

Venture Capital-Netzwerke - Eine Analyse über den Erfolgsbeitrag in der Frühphase

Autoren: Torsten Fiegler & Michael Schefczyk

1. Problemstellung

Bisherige empirische Studien zeigen, dass Venture Capital Gesellschaften (VCG) junge Technologieunternehmen einerseits als Kapitalgeber und andererseits durch nichtfinanzielle Unterstützungsleistungen aktiv fördern (Schefczyk 2001, Baum/Silverman 2004). Bei den nichtfinanziellen Leistungen der VCs werden vor allem Netzwerke als hochgradig bedeutsam eingestuft (Hochberg et al. 2007). Es ist jedoch weitgehend unbekannt, welche spezifischen Netzwerkmaßnahmen den Erfolg maßgeblich stimulieren.

Für neu gegründete Technologieunternehmen (NTBF) bestehen in der Frühphase vielfältige Probleme und Risiken. Besonders nachteilig sind zum einen die unzureichenden Beziehungen zu Zulieferern und Kunden und zum anderen die fehlende Reputation oder auch die mangelhaften Möglichkeiten der Deckung des Kapitalbedarfs (Stinchcombe 1965). VCG kennen die typischen Schwierigkeiten im Gründungsprozess und verfügen über spezifische Marktkenntnisse und Kontakte zu den wichtigen Akteuren im Umfeld des jungen Unternehmens. Unter diesem Aspekt ist die Analyse von Netzwerkbeziehungen interessant, um herauszufinden, inwieweit die VC-Entscheidungen oder Entwicklungen in NTBF beeinflusst werden. Somit geht es um die grundsätzliche Frage: Kann ein weit verzweigtes VC-Netzwerk zusätzliche Wertbeiträge für NTBF und interne VC-Entscheidungs- und Unterstützungsprozesse generieren?

2. Theoretische Fundierung

Unter dem Subsumierungsbegriff „Netzwerke“ werden sämtliche Beziehungen zwischen Personen, Unternehmen oder Regionen zusammengefasst. Granovetter unterteilt Beziehungen in „strong ties“ und „weak ties“, wobei Beziehungen den Zugang zu sonst verwehrten Kontakten ebnen und dadurch viele nützliche Informationen und Mehrwerte für die Austauschpartner erschließen (Granovetter 1973). Neuere Ansätze betonen den Nutzen von Beziehungen auf interpersoneller sowie auf intraorganisationaler Beziehungsebene (Carpenter et al. 2012), die im Folgenden auf Venture Capital Netzwerkbeziehungen transferiert werden. VC-Netzwerke sind das umfassende Beziehungsgeflecht des Fonds und der Investmentmanager, die den Zugang zu externen Quellen und persönlichen Beziehungen ermöglichen. *Geschäftsbeziehungs-, Finanz- und Strategieunterstützung* können dabei als drei wesentliche VC-Netzwerkebenen herausgearbeitet werden, die den VCG zur Erreichung von ökonomischen Zielen dienen.

Erstens ist der Bedarf von NTBF nach *Generierung von Geschäftsbeziehungen* in der Frühphase besonders groß (Dimov, Murray 2008). Das VC-Netzwerk wirkt als Beziehungskatalysator für alle Varianten nichtfinanzieller Leistungen und stellt damit einen potentiellen Mehrwert für NTBF dar. Außerdem tragen fundierte Netzwerkkontakte zu erhöhtem Vertrauen, Problemlösefähigkeit und Informationstransfer zwischen den Austauschpartnern bei (Uzzi 1996). Ein intensiver Wissens- und Kontakttransfer von Investmentmanagern wird sich positiv auf das Entstehen und Entwickeln von NTBF-Geschäftsbeziehungen auswirken (Hallen 2008). Es wird vermutet, dass vor allem wenig vernetzte NTBF von einem weitreichenden Netzwerk profitieren.

Zweitens beeinflusst ein VC-Netzwerk die Qualität von *strategischen Entscheidungen*. Es gibt in der Frühphase nur begrenzte Informationen über NTBF z.B. hinsichtlich der Technologieattraktivität, hierbei können Netzwerkkontakte neue Informationsquellen erschließen. Die hinzugewonnenen Daten bilden eine erweiterte Informationsbasis, die beim Auswählen und Beraten von NTBF förderlich ist (Shephard et al. 2003). Dies kann beispielsweise den Zugang zu Marktgutachten, Aufsichtsratsgremien oder persönlichen externen Kontakten umfassen. Außerdem unterstützt das Netzwerk den Fonds bei der Entscheidungsfindung, indem vielfältige und vertrauenswürdige Informationen generiert werden können (Hampl et al. 2012). Die fundierten Informationen führen potenziell zu besseren Entscheidungen, die sich in der Rendite des Fonds widerspiegeln.

