kapitalgeber verborgen zu halten, um nicht alle Unternehmenserträge (Ausschüttungen u.ä.) meist in Abhängigkeit der Beteiligungsquote mit diesem teilen zu müssen²⁸⁴.

Neben diesen Verhaltensrisiken, die denen in Kapitel 4.2.2 dargestellten Risiken der Kategorie 2 ähnlich sind, bestehen noch weitere Informations- und Marktrisiken (vgl. Kapitel 4.2.1 und 4.2.3) für den Kapitalgeber, da dieser jedesmal eine mit Kosten verbundene Überprüfung des Ergebnisses vornehmen (lassen) müsste, um das bestehende Informationsdefizit zu reduzieren und sich dadurch der wahren Höhe seines Anspruchs sicher sein zu können. Dieses Problem wird in der Literatur mit dem Begriff der "Costly State Verification" bezeichnet²⁸⁵. Im Vergleich zu der Kapitalüberlassung in Form von Fremdkapital verursacht die bei der Finanzierung von Unternehmensgründungen wichtige Beteiligungsfinanzierung höhere Beobachtungskosten für die Kapitalgeber, da die "Mit-Eigentümer" im Zweifel jedes vom Gründer gemeldete Ergebnis überprüfen müssen und sich nicht auf ein wahrheitsgetreues Berichtsverhalten verlassen können. Bei einem Kreditvertrag erfordert lediglich eine Ergebnismeldungen unterhalb des Fixanspruchs, der gewöhnlich aus vertraglich vereinbarten Zins- und Tilgungsansprüchen besteht, eine Überprüfung durch die Gläubiger²⁸⁶.

²⁸⁴ Zu den Möglichkeiten der legalen "Gewinnverschleierung" oder des sog. "Window dressing" vgl. BITZ/SCHNEELOCH/WITTSTOCK (2000), S. 504 ff. Hier sei auch auf die Möglichkeit der illegalen Verweigerung der Herausgabe des Jahresabschlusses – insbesondere durch kleine und mittelgroße Kapitalgesellschaften – und der damit verbundenen Informationsverweigerung gegenüber den Kapitalgebern verwiesen (vgl. ebenda, S. 564).

²⁸⁵ Vgl. OBST/HINTNER (2000), S. 170-172.

²⁸⁶ Aufgrund interner Risikomessung/-begrenzungserfordernisse und gesetzlichen Vorschriften sind Kreditinstitute, die in Deutschland einen Großteil der Fremdkapitalmittel zur Verfügung stellen, verpflichtet, regelmäßige – von der Höhe des Unternehmenserfolgs unabhängige – Kreditwürdigkeitsprüfungen vorzunehmen (vgl. dazu § 18 KWG sowie die Rundschreiben 9/98 und 16/99 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu den "Grundsätzlichen Anforderungen an die Offenlegung der wirtschaftlichen Verhältnisse nach § 18 KWG")

6 Möglichkeiten des Abbaus der asymmetrischen Risiken und deren Eignung bei Unternehmensgründungen

6.1 Grundsätzliche Zielsetzung von Kooperationsdesigns

Der unmittelbare Einfluß des in einer Finanzierungsbeziehung gewählten Kooperationsdesigns auf den Wert eines Unternehmens wird in der insbesondere bei Gründungsfinanzierungen als ausschlaggebend angesehen. Dabei kann entsprechend der gewählten Aufteilungsregel der Vereinbarung bzw. dem Design das Verhalten des Gründers dahingehend beeinflußt werden, daß dieser den Kapitalgeber über seine jeweilige Situation wahrheitsgemäß informiert und in Abhängigkeit der Situation adäquate Entscheidungen in Aktionen umsetzt. Zielsetzung der Verträge muß dabei stets sein, den Agenten in eine Situation zu bringen, in der es für ihn auch nach Vertragsabschluß noch rational ist, im Sinne des Prinzipals zu handeln.

Dabei sind spezifische Kombinationen von Rechten und Handlungsmöglichkeiten für den Kapitalgeber zwischen den Vertragsparteien zu vereinbaren, die sowohl die Anreize und Möglichkeiten des Gründers zur Schädigung des Kapitalgebers verringern als auch den Schutz des Kapitalgeber gewährleisten, um die Kapitalüberlassung für diesen grundsätzlich vorteilhaft zu gestalten. Dabei ist es zwingend erforderlich, daß die Gestaltungsvarianten der Verträge für beide Seiten der Finanzierungsbeziehung den Kooperationsvorteil mit vergleichsweise geringen Agency-Kosten (Interaktionskosten) wahren.

Da die Agency-Kosten aufgrund unterschiedlicher Interessenslagen und Bewertungsmaßstäbe nur subjektiv von den Finanzierungspartnern bewertet werden, werden beide bei den Vertragsverhandlungen ein solches Design vorschlagen bzw. anstreben, das aus Sicht des anderen gerade noch akzeptabel und den eigenen Vorteil dabei maximiert. Durch die nicht symmetrische Informationssituation bzw. die fehlende Existenz von Kontingenzverträgen kann eine "First-Best"-Lösung nicht von den Vertragsparteien erzielt werden. Vielmehr ist aufgrund der fehlenden Quantifizierbarkeit bzw. Skalierbarkeit in einer Situation asymmetrischer Information davon auszugehen, daß bei den Verhandlungen grundsätzlich nicht die (mathematisch) optimale der möglichen "Second-Best"-Lösungen von den Vertragsparteien gewählt wird und damit der Wohlfahrtsverlust (Agency-Kosten) gegenüber der "First-Best"-Lösung nicht minimiert wird.²⁸⁷

²⁸⁷ Vgl. WINTER (2001), S. 492; WEIMERSKIRCH (1999), S. 28; SPREMANN (1996), S. 704; SAUER (1993), S. 27-28; SPREMANN (1990), S. 576-577.

Im folgenden werden exemplarisch einige der "Second-Best"-Designs näher dargestellt und analysiert. Bei der Betrachtung von Eigentümer-Unternehmern, wie es Gründer bei Unternehmensgründungen naturgemäß sind, geht man davon aus, daß diese eher sorgfältig agieren und sich somit die in Kapitel 5.1 und 5.2 geschilderten Anreizpotentiale mit geringerer negativer Wirkung entfalten. Dies wird einerseits damit begründet, daß bei kleineren Unternehmen diese oftmals die einzige oder zumindest wichtigste Einnahmequelle für die Eigentümer-Unternehmer darstellen und dadurch die eigene Existenzgrundlage nicht leichtfertig gefährdet wird. Andererseits verknüpfen Gründer einen wirtschaftlichen Rückschlag des jungen Unternehmens aufgrund der bestehenden, ausgeprägten Identifikation mit dem eigenem Unternehmen bzw. der eigenen Geschäftsidee häufig mit einem Versagen der eigenen Person, was eine entsprechende Aufmerksamkeit und Vorsicht bei den Entscheidungen und Handlungen impliziert²⁸⁸. Diese Umstände sind bei der folgenden Analyse der Eignung von Kooperationsdesigns zum Abbau der asymmetrischen Risiken bei Unternehmensgründungen zu beachten.

