

# Fokus

## Volkswirtschaft

Nr. 18, 7. März 2013

### You get what you pay for – Die Vergütungsstruktur von VC-Fonds und ihre Konsequenzen

Autor: Dr. Philipp Brutscher, Telefon 069 7431-9592, research@KfW.de

Warum halten Venture Capital Fonds so häufig ihre Renditeversprechen nicht ein?

Das fragen sich viele Investoren. Aus ihrer Sicht versagen die VC-Fondsmanager wiederholt – trotz guter Ausbildung, großem Engagement und teilweise gigantischem Fleiß.

Der Fehler liegt – neben zuletzt schwierigen Markt- und Rahmenbedingungen – oft im System. Denn die gegenwärtige Ausgestaltung der Fondsvergütung schafft dort Interessenkonflikte, wo keine sein sollten: zwischen Investoren und Fondsgesellschaften.<sup>1</sup>

#### Was zeichnet VC-Fonds aus?

Ob Intel, Microsoft, Google oder Facebook: Nahezu alle großen unternehmerischen Erfolgsgeschichten der letzten 40 Jahre wurden in ihren frühen Tagen von Venture Capital Fonds (VC-Fonds) finanziert.

Die volkswirtschaftliche Rolle von VC-Fonds ist unbestritten – sie helfen, neue Technologien durchzusetzen und hoch qualifizierte Arbeitsplätze zu schaffen.

VC-Fonds agieren dabei als Intermediäre. Sie sammeln Kapital bei institutionellen und privaten Investoren und investieren dieses, im eigenen Namen, in Unternehmensbeteiligungen.

Die Aktivität der VC-Fonds umfasst alle dazu notwendigen Prozessstufen – vom Auswählen und Bewerten geeigneter Investitionsobjekte bis zum Veräußern der Anteile, am Ende der Beteiligungsphase.

Die Vergütung der Fondsmanager setzt sich in der Regel aus zwei Komponenten zusammen:

- einer fixen Managementgebühr (Management Fee) und
- einer variablen Gewinnbeteiligung (Carried Interest).

Die Management Fee soll in erster Linie die Fixkosten der Fondsgesellschaften decken. Der Investor zahlt sie den Fondsmanagern – unabhängig von ihrer Leistung. Im Regelfall wird sie festgelegt als jährlicher prozentualer Anspruch, bezogen auf das vom Investor gezeichnete Fondskapital (Committed Capital) und liegt meist zwischen 2 und 2,5 % pro Jahr.

Der Carried Interest soll motivieren, den Portfoliowert zu steigern. Dieser erfolgsabhängige Bonus beträgt häufig ein Fünftel der realisierten Wertzuwächse des Fonds. Oft erhalten die Fondsgesellschaften den Carried Interest erst ab einem bestimmten prozentualen Wertzuwachs („Hurdle Rate“). Beispiel: Ist eine Hurdle Rate von 8 % p.a. vereinbart, verzeichnet der Fonds aber lediglich einen Rendite von 7 % – dann erhält die Fondsgesellschaft keinen Cent Carried Interest.

#### Gravierende Anreizverzerrungen

Festkosten gedeckt – mehr Profit nur ab einem bestimmten Erfolgswert. Eine gute Grundidee? Ja, doch in der Praxis kann die bestehende Vergütungsstruktur zu verzerrten Anreizen führen.

Beispielsweise, wenn sich das Fondsvermögen schlecht entwickelt. Fährt der Fonds Verluste ein und die Fondsmanager sehen keine Chance mehr, später einmal über die Hurdle Rate springen zu können – dann ist der Anreiz groß relativ mehr Zeit auf neue Fundraisingaktionen zu verwenden als auf die Betreuung des Bestandsportfolios.<sup>2</sup>

Oder die Fondsmanager richten ihr Hauptaugenmerk auf die Wertmaximierung anderer, viel versprechenderer Fonds. Auch halten sie – wie unsere eigenen Analysen nahelegen – oft zu lange an schlechten Beteiligungen fest, um so länger von den Management-Fee-Zahlungen zu profitieren.<sup>3</sup>

#### Schädliche Asymmetrie

Ein weitere Verzerrung der Anreize entsteht durch die asymmetrische Erfolgsbeteiligung der Fondsmanager: Das Management partizipiert an Fondsgewinnen – nicht aber an Fondsverlusten. Das animiert die Fondsgesellschaften zu exzessiver Risikolnahme.<sup>4</sup>

Vergleichen wir dazu eine

a) mäßig riskante Fondsstrategie mit einer  
b) hoch riskanten Fondsstrategie bei einem Fonds von 240 Mio. EUR – und schauen uns an, welche Vergütung das Fondsmanagement jeweils erwarten darf.

