

Entrepreneurial and Financial Studies

Hrsg.: Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner
Prof. Dr. Christoph Kaserer

Eva Nathusius

Syndizierte Venture- Capital-Finanzierung

Verlag Wissenschaft & Praxis



Syndizierte Venture-Capital-Finanzierung

Entrepreneurial and Financial Studies

Herausgegeben von

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner

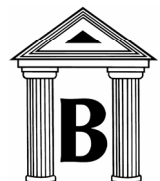
Prof. Dr. Christoph Kaserer

Band 6

Eva Nathusius

Syndizierte Venture- Capital-Finanzierung

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

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

ISBN 3-89673-259-5

© Verlag Wissenschaft & Praxis
Dr. Brauner GmbH 2005
D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6
Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Tätigkeit als wissenschaftliche Mitarbeiterin am KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance und am Center for Entrepreneurial and Financial Studies (CEFS) der Technischen Universität München. Ich möchte mich an dieser Stelle bei all denjenigen, die mich bei ihrer Anfertigung in unterschiedlichster Weise unterstützt haben, bedanken.

Ein ganz besonders großer Dank gilt meiner Doktormutter Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, die bereits in der Anfangsphase ein wertvoller Ideengeber war, und bis zur Abgabe der Arbeit stets für konstruktive Diskussionen bereit stand. Neben ihrer fachlichen und menschlichen Unterstützung bei meiner Promotion ist sie im Wesentlichen dafür verantwortlich, dass ich in meinen drei ein halb Jahren am Lehrstuhl in einem überaus angenehmen Arbeitsumfeld und mit hohem Maß an Selbstverantwortung viele interessante und herausfordernde Tätigkeiten durchlaufen konnte. Das Vertrauen, das sie mir dabei entgegen brachte, ehrt mich sehr.

Ich danke zudem Prof. Dr. Martin Moog für seine Tätigkeit als Zweitgutachter. Mit ihm hatte ich das enorme Privileg eines äußerst aktiven Zweitgutachters, der besonders in der Endphase meine Arbeit deutlich geprägt hat. Seine vielfältigen Denkanstöße und neuen Perspektiven haben mir sehr geholfen. Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Horst Wildemann danke ich für die Übernahme des Vorsitzes der Prüfungskommission.

Ich hatte das große Glück, während meiner Lehrstuhlzeit nicht nur wertvolle Kollegen gehabt zu haben, die mir in zahllosen wissenschaftlichen Diskussionen als kompetente und kritische Gesprächspartner zur Verfügung standen, sondern in ihnen auch echte Freunde gefunden zu haben, die mir menschlich zur Seite standen. Zunächst sind hier Dr. Simon Wahl und Dr. Christian Fingerle zu nennen. Dr. Simon Wahl hat für permanente Rückendeckung und Bestärkung hinsichtlich meiner Vorhaben gesorgt. Dr. Christian Fingerle hat insbesondere in den letzten Monaten der Fertigstellung meiner Arbeit als Leidensgenosse in großem Maß zu meiner Motivation beigetragen. Beiden danke ich für die vielen gemeinsamen, lustigen Stunden am Lehrstuhl – sie haben es stets geschafft, mit ihrer jeweils sehr einmaligen Art ein Lächeln auf mein Gesicht zu zaubern. Ebenso wertvolle Wegbegleiter hatte ich in Kay Müller und Annabell Geidner. Kay Müller hat mich mit seinem unendlichen Arbeitseinsatz und ausgeprägtem Optimismus häufig angespornt. Annabell Geidner hatte immer ein offenes Ohr für

mich und hat in akribischer Weise die Endkorrektur der Arbeit übernommen – ich bewundere ihre übergroße Hilfsbereitschaft.

Auch dem weiteren Lehrstuhlteam bin ich für vielfältige Unterstützung dankbar: Dr. Ron Engel, der mir in den ersten Monaten am Lehrstuhl bei Anfangsschwierigkeiten geholfen hat, sowie Prof. Dr. Alexander Bassen, Thorsten Groth und Dr. Angela Poech. Ein weiterer großer Dank gilt Alf Tryzna, der mir als studentische Hilfskraft viele unangenehme Arbeiten abnahm und viel Leben in meinen Büroalltag brachte. Und auch Monika Paul bin ich dankbar – als Herz des Lehrstuhls und nicht unterzuckriegende Frohnatur hat sie mich oft aufgemuntert. Es hat mir viel Freude bereitet, mit ihnen allen am Lehrstuhl zusammenzuarbeiten.