6.2 Maßnahmen bei Qualitätsunsicherheit (Adverse Selektion)

6.2.1 Maßnahmen auf Initiative des Agenten

6.2.1.1 Signalling

Bei der Vereinbarung einer Kooperationsbeziehung mit dem Ziel der Finanzierung eines Gründungsvorhabens kann es – wie in Kapitel 5.1 dargestellt – aufgrund vorherrschender Informationsasymmetrien zwischen Gründer und Kapitalgeber zu Qualitätsunsicherheit und im speziellen Fall zu Adverser Selektion seitens des Kapitalgebers führen. In der Realität haben bei Unternehmensgründungen, im Gegensatz zu dem theoretischen Beziehungsmodell der Adversen Selektion, bei dem die Parteien autonom handeln und entscheiden, beide Vertragsparteien ein gleichgerichtetes Interesse, die Geschäftsidee erfolgreich umzusetzen und das junge Unternehmen am Markt zu etablieren. Daher ist es nicht das primäre Ziel sein, den jeweilig besten Vertragsabschluß zu erreichen, sondern die Profitabilität des Unternehmens langfristig zu steigern und dadurch an der stetigen Wertsteigerung des Unternehmens zu partizipieren²⁸⁹.

Um diese Interessenangleichung und eine entsprechende Entscheidung des Kapitalgebers zu Gunsten der zu finanzierenden Geschäftsidee des Gründers zu erreichen, ist es erforderlich, diesem Zusatzinformationen zur Verminde-

²⁸⁸ Vgl. KAUFMANN (1997), S. 150.

²⁸⁹ Vgl. POSNER (1996), S. 90.

rung der Qualitätsunsicherheit zukommen zulassen. Der potentielle Kapitalgeber muß in die Lage versetzt werden, glaubwürdige Informationen zur Qualität der Unternehmensgründung zu gewinnen. Geht die Initiative zur Aufhebung der Informationsasymmetrie vom besser informierten Gründer aus, so werden diese als sog. "Signalling"-Maßnahmen²⁹⁰ bezeichnet. Für den Gründer stellt die Informationsübermittlung, z.B. durch einen detaillierten Businessplan (vgl. Kapitel 4.2.1), grundsätzlich nicht das primäre Problem dar. Vielmehr müssen die Informationen zur Qualität der Unternehmensgründung dem Kapitalgeber glaubhaft "signalisiert" und von diesem auch als glaubwürdig erachtet bzw. für seine Entscheidung akzeptiert werden.

Damit sich ein "gutes" Gründungsvorhaben von den "schlechten" Vorhaben glaubhaft absetzen kann, ist es unumgänglich, daß die "Signalling"-Maßnahme dem besser informierten Gründer Kosten verursacht, wobei diese mit zunehmender Qualität des zu finanzierenden Vorhabens abnehmen müssen. Andererseits muß das Signal durch die Kapitalgeber kostenlos wahrgenommen werden können. Sofern diese Voraussetzungen nicht vorliegen, besteht die Möglichkeit, daß Gründer mit "schlechten" Vorhaben potentiellen Kapitalgebern eine "gute" Qualität – zu günstigeren Kosten – vortäuschen; die Glaubwürdigkeit und Schlüssigkeit des Signals wäre gefährdet²⁹¹.

Als geeignetes Qualitätszeichen im Sinne einer „Signalling“-Maßnahme kann die Bereitschaft des Gründers, große Teile seines persönlichen Eigentums in das Gründungsprojekt zu investieren, aufgefaßt werden. Sofern die potentiellen Kapitalgeber bereit sind das persönliche und finanzielle Engagement des Gründers bei der Bewertung des Unternehmens mit einfließen zu lassen, folgt daraus: "Je größer die Bereitschaft des Gründers ist, sich und Teile seiner Privatsphäre in das Unternehmen einzubringen, desto geringer wird das Risiko eines Projektmißerfolges durch Außenstehende eingeschätzt und desto eher sind diese deshalb geneigt Anteile dieses Unternehmens zu einem höheren Kaufpreis zu erwerben",²⁹² also entsprechend mehr Kapital zur Verfügung zu stellen. Die Schlüssigkeit dieses Signals liegt darin begründet, daß eine höhere Beteiligungsquote des Gründers unter portfoliotheoretischen Gesichtspunkten die Diversifikation seines Privat-Portfolios verringert, also das

²⁹⁰ Einen Überblick über die verschiedenen Signalling-Mechanismen gibt SPENCE (1976), S. 591 ff.

²⁹¹ So auch JOST (2001), S. 28-30; OBST/HINTNER (2000), S. 168; SPREEMANN (1990), S. 578-580.

²⁹² VINCENTI (2002), S. 65.

Risiko – ausgedrückt durch die Varianz des Portfolios – erhöht²⁹³ und damit die Kosten der "Signalling"-Maßnahme darstellt.

Ähnlich glaubhafte Signale können von Gründern auch über die Einschaltung eines renommierten und damit kostenintensiven Prüfers oder Gutachters oder die eigenfinanzierte Absicherung der Gründungsidee durch eine kosten- und zeitintensive Patentanmeldung erreicht werden. Umgekehrt wird das Fehlen eines detaillierten Business Plans von den Investoren in der Regel als negatives Signal gewertet und derart interpretiert, daß sich der Gründer zumindest nicht besonders gut mit seinem Gründungsvorhaben beschäftigt hat.

Da die Gründer in den meisten Fällen nicht über genügend eigene Mittel verfügen (vgl. Kapitel 3.2.3), um einerseits die in der Seed- bzw. Start Up-Phase anfallenden laufenden Kosten zu bezahlen und andererseits die für die "Signalling"-Maßnahmen erforderlichen Mittel aufzubringen, wird in der Literatur vermutet, daß die Bemühungen des Gründers zur Verringerung der Informationsasymmetrien *allein* nicht ausreichen, damit die potentiellen Kapitalgeber – z.B. Business Angels oder Venture Capital-Gesellschaften – bereit sind, eine Finanzierungsbeziehung einzugehen²⁹⁴.

6.2.1.2 Offenlegung des Risikos mittels Rechtsformwahl

Eine weitere Möglichkeit die Qualitätsunsicherheit, ergo das zu erwartende Risiko der Fehlbewertung der Qualität der Unternehmensgründung, für den potentiellen Kapitalgeber meßbar oder zumindest sichtbar zu machen, besteht in der Wahl der angestrebten Rechtsform des zukünftigen jungen Unternehmens. Ausschlaggebend für die Einschätzung des Risikos ist hierbei, neben der in Kapitel 6.2.1.1 beschriebenen absoluten Beteiligungshöhe die persönliche Haftungssituation des Gründers. Je nachdem, ob das junge Unternehmen in der Rechtsform einer Kapitalgesellschaft – Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) oder "kleine" Aktiengesellschaft (AG) –, einer Personengesellschaft – Einzelunternehmung, Offene Handelsgesellschaft (OHG) oder Kommanditgesellschaft (KG) – oder einer Mischform – GmbH & Co KG etc. – rechtlich gegründet werden soll, wird die Haftung der Gesellschafter mehr oder weniger beschränkt²⁹⁵.

