

The Design of European Venture Capital Partnership Agreements *

– Grundlage einer langfristigen Sicherung der Investoreninteressen –

Der Venture Capital-Markt hat seit Mitte der neunziger Jahre nicht nur für die Finanzierung von innovativen Unternehmen an Bedeutung gewonnen, er hat sich mittlerweile auch zu einem eigenständigen Kapitalmarktsegment entwickelt. Das Engagement in Venture Capital-Fonds hat sich weltweit aufgrund der überzeugenden Ertragsersparungen und des Diversifikationspotentials als Alternative zu den klassischen Kapitalanlagemöglichkeiten etabliert.

Vorteile einer Finanzintermediation in Form eines Venture Capital-Fonds erstrecken sich über den kompletten Anlagezeitraum. Stärken der Fondsmanager liegen dabei in der Selektion der Beteiligungen und der Ausgestaltung der vertraglichen Bindungen. Zudem entscheiden neben Spezialanforderungen, die bezüglich des Monitoring und der Managementunterstützung gestellt werden, vor allem auch Skaleneffekte bei der Durchführung und Risikodiversifikationsmöglichkeiten über die Vorteilhaftigkeit der Kapitalanlage durch einen Finanzintermediär.

Probleme können bei dieser Form der Kapitalanlage durch die Delegation vieler relevanter Aufgaben auf den Finanzintermediär entstehen. Es kann teilweise zu einer möglichen Interessendivergenz zwischen dem Investor und dem Venture Capitalisten führen. Dieser könnte dabei zu Handlungen verleitet werden, die nicht im besten Sinne des Investors liegen.

Lösungsansätze bieten komplexe Delegationsverträge zwischen Investoren und Venture Capital-Fonds. Wissenschaftliche Grundlagenforschung im Gebiet der „Prinzipal-Agenten-Theorie“ ist die Basis für die Entwicklung sowohl geeigneter Fondsmanagementvergütungssysteme, die dem Venture Capitalisten Anreize geben, im Interesse der Investoren zu handeln, als auch relevanter Vertragsklauseln, die Fehlverhalten vertraglich sanktionieren. Im Aufgabenbereich des Fund of Funds-Investors liegt eine kompetente detailgenaue Prüfung der Investorenverträge (Partnership Agreements) und ein regelmäßiges Monitoring des Venture Capitalisten. Mit der gebotenen Professionalität der Fondsauswahl erreicht somit die Kapitalanlage in Venture Capital-Fonds ein optimales Niveau an Qualität und damit einhergehender Sicherheit.

Für die empirische Analyse europäischer VC-Fonds ist es gelungen, einen in Umfang und Qualität bisher einmaligen Datensatz zu erheben. Er ermöglicht erstmals eine umfassende Analyse der Entwicklung der Vertrags- und Konditionengestaltung bei europäischen VC-Fonds in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre und gibt einen Einblick in den aktuellen Stand dieser Entwicklung. Die repräsentative Untersuchung der vertraglichen Gestaltung der Beziehungen zwischen Investoren und VC-Fonds trägt somit zum besseren Verständnis dieses Kapitalmarktsegments bei. Sie gibt Aufschluss über die aktuellen Maßstäbe für das Vertragsdesign zwischen Investoren und VC-Fonds.

*) Auszug aus der Studie von Dipl.-Kfm. S. Feinendegen/ Dipl.-Kfm. D. Schmidt/ Prof. Dr. M. Wahrenburg (Goethe-Universität Frankfurt und Center for Financial Studies) in Kooperation mit CEPRES Center of Private Equity Research (umfassende Studie siehe CFS Working Paper 2002/01 und 2003/15 www.ifk-cfs.de)