#### a) mäßig riskante Fondsstrategie

Jeweils 25-prozentige Wahrscheinlichkeit für moderaten Gewinn (+80 Mio. EUR) oder Verlust (-80 Mio. EUR).

Der Erwartungswert für die variable Fondsvergütung (Carried Interest) liegt dann bei 4 Mio. EUR ( $0,20 \cdot [0,25 \cdot 0 + 0,25 \cdot 80 \text{ Mio.}]$ ).<sup>5</sup>

#### b) hoch riskante Fondsstrategie

Jeweils 25-prozentige Wahrscheinlichkeit für hohen Gewinn (+240 Mio. EUR) oder Totalverlust (-240 Mio. EUR).

Allein aufgrund des höheren Risikos ergibt sich ein 3-fach höherer Erwartungswert für die variable Fondsvergütung, in Höhe von 12 Mio. EUR ( $0,20 \cdot [0,25 \cdot 0 + 0,25 \cdot 240 \text{ Mio.}]$ ) (Grafik 1).

Man braucht keine prophetischen Fähigkeiten, um die Folgen zu erahnen. Besonders beunruhigend aus Sicht der Kapitalgeber: Selbst Investitionen mit negativem Kapitalwert können die erwartete Gewinnbeteiligung für das Fondsmanagement steigern. Und zwar dann, wenn auch nur

eine kleine Chance auf große Gewinne besteht.

**Problematik Fundraising?**

Welche Konsequenzen hat die gegenwärtige Ausgestaltung der Fondsvergütung für die Investitionsbereitschaft?

Für Investoren ist es letztlich wenig attraktiv, ihr Geld Managementgesellschaften zu geben, deren Interesse nicht mit ihren eigenen Zielen übereinstimmt.

Die Investitionsbereitschaft sinkt also. Insbesondere, wenn auf das einmal gezeichnete Kapital lange Zeit nicht mehr zugegriffen werden kann oder die Verwendung der Mittel – aufgrund mangelnder Mitsprache- / Eingriffsrechte – außerhalb der eigenen Einflussmöglichkeiten liegt.

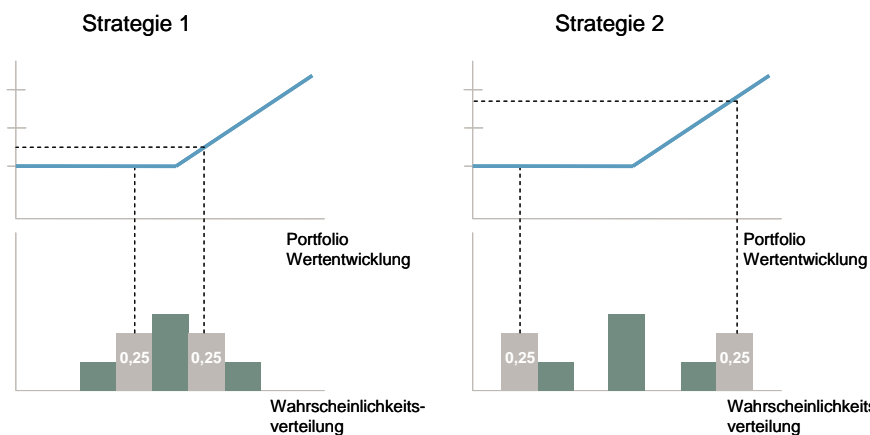
Ein weiterer Systemfehler verstärkt die Zurückhaltung der Investoren: In der gegenwärtigen Vergütungsstruktur kann es auch für Fondsgesellschaften mit geringer Qualifikation interessant sein, sich um Mittel zu bemühen. Immerhin haben sie die Chance auf sehr hohe Gewinne – sind im schlechtesten Fall aber durch die fixe Management Fee abgesichert.

Für die Informationsverteilung über die Qualifikation der Fondsgesellschaften gilt dasselbe wie für die Erfolgsbeteiligung: sie ist asymmetrisch. Woher kann ein Investor wirklich wissen, ob ein Fondsmanagement qualifiziert ist?

Das bedeutet eine zusätzliche Selektionsproblematik für den Kapitalgeber – mit entsprechend negativen Folgen für seine

**Grafik 1: Variable Vergütung je nach Risiko**

Der Erwartungswert der variablen Vergütung steigt mit zunehmender Risikobereitschaft.