²⁹³ Für "gute" Gründungsvorhaben ist eine höhere Beteiligungsquote als Signal für den Gründer sinnvoll, da eine Kompensation des erhöhten Risikos über einen tatsächlich höheren Erwartungswert des Gründungserfolges möglich ist. Dies ist bei "schlechten" Vorhaben nicht gewährleistet, da die tatsächlichen Gründungserfolge hinter den signalisierten Erwartungswerten zurückbleiben (vgl. OBST/HINTNER (2000), S. 173).

²⁹⁴ Vgl. SCHEFCZYK (2000), S. 56; TONGER (2000), S. 46-48.

²⁹⁵ Zu den einzelnen Gesellschaftsformen und deren Wirkung auf die Haftungsbeschränkung der Gesellschafter vgl. z.B. SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 440-448; SÜCHTING (1995), S. 34-47. Grundsätzlich haften die Gesellschafter von Personengesellschaften zusätzlich zu dem Vermögen des

Bei der Wahl der Personengesellschaft als zukünftige Rechtsform des jungen Unternehmens stehen im Konkursfall grundsätzlich sowohl das vorhandene Unternehmensvermögen als auch das Privatvermögen des Gründers als Haftungsmasse zur Verfügung. Die daraus resultierende Verbundenheit mit den Chancen und Risiken des Gründungsvorhabens ist für den Kapitalgeber offensichtlich. Diese Wirkung kann dadurch noch gesteigert werden, daß der Gründer dem Kapitalgeber ein Kündigungsrecht vertraglich einräumt und diesem damit ein Sanktionsmittel verschafft. Durch das Sanktionsmittel kann eine partnerschaftliche, risikobewußte Handlungsabsicht unterstrichen werden. Für den Gründer können sich jedoch bei Ausübung eines eingeräumten Kündigungsrechtes auch vielschichtige Nachteile bis zu der Auflösung des Unternehmens ergeben²⁹⁶.

Sofern der Gründer die Rechtsform der Kapitalgesellschaft gewählt hat, ist es für diesen in Zukunft i.d.R. einfacher, weitere Beteiligungskapitalgeber zu gewinnen bzw. später Zugang zum Kapitalmarkt zu erhalten ("Going Public"). In der Start Up-Phase – also nach Vollzug der rechtlichen Gründung – besteht bei vorhandener Qualitätsunsicherheit aufgrund der geringen persönlichen Beteiligungsquote das Problem, potentielle Kapitalgeber zu gewinnen. Um die durch die gewählte Rechtsform auf das Unternehmensvermögen beschränkte Haftung gegenüber den Kapitalgebern für einen begrenzten Zeitraum aufzuheben, kann der Gründer bei vorhandenem Privatvermögen (in Analogie zur Fremdkapitalfinanzierung) durch die Stellung von zusätzlichen Sicherheiten in Form von Bürgschaften, Hypotheken oder Garantien die Haftungsmasse im Konkursfall und damit seine Glaubwürdigkeit (Reputation) erhöhen. Die insbesondere bei niedrigen Beteiligungsquoten bestehenden Anreize, zu Lasten der anderen Kapitalgeber zusätzliche Risiken einzugehen, würden dadurch reduziert²⁹⁷.

6.2.2 Maßnahmen auf Initiative des Prinzipals

6.2.2.1 Screening mit Self Selection

Wie bereits in Kapitel 5.1 und 6.2.1.1 dargestellt kann es bei der Anbahnung einer Finanzierungsbeziehung bei Unternehmensgründungen zu Informations- und Qualitätsrisiken bzw. Adverser Selektion zu Lasten des potentiellen Kapitalgebers kommen. In analoger Weise werden Maßnahmen gesucht, die die

Personengesellschaften zusätzlich zu dem Vermögen des Unternehmens mit ihrem Privatvermögen; hingegen haftet bei Kapitalgesellschaften grundsätzlich nur das Gesellschaftsvermögen für die Verbindlichkeiten des Unternehmens.

²⁹⁶ Vgl. dazu SCHMIDT/TERBERGER (1997), S. 441; SAUER (1993), S. 129-130.

Hier wäre die mögliche Entstehung eines umgekehrten Prinzipal-Agenten-Problems zu überlegen.

²⁹⁷ So auch BITZ (1988), S. 14,

bestehende Informationsasymmetrie zwischen Gründer und potentielltem Kapitalgeber reduziert. Entgegen den "Signalling"-Maßnahmen werden sog. "Screening"-Maßnahmen durch die Kapitalgeber (Prinzipale) veranlaßt. Der Kapitalgeber versucht, das Informationsdefizit über die Ausgangssituation des Gründungsvorhabens und die Qualität des Gründers sowie der Gründungsidee zu reduzieren, indem er dem Gründer (Agent) verschiedene, alternative Vertragsmodelle bzw. -designs zu Auswahl anbietet. Diese können sich u.a. in der absoluten Höhe der Kapitalbeteiligung, der geforderten Beteiligungsquote und der damit verbundenen Erfolgsbeteiligung sowie den Informations- und Gestaltungsrechten oder anderen Pflichten des Gründers unterscheiden. Diese alternativen Finanzierungsverträge sind insbesondere durch die für den Gründer fehlende Gestaltungsmöglichkeit, also eine Fixkombination der Vertragselemente, gekennzeichnet und enthalten für den Gründer Kosten in unterschiedlicher Höhe. Bei der Gestaltung der einzelnen Vertragsalternativen versucht der Kapitalgeber die Elemente derart zu kombinieren, daß es für den Gründer aufgrund einer sich daraus ergebenden Nutzenminderung²⁹⁸ uninteressant wird, einen Vertrag zu wählen, der nicht seinen Qualitäten und Verhaltensweisen entspricht, also für einen anderen "Gründer-Typ" bestimmt ist.

Der Gründer wird somit nur den für ihn und seine Interessen am besten ausgestalteten Vertrag wählen. Die jeweilige Wahl des Vertragsmodells identifiziert den Gründer bzw. seine Qualität und Interessenlage und sorgt damit indirekt für eine Aufdeckung seiner "privaten" Informationen; dies wird in der Literatur als Self Selection bezeichnet²⁹⁹.

Bei der Entscheidung über die Finanzierung der Unternehmensgründung bzw. der Deckung der bestehenden Eigenkapitallücke stellen häufig nur die Auswahl des Kapitalgebers und eines der von diesem angebotenen Vertragsalternativen eine für den Gründer aktiv beeinflussbare Entscheidungsvariable dar. Sofern der potentielle Kapitalgeber gefunden wurde, ergibt sich die Form der Finanzierung, mit den daraus resultierenden Konsequenzen für die Handlungsfreiheit der Geschäftsführung und die Erfolgsaufteilung. Aufgrund der Vorgaben der Kapitalgeber stellt die Ausgestaltung des Finanzierungsvertrages tendenziell ein Datum für die Gründer dar³⁰⁰, so daß die Wirkungsweise des beschriebenen "Self Selection"-Verfahrens zum Tragen kommt.