The Design of European Venture Capital Partnership Agreements

– Grundlage einer langfristigen Sicherung der Investoreninteressen –

Autoren:
Prof. Dr. Mark Wahrenburg
Daniel Schmidt

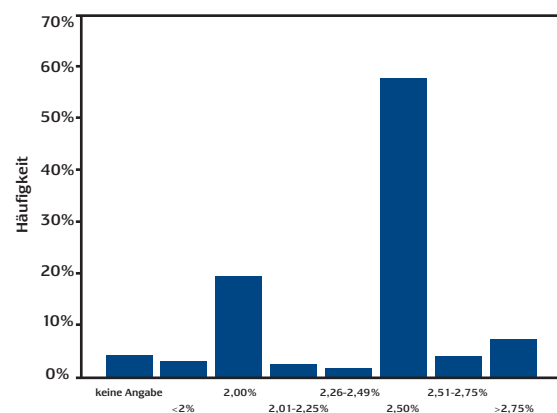
Die empirische Studie basiert auf einem Datensatz, der die Prospekte (Private Placement Memoranda) von 122 europäischen VC-Fonds sowie in 46 Fällen zusätzlich die Gesellschaftsverträge (Partnership Agreements) aus den Jahren 1996 bis Ende 2001 umfasst. Der Analyse unterliegen hauptsächlich die für die Lösung aufkommender Prinzipal-Agenten-Probleme als besonders relevant angesehenen Vertragskomponenten:

- i) Vergütungsstrukturen (fixe „Management Fee“ und anreizkompatibler „Carried Interest“) sowie
- ii) Vertragsklauseln, die das Investitionsverhalten des Fondsmanagements konkretisieren bzw. einschränken.

Die Ergebnisse zeigen in den relevanten Gebieten, entgegen dem ersten Anschein, eine starke Differenzierung auf. Für die *Vergütungsstrukturen* und die *Integration von Vertragsklauseln* zeigen sich dabei die folgenden, maßgeblichen Detailunterschiede:

Management Fee: Auf den ersten Blick wirkt die von den Investoren für die Verwaltung des Fonds an das Fondsmanagement zu zahlende Management Fee weitgehend standardisiert. Betrachtet man die in den Verträgen festgeschriebenen Management Fee-Sätze für das erste Jahr nach der Fondsaufgabe (dies entspricht in den meisten Fällen auch den Sätzen für die Zeit der Investitionsphase), so ergibt sich das in Abbildung 1 dargestellte Bild. Demnach wird der Venture Capital Gesellschaft in knapp 60% der Fälle eine jährliche fixe Management Fee in Höhe von 2,5% auf das von den Fondsinvestoren gezeichnete Kapital zugestanden.

Abbildung 1



Höhe der Management Fee im ersten Jahr (Anteil am „Committed Capital“)

Eine detaillierte Analyse zeigt jedoch deutlichere Unterschiede hinsichtlich der Kosten der Fondsverwaltung als dies die Betrachtung der nominalen Prozentsätze auf den ersten Blick vermuten lässt. Maßgeblich für die Höhe der tatsächlichen Belastung, zu der sich der Investor bei der Zeichnung von Fondsanteilen verpflichtet, ist der Barwert aller zu zahlenden Management Fees über die gesamte Fondslaufzeit bezogen auf das Datum der Auflage des Fonds (*First Closing*). Denn während sich der prozentuale Anteil der Management Fee innerhalb der Investitionsphase in der Regel auf das an dem Fonds gezeichnete Kapital („*Committed Capital*“) bezieht, unterscheidet sich die Berechnungsgrundlage der Verwaltungsgebühr zu späteren Zeitpunkten stark. Auch werden häufig über die Fondslaufzeit unterschiedlich gestaffelte prozentuale Management Fee-Sätze vereinbart. Z.B. reduzieren sich die Sätze in der Regel in der Realisationsphase des Fonds.

The Design of European Venture Capital Partnership Agreements

– Grundlage einer langfristigen Sicherung der Investoreninteressen –

Autoren:
Prof. Dr. Mark Wahrenburg
Daniel Schmidt

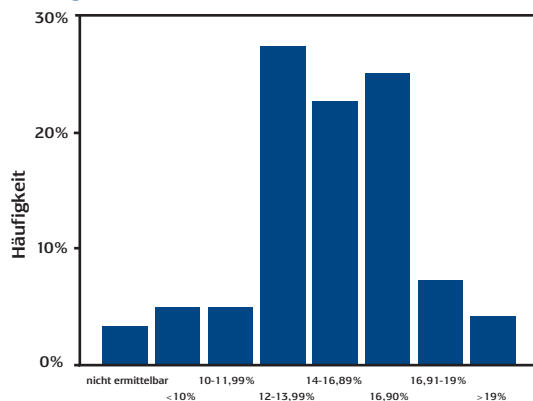
Bei der Analyse der Barwerte ist zu erkennen, dass der insgesamt für die Fondsverwaltung bei den Investoren anfallende Aufwand einer durchaus beachtlichen Bandbreite unterliegt (Abbildung 2). Eine standardisierte Preisgestaltung hinsichtlich der Verwaltungskosten kann bei europäischen VC-Fonds nicht festgestellt werden, obwohl die nominalen Prozentsätze dies auf den ersten Anschein vermitteln.

