Entwicklungstendenzen in der Vertragsgestaltung auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt.

1. Einführung.

Mit dem Wandel zur Wissensgesellschaft und dem sich zusehends verschärfenden internationalen Wettbewerb nimmt die Bedeutung von Innovationen für den Wohlstand einer Gesellschaft stetig zu. So sind Innovationen in Form von neuen oder wesentlich verbesserten Produkten und Produktionsprozessen die Haupttriebfeder für den strukturellen Wandel und damit Voraussetzung für die internationale Wettbewerbsfähigkeit. Auf lange Sicht stellen sie eine der wichtigsten Quellen für Wirtschaftswachstum dar.

Beteiligungskapital kommt immer dann ins Spiel, wenn es um besonders risikoreiche und kapitalintensive Vorhaben, wie z.B. die Finanzierung von Innovationen, geht und andere Finanzierungsmöglichkeiten nur eingeschränkt zur Verfügung stehen. So können mit Hilfe von Beteiligungskapital innovative Unternehmen mit sonst nicht zugänglichem (Eigen-)Kapital ausgestattet werden. Darüber hinaus bietet Beteiligungskapital für aktive Investoren Möglichkeiten, die oftmals zu einseitige Fokussierung auf Technologie und den Mangel an Managementfähigkeiten überwinden, und somit „informiertes Kapital“ zur Verfügung stellen. Gerade mit Blick auf die Finanzierung junger innovativer Unternehmen zeigt ein bankdominiertes, auf der Beziehung zwischen Finanzintermediär und Unternehmen basierendes Finanzsystem gewisse strukturelle Nachteile. Der Beteiligungskapitalmarkt stellt eine Mischform zwischen einem bankenorientierten und einem kapitalmarktorientierten Finanzsystem dar. Während der Investitionsphase besteht einerseits eine enge Beziehung zwischen dem Investor und dem Beteiligungsnehmer (Zielunternehmen), die aber andererseits zeitlich begrenzt ist.

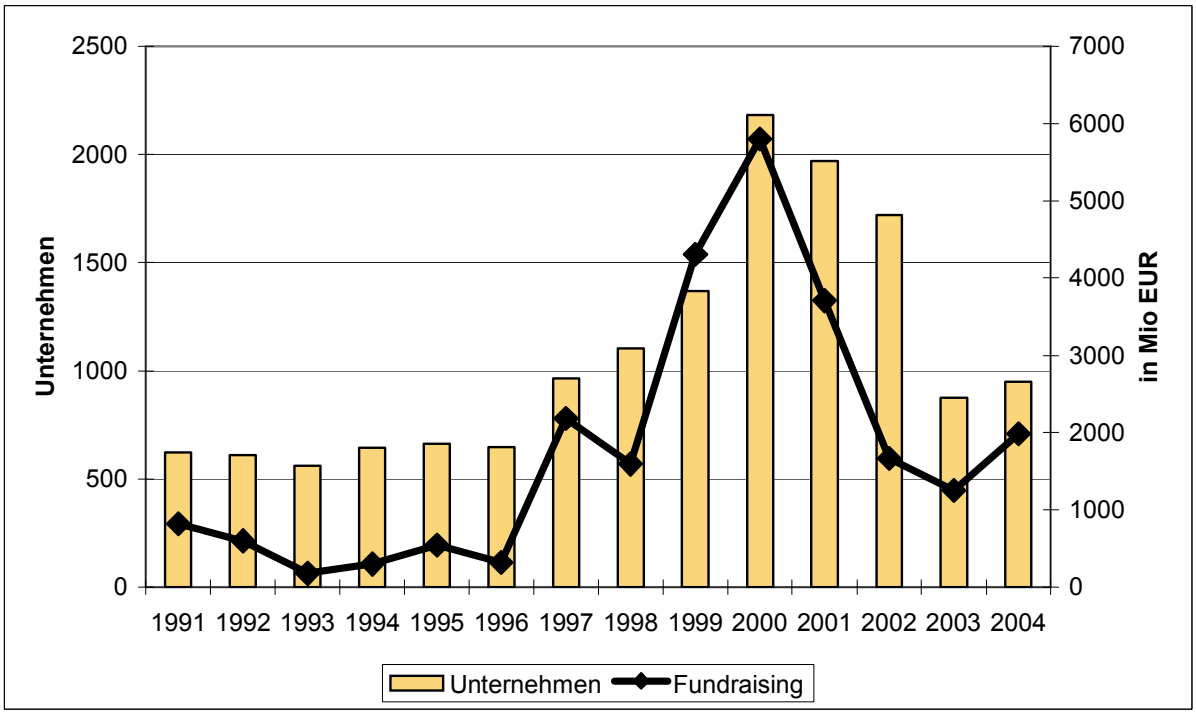
Aufgrund des temporären Engagements von Investoren in den finanzierten Unternehmen ist es – im Gegensatz zur langfristig orientierten Beziehung zwischen der (Haus-)Bank und dem Unternehmen – nicht möglich, implizite Mechanismen zur Lösung von Interessenskonflikten zu verwenden. Damit spielen explizite vertragliche Regelungen eine wesentlich größere, wenn nicht die zentrale Rolle. Die Analyse der Vertragsstrukturen zwischen Beteiligungsgebern und -nehmern liefert Einblicke, wie Interessenskonflikte zwischen beiden Parteien gelöst werden und trägt daher wesentlich zum Verständnis des Beteiligungskapitalmarkts in Deutschland bei.

Die weitaus größte Zahl von Analysen der Vertragsstrukturen auf dem Beteiligungskapitalmarkt stammen aus den USA bzw. den angelsächsischen Ländern, während für den noch

vergleichsweise jungen Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland bislang nur wenige Untersuchungen vorliegen. Aus diesem Grund analysieren die KfW und das CFS in einem gemeinsamen Projekt die Vertragsstrukturen auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt.

Der folgende Artikel gibt einen Ausschnitt der gemeinsamen Arbeit wieder. Er befasst sich mit der Entwicklung wesentlicher Merkmale von Vertragsstrukturen zwischen Beteiligungsnehmern und -gebern in den vergangenen rund 15 Jahren. Dabei zeigt sich, dass zunehmend komplexe Verträge detailliert die Zuführung von Kapital und die Mitspracherechte der Beteiligungsgeber regeln. Die in jüngerer Zeit zur Anwendung kommenden Verträge bieten mehr Gestaltungsmöglichkeiten und geben sowohl dem Beteiligungsnehmer als auch dem Beteiligungsgeber stärkere Anreize, sich für den Unternehmenserfolg einzusetzen. Wo möglich werden Vergleiche zu ähnlichen Studien für den US-Markt gezogen, der aufgrund seiner längeren Geschichte und seines erreichten Entwicklungsstands in der öffentlichen Diskussion häufig als Vorbild eines weiterentwickelten Marktes dient.

2. Die Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes in Deutschland.



Anmerkung: 2001, 2002, 2003 ohne pan-europäische Fonds
Quelle: BVK (2004), Statistik 2003, Statistik 2004

Grafik 1: Entwicklung der Neuinvestitionen und des Fundraising auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt

Beteiligungskapital hat in den Neunzigerjahren in Deutschland – wie weltweit – an Bedeutung gewonnen. Betrachtet man beispielsweise die eingeworbenen Mittel oder die Anzahl

finanzierter Unternehmen, so zeigt sich nach vergleichsweise bescheidenen Anfängen eine stürmische Entwicklung des Marktes in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre (s.). Die Anzahl der mit Hilfe von Beteiligungskapital finanzierten Unternehmen etwa stieg von jährlich gut 600 in der ersten Hälfte der neunziger Jahre auf etwa das 3½-fache im Jahr 2000. Dennoch konnte sich auch der deutsche Markt den Korrekturen der letzten Jahre nicht entziehen. Die Anzahl der finanzierten Unternehmen sank auf unter 900 im Jahr 2003. Auch wenn das Geschäftsklima im Beteiligungsmarkt inzwischen nachhaltig positiv ist, wie der von KfW und BVK entwickelte Geschäftsklimaindex für den deutschen Beteiligungsmarkt – das German Private Equity Barometer[1] – anzeigt und sich im letzten Jahr eine Umkehr des Trends stetig sinkender Neuinvestitionen angedeutet hat, bleibt der Markt für Private Equity hierzulande weit unter seinen Möglichkeiten. Das zeigt besonders der Blick über die Grenzen:[2] In vielen Ländern, wie z.B. in Großbritannien (0,85 %) und Frankreich (0,27 %) übertreffen die Investitionen bezogen auf das BIP deutlich das Niveau in Deutschland (0,12 %).[3]