²⁹⁸ Die dargestellte Entscheidungssituation kann zur Filterung zwischen "guten" und "schlechten" Gründungsvorhaben herangezogen werden, sofern die Wahl bestimmter Vertragsmodelle für qualitativ hochwertige Gründungspartner in ökonomischer Hinsicht vorteilhafter ist als für Gründer minderer Qualität (vgl. VINCENTI (2002), S. 58-59).

²⁹⁹ Vgl. OBST/HINTNER (2000), S. 168; WEIMERSKIRCH (1999), S. 69-72.

³⁰⁰ Vgl. ENGELMANN/JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 20. Die geringe Beeinflussbarkeit der Vertragsgestaltung ist insbesondere bei der Kapitalbeschaf-

6.2.2.2 Screening mit Due Diligence

Die Kapitalgeber, insbesondere Venture Capital-Gesellschaften und Business Angels, sind bestrebt die bestehenden Informationsdefizite bzw. Glaubwürdigkeitsprobleme hinsichtlich der vom Gründer zur Verfügung gestellten Informationen durch eigene Maßnahmen zu erkennen und zu reduzieren. Dabei spielt die sog. Due Diligence³⁰¹ des Gründungsvorhabens eine zentrale Rolle. Unter Due Diligence soll dabei die intensive Analyse und Prüfung des Gründungsprojektes, der Person des Gründers sowie den mit einer Finanzierungsentscheidung verbundenen Chancen und Risiken verstanden werden. Diese Untersuchung bezieht sich zunächst auf den Geschäftsplan, um einen Gesamteindruck von der Geschäftsidee zu erhalten. Desweiteren werden die Geschäftsunterlagen zwischen Kapitalgeber und Gründer z.B. in Form eines Interviews besprochen, so daß sich der Kapitalgeber eine persönliche Vorstellung über die kaufmännischen und – in Bezug auf die in dieser Arbeit betrachteten Gründungsvorhaben – insbesondere technischen Fähigkeiten und Qualitäten machen kann. Ein weiterer Bereich der von den Kapitalgebern mittels einer sog. "Market Due Diligence" untersucht wird, ist das Wachstumspotential und die Wettbewerbssituation des Marktes. Die so gewonnen unternehmensinternen bzw. -externen Informationen bilden zusammen die Grundlage für die erforderlichen zukünftigen Finanzierungsentscheidungen des Kapitalgebers³⁰².

Aufgrund der tendenziell hohen Kosten- und Zeiterfordernisse einer Due Diligence wird diese Maßnahme nur auf Gründungsvorhaben angewandt, die ihre Gründungsreife bei einer Grobprüfung bereits unter Beweis gestellt haben³⁰³. Bei informellen Kapitalgebern, wie z.B. Business Angels, wird die eigene Due Diligence häufig durch Syndizierung der Finanzierung – also Co-Investition mit anderen Business Angels – und dem damit verbunden Austausch von Informationen bzw. Fachwissen über das Produkt oder aus der persönlichen Bekanntheit mit dem Gründer unterstützt und eine Reduzierung des Finanzierungsrisikos dadurch gefördert³⁰⁴.

fung über Venture Capital-Gesellschaften, Business Angels und dem anonymen Kapitalmarkt stark ausgeprägt. Für den Gründer stellt somit die Wahl des geeigneten Kapitalgebers das primäre Entscheidungsproblem dar.

³⁰¹ Zum Begriff der Due Diligence sowie deren Merkmale und Anlässe vgl. BERENS/STRAUCH (1999), S. 10-14.

³⁰² Vgl. WEIMERSKIRCH (1999), S. 105.

³⁰³ Bei rein ertragsorientierten Kapitalgebern (z.B. Venture Capital-Gesellschaften) wird bei nur ca. 10% der Vorhaben eine Due Diligence durchgeführt (vgl. ENGELMANN/ JUNCKER/NATUSCH/TEBROKE (2000), S. 115).

³⁰⁴ Vgl. dazu TONGER (2000), S. 48-51.

6.3 Maßnahmen bei Verhaltensunsicherheit

6.3.1 Monitoring (Kontrolle) und Bonding (Selbstbindung)

Nach erfolgtem Abschluß eines Finanzierungsvertrages können aufgrund von Informationsasymmetrien und Verhaltensunsicherheiten zwischen Gründer und Kapitalgeber die in Kapitel 5.2.1 und 5.2.2 beschriebenen Phänomene "Hold Up" und "Moral Hazard" die Finanzierungsbeziehung beeinträchtigen. Der Kapitalgeber wird daher bereits bei Abschluß des Vertrages geeignete Anreizsysteme in dem zugrundeliegenden Kooperationsdesign berücksichtigen, die das Interesse des Gründers an einem vertragskonformen Verhalten sicherstellt³⁰⁵.

Zur Entschärfung der negativen Verhaltensanreize besteht die Möglichkeit der permanenten, vollständigen Kontrolle der unternehmerischen Tätigkeit durch den Kapitalgeber, das sog. Monitoring. Desweiteren könnte z.B. die Investitionspolitik des Gründers durch eine glaubhafte und nachprüfbar Selbstbindung (Bonding) in Form von vertraglichen Verhaltensregeln und -pflichten durch die Kapitalgeber überwacht werden. Da diese Maßnahmen mit signifikanten Kosten ("Monitoring-Costs" bzw. "Bonding-Costs")³⁰⁶ verbunden sind und eine "vollständige Überwachung" insbesondere in der Gründungsphase von jungen Unternehmen für reine Kapitalgeber fast unmöglich ist, scheiden diese Verfahren aus Praktikabilitätsgründen und ökonomischen Gründen tendenziell aus.

Sofern der Kapitalgeber jedoch über wirksame, ebenfalls vertraglich fixierte Kontroll- und Sanktionsmechanismen verfügen kann, ist die Regelung einzelner, zentraler Pflichten des Gründers jedoch sinnvoll.

Dabei kann die Vereinbarung von Budgetansätzen ("Monitoring") für Büroausstattung und Dienstwagen aber auch für FuE-Aufwendungen sowie eine regelmäßige Erstellung von Budget-Ist-Abgleichen das Problem der "Perk Consumption", wie es beispielsweise in der "New Economy" zu beobachten war, maßgeblich reduzieren. Desweiteren ermöglicht ein in kurzfristigen Zeitabständen erfolgreiches Reporting an den Kapitalgeber zwar nicht die Verhinderung von opportunistischem Verhalten, fördert jedoch dessen zeitnahe Erkennung und Sanktionierung.

³⁰⁵ Vgl. VINCENTI (2002), S. 57.