Aus dem nicht-universitären Umfeld habe ich während meiner Promotionszeit großartige, menschliche Unterstützung von meiner Familie und meinen Freunden erhalten. Hierzu zählen unter anderem meine Großmutter, meine Geschwister und Freunde aus meiner Schul- und Studiumszeit (Jutta Kalinowski, Margot Steffens und Manfred Zilling), die über einen langen Zeitraum nur noch telefonisch mit mir vorliebnehmen mussten. Besonders danken möchte ich Michaela Knust, die bei langen Gesprächen enormen seelischen Beistand geleistet hat.

Eine überaus wichtige emotionale Stütze hatte ich in meinem Freund Michael Lutz, der es mir auf humorvolle Weise ermöglichte, den selbst aufgebauten Druck auch mal zu vergessen. Ich danke ihm von ganzem Herzen für die extrem geduldige und liebevolle Begleitung während der mitunter sehr arbeitsintensiven Zeit.

Meiner Mutter und meinem Vater, die mich während meiner gesamten Ausbildungszeit uneingeschränkt unterstützt sowie gefördert haben und ohne die ich so vieles in meinem Leben nicht hätte erreichen können, widme ich diese Arbeit in Liebe und tiefster Dankbarkeit.

München im April 2005

Eva Nathusius

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	VII
Abbildungsverzeichnis.....	XI
Abkürzungsverzeichnis.....	XIII
1 Einführung in die Thematik.....	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2 Aufbau der Arbeit	4
2 Definitive Grundlagen.....	9
2.1 Venture-Capital-Finanzierung.....	9
2.1.1 Venture Capital als Finanzierungsart.....	9
2.1.2 Venture-Capital-Nehmer.....	13
2.1.3 Venture-Capital-Geber.....	21
2.1.4 Phasen einer Venture-Capital-Finanzierung.....	29
2.2 Syndizierung	34
2.2.1 Allgemeines Begriffsverständnis	34
2.2.2 Begriffsverständnis bei Venture-Capital-Finanzierungen.....	36
2.2.3 Phasen einer Syndizierung	38
2.3 Zusammenfassung.....	39
3 Theoretischer Bezugsrahmen.....	41
3.1 Wissenschaftsverständnis.....	41
3.2 Syndizierung im Kontext des Neoinstitutionalismus	42
3.2.1 Identifikation relevanter Finanzierungstheorien	42
3.2.2 Property-Rights-Theorie	47
3.2.3 Agency-Theorie.....	48
3.2.3.1 Grundverständnis der Agency-Theorie.....	48
3.2.3.2 Hidden Information	52
3.2.3.3 Hidden Action.....	56
3.2.3.4 Hidden Intention	59
3.2.4 Transaktionskostenansatz.....	60
3.3 Organisationsform einer Syndizierung.....	64
3.3.1 Organisationstheoretische Einordnung	64
3.3.2 Kennzeichnung des Syndizierungsnetzwerks	68
3.4 Zusammenfassung.....	73