3. Die Entwicklung wesentlicher Vertragsstrukturen im Zeitablauf.

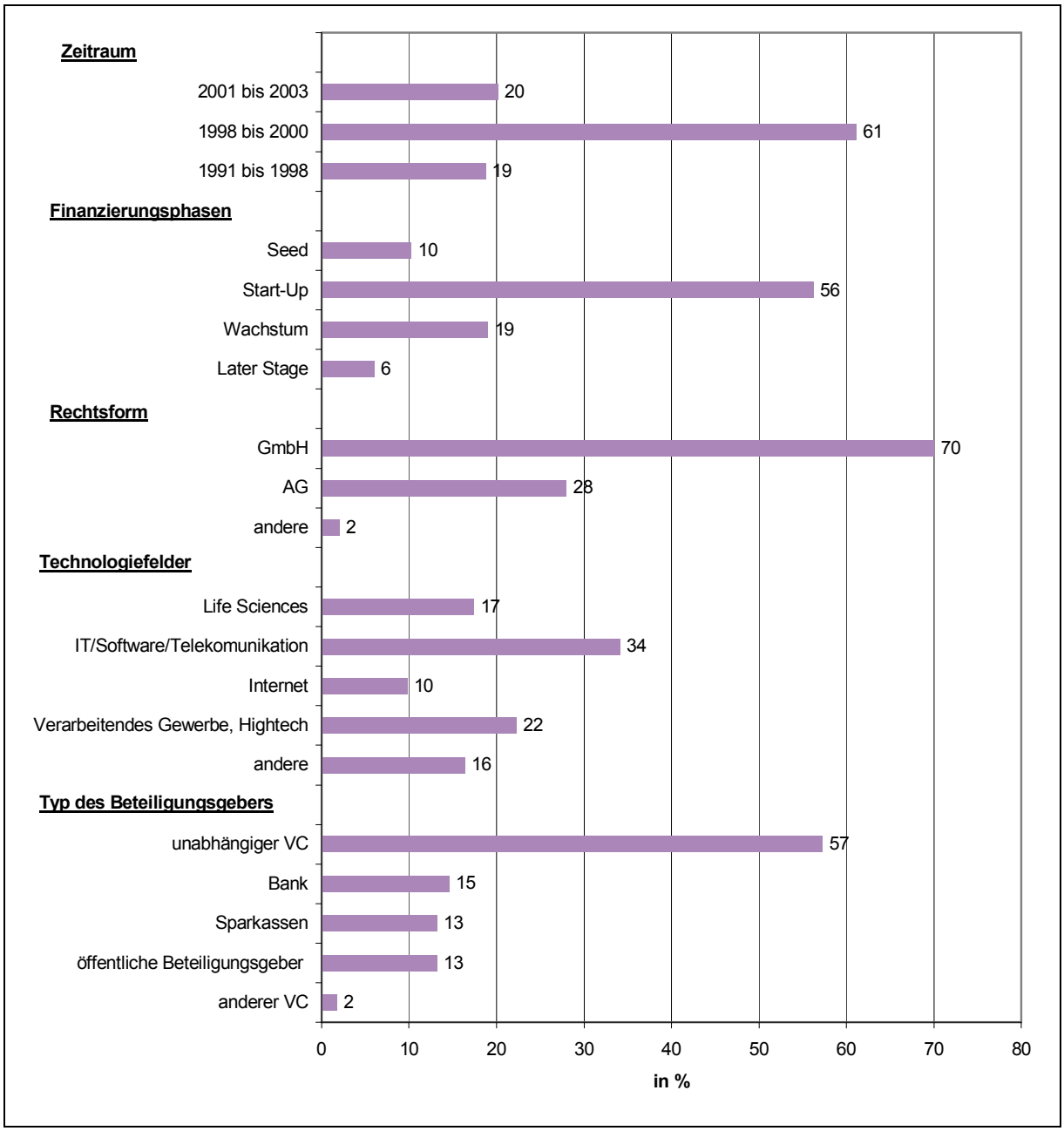
3.1. Datenbasis der Untersuchung.

Die Untersuchung der Vertragsstrukturen erfolgt auf der Basis einer Zufallsstichprobe von 290 mit Hilfe der KfW-Beteiligungskapitalprogramme geförderten Unternehmen, die von Beteiligungskapitalgesellschaften finanziert wurden.[4] Insgesamt wurden 464 Finanzierungsrunden erfasst. Somit umfasst die Stichprobe rund ein Viertel der in Frage kommenden, von der KfW in den entsprechenden Programmen geförderten Unternehmen. Für die Untersuchung wurden wesentliche Merkmale der Verträge zwischen Beteiligungsgebern und -nehmern an Hand der Kreditakten erfasst. Dazu wurden sowohl Informationen über die Beteiligungsnehmer, wie sie aus den Businessplänen und den Anträgen hervorgingen, als auch die einzelnen Vertragselemente aus den Beteiligungsverträgen sowie den Satzungen ausgewertet. Außerdem wurden Informationen über die von der KfW geförderten Beteiligungsgeber berücksichtigt. Grafik 2 zeigt die Zusammensetzung der Datenbasis. Die Stichprobe streut breit

[1] Vgl. Zimmermann V. und Karle, H. (2005), „Das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt: Entwicklung und Einflussfaktoren“, Finanz Betrieb 6/2005, 445-455.
[2] Für einen detaillierten Vergleich der Beteiligungskapitalmärkte in Deutschland und Großbritannien vgl. Zimmermann, V. und J. Schumacher (2004) „Auf unterschiedlichen Wegen zum Ziel? Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien: Marktstrukturen im Vergleich“, KfW-Sonderveröffentlichung.
[3] Werte für 2003.
[4] Die Stichprobe umfasst die Programme KfW/BMFT-Technologie-Beteiligungsprogramm (BJTU), KfW/BMWA Technologie-Beteiligungsprogramm (BTU), ERP-Innovationsprogramm (Beteiligungsvariante), KfW-Risikokapitalprogramm (Garantien) sowie KfW-Risikokapitalprogramm (Fondsfinanzierung). Ausgeschlossen wurden Unternehmen, die ausschließlich über Mittelständische Beteiligungsgesellschaften finanziert wurden.

über Finanzierungsphasen, Technologiefelder und Beteiligungsgebertypen. Schwerpunkte liegen dabei – wie zu erwarten – auf Frühphasenfinanzierungen sowie unabhängigen VCs als Beteiligungsgeber.[5]

Zur Untersuchung wird der Beobachtungszeitraum in drei Perioden unterteilt. Finanzierungsrunden von 1991 bis einschließlich 1997 werden der frühen Marktentwicklungsphase vor dem New Economy Boom zusammengefasst. Die Jahre 1998 bis 2000 geben sodann die Boomphase und die Jahre 2001 bis 2003 die darauf folgende Konsolidierungsphase wieder.



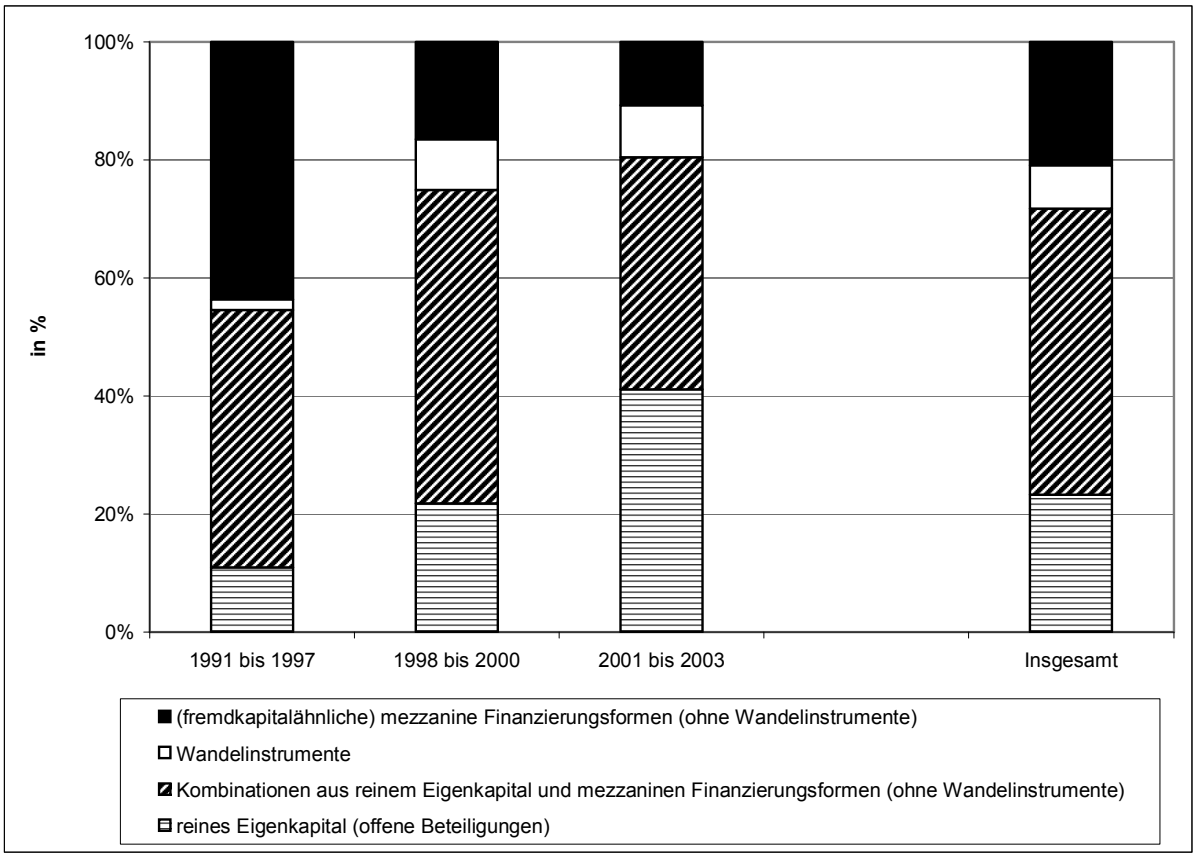
Anmerkung: nur Erstrundenfinanzierungen

Grafik 2: Verteilung der Finanzierungsrunden (Anteile in %)

[5] Das Schaubild gibt die Merkmale bei der ersten von der KfW geförderten Finanzierungsrunde wieder.