³⁰⁶ Diese "Monitoring-Costs" und "Bonding-Costs" kompensieren einen Teil der durch die Maßnahmen erzielten Ersparnis von Agency-Costs. Der Kapitalgeber muß daher vor dem Einsatz von Monitoring und Bonding prüfen in wie weit der Informationswert durch die entstehenden Kosten überkompensiert wird, so daß die Maßnahmen die Rentabilität der Investition trotz gesunkenem Risikos eher verschlechtern als verbessern. So auch OBST/HINTNER (2000), S. 179

Als "Bonding"-Maßnahme könnte die Festschreibung von Anlagegrundsätzen oder die freiwillige Gewährung von Zustimmungsrechten des Kapitalgebers für Investitionsvorhaben über einem bestimmten Schwellenwert aufgefaßt werden. Das Risiko der Verfolgung (aus Sicht des Kapitalgebers) unrentabler Projekte und Anlagen könnte dadurch minimiert werden³⁰⁷.

Eine grundsätzliche Einflußnahme auf die Geschäftspolitik und damit auf das Verhalten des Gründers versuchen Kapitalgeber, wie Business Angels und Venture Capital-Gesellschaften, durch die Vereinbarung und Durchführung von Beratungsleistungen bzw. Know-how-Transfer auszuüben. Diese Maßnahme verbindet den "Monitoring"-Gedanken mit der Möglichkeit der positiven Beeinflussung des Gründerverhaltens über die Bereitstellung von Management-Erfahrung und technischem Know-how³⁰⁸. Durch die enge Einbindung des beratenden Kapitalgebers und die über den – gemäß den externen, gesetzlichen Publizitäts- und Prüfungspflichten – erstellten Jahresabschluß hinausgehenden Informationen des internen Rechnungswesens und Controllings³⁰⁹ erhält der Kapitalgeber viel mehr Aufschluß über das Handeln des Gründers und die "wirkliche" Entwicklung des jungen Unternehmens. Da diese Informationen zum Großteil aus eigenen Beobachtungen und Recherchen des beratenden Kapitalgebers resultieren, werden die Informationsbeschaffungs- und Glaubwürdigkeitsprobleme gleichzeitig reduziert und ermöglichen zusätzlich eine schnelle und effiziente Analyse wie auch Reaktion; die bestehende Informationsasymmetrie wird entsprechend reduziert³¹⁰.

Einerseits wird der durch eine zu hohe Beteiligungsquote des Kapitalgebers ausgelöste "Trade-off" zwischen Anreizwirkung und Kontrolle (vgl. Kapitel 6.3.2) und andererseits die tendenziell mit steigender Branchenerfahrung des Gründers und wachsender Unternehmensreife sinkende Akzeptanz der Beratungsleistung als problematisch für die Einflußnahme durch den Kapitalgeber angesehen. Sofern unklar ist, ob der Gründer die Beratungsleistung des Kapitalgebers annimmt und/oder umsetzt, resultiert für den beratenden Kapitalgeber daraus ein "Hold Up"-Problem, sofern er das Handeln des Gründers beobachten kann. Kann er dies nicht, so besteht aufgrund fehlender Kontrolle ein

³⁰⁷ Vgl. OBST/HINTNER (2000), S. 179; SCHEFCZKY (2000), S. 44-45 und S. 54-55. Für den Gründer wäre hier wiederum eine mögliche Umkehrung des Verhaltensrisikos im Hinblick auf die Entscheidungen des Kapitalgebers zu beachten.

³⁰⁸ Vgl. dazu die Darstellung der Eigenkapitalfinanzierung durch Business Angel in Kapitel 3.2.2.

³⁰⁹ Hierunter fallen z.B. Angaben über den Verlauf der Produktentwicklung bzw. FuE-Tätigkeiten, Patentanmeldungen, die mögliche Nachahmung von Produkten durch Konkurrenten oder Marktforschungsergebnisse bzgl. einer neu zu besetzenden Branche.

³¹⁰ Vgl. TONGER (2000), S. 68-71; POSNER (1996), S. 91.

"Moral Hazard"³¹¹. Die Situation der asymmetrischen Information ist durch die Einflußnahme qua Beratung somit nicht grundsätzlich aufgehoben.

6.3.2 Wahl der optimalen Beteiligungsquote und der Entlohnungsregelung

Der Kapitalgeber kann durch einen hohen Anteil an dem Unternehmen bei positiver Entwicklung einen finanziellen Vorteil und durch entsprechend mehr Stimmrechte eine größere Einflußnahme gegenüber der Geschäftsführung durchsetzen. Aus der entsprechend geringen Beteiligungsquote des Gründers resultiert damit die negative Anreizwirkung, daß einerseits dem Gründer unternehmenswertsteigernde Anstrengungen in geringem Maße zugute kommen und somit zunehmend unterlassen werden und andererseits der Nutzen opportunistischer Aktivitäten (z.B. Perk Consumption) dem Gründer vollständig zukommt³¹². Dieser "Trade-off" zwischen Anreizwirkung und Kontrolle kann durch eine anreizkompatible Kombination von ausreichendem Eigenkapitalanteil³¹³ und Entlohnungsregelung des Gründers gelöst werden.

Die Entlohnungsregelung kann derart gestaltet werden, daß der geschäftsführende Gründer für seine Managerleistung ein festes, unter dem am Arbeitsmarkt für einen angestellten Manager übliches Gehalt bezieht und bei guter Leistung als Ausgleich eine höher Beteiligungsquote³¹⁴ erhält, wodurch dieser zusätzlich an der positiven Entwicklung des Unternehmenswertes partizipiert. Für einen wirksamen Einsatz der Entlohnungsregelung müssen aus Sicht des Gründers jedoch weitere Bedingungen erfüllt sein. Die Größen, von denen das Entlohnungssystem und damit die für den Gründer vorgesehene Zusatzvergütung abhängig sind, müssen durch die Entscheidungen sowie das Verhalten des Gründers beeinflusst werden können. Das Verständnis bzw. die Akzeptanz des Gründers für die Zusammenhänge des Berechnungsmodells müssen ebenfalls vorhanden sein. Desweiteren ist es erforderlich, daß sämtliche auf das Lohnschema einflußnehmende Faktoren³¹⁵ (z.B. das Produkti-

³¹¹ So auch TONGER (2000), S. 72-73; SPREEMANN (1990), S. 584.

³¹² Vgl. TONGER (2000), S. 64-65.

³¹³ Bei technologieorientierten Gründungsvorhaben kann eine "ausreichende", einvernehmlich bestimmte Beteiligungsquote durchaus unter Einbeziehung der speziellen Kenntnisse des Gründers über Produkte, FuE-Tätigkeit oder Branche erfolgen, so daß diesem unter Umständen höhere Eigenkapitalanteile zufallen, als diese sich aus den Kapitaleinlagen effektiv ergeben würden (vgl. POSNER (1996), S. 91).

³¹⁴ Die "neue" Beteiligungsquote liegt damit oberhalb des Quotienten, der sich aus den von Gründer und Kapitalgeber eingezahlten Beträgen berechnet. Die höhere Beteiligungsquote kann einmalig fixiert werden oder wie bei sog. "equity earn-outs" der Venture Capital-Gesellschaften je nach Erreichen einer bestimmten Zielvorgabe gestaffelt werden.

³¹⁵ Vgl. dazu SPREEMANN (1990), S. 581-583.

onsergebnis) von beiden Vertragsparteien ohne Dissens beobachtet werden können.

