

Geleitwort

Die Finanzierung von jungen, innovativen Unternehmungen mit Venture Capital hat auch nach dem Ende des High-Tech- und dot.com-Booms der 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts nicht an Bedeutung verloren. Die Verfügbarkeit und effiziente Ausgestaltung dieses Finanzierungsinstruments ist nach wie vor mitbestimmend für die Entwicklung und das Wachstum von Unternehmen und damit auch der gesamten Volkswirtschaft. Nachdem jedoch die sogenannten Exits für Venture-Capital-Geber in Form von Börsengängen der finanzierten Unternehmen nicht mehr in jedem Fall von allgemeiner Euphorie getragen werden, richtet sich das Augenmerk um so mehr wieder auf die Kernprobleme der Venture-Capital-Finanzierung. Dazu gehören insbesondere die Auswahl geeigneter Investments durch den Venture-Capital-Geber und die effiziente Gestaltung der Finanzierungsbeziehung. Letzteres ist der Betrachtungsgegenstand der vorliegenden Dissertation von Eike Houben. Er setzt sich mit der Frage auseinander, wie die für die Finanzierung von jungen Unternehmen typischen Informations- und Anreizprobleme gelöst oder zumindest gemildert werden können. Es handelt sich also um eine Arbeit zur optimalen Gestaltung von Finanzierungsverträgen.

Methodisch ist die Arbeit in der klassischen Agency Theorie verwurzelt. Insbesondere das Signaling und der Aspekt der Anreizgestaltung durch „erfolgsabhängige Entlohnung“ spielen eine große Rolle. Darüber hinaus werden aber auch Vertragsunvollständigkeiten i. e. S. und der Private Benefit der Unternehmenskontrolle für den Gründer einbezogen. Die Arbeit kumuliert in der Analyse einer Venture-Capital-Finanzierung, die durch ein beidseitiges Informationsproblem und gleichzeitig ein beidseitiges Arbeitsanreizproblem gekennzeichnet ist. Das heißt, sowohl Venture-Capital-Geber als auch der (potentielle) Kapitalnehmer haben ex ante private Informationen über die Erfolgsaussichten des zu finanzierenden Projekts und können nach Vertragsabschluss durch nicht kontrahierbare Anstrengungen den Erfolg positiv beeinflussen.

Gezeigt wird, dass in dieser Situation klassische Finanzierungsverträge, d. h. Kredit- und Beteiligungskapital, nicht geeignet sind, Effizienz zu gewährleisten. Vielmehr sind wandelbare und einlösbare Vorzugsaktien einzusetzen. Nur damit kann eine Zahlungsstromteilung und Allokation der Kontrollrechte erreicht werden, die dazu führt, dass beide Seiten ihre privaten Informationen wahrheitsgemäß offenbaren und den effizienten Arbeitseinsatz leisten.

Empirisch lässt sich beobachten, dass konvertierbare Vorzugsaktien bei Venture-Capital-Finanzierungen in den USA eine herausragende Bedeutung haben, vergleichbare Instrumente in Deutschland jedoch (noch) kaum Verwendung finden. Die vorlie-

gende theoretische Arbeit von Eike Houben zeigt, dass ein Verzicht auf den Einsatz derartiger Finanzierungstitel zu ineffizienten Lösungen führt. Daher sollte auch die Finanzierungspraxis im Venture-Capital-Bereich in Deutschland kritisch überprüft werden.

Prof. Dr. Peter Nippel