3.2. Finanzierungsinstrumente.

Grafik 3 zeigt die Veränderung der Finanzierungsinstrumente in Erstrundenfinanzierungen über den Beobachtungszeitraum. Deutlich zeichnet sich im Zeitablauf eine Zunahme der reinen Eigenkapital-Finanzierungen (offene Beteiligungen) ab. Im Gegenzug sinkt insbesondere der Anteil von Finanzierungsrunden, in denen ausschließlich (fremdkapitalähnliche) mezzanine Finanzierungsinstrumente (ohne Wandelinstrumente) – wie typische stille Beteiligungen, Gesellschafterdarlehen oder Darlehen mit Rangrücktritt – zur Anwendung kommen, von über 40 % auf rund 10 % in der Periode von 2001 bis 2003. Die Kombination von mezzaninen Finanzierungen (ohne Wandelinstrumente) und Eigenkapital-Beteiligungen in einer Finanzierungsrunde ist über den gesamten Beobachtungszeitraum mit knapp der Hälfte der Finanzierungen die wichtigste Finanzierungsform.



Anmerkung: Die Anteile beziehen sich auf die Anzahl der untersuchten Erstrundenfinanzierungen

Grafik 3: Anteile von Finanzierungsinstrumenten an den Erstrundenfinanzierungen im Zeitablauf 1991 – 2003

Kombinationen aus mezzaninen Finanzierungsinstrumenten (ohne Wandelinstrumente) und offenen Beteiligungen kommen insbesondere in der Boomphase des Beteiligungskapitalmarktes Ende der 90er Jahre häufig vor. Solche Kombinationen sind im Vergleich zu reinen Eigenkapital-Beteiligungen in der Regel mit weniger Einfluss des Beteiligungsgebers ver-

bunden. Daher kann vermutet werden, dass diese Finanzierungsform insbesondere von potentiellen Beteiligungsnehmern präferiert wird und damit in Verhandlungen besser durchsetzbar ist als eine Kapitalzuführung mittels ausschließlich Eigenkapital-Beteiligungen. So dürfte die hohe Verbreitung von Kombinationen aus offenen Beteiligungen und mezzaninen Finanzierungsinstrumenten (ohne Wandelinstrumente) in der Boomphase des Beteiligungskapitalmarktes als Beleg für eine seinerzeit größere Verhandlungsmacht der Beteiligungsnehmer aufgrund der höheren Verfügbarkeit von Beteiligungskapital in diesem Zeitraum zu interpretieren sein.

Wandelinstrumente – wie etwa Wandelanleihen oder wandelbare Vorzugsaktien – werden auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt zunächst kaum eingesetzt. Auch in den darauf folgenden Jahren spielen Wandelinstrumente, anders als in den USA, wo diese Instrumente in rund vier Fünftel der Finanzierungen angewendet werden,[6] eine untergeordnete Rolle. Wandelinstrumente bilden aufgrund der breiten Möglichkeiten ihrer Ausgestaltung eine sehr heterogene Gruppe. In seiner Wirkung weist dieses Instrument, etwa was Kontroll- und Entscheidungsrechte oder die Teilhabe an Veräußerungsgewinnen und das Entgelt für das Engagement angeht, ähnliche Charakteristika auf, wie die auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt präferierten Kombinationen aus offenen Beteiligungen und mezzaninen Finanzierungsinstrumenten. Offensichtlich werden diese Kombinationen in Deutschland den Wandelinstrumenten vorgezogen, wobei die Gründe dafür bislang unklar sind.

3.3. Kontrollrechte und Entscheidungsrechte.

Dieser Abschnitt widmet sich der Entwicklung der Vertragsgestaltung zwischen Beteiligungsgebern und Beteiligungsnehmern bezüglich von Kontroll- und Entscheidungsrechten. Kontroll- und Entscheidungsrechte ermöglichen dem Beteiligungsgeber Eingriffe in wichtige Bereiche der Unternehmensführung. Die Ausübung dieser Rechte erlaubt es den Investoren, Unternehmen aktiv zu betreuen und damit zum Erfolg des Unternehmens beizutragen. Da bei einer erfolgreichen Unternehmensentwicklung auch die Gewinne der Beteiligungsgeber aus den Engagements steigen, haben Investoren auch Anreize, ihr Know-how einzubringen und somit „informiertes Kapital“, welches gemeinhin mit Beteiligungskapital verbunden wird, zur Verfügung zu stellen.

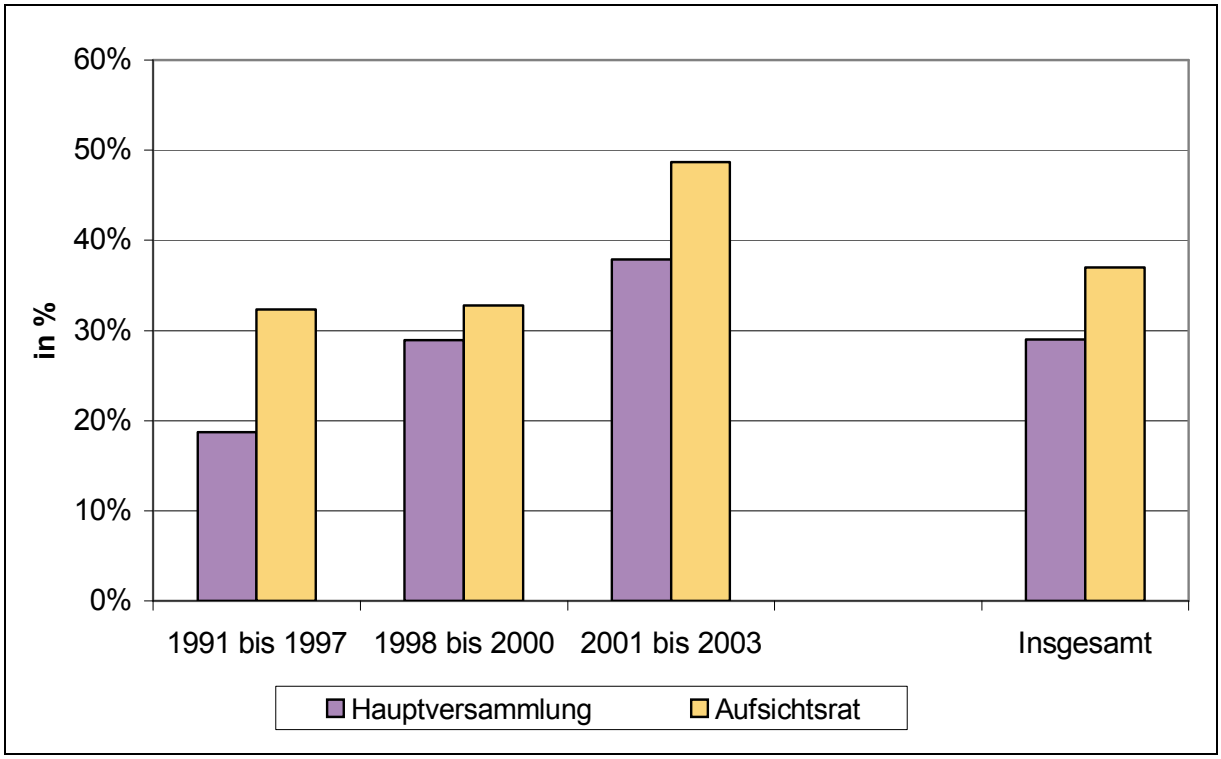
[6] Vgl. Kaplan, S.N. und P. Strömberg (2003): Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, Review of Economics Studies 70, 281-315.

Stimmrechte.

Ein wichtiges Instrument zur Kontrolle eines Unternehmens ist die Verteilung von Stimmrechten in Hauptversammlungen und Aufsichtsräten der Unternehmen. Wie Grafik 4 zeigt, steigen die Stimmanteile der Beteiligungsgeber in der Hauptversammlung über die drei beobachteten Perioden an. Auch für die Stimmanteile im Aufsichtsrat ist für die Periode 2001 – 2003 ein deutlicher Anstieg gegenüber den Vorperioden zu beobachten. Die im Zeitablauf zunehmenden Einflussmöglichkeiten des Beteiligungsgebers zeigen sich insbesondere dann, wenn betrachtet wird, bei welchem Anteil der Unternehmen der Beteiligungsgeber die Mehrheit der Stimmrechte hält (s. Anmerkung: Falls Syndizierungen vorliegen, beziehen sich die Anteile auf das Syndikat
Grafik 5). Diese Anstiege sind dabei zum überwiegenden Teil auf die Vertragsgestaltung von unabhängigen Beteiligungsgesellschaften zurückzuführen. Während diese Gruppe von Beteiligungsgebern zu Beginn des Beobachtungszeitraums ähnlich den anderen Investorengruppen kaum Stimmenmehrheiten in den genannten Gremien auf sich vereinigte, steigt im Beobachtungszeitraum dieser Anteil deutlich an. Ein Grund für diesen Anstieg dürfte auch sein, dass sich zunehmend mehrere VC-Gesellschaften an einem Unternehmen gleichzeitig beteiligen[7] und die Stimmrechte der einzelnen in dieser Auswertung addiert werden. Die hohen Anteile von insgesamt 25 % bzw. 40 % der Unternehmen, bei denen die Beteiligungsgeber die Mehrheit der Stimmrechte im entsprechenden Gremium am aktuellen Rand aufweisen, relativieren dabei der häufig geäußerten Ansicht, dass Beteiligungsgeber nicht die Mehrheit in Unternehmen anstreben.