Drittens kann ein weit verzweigtes Netzwerk *Finanzierungsunterstützung* für VCG und NTBF leisten. Anschlussfinanzierungen werden meist mit anderen Investoren realisiert. Hierbei sind Beziehungen und Kooperationen zu anderen Finanziers entscheidend (Hochberg et al. 2007). Diesbezüglich erweitern intensive Netzwerkkontakte von Fonds und Investmentmanager die Gestaltung von Syndizierungen in der Frühphase (Lindsey 2005). Des Weiteren öffnen vielfältige finanzielle Kontakte durchführbare Exitkanäle (Lindsey 2005). Daraus lässt sich schlussfolgern, dass VC-Netzwerke die Möglichkeiten einer gesicherten Finanzierung steigern.

Aus den theoretischen Überlegungen wird ein eigenes kausales Modell mit insgesamt neun Hypothesen abgeleitet. Im Vergleich zu vorherigen Studien werden dabei Netzwerkeffekte aus VC-Sicht betrachtet und auf die Frühphase ausgerichtet. Weiterhin werden die Netzwerkeffekte deutlich ausdifferenziert und in mehreren Zeitintervallen untersucht.

3. Methodik

Die 2012 durchgeführte Erhebung umfasst 116 Technologieunternehmen und acht verschiedene VCG. Die Technologieunternehmen können als hochgradig innovativ eingestuft werden und der Finanzierungsbeginn erfolgte innerhalb von 18 Monaten nach der Gründung der Unternehmen. Die untersuchten VCG investieren in verschiedenen Regionen und nehmen einen hohen Marktanteil in der deutschen Frühphasenfinanzierung ein, wobei kein einzelner Fonds 20 % der Stichprobe überschreitet. Zudem integriert die Datenerhebung zumindest auch einzelne gescheiterte Investments, die in vielen Untersuchungen nicht berücksichtigt werden.

Die Besonderheit der Erhebung besteht darin, dass die Daten direkt bei den Fonds erhoben wurden. Mit dieser Methodik können Verzerrungen durch die Wahrnehmung der Investmentmanager oder aber ein Non-Response Bias wie bei Fragebögen vermieden werden (Barclay et al. 2002). Die neuartige Forschungsmethodik bedarf einer tiefreichenden konzeptionellen Vorleistung, da vergleichbare Untersuchungen in den Wirtschaftswissenschaften wenig verbreitet sind. Aus diesem Grund wurde eine Vorstudie durchgeführt, um die wissenschaftliche Vorgehensweise auf Datenzugang und Praktikabilität zu überprüfen. Diese Vorstudie wurde bei vier verschiedenen Fonds im Umfang von je drei Portfoliounternehmen vorgenommen. Es wurden verschiedene Erhebungsinstrumente eingesetzt, um möglichst vollständige Informationen über die Entwicklung der Technologieunternehmen und der Netzwerkakтивitäten der VCG zu erlangen. Die analysierten Erhebungsinstrumente sind: Entscheidungsakte, Beteiligungsvertrag, Business Plan, Anteilsverteilung bzw. "Cap-Table", externe Gutachten und das Reporting. Dies ermöglicht z.B., die Netzwerkausprägung aus den unter-

schiedlichen Blickwinkeln von Gründern, externen Experten und VCG umfassend zu betrachten.

Neuere Publikationen identifizieren longitudinale Betrachtungen und konkrete Erfolgsindikatoren für Netzwerke in VC-Finanzierungen als zukünftige Forschungsbedarfe (Ozcan, Eisenhardt 2009 und Hallen, Eisenhardt 2012). Die Netzwerkforschung ist u.a. deshalb wenig untersucht, weil ein umfassender longitudinaler Datenzugang sehr schwer zu erreichen ist. Die Bestimmung der Netzwerkaktivitäten bedarf aber einer Analyse zu verschiedenen Zeitpunkten, um Entwicklungen und Nutzen abbilden zu können. Deshalb richten sich die Erhebungsinstrumente auf den Finanzierungsbeginn (Phase 1) und die Beteiligungsphase (Phase 2) in mehreren Intervallen. Zur Auswertung der erhobenen Daten wird aufgrund der kaum vorhandenen Forschungsergebnisse ein qualitativer Forschungsansatz gewählt. Hierbei eignet sich die Inhaltsanalyse, um große Mengen von Textdokumenten auszuwerten (Mayring 2010). Eine festgelegte Systematik und Regelgeleitetheit sichert die Replizierbarkeit der wissenschaftlichen Aussagen. Es wird eine skalierende Strukturierung der Inhaltsanalyse angewendet, die es ermöglicht mit Hilfe eines Codebuches den Aussagen metrische Skalenniveaus zuzuordnen (Vgl. Mayring 2002).

