

## Geleitwort

Wagnisfinanzierung fasziniert den Wirtschaftspolitiker wegen ihrer Wachstumsimpulse und Beschäftigungseffekte, den Anleger locken die hohen Renditen. Nach der Standardvorstellung sind Reduktion des Risikos und Erhöhung des Liquiditätsgrades von Unternehmensanteilen Kernelemente der Strategie, mit der bei der Wagnisfinanzierung Wert geschaffen wird. Die Arbeit von Jochen Bigus sucht das Spezifische der Wagnisfinanzierung im informationsökonomischen Bereich. Im Kern wird die Beziehung zwischen einem kapitalsuchenden Unternehmer und einem Financier in den sehr frühen Unternehmensphasen und vor einem Börsengang betrachtet. Ziel der Arbeit ist es, ein besseres Verständnis der Hybrid- und Phasenfinanzierung zu gewinnen, die für die Wagnisfinanzierung typisch sind.

Nach einem Überblick über das Schrifttum (Kapitel B) entwickelt Jochen Bigus Modelle, die bislang kaum untersuchte Informations- und Anreizprobleme bei der Gründung eines hochriskanten Unternehmens und dessen erster Finanzierung analysieren. Kapitel C unterstellt unterschiedliche Erwartungen über Mittelwert und Streuung von Rückflüssen bei gleich verteilten Projektinformationen, obwohl heterogene Erwartungen gewöhnlich mit Informationsasymmetrien verbunden werden. Die Annahme wird mit Unsicherheitsaversion und mit der unterschiedlichen Fähigkeit begründet, Projektinformationen in Mittelwerte, Streuungen oder andere Eingabegrößen von Bewertungsmodellen zu übersetzen. So gesehen beruhen die heterogenen Erwartungen auf ungleichen Informationen zu Übersetzungsmodellen. Finanzierung ist bei heterogenen Erwartungen nicht irrelevant. Bei Wahl der „falschen“ Finanzierungsform wird dann möglicherweise ein Projekt nicht durchgeführt, obwohl es aus Sicht beider Parteien vorteilhaft ist. Jochen Bigus zeigt, dass hybride Finanzierung häufig reiner Eigen- oder reiner Kreditfinanzierung vorzuziehen ist. Hybride Finanzierung kann auch optimal sein, wenn heterogene Erwartungen bestehen und zusätzlich Fehlanreize für den Unternehmer bestehen. Hervorzuheben ist das Ergebnis, dass Sicherheiten entscheidend dazu beitragen können, dass es zu einer Finanzierung kommt.

Für die Untersuchung der Phasenfinanzierung (Kapitel D) arbeitet Jochen Bigus mit Zweiperiodenmodellen. Die Finanzierung eines Wagnisses in mehreren Phasen ist aus Sicht des Financiers vorteilhaft, da es ihm erlaubt, bei ungünstiger Markt- oder Projektentwicklung oder bei opportunistischem Verhalten des Unternehmers auszusteigen. Im Schrifttum wird das Instrument der Phasenfinanzierung daher positiv beurteilt. Jochen Bigus zeigt nun allerdings, dass Phasenfinanzierung nun gerade besondere Fehlanreize begründen kann – auf Seiten des Unternehmers und des Financiers. Der Unternehmer mag wegen immaterieller Sondervorteile auf eine weniger riskante, aber weniger werthaltige Geschäftsstrategie zu setzen, wenn das die Fortführungswahrscheinlichkeit erhöht (Sicherheitsanreiz). Der (Alt-)Financier kann ebenfalls einem Fehlanreiz unterliegen, wenn er die erste Phase begleitet hat und daher die Managementfähigkeiten des Unternehmers besser einschätzen kann als außenstehende, uninformierte

Financiers. Letztere richten Ihre Konditionen bestenfalls am „durchschnittlichen“ Unternehmer aus. Bei einem Wechsel zu einem uninformierten Financier würden dem Unternehmer somit Kosten entstehen. Der Informationsvorteil führt zu einer Einschränkung des Wettbewerbs und reizt den Alt-Financier an, bei guten Innovatoren teurere Finanzierungsbedingungen in der Folgephase zu verlangen.

Die Ausbeutung des Unternehmers wegen ungleicher Informationen des Financiers folgt der Argumentationslinie der Hausbankliteratur und passt gut zur Praxis der Wagnisfinanzierung. Die interessante Frage, warum man kein Marktversagen beobachtet, wird knapp, aber wohl treffend beantwortet: Normale Geldgeber werden von sehr jungen Unternehmen gemieden. Wer als Financier akzeptiert werden will, muss schon ein guter Verwandter oder Freund oder – deshalb wohl der Name – ein „Business angel“ sein. Die Ausbeutungsgeldgeber bringen auch Realismus in das schöne Bild vom Wagnisfinancier, der sein Geld durch harte Arbeit, Risikoreduktion und Erhöhung der Liquidität von Anteilen verdient. Jochen Bigus weist auf Erfolgsquellen hin, die nicht so schön klar sind. Solche Erfolgsquellen sind an nichtoffenen Finanzmärkten bekannt und deshalb auch bei der Wagnisfinanzierung zu erwarten. Schon das zeigt, wie nützlich die Arbeit ist und was sie für den Erkenntnisfortschritt leistet.

Für den Rang der Arbeit sind die Ergebnisse wichtig, die im Schlussteil gut zusammenfasst werden. Wichtiger ist das Vorgehen, mit denen Jochen Bigus zu ihnen gelangt. Die einschlägige Literatur wird berücksichtigt. Die Annahmenkataloge zu den Modellen sind umfangreich, aber klar aufgebaut und gut verständlich. Sie erlauben es, in übersichtlicher Weise, zügig und überzeugend die verfolgten Erkenntnisse zu gewinnen. Dabei wird durchweg die Argumentationslinie verfolgt, Wohlfahrtsverluste wegen Imperfektionen zu identifizieren und nach Finanzierungskonstruktionen zu suchen, die diese Verluste mindern. Bei der Vorbereitung und Diskussion der Modelle beeindruckt der Verfasser durch seine Vertrautheit mit problematischen Finanzierungssituationen und ihren Charakteristika auf einer Breite, die man bei jungen Wissenschaftlern kaum antrifft. Es ist auch anzuerkennen, dass sich Jochen Bigus stets versucht, die Praxis der Wagnisfinanzierung zu erklären und immer wieder den Bezug hierzu zu suchen.

Die Arbeit setzt sich auf hohem Niveau mit Grundfragen der Finanzierungstheorie auseinander und leistet aus meiner Sicht einen wesentlichen Beitrag zur Wagnisfinanzierung. Ich bin sicher, dass sie ein breites Leserpublikum finden wird.

Univ.-Prof. Hartmut Schmidt