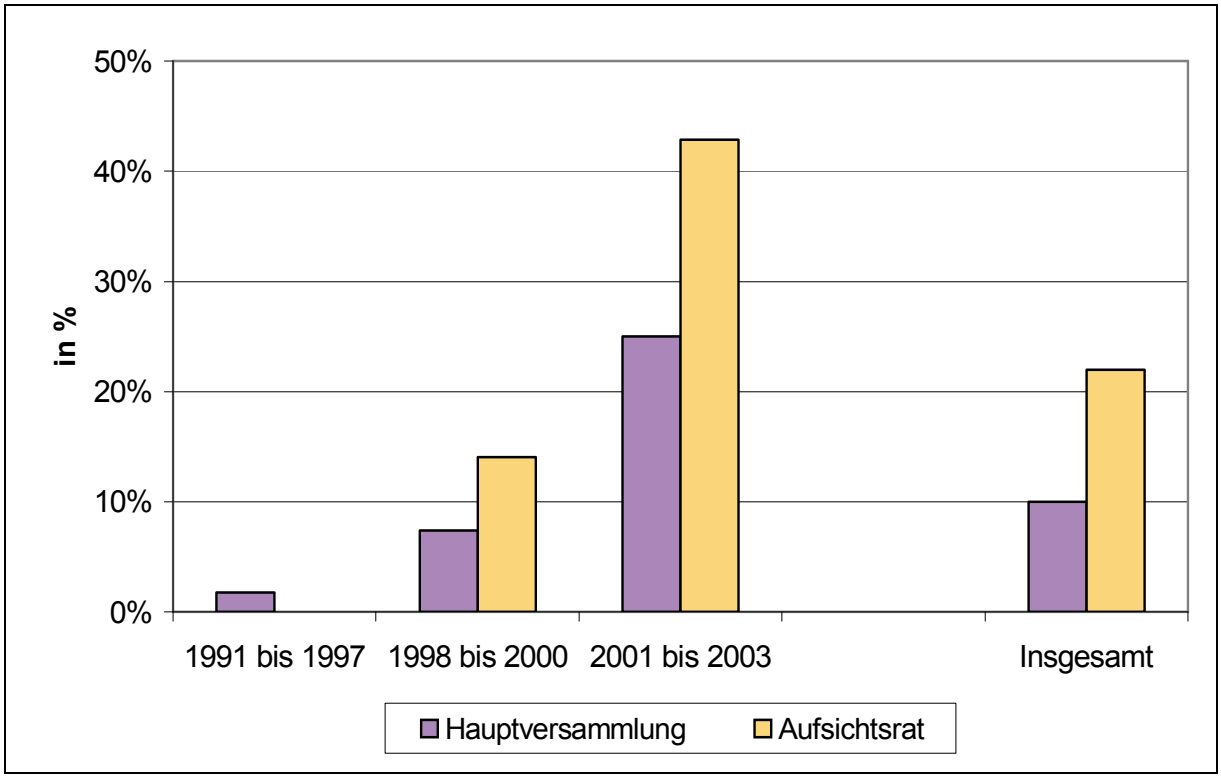
Mit Ausnahme der durchschnittlichen Stimmrechte im Aufsichtsrat zeigt sich ein wachsender Einfluss der Beteiligungsgeber auch in der Boomphase Ende der 90er Jahre. Damit steigt der Einfluss der Beteiligungsgeber auf das finanzierte Unternehmen auch in einer Phase, in der aufgrund des vergleichsweise großen Angebots an Beteiligungskapital vermutet werden kann, dass finanzierungssuchende Unternehmen eine verhältnismäßig gute Verhandlungsposition innehatten. Diese Beobachtung zeigt umso mehr die hohe Bedeutung, die Beteiligungsgeber ihren Stimmrechten beimessen. Vergleiche zu Studien für die USA zeigen, dass auch bezüglich der Stimmrechte eine Angleichung des deutschen Markts stattfindet. Ein Niveau wie in den USA, wo Studien von durchschnittlichen Stimmanteilen um 50 % berichten, wird in Deutschland jedoch noch nicht erreicht.[8]

[7] Siehe dazu auch Abschnitt 3.5.
[8] Vgl. Kaplan, S.N. und P. Strömberg (2003): Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, Review of Economics Studies 70, 281-315.



Anmerkung: Falls Syndizierungen vorliegen, beziehen sich die Anteile auf das Syndikat

Grafik 4: Entwicklung der durchschnittlichen Stimmrechte der Beteiligungsgeber in Hauptversammlungen und Aufsichtsräten an allen Erstrundenfinanzierungen

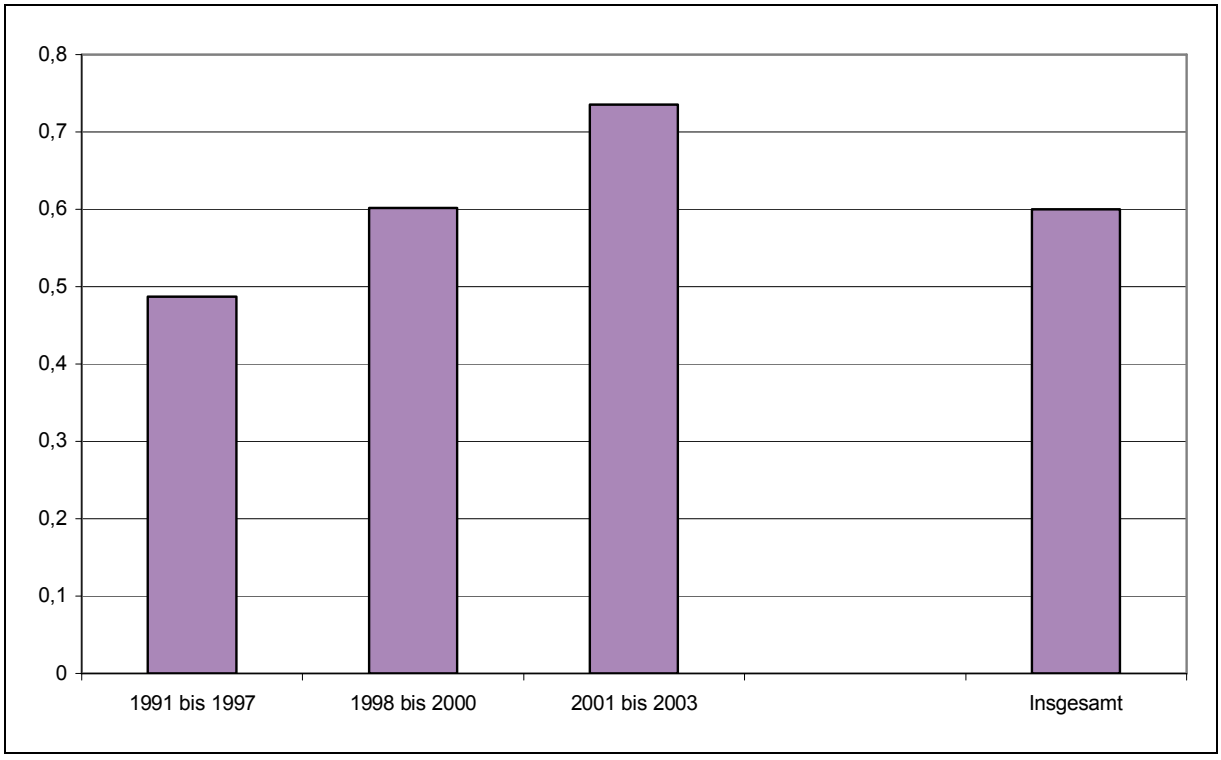


Anmerkung: Falls Syndizierungen vorliegen, beziehen sich die Anteile auf das Syndikat

Grafik 5: Anteil der Finanzierungen, bei denen Beteiligungsgeber die Mehrheit der Stimmrechte in der Hauptversammlung besitzen, an allen Erstrundenfinanzierungen

Vetorechte.

Ähnlich einer Mehrheit an Stimmrechten verhindern Vetorechte auch bei Minderheitsbeteiligungen die Überstimmung eines Beteiligungsgebers. Sie bilden somit ebenfalls einen Schutz des Investors vor unternehmerischen Entscheidungen zu seinen Ungunsten. Für die Auswertung wurde aus drei möglichen Vertragsklauseln ein Index gebildet, der den Wert Null annimmt, wenn keines der Rechte festgeschrieben ist und den Wert 1 wenn ein Vertrag alle diese Klauseln enthält. Die drei untersuchten Vertragsklauseln sind: das Recht eine Kapitalerhöhung abzulehnen, das Recht einen Verkauf von Teilen der Firma abzulehnen und das Recht die Verwässerung des gehaltenen Eigenkapitals abzulehnen[9]. Die Grafik gibt den durchschnittlichen Indexwert in der jeweiligen Periode wieder. Auch bezüglich der Vetorechte zeigt sich in Grafik 6 das bereits von den Stimmrechten bekannte Bild: Auch diese Instrumente werden in jüngerer Zeit häufiger eingesetzt als früher.



Anmerkung: nur Erstrundenfinanzierungen
Ausgewiesen ist die durchschnittliche Verwendung von drei untersuchten Vetorechrechten
Die Indexwerte variieren zwischen den Werten Null und Eins für die vertragliche Regelung keines bzw. aller vier Vetorechte.

Grafik 6: Verwendung von Vetorechten für den Beteiligungsgeber

[9] Darunter ist zu verstehen, dass ein Beteiligungsgeber in einer weiteren Finanzierungsrunde nicht von der Kapitalerhöhung ausgeschlossen werden darf. Ein Ausschluss hätte zur Folge, dass der Anteil des ausgeschlossenen VCs im Verhältnis zu den Anteilen jener Investoren, die an der weiteren Finanzierungsrunde beteiligt sind, sinkt; das von ihm gehaltene Eigenkapital wird somit „verwässert“.

Der zunehmende Einsatz von Vetorechten ist für alle Beteiligungsgebergruppen zu beobachten. Anders als für die Beteiligungsgesellschaften der Banken und Sparkassen sowie der öffentlichen Beteiligungsgeber verwenden unabhängige VCs Vetorechte zum Schutz ihrer Interessen jedoch auch schon zu Beginn des Beobachtungszeitraums in einem beachtlichen Ausmaß[10]. Auch in der letzten betrachteten Periode beinhalten die Verträge von unabhängigen VCs Vetorechte in einem besonders großen Ausmaß.

