ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Feinendegen, Stefan; Schmidt, Daniel; Wahrenburg, Mark

Working Paper

Die Vertragsbeziehungen zwischen Investoren und Venture Capital-Fonds: Eine empirische Untersuchung des europäischen Venture Capital-Marktes

CFS Working Paper, No. 2002/01

Provided in Cooperation with:
Center for Financial Studies (CFS), Goethe University Frankfurt

Suggested Citation: Feinendegen, Stefan; Schmidt, Daniel; Wahrenburg, Mark (2002) : Die Vertragsbeziehungen zwischen Investoren und Venture Capital-Fonds: Eine empirische Untersuchung des europäischen Venture Capital-Marktes, CFS Working Paper, No. 2002/01, Goethe University Frankfurt, Center for Financial Studies (CFS), Frankfurt a. M., https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:hebis:30-9911

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/25380

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

No. 2002/01

Die Vertragsbeziehung zwischen Investoren und Venture Capital-Fonds: Eine empirische Untersuchung des europäischen Venture Capital-Marktes

Stefan Feinendegen / Daniel Schmidt /
Mark Wahrenburg

Center for Financial Studies
an der Johann Wolfgang Goethe-Universität ▪ Taunusanlage 6 ▪ D-60329 Frankfurt am Main
Tel: (+49)069/242941-0 ▪ Fax: (+49)069/242941-77 ▪ E-Mail: ifk@ifk-cfs.de ▪ Internet: http://www.ifk-cfs.de

CFS Working Paper No. 2002/01

Die Vertragsbeziehung zwischen Investoren und Venture Capital-Fonds: Eine empirische Untersuchung des europäischen Venture Capital-Marktes*

Stefan Feinendegen / Daniel Schmidt / Mark Wahrenburg **

Abstract: Die vorliegende empirische Studie analysiert die Vertragsgestaltung zwischen Investoren und europäischen Venture Capital-Fonds. Im Zentrum steht die Analyse der Vergütung des Fondsmanagements sowie der zum Einsatz kommenden Vertragsklauseln. Deren Ausgestaltung ist entscheidend für die Überwindung der Prinzipal-Agenten-Beziehung innewohnenden Agency-Probleme. Hierzu werden 122 Fondsprospekte sowie 46 Gesellschafterverträge von europäischen Venture Capital-Fonds ausgewertet, die in den Jahren 1996 bis 2001, der ersten großen Boomphase des europäischen Venture Capital-Marktes, aufgelegt wurden. Während die jährliche Vergütung des Fondsmanagements auf den ersten Blick sehr standardisiert erscheint, ergeben sich bei einer Barwertbetrachtung aller zu leistenden Management Fees über die gesamte Fondslaufzeit deutliche Anzeichen für Preisdifferenzierung. In Bezug auf den Einsatz von Vertragsklauseln kann eine Zunahme im Zeitablauf und mithin eine zunehmende Komplexität des Vertragsdesigns festgestellt werden. Vor dem Hintergrund der Erfahrungen aus dem US-amerikanischen Venture Capital-Markt kann diese Entwicklung jedoch noch nicht als abgeschlossen gelten. Der europäische Markt bewegt sich in Bezug auf die Verwendung vertraglicher Restriktionen auf dem Niveau, das in den USA bereits Anfang der neunziger Jahre erreicht war.

JEL Classification: G32

Keywords: Venture Capital, Contract, Limited Partnership, Funds, Principal Agent, Compensation, Covenants

---

* Für die Bereitstellung ihres Datenarchivs bedanken sich die Autoren bei VCM Venture Capital Management GmbH, München

** Dipl.-Kfm. Stefan Feinendegen, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insb. Bankbetriebslehre, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Mertonstr. 17, D-60054 Frankfurt/Main, Germany, Email: sfeinendegen@t-online.de;
Dipl.-Kfm. Daniel Schmidt, VCM Center of Private Equity Research und Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insb. Bankbetriebslehre, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Mertonstr. 17, D-60054 Frankfurt/Main, Germany, Email: d.schmidt@wiwi.uni-frankfurt.de;
Prof. Dr. Mark Wahrenburg, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insb. Bankbetriebslehre, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Mertonstr. 17, D-60054 Frankfurt/Main, Germany, Email: wahrenburg@wiwi.uni-frankfurt.de;

