



Vortrag Nr. 8 (Track 2)

Tobias Priesing

Opportunistisches Verhalten in Venture- Capital-Syndikaten:  
Eine kausalanalytische Betrachtung

Tobias Priesing

# Opportunistisches Verhalten in Venture-Capital-Syndikaten

vorge stellt auf der 2. Fachtagung

Mergers & Acquisitions im Spannungsfeld der Rechts- und  
Wirtschaftswissenschaften – Aktuelle Erkenntnisse aus Forschung  
und Praxis

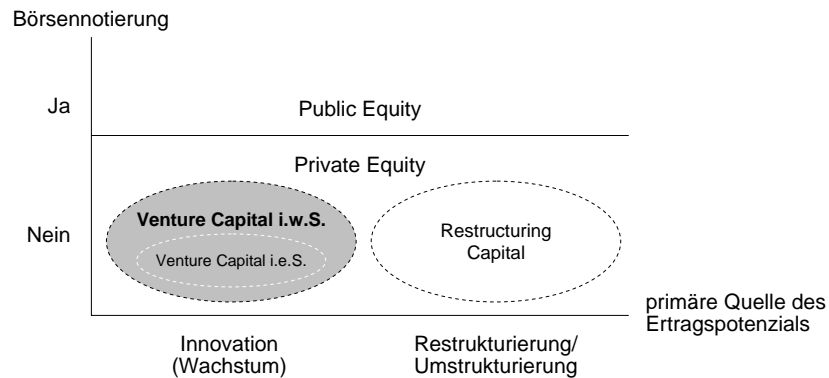
am 02.12.2011 bei Freshfields Bruckhaus Deringer LLP in Köln

## Gliederung

- Syndizierung von Venture Capital
- Opportunistisches Verhalten in multilateralen VC-Syndikaten als Forschungsgegenstand
- Erklärungsmodell zum Wirkungsgefüge von opportunistischem Verhalten
- Empirische Prüfung des Erklärungsmodells
- Gestaltungsempfehlungen für die Syndizierungspraxis

## Syndizierung von Venture Capital

### Venture Capital in Abgrenzung zu artverwandten Begriffsfeldern



## Syndizierung von Venture Capital

### Syndizierung als Form der Finanzierungs Kooperation

Ein **Venture-Capital (VC)-Syndikat** ist aus organisationstheoretischer Sicht eine

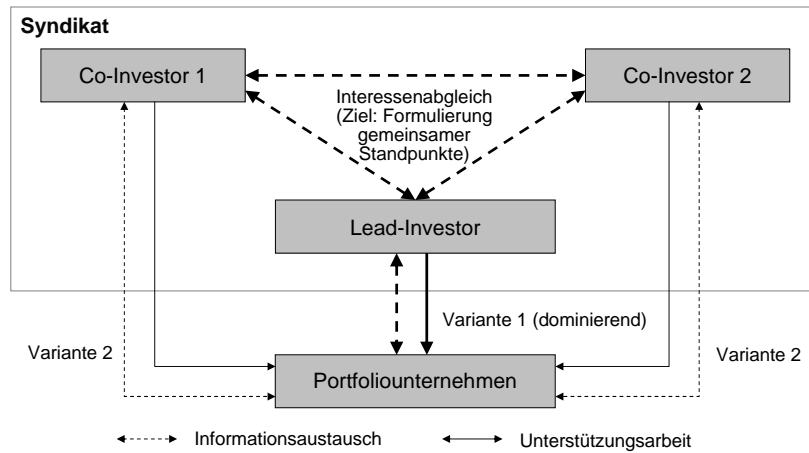
- auf freiwilliger Basis entstandene
- komplex-reziproke Form zwischenbetrieblicher Kooperation
- von rechtlich selbstständigen Kapitalgebern,
- die dadurch in ihrer unternehmerischen Autonomie partiell eingeschränkt sind.

Syndizieren drei oder mehr rechtlich selbstständige Kapitalgeber miteinander, liegt ein sogenanntes **multilaterales VC-Syndikat** vor

Die Beziehungen zwischen den einzelnen Syndikatsmitgliedern werden als bilaterale Kooperationsbeziehungen aufgefasst