4. Ergebnisse

Der Erfolgsbeitrag von VC-Netzwerken wird anhand der drei oben beschriebenen Ebenen Geschäftsbeziehungen, Finanz- und Strategieunterstützungen analysiert. In der laufenden Untersuchung sind zum Zeitpunkt der Einreichung dieses Abstracts Netzwerkbeziehungen von 25 NTBF und 5 VCG ausgewertet worden. Die Abbildung 1 stellt die qualitativen Ergebnisse aggregiert nach den betrachteten Netzwerkebenen dar. Die Ausprägung der Beziehungsebenen wird in Harvey Balls abgebildet, welche bei hoher Bedeutung geschlossen sind und vice versa. Die Einteilung der Skalen wird hier nicht vorgestellt, weil vor allem die Originalbelege zu einem transparenten Gesamtbild der qualitativen Daten beitragen und deshalb auch exemplarisch aufgeführt werden sollten (Pratt 2009). Die Frühphase ist in Seed und Start-Up Phase unterteilt (Schefczyk 2005) und integriert zeitliche Veränderungen des Netzwerkeinflusses innerhalb der Entwicklung des NTBF, auf die im Abstract aber nicht genauer eingegangen werden kann.

Abbildung 1 Zusammenfassung der qualitativen Ergebnisse

Netzwerkebenen	Beziehungsebenen	Seed	Start-Up
Geschäftsbeziehungen	Finanzbeziehungen generieren		
	Strategiebeziehungen generieren		
	Kundenbeziehungen generieren		
Strategieunterstützung	Due Diligence		
	Gremien		
	Strategiemeeting		
Finanzunterstützung	Syndizierung		
	Folgefiananzierung		
	Exitkanal		

Quelle: Eigene Darstellung

Die Generierung von *Geschäftsbeziehungen* wird in den Ebenen Finanz-, Strategie- und Kundenbeziehungen unterteilt. Finanzbeziehungen wurden gebildet, indem das Netzwerk des Fonds Kontakte zu anderen VCG herstellte und oftmals auch an den frühen Besprechungen zur Vertiefung der Kontakte teilnahm. Die Unterstützung von Kundenbeziehungen wurde in keinem der Erhebungsinstrumente thematisiert, sodass VC-Maßnahmen im operativen Geschäft als nicht großflächig relevant eingestuft werden. Ermittelt werden konnte allerdings, dass VCG Hinweise zu Public Relations oder zum Beziehungsmanagement geben (z. B. "CEO soll diesen Kontakt intensiv pflegen"). Außerdem nutzte das VC-Netzwerk seine Kontakte, um wichtige Strategiebeziehungen zu Partnern zu generieren. Beispielsweise wurde eine "Arrondierung des Managementteams" oder eine "strikte Ausrichtung auf Internationalisierung mit unserem VC-Partner" vorgenommen.

Die Analyse der *Strategieunterstützungen* in VC-Netzwerken bezieht sich auf Due Diligence, Gremien und Strategiemeetings. Die Entscheidungsfindung innerhalb des Due Diligence Prozesses wird durch zahlreiche externe Netzwerkquellen beeinflusst, wie persönliche Gespräche, das Einholen von Referenzen oder auch Marktgutachten externer Institute. Das Gesamturteil der externen Gutachter war in allen Entscheidungsvorlagen bedeutend für eine Beteiligungsfinanzierung. Außerdem wurden Prüfungen von anderen VCG berücksichtigt, um eigene Ressourcen einzusparen, wie z.B. "zurückgreifen der Due Diligence auf weiteren Investor". Entscheidungen wurden aber auch dahingehend beeinflusst, wie das bisherige Portfolio aufgestellt war, beispielsweise "hohe Synergiepotenziale mit anderen PU realisierbar". In den Gremien gab es wenige schriftlich protokollierte Diskussionen, die die Ausrichtung des NTBF konkret mitbestimmen. Die heterogene Zusammensetzung der Gremien beeinflusste die strategische Ausrichtung der Unternehmen weniger als gedacht. Vornehmlich wurden konkrete Strategiemeetings etabliert, welche wegweisende Richtungen zwischen VCG, externen Beratern und Gründern steuerten, z.B. "Geschäftsmodell wird beeinflusst".