A. Einleitung

Die Kapitalanlage in Venture Capital (VC)-Fonds hat in den vergangenen Jahren als Alternative zu den klassischen Kapitalanlagemöglichkeiten erheblich an Bedeutung gewonnen. In der Folge hat sich der Beteiligungskapitalmarkt heute zu einem eigenständigen Kapitalmarktsegment entwickelt. Für finanzwirtschaftlich orientierte Investoren (insbesondere institutionelle Anleger bzw. *Asset Manager*) sind vor allem hohe Ertragsaussichten sowie das Diversifikationspotential von Engagements in Beteiligungskapitalfonds von Interesse.[1] Während die Beteiligungskapitalmärkte in den USA und Großbritannien bereits in den siebziger bzw. den achtziger Jahren an Dynamik gewonnen und beachtliche Fondsvolumina erreicht haben[2], hat der kontinentaleuropäische Beteiligungskapitalmarkt erst in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre Bedeutung für anlagensuchendes Kapital erlangt. Gleichzeitig hat das Interesse von institutionellen wie privaten Anlegern an Anlagen in Beteiligungskapitalfonds stark zugenommen.

Im Vergleich zu den anderen Kapitalmarktsegmenten ist der Beteiligungskapitalmarkt bisher nur in geringem Maße standardisiert und reguliert. Aufgrund einer nach wie vor sehr zurückhaltenden öffentlichen Kommunikation der Beteiligungsgesellschaften mangelt es darüber hinaus vielfach an Transparenz. Dies gilt insbesondere für den im Vergleich zu den USA noch recht jungen europäischen VC-Markt. Der unterschiedliche Entwicklungsstand spiegelt sich auch am Stand der empirischen Forschung wider. Umfangreichere Datensätze, wie sie Forschern in den USA zur Verfügung stehen, sind in Europa bisher entweder gar nicht vorhanden oder aber nicht öffentlich zugänglich.

Für die vorliegende empirische Analyse europäischer VC-Fonds ist es gelungen, einen in Umfang und Qualität bisher einmaligen Datensatz zu erheben. Er ermög-

---

[1] Bis zu den aktuellen Korrekturen an den Aktienmärkten ist die Auffassung weit verbreitet, dass Beteiligungskapitalportfolios nur gering mit Aktienportfolios korrelieren und deshalb durch die Investition in Venture Capital-Fonds das systematische Risiko eines Anlageportfolios gesenkt werden kann (vgl. z.B. Bader, 1996, S. 184 ff. u. S. 343; Merrill Lynch, 1995, S.1 ff. und 2001, S. 33 ff.). Der aktuelle Abschwung hat allerdings gezeigt, dass sich die Entwicklung der Renditen beider Eigenkapitalmarktsegmente durchaus eine hohe Korrelation aufweisen.

[2] Vgl. statt vieler Fenn/Liang/Prowse, 1997, S. 10 ff. und Yli-Renko/Hay, 1999, S. 25 ff. Allerdings bezieht sich die Dynamik des britischen Markts weniger auf VC- als auf Buyout-Finanzierungen in reifen Unternehmensphasen.

licht erstmals eine umfassende Analyse der Entwicklung der Vertrags- und Konditionsgestaltung europäischer VC-Fonds in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre und gibt einen Einblick in den aktuellen Stand dieser Entwicklung. Die Untersuchung der vertraglichen Gestaltung der Beziehungen zwischen Investoren und VC-Fonds möchte mit einem hohen Repräsentativitätsgrad zum besseren Verständnis dieses Kapitalmarktsegments beitragen. Sie gibt einen Überblick über die Bandbreite der typischerweise verwendeten Vertragselemente und vergleicht die europäischen Vertragsdesigns mit der verfügbaren Empirie des US-Marktes.

Im Mittelpunkt der Untersuchung steht die Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen dem Investor eines VC-Fonds als Prinzipal und der VC-Gesellschaft (VCG) als Agent.[3] Der Beitrag geht der Frage nach, wie die potentiellen Agency-Probleme bzw. Interessenkonflikte, die sich aus der Intermediärsfunktion der VCG ergeben, durch vertragliche Regelungen aufgelöst werden können. Hierzu wurden die Prospekte von 122 europäischen VC-Fonds sowie in 46 Fällen zusätzlich die Gesellschafterverträge aus den Jahren 1996 bis Ende 2001 auf die für die Lösung aufkommender Agency-Probleme besonders relevant angesehenen Vertragskomponenten hin analysiert:

a) anreizkompatible Vergütungsstrukturen sowie

b) Vertragsklauseln, die das Investitionsverhalten der VCG konkretisieren bzw. einschränken.