## Syndizierung von Venture Capital

### Beziehungsgeflecht bei einer syndizierten VC-Finanzierung



## Syndizierung von Venture Capital

### Syndizierungsmotive

Merkmal (1= keine ... 7 = sehr große Bedeutung)	Minimum	Maximum	Mw.	s
Begrenzung / Verteilung des Risikos	4	7	6,51	0,74
Informations- / Know-how-Zugewinn	3	7	5,69	0,93
Erschließung eines zusätzlichen Netzwerks	4	7	5,49	0,89
Bessere Fundierung der Investitionsentscheidung	2	7	5,43	1,07
Aufteilung der Betreuungs- / Monitoring-Aktivitäten	1	7	5,03	1,44
Generierung von zusätzlichem Deal-Flow	1	7	5,03	1,44
Strategische Erweiterung des Portfolios	1	7	3,74	1,38

## Syndizierung von Venture Capital

### Problemfelder der Syndizierung

- (Künftige) **Erlöse** müssen geteilt werden
- Es besteht die Gefahr, dass Syndikatsmitglieder eine sogenannte **Free-Rider-Kultur** besitzen und keinen Wertbeitrag zum Syndikat erbringen sowie bekannte Informationen bezüglich des finanzierten Unternehmens zurückhalten und eigens verfolgen
- Der **Einfluss** des einzelnen Investors auf das finanzierte Unternehmen, speziell was die strategische Ausrichtung und die Entwicklung strategischer Pläne angeht, ist bei syndizierten VC-Finanzierungen deutlich geringer als bei einem Einzelinvestment
- Die Syndikatsbildung und -steuerung ist mit erheblichen **Transaktionskosten** infolge der mit steigender Anzahl an Syndikatsmitgliedern entstehenden Verlangsamung und Erschwerung der Entscheidungsfindung, der komplexeren Organisation sowie einer erhöhten Arbeits- und Zeitintensität der Zusammenarbeit bzw. Abstimmung verbunden

## Opportunistisches Verhalten in multilateralen VC-Syndikaten als Forschungsgegenstand

### Opportunistisches Verhalten als syndizierungsinhärentes Risiko

- **Risiko:**  
Gefahr, dass Ziele nicht im intendierten Ausmaß erreicht werden
- **Syndizierungsrisiko:**  
Risiko, dass sich Partner absichtlich anders verhalten als dies explizit oder implizit vereinbart wurde, so dass in Konsequenz daraus nicht mehr alle Partner ihre Ziele im intendierten Ausmaß erreichen (→ Fokus auf die Verhaltensrisiken)
- **Opportunistisches Verhalten:**  
Das Brechen des relationalen Vertrages, um die eigene Zielerreichung zu optimieren (mögliche Ausprägungen: Vertrauensbruch, unvollständige / verfälschte Informationsübermittlung, bewusste Minderleistung)

## Opportunistisches Verhalten in multilateralen VC-Syndikaten als Forschungsgegenstand

### Forschungsfrage und -instrument

#### ▪ Zentrale Forschungsfrage:

Wie kann das einer Syndizierung inhärente Risiko opportunistischen Verhaltens in multilateralen VC-Syndikaten beherrscht werden?

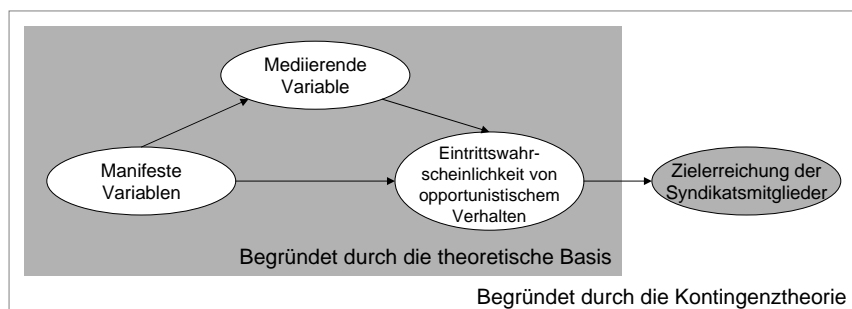
#### ▪ Forschungsinstrument:

Kausalanalytische Prüfung eines synthetisierten Erklärungsmodells zum Wirkungsgefüge von opportunistischem Verhalten in multilateralen VC-Syndikaten

- Erklärungsmodell = Menge von Ursache-Wirkungsbeziehungen (Kausalbeziehungen)
- Kausalbeziehung = theoretisch begründete Verbindung zwischen betrachteten Variablen