Entscheidend für den renditeorientierten Kapitalgeber ist bei der Entlohnungsregelung, daß zusätzlich zur (Verhaltens-)Risikominderung der bei ihm entstehende, kostenintensive Kontrollaufwand erheblich verringert wird.

Ein Vorgehen, das diese Anforderungen berücksichtigt, kann eine hinreichende Interessenharmonisierung zwischen dem (annahmegemäß risikoaversen) Gründer und (annahmegemäß risikoneutralen) Kapitalgeber bewirken, so daß der Gründer opportunistische Manipulationen aus Eigeninteresse unterläßt.

6.3.3 Autorität und Hierarchie

Als weitere Maßnahmen zur Reduzierung der Verhaltensunsicherheit nach Vertragsabschluß werden die „Instrumentarium“ der Autorität und der Hierarchie zwischen Gründer und Kapitalgeber insbesondere in Bezug auf das "Hold Up"-Problem in der Literatur diskutiert³¹⁶.

Das Dilemma des "Hold Up" könnte zu Gunsten des Kapitalgebers dadurch gelöst werden, daß sich der Gründer in einem langfristigen Finanzierungsvertrag der Autorität des Kapitalgebers unterwirft und je nach Umweltsituation dessen Entscheidungen ausführt. Die vormals partnerschaftliche Finanzierungsbeziehung nimmt hierarchische Strukturen an. Die zentrale Stellung der Person des Gründers verliert dadurch an Bedeutung bzw. wird auf den Kapitalgeber übertragen.

Damit die gebildete Hierarchie nicht von Seiten des Gründers durch Leistungsverweigerung boykottiert werden kann, muß der Kapitalgeber über entsprechende Sanktionsmechanismen³¹⁷ verfügen. Ein für die Sanktionierung geeigneter Mechanismus kann ein Zusatznutzen des Gründers sein (z.B. Kündigungsschutz als Gründer-Manager, Bonuszahlung am Jahresende) in dessen Genuß er erst nach loyaler und erfolgreicher Anweisungsausführung gelangt. Ebenso wie bei dem in Kapitel 6.3.2 dargestellten Entlohnungssystem gelten auch bei den Sanktionsmechanismen die gleichen Bedingungen für einen wirksamen Einsatz. Insbesondere bei den betrachteten innovativen, technologieorientierten Gründungsvorhaben, bei denen vor allem Inputfaktoren, wie z.B. die Arbeitsleistung von Ingenieuren und Wissenschaftlern nur schwer kontrollierbar sind, erweist sich eine strikte hierarchische Kontrolle oftmals als ineffizient³¹⁸.

³¹⁶ Vgl. im folgenden ZIMMER (1998), S. 31-36.

³¹⁷ Für Beispiele von Sanktionsregelungen bei Finanzierungen mit Venture Capital-Gesellschaften siehe SCHEFCZKY (2000), S. 55.

³¹⁸ So auch ZIMMER (1998), S. 31-33; SPREMANN (1990), S. 580-581.

7 Resümee

Im Rahmen dieser Arbeit wurde die besondere Risikosituation der Gründer und Kapitalgeber bei der Planung und Realisierung einer Unternehmensgründung dargestellt und entsprechend ihrer Ursachen (Kapitel 4), sowie entlang des zeitlichen Verlaufs einer Finanzierungsbeziehung (Kapitel 5) systematisiert und näher analysiert. Ferner wurden Maßnahmen zur Gestaltung des Kooperationsdesigns vorgestellt und bewertet, die vor (Kapitel 6.2) und nach dem Abschluß (Kapitel 6.3) eines Gründungsfinanzierungsvertrages zur Reduzierung der ermittelten Risiko- und Informationsasymmetrien zwischen den Partnern beitragen können.

Der verwendete neoinstitutionalistische Analyseansatz für die Gestaltung von Finanzierungsbeziehungen weist jedoch bei einer strikten Anwendung einige wesentliche Kritikpunkte auf. Zum Einen geht der Ansatz durchweg von hohen Ineffizienzen und Marktunvollkommenheiten, also einem extrem ungünstigen Szenario, aus. In der Realität herrschen bei Gründungsfinanzierungen aber durchaus günstigere Konstellationen vor, wodurch die Anwendbarkeit dieses finanzierungstheoretischen Ansatzes eingeschränkt werden könnte. Desweiteren erweisen sich die zentralen Variablen (z. B. Agency-Kosten, Kosten der Adversen Selection (Informationswert), o.ä. Transaktionskosten), die bei der Systematisierung verwendet wurden, in der Realität häufig als schwer meßbar. Dies gilt um so stärker im Fokus einer Gründungsfinanzierung, da in dieser Situation nicht auf die implizite Bewertung abgestellt werden kann, wie sie z.B. bei börsennotierten Unternehmen durch den Markt (für Beteiligungskapital) wahrgenommen wird. Zum Anderen ist der Opportunismus der ökonomischen Akteure als zentrale Annahme des theoretischen Ansatzes als kritisch zu beurteilen. Die Annahme unterstellt den handelnden Wirtschaftssubjekten ein opportunistisches Verhalten, das ungeachtet vertraglicher oder moralischer Verpflichtungen eine individuelle Nutzenmaximierung – auch zu Lasten anderer – anstrebt. Da Gründungsfinanzierungen, insbesondere mit informellen Kapitalgebern wie z.B. Business Angel, vor allem auf einer Basis von persönlichem Vertrauen und "Interessenharmonie"³¹⁹ zwischen Gründer und Kapitalgeber beruhen, kann das in der Theorie verwendete Menschenbild zur Problemanalyse und -lösung herangezogen werden. Dieser eingeschränkte

³¹⁹ Es kann in der Realität davon ausgegangen werden, daß beide Partner das zu finanzierende Gründungsvorhaben "bestmöglich" realisieren und etablieren wollen, da ansonsten schon die "nicht zielgerichtete" Beschäftigung mit dem Vorhaben für rendite-orientierte Wirtschaftssubjekte eine "Ressourcenverschwendung" darstellt. Dennoch ist ein annahmegemäßes Verhalten als extreme reale Verhaltensausprägung denkbar, die als Extremwert jedoch nur einen kleinen Ausschnitt der Realität repräsentiert.

Realitätsbezug sollte jedoch bei der Ableitung von Handlungsvorschlägen für Gründer und Kapitalgeber nicht unberücksichtigt bleiben³²⁰.

Bei der Analyse stellte sich heraus, daß die Beteiligungsfinanzierung, u.a. durch die Variationsmöglichkeit der Beteiligungsquote, dazu geeignet ist, das Problem der Risikoallokation zwischen Gründer und Kapitalgeber weitgehend zu eliminieren³²¹, sofern die dabei auftretenden Meß- und Bewertungsprobleme (Kontroll- und Bindungsmechanismen) zufriedenstellend gelöst werden können. Dazu können speziell bei mehrperiodigen Finanzierungsbeziehungen sowohl der Reputationsmechanismus³²² als auch die Verwendung von "Ausstiegsklauseln"³²³ als geeignete Maßnahmen angesehen werden. Die sich dadurch gegenüber dem Gründer ergebende Droh- und Sanktionswirkung ermöglicht es dem Kapitalgeber das bestehende Kontroll- und Bindungsproblem einer Beteiligungsfinanzierung zu lösen.