Ein wesentlicher Grund für die zunehmende Bedeutung von Vetorechten in den Vertragsbeziehungen zwischen Investoren und dem Zielunternehmen ist der starke Anstieg von Syndizierungen, d.h. das gleichzeitige Engagement von mehreren Beteiligungsgebern in derselben Finanzierungsrunde.[11] In einer solchen Situation ist eine Stimmenmehrheit einzelner Beteiligungsgeber zumeist nicht möglich, so dass in diesem Fall auf Vetorechte zurückgegriffen wird. Auch diese Beobachtung ist aus amerikanischen Studien bekannt, die zeigen, dass sich Beteiligungsgeber in den USA oftmals weitreichende Eingriffsrechte einräumen lassen bzw. durchsetzen.

Exit- und Abbruchrechte.

Exitrechte und Abbruchrechte regeln den Ausstieg des Beteiligungsgebers aus einem Engagement. Dabei erlauben Exitrechte dem Beteiligungsgeber, sich zum (aus seiner Sicht) optimalen Zeitpunkt aus einem erfolgreichen Unternehmen zurückzuziehen und erhöhen somit seine erwartete Rendite. Da es bei einem schnellen Eintritt des Unternehmenserfolgs für den Beteiligungsgeber möglich ist, den Gewinn aus seinem Engagement frühzeitig zu realisieren, tragen auch Exitrechte dazu bei, dass sich Beteiligungsgeber über die Vergabe von finanziellen Mitteln hinaus in einem Unternehmen zu engagieren, um diese so schnell wie möglich zum Erfolg zu führen. Exitrechte bestehen in der Regel aus Klauseln, die einen Börsengang oder einen Verkauf der Beteiligung an andere Investoren erzwingen können.

Abbruchrechte erlauben es dem Beteiligungsgeber dagegen, sich aus nicht erfolgreichen Firmen zurückziehen. Damit können Verluste verringert und Ressourcen schneller wieder anderen Firmen gewidmet werden. Dies trägt dazu bei, dass das Verlustrisiko eines Engagements sinkt. Da die Ausübung dieses Rechts in der Regel die Existenz eines Unternehmens beenden, stellen Abbruchrechte ein starkes Instrument für die Ausübung seines Einflusses auf das finanzierte Unternehmen dar. Dies gilt gerade vor dem Hintergrund, dass

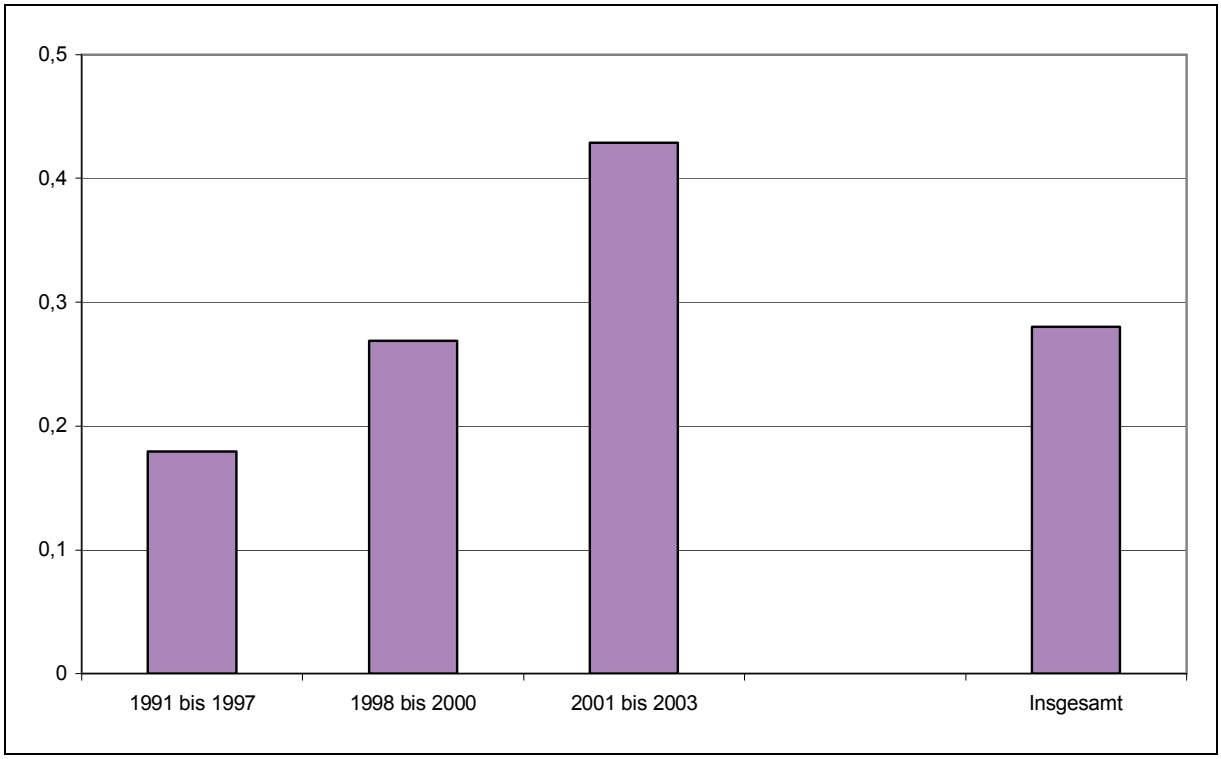
[10] So verwenden 75% der unabhängigen VCs mindestens zwei der drei genannten Rechte im Gegensatz zu 25% der Beteiligungsgesellschaften der Banken und Sparkassen sowie der öffentlichen Beteiligungsgeber.
[11] Siehe Abschnitt 3.5.

aufgrund der hohen Unsicherheit über den Erfolg von beteiligungskapitalfinanzierten Unternehmen, Liquidationen häufig zu beobachten sind.[12]

Grafik 7 zeigt die Verwendung von Exitrechten. Auch für die Exitrechte wurde analog zur Vorgehensweise bezüglich der Vetorechte ein Index gebildet. Zu den untersuchten Vertragsklauseln zählen: eine Informationspflicht des Beteiligungsgebers bei Verkaufsangeboten, ein Mitverkaufsrecht des Beteiligungsgebers, die Mitverkaufspflicht des Unternehmers bei einem Verkauf, das Vorkaufsrecht des Beteiligungsgebers sowie Put-Optionen für den Beteiligungsgeber[13]. Diese stellen die wichtigsten Exitrechte dar, die nötig sind, um einen Verkauf des Unternehmens auch gegen den Willen des Unternehmers zu erzwingen. Wie die Grafik verdeutlicht, gewinnen Exitrechte im Zeitablauf deutlich an Gewicht. Ähnlich den Vetorechten spielen die Exitrechte insbesondere bei unabhängigen VCs eine größere Bedeutung als bei den anderen Beteiligungsgebergruppen.

[12] So wird in den USA von einer durchschnittlichen Liquidationsquote von ca. 30 % bei beteiligungskapitalfinanzierten Unternehmen berichtet. Vgl. Sahlman, W.A. (1990): The structure and governance of venture–capital organizations, Journal of Financial Economics 27, 473-521.

[13] Dies bedeutet, dass der Beteiligungsnehmer auf Wunsch des Beteiligungsgebers zum Rückkauf der Beteiligung zu einem vorher festgelegten Preis verpflichtet ist.



Anmerkung: nur Erstrundenfinanzierungen
Ausgewiesen ist die durchschnittliche Verwendung von fünf untersuchten Exitrechten. Die Indexwerte variieren zwischen den Werten Null und Eins für die vertragliche Regelung keines bzw. aller fünf Exitrechte.