## Opportunistisches Verhalten in multilateralen VC-Syndikaten als Forschungsgegenstand

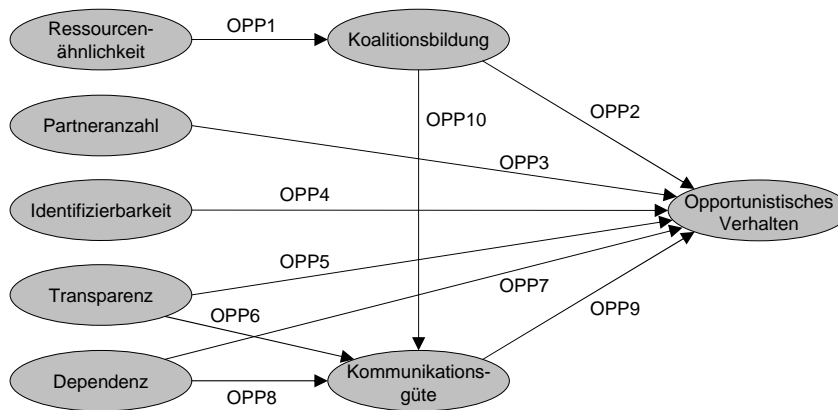
### Theoretischer Bezugsrahmen



- **Forschungsleitende Hypothese:** Die Struktur eines VC-Syndikats beeinflusst die Eintrittswahrscheinlichkeit von opportunistischem Verhalten und diese ihrerseits die Zielerreichung der beteiligten Kapitalgeber im Syndikat.

## Erklärungsmodell zum Wirkungsgefüge von opportunistischem Verhalten

### Erklärungsmodell



## Erklärungsmodell zum Wirkungsgefüge von opportunistischem Verhalten

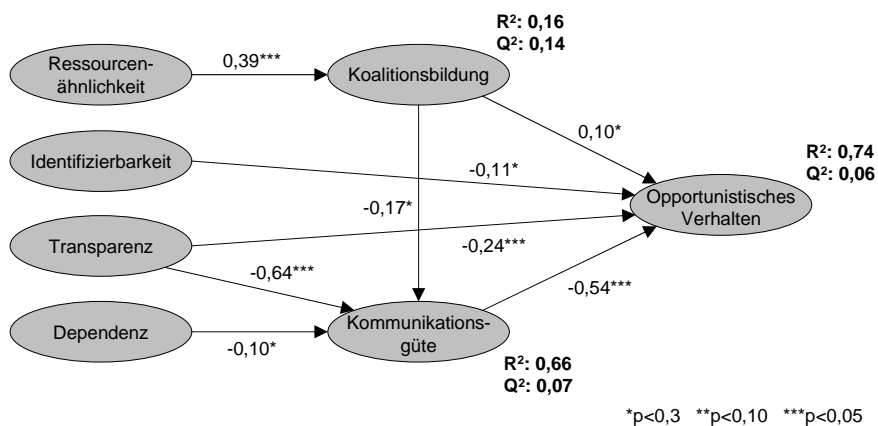
### Theoriebasierte Hypothesen

Hypothese		Theoretische Basis
OPP1	Je ähnlicher die Ressourcen der Kapitalgeber, desto häufiger bilden sich Subgruppen	Koalitionstheorie
OPP2	Je häufiger sich Subgruppen bilden, desto häufiger tritt opp. Verhalten auf	Equity-Theorie
OPP3	Je höher die Zahl der Syndikatsmitglieder ist, desto häufiger tritt opp. Verhalten auf	Th. soz. Dilemmata
OPP4	Je höher die Identifizierbarkeit ist, desto seltener tritt opp. Verhalten auf	Prinzipal-Agent-Th.
OPP5	Je höher die Transparenz ist, desto seltener tritt opp. Verhalten auf	Prinzipal-Agent-Th.
OPP6	Je höher die Transparenz ist, desto höher ist die Kommunikationsgüte	Kommunikationsth.
OPP7	Je höher die Dependenz ist, desto häufiger tritt opp. Verhalten auf	Equity-Theorie
OPP8	Je höher die Dependenz ist, desto geringer ist die Kommunikationsgüte	Kommunikationsth.
OPP9	Je höher die Kommunikationsgüte ist, desto seltener tritt opp. Verhalten auf	Th. soz. Dilemmata
OPP10	Je häufiger sich Subgruppen bilden, desto geringer ist die Kommunikationsgüte	Equity-Theorie