Aufgrund der Komplexität der Gründungssituation und der sich im Zeitablauf ständig ändernden Risiko- und Ertragssituation der beiden Partner kann jedoch keine Handlungsempfehlung für ein allgemeingültiges Kooperationsdesign abgeleitet werden. Vielmehr ist die anfänglich für Gründer und Kapitalgeber zu einer optimalen Risiko- und Ertragsallokation führende "Mischung" der Maßnahmen an die einzelnen Erfolgsstufen des jungen Unternehmens anzupassen, um so bei geeigneter Anwendung eine anreizkompatible Umgebung zu schaffen, in der die Vertragspartner ein gleichgerichtetes Interesse fortentwickeln.

³²⁰ So auch TONGER (1999), S. 75-77.

³²¹ Vgl. SCHULZ (2000), S. 231-234.

³²² Bei diesem wird das Fehlverhalten des Gründers über das soziale und kulturelle Umfeld und den Markt sanktioniert.

³²³ Diese erzeugen für den Gründer das Problem der "Wiederverhandlung" bei Kapitalverlängerung.

Literaturverzeichnis

Alchian/Woodward (1988)

Alchian, A.A., Woodward, S.: The Firm is Dead; Long Live the Firm, in: Journal of Economic Literature, XXVI, Nr.1, 1988, S. 65-79

Akerlof (1970)

Akerlof, G.A. : The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: The Quarterly Journal of Economics, Nr. 84, 1970, S. 488-500.

Berens/Strauch (1999)

Berens, W.; Strauch, J. : Herkunft und Inhalt des Begriffs Due Diligence, in: Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, Berens, W.; Brauner H.U. (Hrsg.); Stuttgart, 1999, S. 3-19.

Bitz (1988)

Bitz, M.: Asymmetrien von Informationen, Einfluß und Betroffenheit als Determinanten des Finanzmanagements, Fachbereich Wirtschaftswissenschaft der Fernuniversität Hagen (Hrsg.), Diskussionsbeitrag Nr. 136, Hagen, 1988.

Bitz (1998)

Bitz, M.: Grundprobleme in Finanzierungsbeziehungen, in: Finanzwirtschaft – Einzelwirtschaftliche Finanzierungstheorie, Fernuniversität Hagen (Hrsg.), Kurseinheit 601 Nr. 2, Hagen, 1998.

Bitz/Schneeloch/Wittstock (2000)

Bitz, M., Schneeloch, D., Wittstock, W.: Der Jahresabschluß, München, 2000.

Brettel/Jaugey/Rost (2000)

Brettel, M., Jaugey, C., Rost, C.: Business Angels: Der informelle Beteiligungsmarkt in Deutschland, Wiesbaden, 2000.

Burchert/Hering/Hoffjahn (1998)

Burchert, H.; Hering, T.; Hoffjahn, A.: Finanzwirtschaftliche Probleme mittelständischer Unternehmen, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 50. Jg., Heft. 3, 1998, S. 241 - 262.

Demougin/Jost (2001)

Demougin, D., Jost, P.-J. : Theoretische Grundlagen der Prinzipal-Agententheorie, in: Die Prinzipal-Agententheorie in der Betriebswirtschaftslehre, Jost, P.J. (Hrsg), Stuttgart, 2001, S. 45-81.

Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke (2000)

Engelmann, A.; Juncker, K.; Natusch, I.; Tebroke, H.-J.: Moderne Unternehmensfinanzierung: Risikokapital für Unternehmensgründung und -wachstum, Frankfurt a.M., 2000.

Franke (1993)

Franke, G.: Agency-Theorie, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Wittmann, W., Kern, W., Köhler, R., Küpper, H.-U., Wysocki, K. (Hrsg.), Stuttgart, 1993, S. 37-49.

Grichnik (2001)

Grichnik, D.: Neuere Entwicklungen der Gründungs- und Wachstumsfinanzierung – Vortrag, Universität zu Lübeck am 9.11.2001, online im Internet, URL: <<http://www.fernuni-hagen.de/bitiz/download/sonstige/grichnik-gw-2001.pdf>> , Stand 27.12.01, Abruf 30.03.02 18:59

Hartmann-Wendels (2001)

Hartmann-Wendels, T.: Finanzierung, in: Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, Jost, P.J. (Hrsg), Stuttgart, 2001, S. 117-146.

Hofmeister (1999)

Hofmeister, R.: Der Business Plan: Geschäftsidee prüfen, Firmengründung planen, Finanzierung sichern, Wien, 1999.

Jensen/Meckling (1976)

Jensen, M.C.; Meckling, W.H. : Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: Journal of Financial Economics, Nr. 3, 1976, S. 305-360.

Jost (2001)

Jost, P.-J.: Die Prinzipal-Agenten-Theorie im Unternehmenskontext, in: Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, Jost, P.J. (Hrsg), Stuttgart, 2001, S. 11-43.

Kaufmann (1997)

Kaufmann, F. : Besonderheiten der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen: Ein Überblick über die Problemlage, in: Kredit und Kapital, Jg. 30, 1997, S. 140-155.

Matschke (2001)

Matschke, X.: Das Principal Agent Modell adverser Selektion, in: Wirtschaftswissenschaftliches Studium - Zeitschrift für Ausbildung und Hochschulkontakt, Heft 8, 2001, S. 435-437.

Modigliani/Miller (1958)

Modigliani, F.; Miller, M.H.: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: American Economic Review, Nr. 48, 1958, S.261-297.

Obst/Hintner (2000)

Obst, G.; Hintner, O.: Geld-, Bank- und Börsenwesen: Handbuch des Finanzsystems, v.Hagen, J., v.Stein, J.H. (Hrsg.), Stuttgart, 2000.

Posner (1996)

Posner, D.: Early-Stage-Finanzierungen: Spannungsfeld zwischen Gründern, Investoren und staatlichen Rahmenbedingungen, Wiesbaden, 1996.

Richter/Furubotn (1996)

Richter, R.; Furubotn, E.: Neue Institutionenökonomik: Eine Einführung und kritische Würdigung, Tübingen, 1991.

Ripsas (1998)

Ripsas, S.: Der Business Plan - Eine Einführung, in Entrepreneurship, Falting, G. (Hrsg.), München, 1998, S. 141-151.

Sauer (1993)

Sauer, R.: Möglichkeiten und Grenzen externer Eigenkapitalbeschaffung mittelständischer Unternehmen: Eine Analyse aus Sicht der Unternehmung differenziert nach Finanzierungsformen, Ausstattungsmerkmalen und Kapitalgebern, Köln, 1993.

Schefczyk (2000)

Schefczyk, M.: Finanzieren mit Venture Capital: Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler, Stuttgart, 2000.

Schmidt/Terberger (1997)

Schmidt, R.H.; Terberger, E.: Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, Wiesbaden, 1997.