Die Entwicklung der Eigenkapitalmärkte in den USA wie auch in Europa in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre war geprägt durch eine ununterbrochene Hausse. Dieser Boom führte auf beiden Seiten des Atlantiks zu Rekordhöhen bei den Zuflüssen zu VC-Fonds.[4] In Europa kam es aufgrund der großen Menge an institutionellen und privaten Mitteln, die für die Investition in europäische VC-Fonds bereitgestellt wurden, in dieser Phase gleichzeitig zu einer großen Zahl an Neugründungen von VCG.[5]

---

[3] Vgl. ausführlich Jensen/Meckling, 1976, S. 308.

[4] Erst 2001 ist eine Abkühlung zu verzeichnen. Allerdings bewegen sich die Zuflüsse zu VC-Fonds im ersten Halbjahr 2001 in den USA wie in Europa nach dem Rekordjahr 2000 immer noch auf dem Niveau von 1999.

[5] Die Zuflüsse zu europäischen Beteiligungskapitalfonds stiegen von EUR 7.960 Mio. im Jahr 1996 auf EUR 48.023 Mio. im Jahr 2000 (vgl. EVCA Yearbook, diverse Jahrgänge). Die Zahl der

B. Die Venture Capital Gesellschaft als Finanzintermediär

Der VC-Markt als Teilsegment des Beteiligungskapitalmarkts bezieht sich auf die außerbörsliche Eigenkapitalfinanzierung von meist technologieorientierten Unternehmen in frühen Lebensphasen (Gründungs- und Wachstumsfinanzierungen).[6] Charakteristisch für VC-Finanzierungen ist weiterhin die Tatsache, dass VCG neben der reinen Finanzierungsfunktion durch die Bereitstellung eigener Managementleistung bei ihren Portfoliounternehmen auch einen aktiven Beitrag zur Unternehmensentwicklung leisten. Dabei besteht bei den VCG von vornherein die Absicht, die Beteiligung zur Gewinnrealisierung mittel- bis langfristig wieder (weiter) zu veräußern.

VCG treten als Intermediäre zwischen Investoren und kapitalsuchenden Unternehmen auf. Sie sammeln Kapital bei institutionellen und/oder privaten Investoren und investieren dieses in eigenem Namen in Unternehmensbeteiligungen. Ihre Aktivitäten umfassen alle in diesem Zusammenhang notwendigen Prozessschritte von der Auswahl und Bewertung geeigneter Investitionsobjekte über das Beteiligungscontrolling und die aktive Managementunterstützung von Portfoliounternehmen bis hin zur Realisierung der Gewinne durch Veräußerung der Anteile am Ende der Beteiligungsphase.[7] In den meisten Fällen konstituiert sich der VC-Fonds in der Rechtsform einer *Limited Partnership* mit einer ex ante definierten begrenzten Laufzeit (*Closed-end fund*). Die Erträge der Fonds werden entweder kontinuierlich nach der Realisierung einzelner Investments oder aber am Ende der Laufzeit vollständig an die Investoren ausgeschüttet.[8] Die VCG tritt dabei als *Managing Partner* einzelner oder mehrerer von ihr aufgelegter VC-Fonds auf.

---

von der European Venture Capital Association (EVCA) erfassten ordentlichen Mitglieder erhöhte sich von 299 im Jahr 1996 bis auf 901 im Juni 2001.

[6] Vgl. zur Struktur des Beteiligungskapitalmarktes insgesamt Fenn/Liang/Prowse, 1997, S. 1 ff.; zur Entwicklung von VC in den USA insbesondere Bygrave/Timmons, 1992, S. 16 ff. sowie Gompers, 1994, S. 5 ff. Zur Entwicklung und Abgrenzung des Begriffs „Venture Capital“ in der deutschsprachigen Literatur ausführlich Leopold/Frommann, 1998, S. 4 ff. und Schefczyk, 1998, S. 15 ff. sowie zur Abgrenzung von „Private Equity“ Rudolph/Fischer, 2000, S. 49 f.