4	Betriebswirtschaftliche Gründe für eine Syndizierung	75
4.1	Betriebswirtschaftliche Gründe des Venture-Capital-Gebers.....	75
4.1.1	Systematisierung betriebswirtschaftlicher Gründe für eine Syndizierung.....	75
4.1.2	Betriebswirtschaftliche Gründe mit direktem Effekt auf Portfolioebene	79
4.1.2.1	Risikostreuung durch Portfoliodiversifikation	79
4.1.2.2	Reputationsverbesserung.....	83
4.1.3	Betriebswirtschaftliche Gründe mit direktem Effekt auf Beteiligungsebene ...	87
4.1.3.1	Kapitalbeschaffung.....	87
4.1.3.2	Steigerung des attraktiven Dealfow	89
4.1.3.3	Unterstützung bei der Due Diligence	93
4.1.3.4	Unterstützung beim Beteiligungsmanagement.....	98
4.1.3.5	Verbesserung der Ausstiegsmöglichkeiten.....	102
4.2	Betriebswirtschaftliche Gründe des Venture-Capital-Nehmers.....	104
4.2.1	Identifikation relevanter betriebswirtschaftlicher Gründe	104
4.2.2	Kapitalbeschaffung	105
4.2.3	Verbessertes Beteiligungsmanagement durch die Venture-Capital-Geber.....	106
4.2.4	Reputationsübertragung	107
4.3	Empirische Untersuchungen zu den betriebswirtschaftlichen Gründen	109
4.4	Zwischenfazit.....	114
5	Strukturierung der Syndizierung	117
5.1	Selektion der Syndizierungspartner	117
5.1.1	Entscheidungsträger im Selektionsprozess	117
5.1.2	Selektionsprozess.....	120
5.1.2.1	Einführende Überlegungen.....	120
5.1.2.2	Erstellung eines Partner-Anforderungsprofils.....	121
5.1.2.3	Suche nach geeigneten Syndizierungspartnern	134
5.1.2.4	Auswahl potenzieller Syndizierungspartner.....	136
5.2	Vertragsverhandlungen.....	140
5.2.1	Ziel und Inhalt von Vertragsverhandlungen	140
5.2.2	Verhandlungspositionen bei einer Syndizierung	142
5.3	Vertragsgestaltung	147
5.3.1	Einführende Überlegungen	147
5.3.2	Regelungen zur Veränderung der Gesellschafterstruktur	152
5.3.2.1	Finanzierungsinstrumente.....	152
5.3.2.2	Beteiligungsquote und Bewertung	157
5.3.2.3	Staffelung der Kapitalzufuhr	169
5.3.2.4	Verwässerungsschutzklauseln	173

5.3.2.5	Vesting Provisions	175
5.3.2.6	Zusicherungen und Garantien	176
5.3.3	Regelungen zum Management des Beteiligungsunternehmens	177
5.3.4	Regelungen zum Monitoring des Beteiligungsunternehmens	181
5.3.5	Regelungen zum Ausstieg der Gesellschafter	182
5.3.6	Regelungen zwischen den Syndizierungspartnern	187
5.3.7	Beurteilung der verschiedenen Regelungen	190
5.4	Zwischenfazit	193
6	Management der Syndizierung	195
6.1	Interaktionsbeziehungen beim Beteiligungsmanagement	195
6.1.1	Arten der Interaktion	195
6.1.2	Intensität und Inhalt der Interaktionsbeziehungen	199
6.2	Besondere Beteiligungsmanagementprobleme und Lösungsmöglichkeiten	205
6.2.1	Trittbrettfahrerverhalten von Syndizierungspartnern und Sanktionsmöglichkeiten	205
6.2.2	Konfliktsituationen beim Beteiligungsmanagement	214
6.3	Zwischenfazit	221
7	Schlussbetrachtung	223
7.1	Zusammenfassung der Ergebnisse	223
7.2	Weiterer Forschungsbedarf und Ausblick	230
	Literaturverzeichnis	235

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1-1: Aufbau der Arbeit	7
Abbildung 2-1: Systematisierung verschiedener Venture-Capital-Geber	23
Abbildung 2-2: Phasen einer Venture-Capital-Finanzierung	30
Abbildung 2-3: Syndizierungsphasen.....	39
Abbildung 3-1: Theoriestränge der neoinstitutionalistischen Finanzierungstheorie	46
Abbildung 3-2: Principal-Agenten-Beziehungen bei einer syndizierten Venture-Capital-Finanzierung.....	50
Abbildung 3-3: Systematisierung verschiedener Arten von Informationsasymmetrien	51
Abbildung 3-4: Transaktionskostenarten.....	62
Abbildung 3-5: Merkmale zur Unterscheidung von Organisationsformen	67
Abbildung 3-6: Beziehungsgeflecht bei einer syndizierten Venture-Capital-Finanzierung.....	70
Abbildung 4-1: Betriebswirtschaftliche Gründe für eine Syndizierung aus der Perspektive des Venture-Capital-Gebers	78
Abbildung 4-2: Synopse der Untersuchungen zu Gründen für eine Syndizierung	110
Abbildung 4-3: Gründe für eine Syndizierung und damit zusammenhängende Nachteile	114
Abbildung 5-1: Prozess der Selektion von Co-Investoren	121
Abbildung 5-2: Nicht-finanzielle Anforderungen an Kooperationspartner	122
Abbildung 5-3: Enterprise Nurturing vs. Commerce Building	128
Abbildung 5-4: Verhandlungspositionen bei einer Syndizierung	143
Abbildung 5-5: Positional Bargaining vs. Interest-driven Bargaining	146
Abbildung 5-6: Systematisierung verschiedener vertraglicher Regelungen	150
Abbildung 5-7: Subjektiver Entscheidungswert vs. Argumentationswert	159
Abbildung 5-8: Systematisierung verschiedener Bewertungsverfahren	161
Abbildung 5-9: Bewertung und Verhalten strategischer Käufer bei Vertragsverhandlungen	165
Abbildung 5-10: Argumentationswerte und subjektive Entscheidungswerte unterschiedlicher Venture Capitalists	168
Abbildung 5-11: Staging vs. Staggering.....	172
Abbildung 5-12: Vertragliche Regelungen zum Management des Beteiligungsunternehmens	178
Abbildung 5-13: Einsatz verschiedener Regelungen im Syndicated Investment Agreement.....	189
Abbildung 5-14: Übersicht über verschiedene vertragliche Regelungen	192