Lesehilfe: Mit Änderung der Fondsstrategie steigt die Wahrscheinlichkeit von extremen Portfolio-Wertentwicklungen. Während der Erwartungswert der Investoren in Fonds bzgl. ihrer Rendite davon unbeeindruckt bleibt, steigt der Erwartungswert der Manager bzgl. Ihrer Fee.

Quelle: Adaptiert von Rumelt (2009)<sup>6</sup>

Bereitschaft, überhaupt Mittel zur Verfügung zu stellen

**Implikationen für das Frühphasensegment**

Das hat Folgen weit über das Fundraising der einzelnen Fonds hinaus. Die Zurückhaltung der Investoren bei VC-Fonds kann kein anderer Frühphasenfinanzierer kompensieren – d. h. weder öffentliche Fonds noch Business Angels, Family Offices oder CVCs. Daraus entsteht eine Angebotslücke für weite Teile des gesamten Frühphasenmarktes (Tabelle).

Business Angels, Family Offices und öffentliche Fonds fokussieren sich in der Regel auf ein anderes Segment als VC-Fonds. Sie engagieren sich meist bei Unternehmen in einer vergleichsweise frühen Phase; mit

niedrigerer FuE-Intensität und eher moderatem Finanzierungsbedarf.

Bei öffentlichen Fonds kommt hinzu: Zum Teil investieren sie nur in geringem Umfang reines Eigenkapital und müssen – anders als unabhängige Fondsgesellschaften – regionale oder förderpolitische Zielvorgaben berücksichtigen.

Kann Corporate Venture Capital die Lücke schließen? Bestenfalls partiell. CVC-Gesellschaften ...

- ... aus der Industrie adressieren zwar ein ähnliches Segment wie die unabhängigen VC-Fonds – investieren in der Regel jedoch strategisch. Deshalb fließen auch knapp 80 % ihrer Investitionen in nur drei Branchen.

- ... aus dem Finanzsektor sind – verglichen mit ihren Kollegen aus der Industrie – breiter aufgestellt. Aufgrund strengerer Regulierung (Solvency II, Basel III) ziehen sie sich jedoch zunehmend aus dem Markt zurück.

**Welche Rolle spielt der Track Record?**

Die gegenwärtige Ausgestaltung der Fondsvergütung reduziert also die Mittel zur Finanzierung junger Hightech-Unternehmen.

Das Vergütungssystem schafft aber auch zunehmend ein Problem in der Frage, wem diese Mittel noch zur Verfügung gestellt werden?

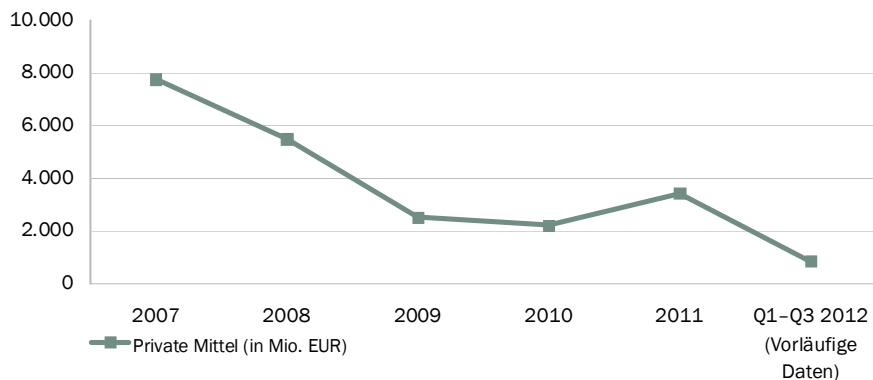
**Tabelle: Eigenschaften der Frühphasenfinanzierer**

Vergleich mit VC-Fonds	
Öffentliche Fonds	Öffentliche Fonds bedienen i.d.R. ein anderes Segment: Sie investieren oft früher, kleinere Summen und in weniger wachstumsorientierte Unternehmen und ... ... z.T. in nur geringem Umfang reines Eigenkapital
Business Angels	Business Angels adressieren ebenfalls ein anderes Segment als VC-Fonds: Sie investieren früher, kleinere Summen als VC-Fonds und überwiegend in niedrig-schwellige Innovationen. Die Unterschiede sind dabei so groß, dass ein reines Hebeln von BA Aktivitäten nicht ausreicht die Lücke der unabh. Fonds zu schließen.
Family Offices	Direktinvestitionen von Family Offices im VC Markt sind vernachlässigbar VC Investitionen machen einen nur kleinen Anteil am Portfolio der meisten Family Offices aus. Der Anteil der dabei in Form von Direktinvestitionen getätigt wird ist minimal.
CVCs	CVCs investieren in erster Linie strategisch und zwar aus Konzernsicht – nicht nur auf Basis von Unternehmenspotenzialüberlegungen. CVCs aus der Finanzindustrie ziehen sich aufgrund strengerer Regulierung aus dem Markt zurück.