[7] Vgl. hierzu ausführlich statt vieler Wright/Robbie, 1998, S. 535 mit einem ausführlichen Überblick über den Stand der angelsächsischen Literatur.

[8] Siehe ausführlich Abschnitt 3. Um eine bessere Vergleichbarkeit der Ergebnisse, vor allem auch mit den US-amerikanischen Studien, zu ermöglichen, beschränkt sich der vorliegende Beitrag auf

Bei der Tätigkeit der VCG handelt es sich um einen wiederkehrenden, interdependenten Kreislauf.[9] Denn die Fähigkeit einer VCG, Investorengelder für neue Fonds zu akquirieren, hängt unmittelbar von ihrem Investitionserfolg in der Vergangenheit (ihrem *Track Record*) ab.[10] Die Reputation einer erfahrenen und erfolgreichen VCG, die ihre Kompetenz durch die Realisierung von Investments und Ausschüttung einer entsprechenden Rendite an ihre Investoren dokumentiert hat, ist ein entscheidender Faktor für die Auflage weiterer Fonds.

Eine Einschaltung einer VCG ist nur dann sinnvoll, wenn die damit verbundenen Intermediationskosten – hierzu gehören vor allem Transaktions- und Agency-Kosten – insgesamt niedriger ausfallen, als die Kosten, die mit unmittelbaren Engagements der Investoren verbunden wären.[11] Vorteile durch die Intermediation mittels VCG ergeben sich zunächst in Form einer Reduktion von Transaktionskosten durch die Realisierung von Skalenerträgen. Aufgrund ihrer Spezialisierung und der damit erworbenen Informationsverarbeitungskompetenz sind VCG in der Lage, die mit der Suche und Auswahl geeigneter Investitionsobjekte verbundenen Kosten zu verringern. Aber auch Skaleneffekte durch ein standardisiertes Vorgehen, z.B. bei der Gestaltung von Beteiligungsverträgen, sowie die Nutzung des Netzwerks der VCG bei der Entwicklung der Portfoliounternehmen können Transaktionskosten senken. Schließlich wirken sich zusätzlich die mit VC-Portfolios verbundenen Diversifikationseffekte sowie Losgrößeneffekte vorteilhaft für den Investor aus.[12]

---

die Untersuchung von VC-Fonds in Form der Limited Partnership. Auf VC-Fonds in anderen Rechtsformen wie z. B. der Aktiengesellschaft wird hier nicht weiter eingegangen.

[9] *Gompers/Lerner*, 1999 sprechen in diesem Zusammenhang auch von dem sog. *Venture Capital Cycle*.

[10] Vgl. Marti/Balboa, 2001, S. 28 f., die diesen Zusammenhang mit Marktdaten für Europa untersucht haben.

[11] Vgl. Zemke, 1995, S. 133 ff., Bader, 1996, S. 25 ff., Schefczyk, 1998, 139 ff. und Triantis, 2001, S. 3 ff., Letzterer mit einem Vergleich der Intermediation durch VCG versus der Intermediation durch Banken.

[12] Viele Modelle versuchen die Existenz von Finanzintermediären zu erklären. Erstmalig liefert Diamond, 1984 eine schlüssige Argumentation, die auch auftretende Anreizprobleme (ex post Asymmetrien) beachtet. Im Anschluss daran entwickelten sich folgende Modelle, die Finanzintermediation anhand der auftretenden Skalenerträge bei Informationsbeschaffungsprozessen erklären. Die zugrundeliegende asymmetrische Informationsverteilung variiert jedoch: Williamson (1986) (ex post Asymmetrie), von Thadden, 1995 und 1998 und Breuer, 1995 (ex interim Asymmetrien)