Abbildung 6-1: Interaktionsbeziehungen bei der Unterstützung des Venture-Capital-Nehmers	196
Abbildung 6-2: Interaktionsbeziehungen bei der Kontrolle des Venture-Capital-Nehmers	198
Abbildung 6-3: Durchschnittliche Arbeitszeiten pro Monat für Beteiligungsmanagement.....	201
Abbildung 6-4: Durchschnittliche Kontaktfrequenz mit dem Venture-Capital-Nehmer	203
Abbildung 6-5: Systematisierung verschiedener Sanktionstypen	211
Abbildung 6-6: Bewertung verschiedener Sanktionsmöglichkeiten von Venture-Capital-Gebern.....	213
Abbildung 6-7: Konfliktarten.....	217
Abbildung 6-8: Entscheidungsfindung bei Syndizierungspartnern.....	220
Abbildung 7-1: Zukünftiger Forschungsbedarf	231

Abkürzungsverzeichnis

AEA	American Economic Association
AG	Aktiengesellschaft
Aufl.	Auflage
BAND	Business Angels Netzwerk Deutschland
BayBG	Bayerische Beteiligungsgesellschaft mbH
BU	Beteiligungsunternehmen
BVCA	British Venture Capital Association
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Venture Capital Association e.V.
c. p.	ceteris paribus
ca.	circa
CEFS	Center for Entrepreneurial and Financial Studies
CEO	Chief Executive Officer
CEPR	Center for Economic Policy Research
ε	Kriterium der Wachstumsproportionalität
e. V.	eingetragener Verein
EF	Entrepreneurial Finance
ENN	EVCA Network News
erw.	erweitert[e]
et al.	et alii
EU	Europäische Union
EUR	EURO
EVCA	European Venture Capital Association
F&E	Forschung und Entwicklung
FN	Fußnote
GBP	Great Britain Pound
GroMiKV	Großkredit- und Millionenkreditverordnung
hrsg.	herausgegeben
IPO	Initial Public Offering
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMU	kleine und mittelständische Unternehmen
KWG	Kreditwesengesetz
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
MBA	Master of Business Administration
MBO	Management Buy-out

NBER	National Bureau of Economic Research
o. Ä.	oder Ähnliche[s]
o. V.	ohne Verfasser
PE	Private Equity
S.	Seite
Sp.	Spalte
TVM	Techno Venture Management
u. Ä.	und Ähnliche[s]
u. a.	und andere
u.	und
US	United States
USA	United States of America
USD	United States Dollar
VC	Venture Capital
VCG	Venture-Capital-Geber
VCN	Venture-Capital-Nehmer
Vgl.	Vergleiche
vs.	versus
w _B	Durchschnittliche Wachstumsrate der Branche
WHU	Wissenschaftliche Hochschule für Unternehmensführung
w _U	Wachstumsrate des Unternehmens

1 Einführung in die Thematik

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Jungen, innovativen Wachstumsunternehmen kommt eine besondere volkswirtschaftliche Bedeutung zu. So belegen empirische Ergebnisse, dass diese Unternehmen die Innovationsfähigkeit und die technologische Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft vorantreiben, den Strukturwandel fördern und neue Arbeitsplätze schaffen.¹ Voraussetzung für einen volkswirtschaftlich relevanten Effekt ist jedoch, dass eine ausreichende Anzahl von diesen Unternehmen die Phase der Gründung erfolgreich durchläuft. Eine entscheidende Bedingung dafür ist die Deckung des in der Regel hohen Kapitalbedarfs dieser Unternehmen.² Neben dem hohen Kapitalbedarf haben innovative, wachstumsorientierte Gründungen häufig auch einen nicht-finanziellen Bedarf an Managementunterstützung. Die Venture-Capital-Finanzierung als spezielle Art der Beteiligungsfinanzierung kann einen bedeutenden Beitrag dazu leisten, diese Bedarfsarten zu decken.