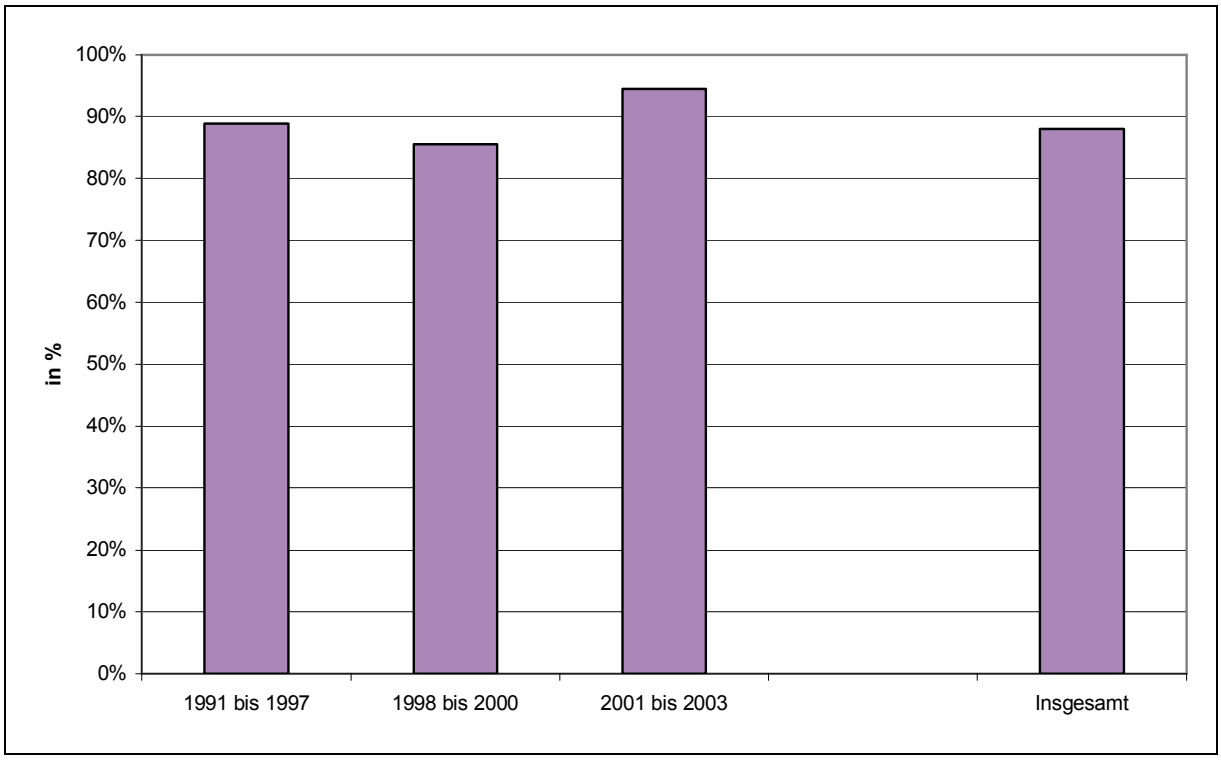
Grafik 7: Verwendung von Exitrechten

Abbruchrechte werden einem Beteiligungsgeber durch die Verwendung von gestaffelten Finanzierungen[14], Fremdkapitalfinanzierungen[15] und wiederum durch Put-Optionen zugunsten des Beteiligungsgebers eingeräumt. Alle drei Instrumente erlauben einen Abbruch durch den Beteiligungsgeber, wobei die Bedingungen, an die eine Ausübung des Rechts gekoppelt sind, sich deutlich unterscheiden.

Grafik 8 zeigt, werden Abbruchrechte bereits zu Beginn des Beobachtungszeitraums in rund 85 % der Finanzierungen in die Vertragsgestaltung aufgenommen. In der Phase Ende der neunziger Jahre ist zunächst ein Rückgang gegenüber der Ausgangsperiode zu beobachten. Die Gründe dafür können zum einen eine leichte Verschiebung in der Datenbasis hin zu Wachstum- und Later Stage-Finanzierungen sein. Auch kann diese Beobachtung auf die – bereits angesprochene – bessere Verhandlungsposition von potentiellen Beteiligungsnehmern in dieser Periode zurückzuführen sein: Aufgrund des großen Kapitalangebots waren

[14] Siehe Abschnitt 3.4.
[15] Fremdkapitalfinanzierungen beinhalten Abbruchrechte, da aus Fremdkapitalfinanzierungen eine Zahlungsverpflichtung (Zins und Tilgung) des Schuldners resultiert. Kann der Schuldner diesen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen, kann der Gläubiger die Insolvenz beantragen und auf diese Weise versuchen, seine Ansprüche durchzusetzen und damit gleichzeitig sein Engagement zu beenden.

Abbruchrechte während der Boomphase weniger gut durchsetzbar. Der leichte Rückgang kann auch damit in Verbindung stehen, dass aufgrund der damals vorherrschenden euphorischen Stimmung auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt, die Möglichkeit eines Fehlschlags des Engagements von den Beteiligungsgebern eventuell weniger in Betracht gezogen wurde. In der darauf folgenden Konsolidierungsphase auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt, die mit hohen Abschreibungen der Beteiligungsgeber von statten ging, erhielten die Abbruchrechte wiederum ein deutlich höheres Gewicht in der Vertragsgestaltung zwischen Beteiligungsgebern und –nehmern, wie der Anteil von rund 94 % an Finanzierungsrunden mit definierten Abbruchrechten an allen Finanzierungen zeigt. Die Verwendung dieses Instruments unterscheidet sich, insbesondere in der letzten betrachteten Periode, nur wenig zwischen den verschiedenen Beteiligungsgebertypen.



Anmerkung: nur Erstrundenfinanzierungen

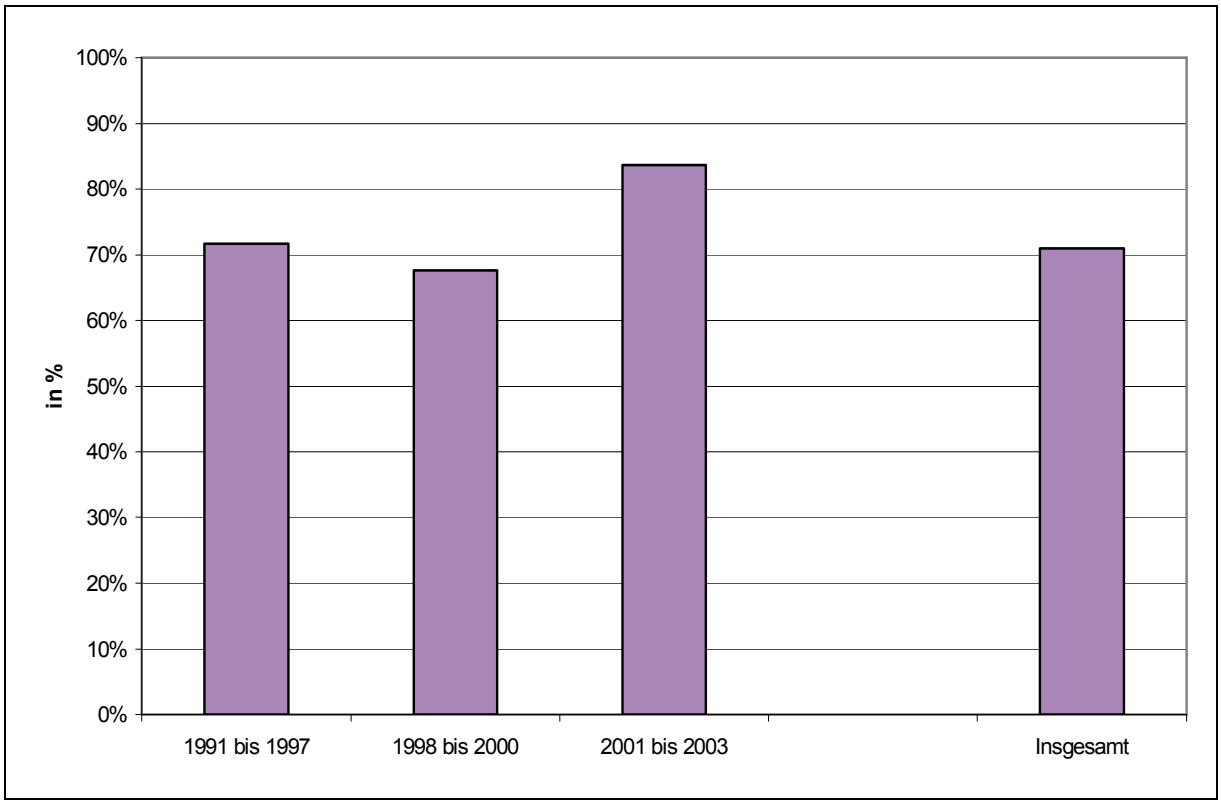
Grafik 8: Anteil von Finanzierungsrunden mit Abbruchrechten an allen Erstrundenfinanzierungen

3.4. Gestaffelte Finanzierungen.

Unter gestaffelter Finanzierung („Staging“) versteht man eine schrittweise Zuführung des Beteiligungskapitals in das finanzierte Unternehmen. Dabei kann die Bereitstellung des Kapitals an die Erfüllung bestimmter Ziele („Milestones“), wie etwa die Fertigstellung eines Prototypen, geknüpft sein. Oder die Finanzierung erfolgt in mehreren Finanzierungsrunden, wobei in diesem Fall die Beziehungen zwischen dem Beteiligungsgeber und -nehmer jeweils für die anstehende Finanzierungsrunde neu durch Verträge geregelt werden. Vorteile einer solchen

gestaffelten Finanzierung sind die Begrenzung des Verlustrisikos des Beteiligungsgebers aufgrund der im Vergleich zum gesamten Beteiligungssumme kleineren Volumina. Insbesondere bei hoher Unsicherheit über den Unternehmenserfolg bietet sich daher die Verwendung dieses Instruments an. Auch setzt die Zuführung der Finanzierung in Tranchen Anreize für den Beteiligungsnehmer die Zielerreichung voranzutreiben. Demgegenüber können im Fall von Rundenfinanzierungen erhöhte Transaktionskosten in Form von Vertragsverhandlungen stehen. Die Verwendung von Milestones dagegen setzt voraus, dass sich Ziele bereits vor Projektbeginn genau definieren lassen.

Grafik 9 zeigt, dass sich der Anteil gestaffelter Finanzierungen über den Beobachtungszeitraum nur wenig verändert. Im Vergleich zu den Jahren vor 1998 sind am aktuellen Beobachtungsrand gestaffelte Finanzierungen nur geringfügig häufiger zu beobachten. Hinter dieser aggregierten Betrachtung verbergen sich jedoch deutliche Veränderungen, wenn man die beiden Instrumente für die gestaffelte Finanzierungszufuhr – d.h. Milestones und Rundenfinanzierungen – getrennt betrachtet. Wie Grafik 10 zeigt, steigt insbesondere im zuletzt betrachteten Zeitraum der Anteil der Finanzierungen, in denen ausschließlich Milestones zum Einsatz kommen, deutlich an, während der Anteil an Finanzierungen, die lediglich Rundenfinanzierungen als Staginginstrument verwenden, im Zeitablauf abnimmt.