Quelle: Eigene Auswertungen German Private Equity Barometer Daten, Fryges et al (2007)<sup>7</sup>; Weber (2005)<sup>8</sup>; Famos (2012)<sup>9</sup>; Leleux, B. et al (2007)<sup>10</sup>

**Grafik 2: Entwicklung des Fundraisings in Europa**

Kumulierte private Mittel in Mio. EUR



Aufgrund der beschriebenen Interessenkonflikte zwischen Kapitalgebern und Managementgesellschaften sowie der zusätzlichen Selektionsprobleme setzen Investoren – verstärkt und verständlicherweise – auf den „Track Record“. Also auf VC-Fonds, die Investitionserfolge aus der Vergangenheit vorweisen können.

Diese Priorisierung von erfolgreichen VC-Fonds mildert die Fehlanreize durch die Vergütungsstruktur. Um einen positiven Track Record zu (er)halten, müssen Fondsmanager kurzfristige Interessen (z. B. erhöhte Risikoprämie) längerfristigen Fundraising-Überlegungen unterordnen.

Trotzdem – so zeigen eine kürzlich veröffentlichte Studie der Kauffman Foundation sowie unsere eigenen Analysen:<sup>11</sup> Die beschriebenen Anreizprobleme können dadurch nicht behoben werden.

Warum? Erstens haben die Fonds einen gewissen Spielraum bei der Darstellung ihrer Performance: So können mit dem richtigen Maß die Hälfte aller Fonds für sich in Anspruch nehmen, „top quartile“ zu sein.<sup>12</sup>

Zweitens haben die Investoren wenig Alternativen auf dem Markt. Es gibt immer weniger Anbieter. Über die letzten 10 Jahre sind viele VC-Fonds aus dem Markt ausgeschieden und nur wenige nachgerückt. Mit der Folge, dass – wie Metzger (2013) diskutiert – der Wettbewerbsdruck gesunken ist.<sup>13</sup>

Doch warum kommen kaum neue Anbieter auf den Markt? Das mag am Track Record liegen. Neue Anbieter können naturgemäß keine Erfolge in der Vergangenheit aufweisen.

Der Fokus auf den Track Record macht es neuen Fonds fast unmöglich, Mittel einzusammeln. Was als sinnvolle Maßzahl gedacht war, erweist sich als Marktzutrittsbarriere.

Und als Innovationsbremse. Denn neue Anbieter bringen oft neue Ideen ein – von der Auswahl bis zur Betreuung von Portfoliounternehmen. Diese Innovationen können nicht in den Markt gelangen, weil die Investoren den Track Record fixieren.

Jeder Markt ohne neue Ideen wird immer unattraktiver – wodurch mittelfristig weitere Mittelabflüsse drohen (Grafik 2).

**In sechs Schritten zu einer besseren Vergütungsstruktur**

Wie können wieder mehr Mittel fließen? Hier sechs Anpassungsmöglichkeiten, die aus unserer Sicht viel versprechend sind:

**1) Das Fondsmanagement stärker am eigenen Fonds beteiligen**

Die durchschnittliche Einlage des Fondsmanagements in ihre Fonds beträgt in der Regel 1 % des Fondsvolumens.

Warum nicht 5 bis 10 %? Dann kann der Anreiz der Managementgesellschaft zur Gewinnmaximierung oder Verlustminimierung erhalten bleiben. Selbst bei schlechter anfänglicher Wertentwicklung eines Fondsportfolios.

Eine stärkere Beteiligung des Fondsmanagements an einer möglichen Downside dürfte zudem das Risikobewusstsein des Managements schärfen.

**2) Management Fee halbieren**

Was passiert, wenn die fixe Management-

Vergütung sinkt – zum Beispiel von bisher 2 auf 1 %?