Finanzunterstützungen werden anhand von Syndizierungen, Anschlussfinanzierungen und Exitkanälen untersucht. Die Kontakte des VC-Netzwerkes nahmen bei der Bildung von Syndizierungen eine entscheidende Rolle ein, wie z.B. "sollte CEO das Term Sheet nicht vorlegen, werden weitere VCG von Fonds angesprochen". Des Weiteren nehmen VC-Kontakte eine aktive Suche zur Schließung weiterer Kapitalrunden ein. Investmentmanager arbeiteten mit NTBF am Aufbau einer besseren Partnerfähigkeit und unterstützten dies meist mit eigenen Kontakten, z.B. "Co-Finanzierer wurde das Projekt von uns vorgestellt" oder "Longlist-Phase abgeschlossen". Trade Sales sind mit Ausnahme von zwei Beteiligungen für alle NTBF als präferierter Exitkanal in den Entscheidungsvorlagen festgeschrieben worden. Die Kommunikation mit strategischen Investoren wurde von den VCG entscheidend vorangetrieben, indem eine frühzeitige Festlegung genauer strategischer Investoren erfolgte, die auch kontaktiert wurden.

Durch verschiedene qualitative Gütemaße kann die Qualität des Forschungsansatzes Inhaltsanalyse verbessert werden (Krippendorff 1980). Die Reliabilität wurde in dieser Studie durch die nochmalige Überprüfung des Materials gesichert. Die Reproduzierbarkeit der Erkenntnisse wurde über Krippendorfs Alpha mit im Projekt eingearbeiteten Aussagen von Wissen-

schaftlern erlangt (Mayring 2010). Dabei sind Textparaphrasen aus den Erhebungsdokumenten identifiziert worden, welche anhand eines Codebuches von mindestens zwei Wissenschaftlern eingeschätzt wurden. Die Validität konnte im Material durch eine homogene Analyse von gleichen Inhalten, wie z.B. der Untersuchung der SWOT-Zusammenfassung, in allen Fällen sichergestellt werden. Korrelative Tests waren nicht durchführbar, weil Vergleiche mit Studien ähnlicher Fragestellungen fehlen (Mayring 2010). Ebenso konnte die Konstruktvalidität nur eingeschränkt angewendet werden, weil es an vergleichbaren longitudinalen Ansätzen mangelt.

5. Implikationen

Die Studie greift den Forschungsbedarf an longitudinalen VC-Betrachtungen auf (Dimov, Murray 2008) und konkretisiert den geforderten Erfolgsbeitrag von Netzwerken im VC-Finanzierungsprozess (Hochberg et al. 2007). Mit Hilfe der qualitativen Inhaltsanalyse können die drei Ebenen Finanz-, Geschäfts- und Strategiebeziehungen in der Datenerhebung nachgewiesen werden. Erstens zeigt sich, dass die Potentiale von Finanzbeziehungen innerhalb von Anschlussfinanzierungen und Syndizierungen vom Netzwerk positiv beeinflusst werden. Zweitens sind strategische Beziehungen für VCG aus zwei Perspektiven interessant, zum einen um selbst bessere Entscheidungen zu treffen und andererseits um eine optimierte nichtfinanzielle Managementunterstützung anzubieten. Drittens spielt das Netzwerk für die Bildung von Geschäftsbeziehungen nur eine untergeordnete Rolle. Diese Schlussfolgerung kann aber auch auf dem eher informellen oder mündlichen Charakter des Dialogs der Partner basieren, sodass z.B. Telefongespräche oder VC-Veranstaltungen in der Analyse nicht berücksichtigt werden konnten. Abschließend soll als Forschungsausblick darauf verwiesen werden, dass weitere statistische multivariate Verfahren oder auch ergänzende Interviews notwendig sind, um die Erkenntnisse besser verifizieren zu können.

Für die Entrepreneurship-Praxis sind die Befunde von Interesse, weil VCG das eigene weitreichende Netzwerk auf Webseiten oder dem Fondsleitbild als wichtige nichtfinanzielle Leistung hervorheben. Die untersuchten Netzwerkebenen könnten in Fonds intern genutzt werden, um eine Operationalisierung der Netzwerkleistungen anzustreben. Dadurch wäre eine VCG in der Lage, eindeutige Mehrwerte ihrer Beziehungen zu kommunizieren. Insbesondere größere Fonds können mit einer gezielten Transparenz der Netzwerkaktivitäten Mitarbeiterfluktuationen besser kompensieren oder auch Personalrecruitment gezielter steuern, um das Netzwerk nachhaltig zu stärken. Kleineren Fonds wird ermöglicht von einer starken Netzwerkposition eines Syndizierungspartners zu profitieren, was durch die vielfältigen Netzwerkebenen aufgezeigt wurde. Diese Maßnahmen können die nichtfinanziellen Mehrwerte des Netzwerkes verdeutlichen und somit auch gegenüber den jungen Technologieunternehmen und den Kapitalgebern transparent dargelegt werden.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass ein VC-Netzwerk vielfältige Erfolgsbeiträge in der Frühphase generieren kann.