- Schmidt* (1981)
Schmidt, R.H.: Grundformen der Finanzierung: Eine Anwendung des neo-institutionalistischen Ansatzes der Finanzierungstheorie, in: Kredit und Kapital, 14. Jg., 1981, S. 186-221.
- Schulz* (2000)
Schulz, E.: Die Finanzierung von Existenzgründungen: Eine informations-ökonomische Analyse, Frankfurt a.M., 2000.
- Spence* (1976)
Spence, M.A.: Informational Aspects of Market Structure: An Introduction, in: The Quarterly Journal of Economics, 1976, S. 591-597.
- Spremann* (1990)
Spremann, K.: Asymmetrische Information, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 60 Jg., Heft 5/6, 1990, S. 561-586
- Spremann* (1996)
Spremann, K.: Wirtschaft, Investition und Finanzierung, München, 1996.
- Szyperski/Nathusius* (1997)
Szyperski, N.; Nathusius, K.: Probleme der Unternehmensgründung: Eine betriebswirtschaftliche Analyse unternehmerischer Startbedingungen, Stuttgart, 1977.
- Steiner* (1993)
Steiner, M.: Finanzierung in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Wittmann, W., Kern, W., Köhler, R., Küpper, H.-U., Wsocki, K. (Hrsg.), Stuttgart, 1993, S. 1024-1038.
- Süchting* (1995)
Süchting, J.: Finanzmanagement: Theorie und Politik der Unternehmensfinanzierung, Wiesbaden, 1995.
- Tonger* (2000)
Tonger, T.: Unternehmensgründung und Business Angel: Eine Analyse ihrer Agency-Beziehung, in Reihe: FGF Entrepreneurship-Research Monographien, Klandt, H., Szyperski, N. (Hrsg.); Band 21, Lohmar / Köln, 2000.
- Vincenti* (20002)
Vincenti, A.: Wirkungen asymmetrischer Informationsverteilung auf die Unternehmensbewertung, in: Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis, 54. Jg., Heft 1, 2002, S. 55-68.
- Weimerskirch* (1999)
Weimerskirch, P.: Finanzierungsdesign bei Venture-Capital-Verträgen, Wiesbaden, 1999.
- Winter* (2001)
Winter, S.: Empirische Untersuchungen zur Managemententlohnung, in: Die Prinzipal-Agenten-Theorie in der Betriebswirtschaftslehre, Jost, P.J. (Hrsg), Stuttgart, 2001, S. 491-539.
- Wittmann* (1959)
Wittmann W.: Unternehmung und unvollkommene Information : unternehmerische Voraussicht, Ungewißheit und Planung, Köln, 1959.
- Zimmer* (1998)
Zimmer, P.: Unternehmensfinanzierung im Lebenszyklus: Ökonomische Erklärungen zum Finanzierungsverhalten, Wiesbaden, 1998.

Verzeichnis verwendeter Gesetzestexte

Aktiengesetz (AktG)

vom 06. September 1965 (BGBl. I S. 1089) (BGBl. III 4121-1) zuletzt geändert durch Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht vom 22.04.2002 (BGBl. I S. 1310)

Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG)

vom 20.04.1892 (RGBl. S. 477) in der Fassung der Bekanntmachung vom 20.05.1898 (RGBl. S. 846) (BGBl. III/FNA 4123-1) zuletzt geändert durch Gesetz zur Anpassung der Formvorschriften des Privatrechts und anderer Vorschriften an den modernen Rechtsverkehr vom 13.07.2001 (BGBl. I S. 1542)

Gesetz über das Kreditwesen (KWG)

in der Fassung der Bekanntmachung vom 09. September 1998 (BGBl. I S. 2776) zuletzt geändert durch Gesetz vom 08.12.1999 (BGBl. I S. 2384) (BGBl. III/FNA 7610-1)

Handelsgesetzbuch (HGB)

vom 10. Mai 1997 (RGBl. S. 219) (BGBl. III 4100-1) zuletzt geändert durch Gesetz zur Änderung von Vorschriften über die Bewertung der Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen und zur Aufhebung des Diskontsatz-Überleitungsgesetzes (Versicherungskapitalanlagen-Bewertungsgesetz – VersKapAG) vom 26.03.2002 (BGBl. I S. 1219)

Rundschreiben des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen 9/98

Überblick über die grundsätzlichen Anforderungen an die Offenlegung der wirtschaftlichen Verhältnisse nach § 18 KWG, Geschäftsnummer: I 3 - 237 - 2/94, vom 07. Juli 1998.

Rundschreiben des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen 16/99

Änderung der grundsätzlichen Anforderungen an die Offenlegung der wirtschaftlichen Verhältnisse nach § 18 KWG, Änderung des Rundschreibens 9/98 vom 7. Juli 1998 - I 3 - 237 - 2/94: Regelung über die Offenlegung bei Krediten an bilanzierende Kreditnehmer, Geschäftsnummer: I 3 - 237 - 2/94, 29. November 1999

Die Diskussionspapiere ab Nr. 183 (1992) bis heute, können Sie im Internet unter

<http://fernuni-hagen.de/FBWIWI/> einsehen und zum Teil downloaden.

Die **Titel** der Diskussionspapiere von Nr 1 (1975) bis 182 (1991) können bei Bedarf im Fachbereich Wirtschaftswissenschaft angefordert werden: FernUniversität, z. Hd. Frau Huber oder Frau Mette, Postfach 940, 58084 Hagen .

Die Diskussionspapiere selber erhalten Sie nur in den Bibliotheken.

Nr	Jahr	Titel	Autor/en
322	2001	Spreading Currency Crises: The Role of Economic Interdependence	Berger, Wolfram Wagner, Helmut
323	2002	Planung des Fahrzeugumschlags in einem Seehafen-Automobilterminal mittels eines Multi-Agenten-Systems	Fischer, Torsten Gehring, Hermann
324	2002	A parallel tabu search algorithm for solving the container loading problem	Bortfeldt, Andreas Gehring, Hermann Mack, Daniel
325	2002	Die Wahrheit entscheidungstheoretischer Maximen zur Lösung von Individualkonflikten - Unsicherheitssituationen -	Mus, Gerold
326	2002	Zur Abbildungsgenauigkeit des Gini-Koeffizienten bei relativer wirtschaftlicher Konzentration	Steinrücke, Martin
327	2002	Entscheidungsunterstützung bilateraler Verhandlungen über Auftragsproduktionen - eine Analyse aus Anbietersicht	Steinrücke, Martin
328	2002	Die Relevanz von Marktzinssätzen für die Investitionsbeurteilung – zugleich eine Einordnung der Diskussion um die Marktzinsmethode	Terstege, Udo
329	2002	Evaluating representatives, parliament-like, and cabinet-like representative bodies with application to German parliament elections 2002	Tangian, Andranik S.
330	2002	Konzernabschluss und Ausschüttungsregelung im Konzern. Ein Beitrag zur Frage der Eignung des Konzernabschlusses als Ausschüttungsbemessungsinstrument	Hinz, Michael
331	2002	Theoretische Grundlagen der Gründungsfinanzierung	Bitz, Michael