Diese erfolgsunabhängige Komponente der Vergütungsstruktur könnte dann die Anreizwirkung der erfolgsabhängigen Komponente nicht mehr untergraben. Genau das ist – besonders bei größeren Fonds – heute teilweise der Fall.

Die Management Fee könnte stattdessen jeweils schrittweise auf bis zu 2 % erhöht werden – sobald vorher definierte Renditeziele erreicht sind. Zum Beispiel eine Steigerung um je 0,33 Prozentpunkte, mit jedem erreichten Renditeziel. Diese würde – nach Abrechnung des Fonds – als zusätzliche Komponente ausbezahlt.

**3) Gesamtvergütung im Erfolgsfall beibehalten oder steigern**

Unter der neuen Vergütungsstruktur sollte die Gesamtvergütung der Managementgesellschaft im Erfolgsfall genauso hoch sein wie in der gegenwärtigen Vergütungsstruktur – oder leicht höher. Nur so lässt sich vermeiden, dass Fondsgesellschaften die neue Vergütungsstruktur ablehnen – mit der Begründung, sie würde die Legitimationsbasis der Fondsmanager untergraben.

Die Argumentation der Fondsgesellschaften wäre dabei legitim. Nimmt eine Fondsgesellschaft eine Vergütungsstruktur an, die sie im Erfolgsfall schlechter stellt als heute, signalisiert sie den Investoren sowie potenziellen Portfoliounternehmen, dass sie kaum auf hohe Kapitalgewinne hofft.

Deshalb ist eine Fondsvergütung, die Fondsgesellschaften im Erfolgsfall gleich oder leicht besser stellt als heute, auch im Interesse der Investoren. Denn nur so können sie sicherstellen, Zugang zum gesamten Spektrum an VC-Fonds zu erhalten.

**4) Fondsperformance evaluieren – dank Marktäquivalent**

Warum eine Fondsperformance nur an einer fixen Rendite messen? Ein Vergleich ist nötig, um den Erfolg einordnen zu können. Etwa ein Vergleich zu einem public market equivalent (z. B. Small Cap Index).

Damit würde die Vergütungsstruktur an der Leistung der Managementgesellschaften ansetzen – und nicht Marktentwicklungen belohnen oder bestrafen, für die Fondsmanager nichts können (Grafik 3).

**5) Spielraum für individuelle Lösungen schaffen**

Für manche Fonds – insbesondere first-time Fonds – dürfte es schwierig sein, höhere Anforderungen an die Managementbeteiligung (5–10 %) zu erfüllen. Oder ihren Geschäftsbetrieb mit der niedrigeren Management Fee von 1 % zu stemmen. Daher muss im Einzelfall flexibel geprüft werden, wo sinnvolle Abstriche bei den Anforderungen 1) und 2) zu machen sind.

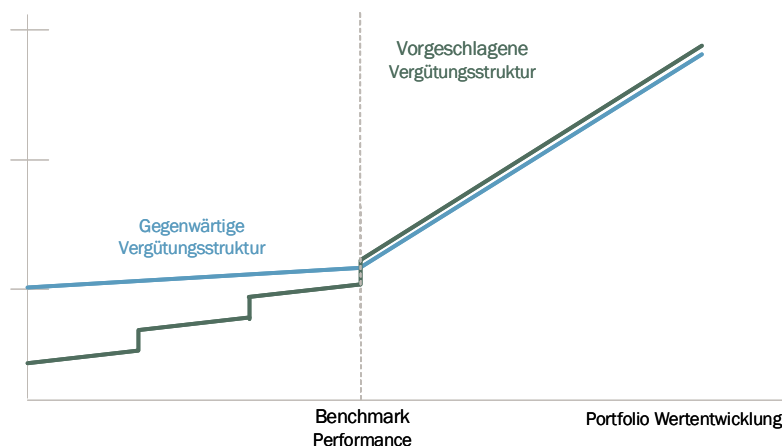
Voraussetzung hierfür ist jedoch: Die gesamten Einkommens- und Vermögensverhältnisse des Fondsmanagements müssen offengelegt werden – genauso wie die Kostenstruktur des Fonds. Nur so kann sichergestellt werden, dass das Entgegenkommen der Investoren bei den Anforderungen an das Fondsmanagement gerechtfertigt ist. Und nicht doch wieder zu Anreizverzerrungen führt.