Bis zum Jahr 2000 verzeichneten die Bruttoinvestitionen deutscher Venture Capitalists über einen Zeitraum von sieben Jahren ein durchschnittliches jährliches Wachstum von 25 Prozent.³ Insbesondere bedingt durch den weltweiten Einbruch der Technologiebörsen in den Jahren 2000 und 2001 und der damit einhergehenden Konsolidierung des Markts für Beteiligungskapital in den beiden Folgejahren schrumpften die Bruttoinvestitionen von Venture-Capital-Gebern in Deutschland zwischen 2000 und 2003.⁴ Die Statistiken des ersten und zweiten Quartals 2004 zeigen jedoch ein erneut positi-

¹ Vgl. unter anderem Cassar, Gavin (2004), S. 263; Audretsch, David (2002), S. 13ff.; Mellewig, Thomas/Witt, Peter (2002), S. 81; Kortum, Samuel/Lerner, Joshua (2000), S. 674ff.; Keuschnigg, Chrisitan/Strobel, Peter (1999), S. 3ff.; van Dijk, Bob et al. (1997), S. 335ff.; Harhoff, Dietmar et al. (1996), S. 5ff.; Acs, Zoltan/Audretsch, David (1987), S. 567ff.

² Vgl. stellvertretend Burg, Urs von /Kenney, Martin (2000), S. 1135; Lessat, Vera et al. (1999), S. 91ff.; Berger, Allan/Udell, Gregory (1998), S. 613ff.

³ Die Wachstumsrate der Bruttoinvestitionen der deutschen Venture Capitalists wurde auf Basis der Statistiken des Bundesverbands deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Venture Capital Association e.V. (BVK) der Jahre 1994 bis 2000 berechnet.

⁴ Vgl. BVK (2004a), S. 25; BVK (2001), S. 28.

ves Wachstum der Bruttoinvestitionen auf und deuten damit an, dass sich ein Ende des Abwärtstrends abzeichnet.⁵

Aufgrund der hohen Risiken, die mit einer Beteiligung an einer innovativen Unternehmensgründung verbunden sind, sowie des mitunter hohen Kapitalbedarfs dieser Unternehmen können oder wollen Venture-Capital-Geber in einigen Fällen nicht das gesamte benötigte Kapital zur Verfügung stellen. Ein häufig zu beobachtendes Phänomen auf dem Markt für Venture Capital ist daher die gemeinsame Finanzierung eines Unternehmens durch mehrere Venture Capitalists. In diesem Fall wird von einer syndizierten Venture-Capital-Finanzierung gesprochen. In Deutschland wurden 2003 gemessen am Volumen 38 Prozent und an der Anzahl 25 Prozent der Venture-Capital-Investitionen syndiziert. Es wurden dementsprechend insgesamt ca. 250 Millionen EUR in 200 Unternehmen syndiziert investiert.⁶

Trotz der häufigen Syndizierung von Venture-Capital-Finanzierungen wurde dieses Phänomen im wissenschaftlichen Schrifttum bislang weitgehend vernachlässigt. Die internationale betriebswirtschaftliche Forschung hat sich mit bestimmten Aspekten der Venture-Capital-Finanzierung bereits intensiv auseinander gesetzt. So wurden unter anderem der Prozess einer Venture-Capital-Finanzierung,⁷ Aspekte der Vertragsgestaltung⁸ und die Unterstützungsleistung der Investoren⁹ in einer Vielzahl von wissenschaftlichen Abhandlungen untersucht. Dabei wurde jedoch in den meisten Fällen

⁵ Vgl. BVK (2004b), S. 1f.; BVK (2004c), S. 2.