Aus finanzierungstheoretischer Sicht kann die Intermediärfunktion von Beteiligungsgesellschaften durch eine zweistufige Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Investor und VCG einerseits sowie zwischen VCG und Beteiligungsunternehmen anderseits charakterisiert werden.[13] Nur die erste Stufe, die Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Investoren in der Rolle des Prinzipals und der VCG als Agent, ist Gegenstand der vorliegenden Untersuchung.[14] Die zweite Stufe wird hier nicht weiter behandelt.[15] Die vertragliche Ausgestaltung der Beziehung zwischen den Investoren und den VCG ist bisher in zwei Untersuchungen für den US-amerikanischen Markt näher beleuchtet worden.[16] Die Untersuchungen von Gompers und Lerner (1996 und 1999) beziehen sich auf die Jahre 1978-1992 und zeigen zwei überraschende Ergebnisse: Die Autoren ziehen aus ihrer Analyse den Schluss, dass VCG ihre Verhandlungsmacht dazu benutzen, die Anzahl der verhaltensbeschränkenden Vertragsklauseln im Finanzierungsvertrag mit Investoren zu reduzieren. Daneben zeigen Gompers und Lerner, dass ältere und größere VCG einen höheren Anteil der Vergütung in Form von erfolgsabhängiger (variabler) Entlohnung erhalten.

Die Prinzipal-Agenten-Theorie basiert auf der Grundannahme, dass Prinzipal und Agent ihren jeweiligen Nutzen innerhalb des Rahmens der abgeschlossenen Verträge individuell und unabhängig voneinander maximieren.[17] Im Zentrum steht die Untersuchung von Anreiz- und Kontrollproblemen bei asymmetrischer Informationsverteilung zwischen Prinzipal und Agent und/oder bei Unbeobachtbarkeit der Handlungen des Agenten, die sich aus der Delegation von Verfügungsrechten ergeben.[18] Dabei wird davon ausgegangen, dass die vereinbarten Delegationsver-

---

und Erklärungsansätze , die sich anhand älterer Arbeiten von Leland/Pyle, 1977 und Ramakrishnan/Thakor, 1884 (ex ante Asymmetrien) entwickelt haben.

[13] Zur finanzierungstheoretischen Einordnung von Beteiligungsfinanzierungen siehe ausführlich Schefczyk, 1998, S. 101 ff.

[14] Vgl. Ewert, 1989, S. 283 ff. und Firchau, 1989, S. 84 ff.

[15] Hierzu liegen zahlreiche theoretische Abhandlungen und empirische Untersuchungen vor. Siehe grundlegend statt vieler, auch mit Bezug zu aktuellen empirischen Befunden aus den USA, Kaplan/Strömberg, 2001.

[16] Vgl. Gompers/Lerner, 1996 und 1999. Robbie/Wright/Chiplin, 1997 haben darüber hinaus das Monitoring von VCG durch die Investoren untersucht. Dabei beschränken sie sich allerdings auf die Ergebnisse eine Umfragestudie bei den VCG selbst.

[17] Vgl. statt vieler Hart, 2001, S. 5 ff. m.w.N.

[18] Vgl. Schanze, 1989, S. 465.

träge zwangsläufig unvollständig sein werden, da nicht jede Eventualität, die im Laufe der Vertragsbeziehung zu Problemen führen kann, ex ante berücksichtigt werden kann.[19] Der inhärente Interessenkonflikt zwischen Prinzipal und Agent führt nicht zuletzt aufgrund des durch ihn für den Prinzipal ausgelösten Informations- und Kontrollaufwands zu Wohlfahrtsverlusten in Höhe der sog. Agency-Kosten.[20] Daher wird dasjenige Delegationsmodell zwischen Investoren und VCG als effizient bezeichnet, das zu einer Minimierung der Agency-Kosten führt.

Im Rahmen der vertraglichen Regelung der Beziehung zwischen Investor und VCG erscheinen hierbei die folgenden Probleme als besonders relevant:[21]

1.) Informationsasymmetrien hinsichtlich der Qualifikation und Motivation beteiligter Personen, 2.) Informationsasymmetrien hinsichtlich der Rendite- und Risikoerwartung einzelner Beteiligungen bzw. des Portfolios sowie 3.) die Gefahr der Entnahme unentgeltlicher Vorteile durch das Fondsmanagement (*private benefits)*.