### Datengewinnung und -analyse

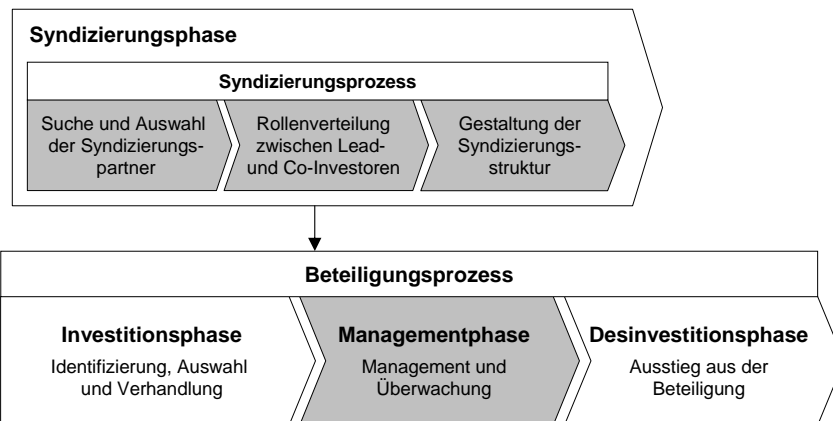
- **Datengewinnung:**
  - Erhebungsinstrument: Online-Befragung mittels Web-Formular
  - Studienpopulation: 151 VC-Gesellschaften mit Sitz / Niederlassung in Deutschland
  - Rücklaufquote: 23,2 %; Angaben zu 58 syndizierten VC-Finanzierungen
- **Datenanalyse:**
  - Determinanten der Methodenwahl:
    - Messung von theoretischen Konstrukten
    - Multikausale Begründung
    - Abbildung komplexer Wirkungszusammenhänge
  - Ziel der Kausalanalyse: A-priori formulierte Ursache-Wirkungszusammenhänge (→ Erklärungsmodell) in einem linearen Gleichungssystem abzubilden und die Modellparameter so zu schätzen, dass die zu den Variablen erhobenen Ausgangsdaten gut reproduziert werden

### Erklärungsmodell nach empirischer Prüfung



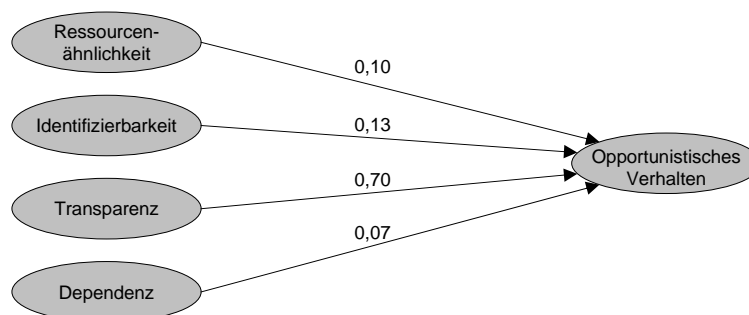
## Gestaltungsempfehlungen für die Syndizierungspraxis

### Phasenmodell zum Ablauf einer syndizierten Venture-Capital-Finanzierung



## Gestaltungsempfehlungen für die Syndizierungspraxis

### Transformation des Erklärungsmodells in ein Scoringmodell



## Gestaltungsempfehlungen für die Syndizierungspraxis

### Risikoanalyse mittels Scoringmodell

Strukturmerkmale Konfiguration	Ressourcen- ähnlichkeit	Identifizier- barkeit	Transparenz	Dependenz	Punktwert als Maß für die Eintrittswahr- scheinlichkeit opportunistischen Verhaltens
Konfiguration 1	extrem gering (=2)	mittel (=5)	gering (=7)	sehr hoch (=8)	6,31
Konfiguration 2	extrem gering (=2)	hoch (=7)	mittel (=5)	maximal (=10)	5,31
Konfiguration 3	sehr hoch (=8)	minimal (=10)	sehr hoch (=3)	extrem gering (=2)	4,34

➔ Aus der Tabelle wird ersichtlich, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit des opportunistischen Risikos in Konfiguration 1 am höchsten ist.

## Gestaltungsempfehlungen für die Syndizierungspraxis

### Risikosteuerungsmaßnahmen in der Syndizierungsphase

- Festlegen von Informations- und Konsultationsrechten
- Festlegen von Abstimmungsregeln / Mitspracherechte
- Festlegen von Exitregelungen
- Verpflichtungen zur Informationsübermittlung
- Verpflichtungen zum Management / zur Unterstützung des Beteiligungsunternehmens (Added-Value-Leistungen)
- Verpflichtung zur Teilnahme an zukünftigen Finanzierungsrunden
- Bestimmung von Wirtschaftsprüfern
- Vereinbarung von (Zusatz-)Vergütungen für erbrachte Added-Value-Leistungen
- Festlegen von Ratchet-Zahlungen bei Zielverfehlungen

## Referent

---



### **Tobias Priesing**

Externer Doktorand  
am Lehrstuhl für Gründungsmanagement  
von Herrn Prof. Dr. Reinhard Schulte

Telefon +49 (0) 175 4172021

E-Mail: [priesing@gmlg.de](mailto:priesing@gmlg.de)