⁶ Vgl. BVK (2004a), S. 15. Der Anteil der syndizierten Venture-Capital-Investitionen in Deutschland entspricht in etwa dem europäischen Durchschnitt der für das Jahr 2003 dem Volumen nach bei 35 Prozent und der Anzahl nach bei 23 Prozent lag. Vgl. EVCA (2004), S. 65. Für die USA lag die Anzahl der syndizierten Venture-Capital-Investitionen im Jahr 2001 bei 60 Prozent. Vgl. Manigart, Sophie et al. (2002b), S. 4.

⁷ Vgl. beispielhaft Janeba-Hirtl, Emilie/Höbart, Johann (2003); Shepherd, Dean A./Zacharakis, Andrew (2002); Gompers, Paul A. (1995); Zacharakis, Andrew L./Meyer, G. Dale (1998); Muzyka, Dan/Birley, Sue/Leleux, Benoit (1996); Fendel, Andreas (1987); Tyebjee, Tyzoon/Bruno, Albert (1984).

⁸ Vgl. unter anderem Kirilenko, Andrei A. (2001); Landström, Hans et al. (1998); Sapienza, Harry J./Korsgaard, M. Audrey (1996); Sahlman, William (1988).

⁹ Vgl. zum Beispiel Hellmann, Thomas/Puri, Manju (2002); Prantl, Susanne (2001); Fredriksen, Øystein/Olofsson, Christer/Clas, Wahlbin (1997); Sapienza, Harry J./Manigart, Sophie/Vermeir, Wim (1996); Ehrlich, Sanford B. et al. (1994); MacMillan, Ian/Kulow, David/Khoylian, Roubina (1988).

davon ausgegangen, dass lediglich ein Investor die Venture-Capital-Finanzierung zur Verfügung stellt.

Es existieren einige wenige Untersuchungen, die explizit syndizierte Venture-Capital-Finanzierungen analysieren. Diese konzentrieren sich zumeist lediglich auf die betriebswirtschaftlichen Gründe, die aus der Sicht der Investoren für eine Syndizierung sprechen,¹⁰ oder analysieren die Konstitution des Netzwerks aus Venture-Capital-Gebnern,¹¹ das durch verschiedene syndizierte Investitionen derselben beschrieben werden kann.

Verschiedene Forschungslücken in Bezug auf die syndizierte Venture-Capital-Finanzierung können identifiziert werden. Zum Ersten wurde die Perspektive des Venture-Capital-Nehmers bislang weitgehend vernachlässigt. Es wurde noch nicht der Frage nachgegangen, welche betriebswirtschaftlichen Gründe aus der Perspektive des Kapitalnehmers für eine Syndizierung sprechen können und welche spezifischen Vor- und Nachteile zu berücksichtigen sind. Zum Zweiten wird in den meisten Untersuchungen vernachlässigt, wie eine zielführende Umsetzung einer Syndizierung bei einem Beteiligungsfall aussehen sollte.¹² Der Umsetzung kommt jedoch eine wichtige Bedeutung zu, da bei einer Syndizierung das Wertwachstum der Unternehmensgründung durch die Mehrzahl von Investoren unterstützt werden kann.

Allerdings können sich durch die Beteiligung mehrerer Venture Capitalists auch besondere Konfliktpotenziale im Vorfeld des Vertragsabschlusses ebenso wie in der sich anschließenden Phase des Beteiligungsmanagements ergeben. Die Problemstellung liegt dabei darin, zur Gewährleistung der Deckung des Bedarfs des Venture-Capital-Nehmers durch die Investoren und damit zusammenhängend zur Erreichung eines positiven Einflusses der Investoren auf die Unternehmensentwicklung eine zielführende

¹⁰ Vgl. Anand, Bharat/Piskorski, Mikolaj J. (2003); Manigart, Sophie et al. (2002b); Brander, James/Amit, Raphael/Antweiler, Werner (2002); Gompers, Paul A./Lerner, Josh (2000); Lerner, Josh (1994).

¹¹ Vgl. Seppä, Tuukka (2003); Sorenson, Olav/Stuart, Toby E. (2001); Jääskeläinen, Mikko (2001); Bygrave, William D. (1987).

¹² Ausnahmen sind die Untersuchungen von WRIGHT/LOCKETT. Vgl. Wright, Mike/Lockett, Andy (2003); Wright, Mike/Lockett, Andy (2002).