**6) Multiple Fundraising-Aktivität stärker berücksichtigen, feste Beteiligungsdauern festlegen**

Wie lässt sich vermeiden, dass parallele

**Grafik 3: Gesamtvergütung in Abhängigkeit der Portfolioentwicklung**

Vergleichsskizze zwischen gegenwärtiger und vorgeschlagener Vergütungsstruktur



Quelle: KfW

Fundraising-Aktivität oder zu lange Halte-dauern die Anreizwirkungen der Vergütungsstruktur untergraben? Stärker als bisher könnte bei Vertragsabschluss festgeschrieben werden: Die Management Fee wird nur für eine bestimmte Zeit bezahlt – oder bei weiterer Fundraising-Aktivität angepasst.

**Fazit**

Venture Capital Fonds spielen eine tragende volkswirtschaftliche Rolle. Gleichwohl kann c.p. ihre Finanzierung junger High-tech-Unternehmen ganz erheblich optimiert werden – durch eine relativ simple Anpassung ihrer Vergütungsstruktur. ■

<sup>1</sup> Für die Erstellung des Beitrags haben wir – im Zeitraum von September bis November 2012 – 23 Experteninterviews durchgeführt (sieben mit VC/PE Fonds, sechs mit Kapitalgebern von Fonds, vier mit Business Angels / Family Offices, zwei mit Crowdfunding Plattformen und vier mit Forschern. Zudem wurden die relevante Literatur studiert und eigene Datenanalysen durchgeführt.

<sup>2</sup> Dies ist eines der Ergebnisse der kürzlich veröffentlichten Kauffman Studie: Mulcahy, D.; Weeks, B. und H. S. Bradley (2012): We Have Met the Enemy... and He Is Us – Lessons from Twenty Years of the Kauffman Foundation's Investments in Venture Capital Funds and The Triumph of Hope over Experience; Kauffman Foundation.

<sup>3</sup> Unsere eigenen Analysen zeigen, dass die durchschnittliche Beteiligungsdauer in den letzten Jahren gestiegen ist. Dies gilt selbst, wenn wir für eine große Anzahl an Fondscharakteristika und Marktfaktoren (wie z. B. Exitbedingungen) kontrollieren. Siehe dazu auch: Buyyacchi, L.; Scellato, G. and E. Ughetto (2013): The Investment Strategies of Publicly Sponsored Venture Capital Funds. Journal of Banking and Finance, Vol. 37, Issue 3, pp.707–716.

<sup>4</sup> Das Problem hierbei ist nicht das Risiko per se, sondern vielmehr die Tatsache, dass das Fondsmanagement – aufgrund der asymmetrischen Erfolgsbeteiligung – aus Sicht der Investoren das Risiko nicht richtig bepreist.

<sup>5</sup> Einfachheitshalber sehen wir von den – grafisch dargestellten – Restwahrscheinlichkeiten ab.

<sup>6</sup> Rumelt, R. (2009): How Bonuses Promote Excessive Risk Taking. <http://www.strategyland.com/2009/risk-inducing-incentives/>.

<sup>7</sup> Fryges, H.; Gottschalk, S.; Licht, G. und K. Müller (2007): Hightech-Gründungen und Business Angels; Endbericht für das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie. Projekt Nr. 04/07 Aktenzeichen: I D 4 - 02 08 15.

<sup>8</sup> Weber (2005): Corporate Venture Capital als Beitrag zum Wissensmanagement – eine vergleichende Langzeitstudie in Deutschland, WZB Discussion Paper, SP III 2005-107.

<sup>9</sup> Famos Studie (2012): Eine Anlageklasse für sich: Immobilienvermögen in Family Offices.

<sup>10</sup> Leleux, B.; Schmidheiny, S. and J. J. Diverse (2007): Europe's Family Offices; Private Equity and Venture Capital. EVCA Special Paper.

<sup>11</sup> Die Ergebnisse der Kauffman Foundation zeigen, dass – selbst im US-Markt mit relativ hohem Wettbewerb unter den Fonds – Fundraising Überlegungen eine kurzfristige Interessensmaximierung nicht (vollständig) ausgleichen können. Das gleiche gilt für unsere eigenen Analysen zur Beteiligungsdauer.

<sup>12</sup> Harris, R.; Jenkins, T. and R. Stucke (2012): Are Too Many Private Equity Funds Top Quartile? Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 24, Issue 4, pp. 77–89. Siehe auch: Mulcahy, D.; Weeks, B. und H. S. Bradley (2012)

<sup>13</sup> Metzger, G. (2013): Mindestrenditeanforderungen von Beteiligungsgesellschaften: Ansprüche werden bescheidener. KfW Economic Research, Studien und Materialien (in Veröffentlichung).