Anmerkung: nur Erstrundenfinanzierungen

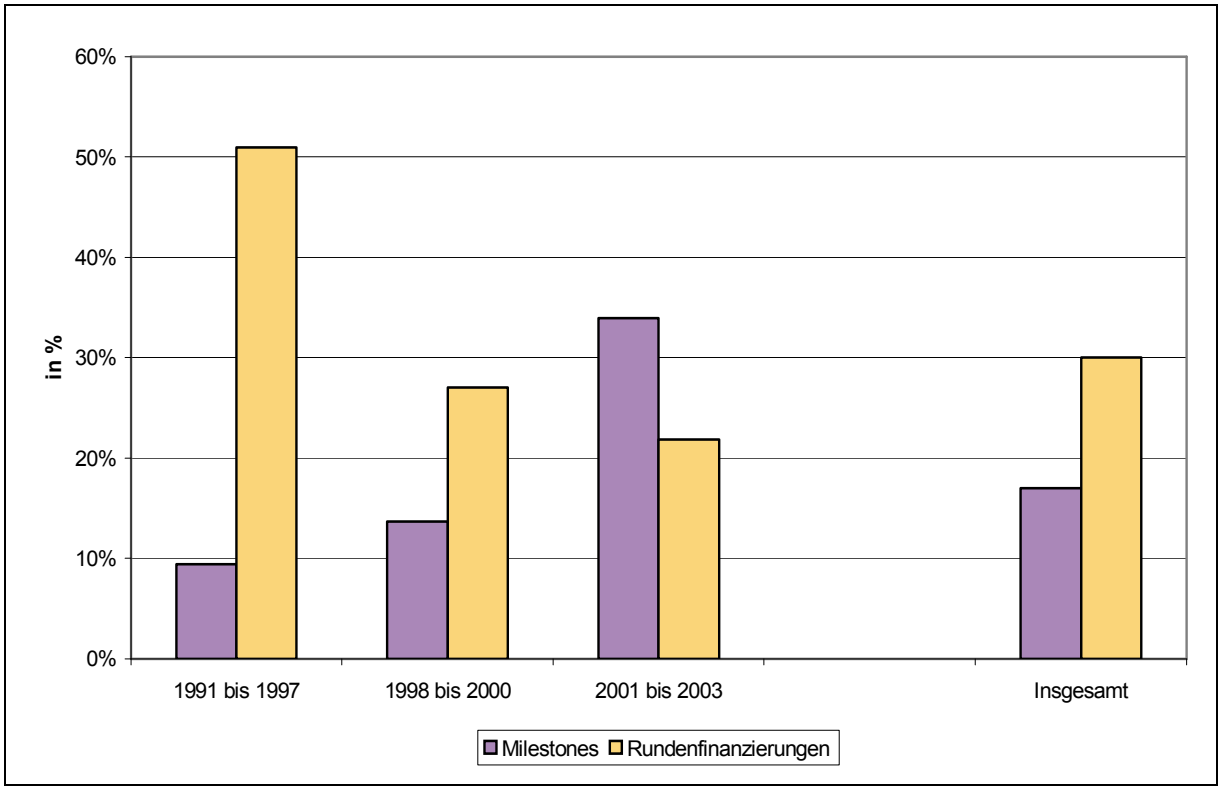
Grafik 9: Anteil gestaffelter Finanzierungen an allen Erstrundenfinanzierungen

Gründe für diese Entwicklung mögen in den nicht zuletzt aufgrund der zunehmenden Komplexität der Verträge hohen Transaktionskosten für Rundenfinanzierungen sowie in der Unsicherheit über den Ausgang zukünftiger Vertragsverhandlungen liegen. Milestones bieten hier den Vorteil – vorausgesetzt die Milestones können zu Beginn eindeutig definiert werden – einer größeren Sicherheit bezüglich einer weiteren Kapitalzufuhr bei geringeren Transaktionskosten.

Mit einem Anteil von rund einem Drittel an allen (Erstrunden-) Finanzierungen, werden Milestones in Deutschland ebenso häufig eingesetzt wie in den USA.[16]

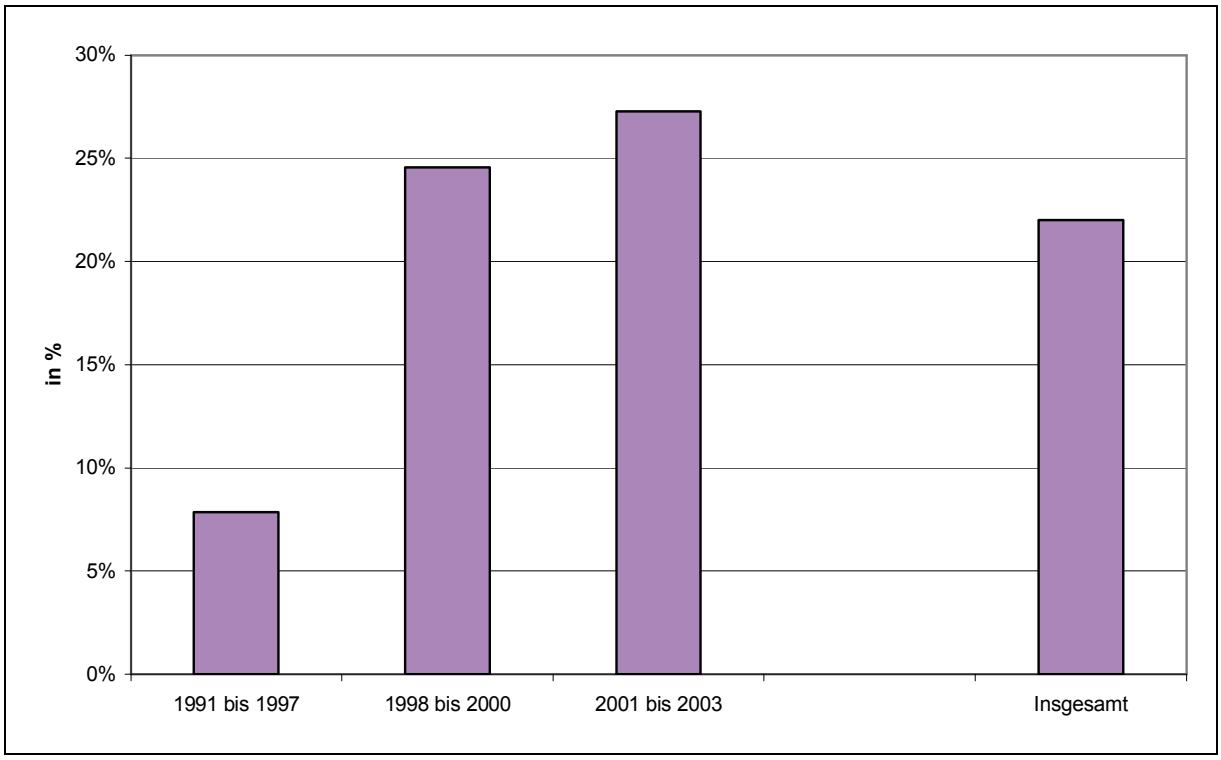
Grafik 11 eine Zunahme der Kombination von Milestones und Rundenfinanzierungen in den beiden betrachteten jüngeren Zeitperioden. So werden derzeit in rund vier Fünftel der rundenfinanzierten Unternehmen gleichzeitig auch Milestones definiert, welche die Kapitalzufuhr innerhalb einer Finanzierungsrunde regeln. Der Grund hierfür dürfte in der Kombination der Stärken beider Staginginstrumente liegen. So sichern Milestones Anschlussfinanzierungen bei einem erfolgreichem Projektverlauf. Da insbesondere mit steigendem Planungshorizont die Definition von Milestones jedoch zunehmend an Grenzen stößt, wird für die Regelung der Kapitalzufuhr über größere Zeiträume auf Rundenfinanzierungen zurückgegriffen.

[16] Vgl. Kaplan, S.N. und P. Strömberg (2003): Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, Review of Economics Studies 70, 281-315.



Anmerkung: nur Erstrundenfinanzierungen

Grafik 10: Anteil der Finanzierungen, die ausschließlich Milestones beziehungsweise ausschließlich Rundenfinanzierungen als Staging Instrument verwenden, an allen Erstrundenfinanzierungen