Carried Interest: Die Untersuchung des Carried Interest ergibt eine höchst standardisierte Ausgestaltung der erfolgsabhängigen Entlohnungskomponente bei den europäischen VC-Fonds. In ca. 90% der Fälle wird ein Carried Interest in Höhe von 20% der realisierten Fondserträge vereinbart (Abbildung 3). Durch eine anreizkompatible Entlohnung des Fondsmanagements allein lassen sich jedoch potentielle opportunistische Verhaltensweisen des Venture Capitalisten nicht völlig unterbinden. Die pra-

xisübliche Erfolgsbeteiligung des Fondsmanagements in Form des Carried Interest kann wiederum zu Interessenskonflikten führen, da es sich um eine reine Gewinnbeteiligung handelt. Einen Verlust trägt der Fondsmanager ohne eine eigene Kapitalbeteiligung am Fonds nicht mit. Es kann somit zu unterschiedlichen Rendite-Risiko-Präferenzen von Investoren und Fondsmanager kommen.

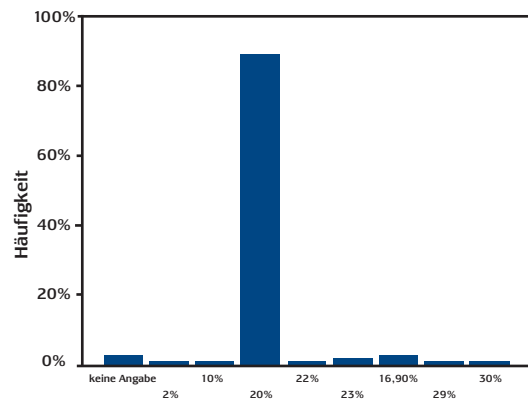
Vertragsklauseln: Es bedarf daher aus Sicht der Investoren bestimmter Vertragsklauseln, die den Risikobereich eingrenzen und somit die Investoreninteressen schützen (genaue Beschreibung der analysierten Vertragsklauseln in CFS Working Paper 2002/01). Darüber hinaus dienen weitere vertragliche Bindungen der Vermeidung opportunistischer Verhaltensweisen von Seiten des Fondsmanagers. Eine Standardisierung der marktgängigen Delegationsverträge in Bezug auf vertragliche Regulierung

Abbildung 2



Geschätzter Barwert der Management Fee über die Totalperiode

Abbildung 3

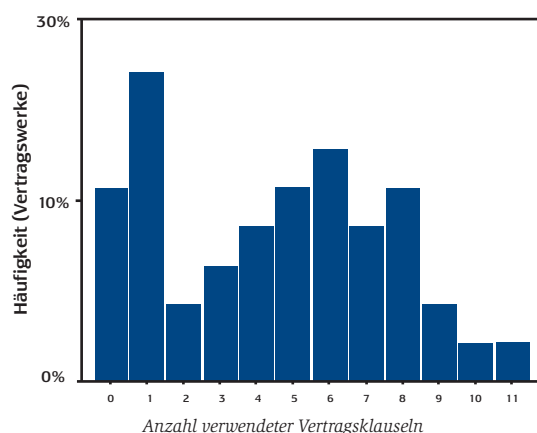


Carried Interest (prozentualer Anteil an den Kapitalgewinnen)

kann nicht festgestellt werden. Abbildung 4 stellt die unterschiedliche Marktsituation dar, wodurch die hohe Notwendigkeit einer intensiven Prüfung der Vertragswerke nochmals unterstrichen wird.

Abbildung 4

Verteilung der Anzahl verwendeter Vertragsklauseln in den untersuchten Vertragswerken.



Resümee: Die vertraglichen Beziehungen zwischen Investoren und Fondsmanager unterliegen versteckten, nicht sofort erkennbaren Divergenzen. Aufgrund der langen, meist nicht nachverhandelbaren vertraglichen Bindung ist eine genaue und kompetente Analyse der Vertragswerke unumgänglich, wenn der langfristige Erfolg der Kapitalanlage unter Berücksichtigung aller Investoreninteressen gesichert sein soll.