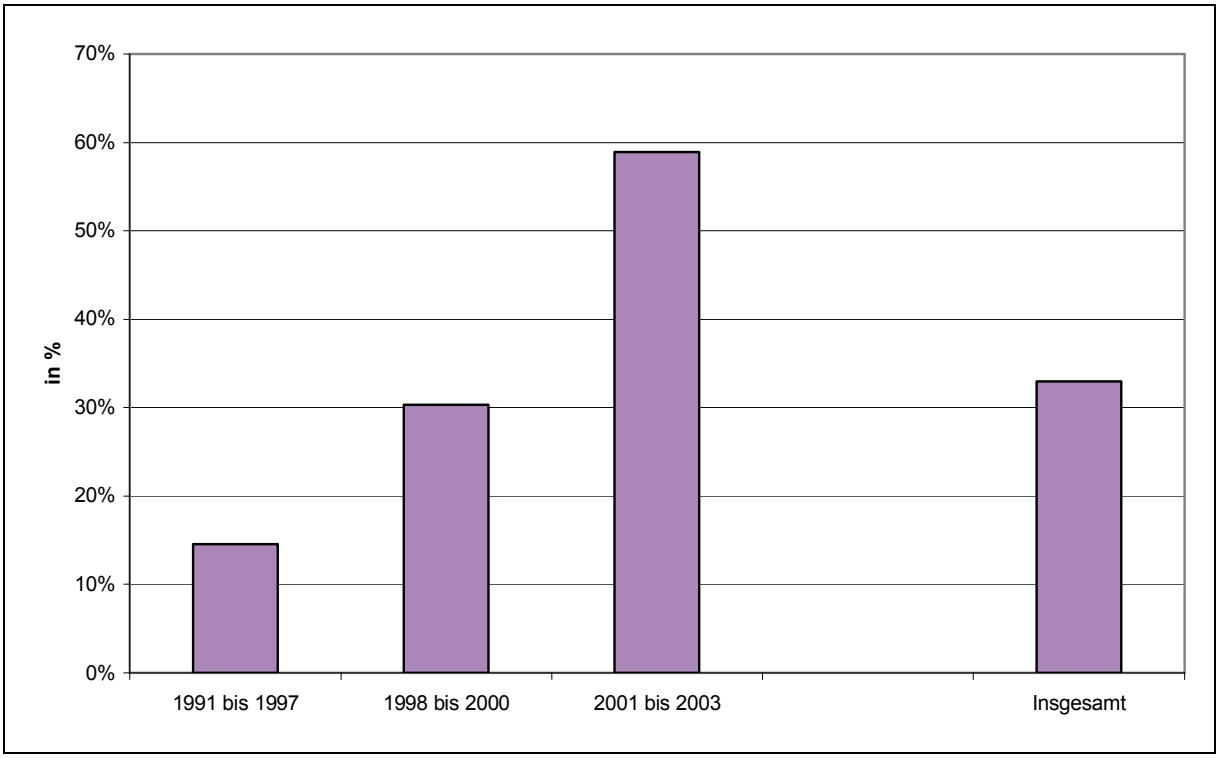
Anmerkung: nur Erstrundenfinanzierungen

Grafik 11: Anteil der Rundenfinanzierungen, die zusätzlich Milestones als Staging Instrument verwenden, an allen Rundenfinanzierungen

3.5. Syndizierung.

Ein weiteres Charakteristikum der Beteiligungsfinanzierung ist die Syndizierung von Finanzierungen. Darunter wird verstanden, dass sich mehrere Beteiligungsgeber gemeinsam in einem Unternehmen engagieren, um so das Know-how und die Netzwerke mehrerer Beteiligungsgeber zu bündeln und auf diese Weise den Unternehmenserfolg zu steigern. Auch ermöglicht eine Syndizierung die Finanzierung größerer Volumina bei einem geringeren Risiko für den einzelnen Investor.

Syndizierte Finanzierungen können am häufigsten im Early Stage Segment des Beteiligungskapitalmarktes sowie bei Finanzierungen von unabhängigen VCs beobachtet werden. Da in diesem Segment die Finanzierungsvolumen vergleichsweise gering sind, kann vermutet werden, dass insbesondere die Zusammenführung von Know-how sowie Risikoüberlegungen das gemeinsame Engagement mehrerer Beteiligungsgeber bewirken. Wie Grafik 12 zeigt, werden in jüngerer Zeit deutlich häufiger Finanzierungen gemeinsam getätigt als früher. Mit einem Anteil von knapp 60 % der Erstrundenfinanzierungen in der letzten Beobachtungsperiode liegt dieser Anteil in einem Bereich, wie er ähnlich auch für die USA ermittelt wird.[17] Insbesondere unabhängige VCs gehen mit rund zwei Drittel der Finanzierungen besonders häufig syndizierte Beteiligungen ein.



Anmerkung: nur Erstrundenfinanzierungen

Grafik 12: Anteile syndizierter Finanzierungen an allen Erstrundenfinanzierungen

4. Fazit.

Beteiligungskapital und mezzaninen Finanzierungsformen kommen bei der Finanzierung von Unternehmen mit einem hohen Erfolgspotential aber auch hohem Verlustrisiko eine wichtige Rolle zu. Von Finanzierungen mit Hilfe „informiertem Kapitals“, welches neben einer hohen Risikobereitschaft des Financiers auch die Expertise bei der Projektauswahl sowie qualifizierte Beratung und Mithilfe bei der Entwicklung des Unternehmens beinhaltet, wird allgemein erwartet, dass sie die Erfolgsaussichten eines Unternehmens deutlich erhöhen und zum Projekterfolg beitragen.

Da die Engagements von Beteiligungsgebern in den Zielunternehmen – im Gegensatz zur langfristig orientierten Beziehung zwischen einer (Haus-)Bank und dem Unternehmen – zeitlich begrenzt sind, ist es nicht mehr möglich, implizite Mechanismen zur Lösung von Interessenskonflikten zu verwenden. Daher spielt die explizite vertragliche Regelung der Beziehung zwischen Beteiligungsgebern und -nehmern eine zentrale Rolle. Dies gilt um so mehr, als dass die Bereitstellung von „informiertem Kapital“ eine klare Regelung der Rechte beider Partner bedarf.

Die vorliegende Untersuchung zeigt, wie sich der deutsche Beteiligungskapitalmarkt innerhalb der letzten 15 Jahre hinsichtlich der Finanzierungsinstrumente und der vertraglich geregelten Beziehungen zwischen Beteiligungsgebern und -nehmern entwickelt hat. Die zunehmende Komplexität der Verträge, die detailliert die Zuführung von Kapital und die Mitspracherechte der Beteiligungsgeber regeln, bieten mehr Gestaltungsmöglichkeiten und geben sowohl dem Beteiligungsnehmer als auch dem Beteiligungsgeber stärkere Anreize, sich für den Unternehmenserfolg einzusetzen.

So zeigt die Untersuchung einen deutlichen Anstieg des Anteils reiner Eigenkapitalfinanzierungen (offene Beteiligungen) an allen Finanzierungen über den Beobachtungszeitraum, während mezzanine Finanzierungsformen an Bedeutung verlieren. Für die Jahre 2001 bis 2003 überwiegen mit einem Anteil von vier Fünfteln reine Eigenkapitalfinanzierungen beziehungsweise Kombinationen aus Eigenkapitalfinanzierungen und mezzaninen Finanzierungsinstrumenten in der untersuchten Stichprobe.

Eine deutliche Ausweitung der Mitspracherechte der Beteiligungsgeber im Beobachtungszeitraum kann für die meisten der in die Untersuchung einbezogenen Kontroll- und Entscheidungsrechte festgestellt werden. Dies gilt für Stimmrechte in Aufsichtsräten und auf Haupt-

[17] Vgl. Seppä, T.J. (2003): Essays on the valuation and syndication of venture capital investments, Helsinki University, Doctoral Dissertation.

versammlungen, für die Vetorechte einzelner VCs sowie die Regelungen über die Beendigung des Engagements des Beteiligungsgebers („Exit-“ und „Abbruchrechte“).

Eine gestaffelte Zuführung von Kapital („Staging“) kann über den gesamten Beobachtungszeitraum häufig beobachtet werden. Auch nimmt im Zeitablauf der Anteil der gestaffelten Finanzierungen leicht zu. Während zu Beginn der neunziger Jahre Rundenfinanzierungen dominierten, ging die Bedeutung dieses Instruments in den Folgejahren zurück. Im Gegenzug wurde im Zeitablauf die Koppelung der Kapitalzuführung an des Erreichen von definierten Zielen („Milestones“) deutlich wichtiger. Ebenfalls werden Beteiligungsfinanzierungen in jüngerer Zeit häufiger von mehreren VCs gemeinsam getätigt als frührer.

Der Beteiligungsgeber erhält zum einen durch die Entwicklung weg von ausschließlich mezzaninen Finanzierungsinstrumenten hin zu Kombinationen aus mezzaninen Finanzierungsinstrumenten (ohne Wandelinstrumente) und offenen Beteiligungen oder sogar reinen Eigenkapital-Beteiligungen und zum anderen durch weitgehende Entscheidungsrechte stärkere Anreize, aktive Managementunterstützung zu leisten. Durch die heutzutage häufiger auftretenden Syndizierungen können darüber hinaus verschiedene Beteiligungsgeber ihr spezifisches Know-how zusammenführen und dem Beteilungsgeber somit umfassender zur Verfügung stellen. Auch der Beteiligungsnehmer erhält durch die stufenweise Kapitalzufuhr und durch weitreichende Veto- und Kontrollrechte sowie Abbruchrechte des Beteiligungsgebers stärkere Anreize, sich im Unternehmen zu engagieren.

Das bedeutet, dass ein guter Teil der Rechte und Regelungen dazu beiträgt, dass Beteiligungsgeber sich aktiv an der Unternehmensführung beteiligen und somit dem Begriff von Venture Capital als „informiertes Kapital“ gerecht werden. Gerade dies ist aber die entscheidende Eigenschaft von Beteiligungskapital in weiter entwickelten Märkten. Somit zeigen sich gerade auch in den Vertragsstrukturen Professionalisierungstendenzen, wie sie auch bezüglich anderer Charakteristika (z.B. zunehmende Spezialisierung auf Branchen und Finanzierungsphasen) auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt festgestellt werden können.[18]

Abschließend kann zudem festgehalten werden, dass eine Annäherung an die üblichen Vertragsklauseln des maßgeblichen US Marktes beobachtet werden kann. Dies zeigen die Vergleiche mit Studien zum US Markt, auch wenn darauf hingewiesen werden muss, dass die zitierten Studien nur auf kleinen Stichproben basieren und bei den aufgezeigten Entwicklungen sicherlich auch weitere Faktoren – wie etwa rechtliche Rahmenbedingungen – eine Rolle spielen.

Ansprechpartner: Dr. Volker Zimmermann (KfW), Carsten Bienz (CFS), Julia Hirsch (CFS)
069/7431-3725

[18] Vgl. Zimmermann, V. und J. Fischer (2003), „Beteiligungskapital in Deutschland: Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf“, KfW-Sonderveröffentlichung.