C. Vertragliche Gestaltung der Beziehung zwischen Investoren und VCG

Die Vertragsbeziehung zwischen den Investoren und der VCG regelt der Gesellschaftsvertrag (*Partnership Agreement*). Er definiert alle Rechte und Pflichten der beteiligten Gruppen. International werden VC-Fonds überwiegend in der Rechtsform einer *Limited Partnership* aufgelegt. In Deutschland wird üblicherweise die Rechtsform der Kommanditgesellschaft gewählt. Eine Verwaltungsgesellschaft übernimmt dabei die Rolle des Komplementärs (*General Partners*), während die Investoren ihre Anteile an dem Fonds als Kommanditisten (*Limited Partner*) halten.[22]

Das Vertragsdesign entscheidet grundlegend über das Ausmaß der genannten Probleme der asymmetrischen Informationsverteilung, die sich aus der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Investoren und VCG ergeben. Entsprechende vertragliche Gestaltungselemente sollen dazu beitragen, die Wahrscheinlichkeit

---

[19] Vgl. Aghion,/ Bolton, 1992, S. 476 ff. und Zemke, 1995, S. 52 f.

[20] Vgl. Schneider, 1987, S. 483 und Zemke, 1995, S. 51 f.

[21] Vgl. Schefczyk, 1998, S.136.

[22] Vgl. hierzu ausführlich Blake, 1999 und Weitnauer, 2001. Beide geben einen Überblick über die verschiedenen Ausgestaltungsmöglichkeiten in Partnership Agreements bzw. KG-Gesellschafterverträgen.

zukünftiger Interessenkonflikte zu senken sowie opportunistisches Verhalten der VCG als Folge der Informationsasymmetrien zu verhindern.[23] Wesentliche Vertragsbestandteile sind die Gewinnbeteiligung der VCG an den Wertsteigerungen des Fonds, eine direkte Beteiligung der Fondsmanager am gesamten Portfolio durch eine eigene Einlage in den Fonds sowie eine detaillierte Festschreibung der Anlagegrundsätze.

I. Vergütung der VCG (*Compensation Terms*)

In der vertragstheoretischen Literatur werden anreizkompatible Vergütungsstrukturen als bedeutendes Instrument zur Gestaltung von Kooperationsvereinbarungen bei Prinzipal-Agenten-Problemen angeführt.[24] Im Zusammenhang mit der Prinzipal-Agenten-Beziehung zwischen Investoren und VCG bewirken erfolgsabhängige Vergütungskomponenten, dass die VCG ein Eigeninteresse daran entwickelt, sich durch einen hohen Leistungseinsatz im Sinne des Investors zu verhalten. Daneben kann die erfolgsabhängige Vergütung bei asymmetrischer Informationsverteilung über die Qualifikation der VCG auch die Funktion eines Selektionsinstruments ausüben. Da der Erwartungswert der erfolgsabhängigen Vergütung einer VCG mit geringer Qualifikation gering ist, kann die erfolgsabhängige Vergütung dazu beitragen, dass sich nur leistungsfähige VCG um den Abschluss eines Vertrags bemühen. In der Praxis enthält jeder Gesellschaftervertrag eines VC-Fonds daher explizite Regelungen bezüglich der Vergütung der Managementgesellschaft für die gesamte Laufzeit des Fonds. Die Vergütung setzt sich dabei aus einer fixen Managementgebühr (*Management Fee*) und einer variablen Gewinnbeteiligung (*Carried Interest*) zusammen.

Die Management Fee als fixer Vergütungsanspruch der VCG muss von den Investoren unabhängig von der eigentlichen Leistung des Fondsmanagements gezahlt werden. Sie wird im Regelfall als jährlicher prozentualer Anspruch bezogen auf das vom Investor gezeichnete Fondskapital (*Committed Capital*) festgelegt und liegt häufig in einer Größenordnung von 2,5% pro Jahr.[25] Die Managementgebühr

[23] Vgl. Franke, G./Hax, 1994, S. 417.

[24] Vgl. Zemke, 1995, S. 74.

[25] Vgl. Blake, 1999, S. 85 und Weitnauer, 2001, S. 270 f.. Während der Investitionsphase eines Fonds (*Commitment Period*) dient in der Regel das von den Investoren gezeichnete Kapital (*Committed Capital*) als Bemessungsgrundlage für die Management Fee. Ab dem Zeitpunkt, ab dem ein bestimmter Prozentsatz des Fondsvolumens investiert ist, beginnt daran anschließend die Realis a-

dient in erster Linie der Deckung der Fixkosten der VCG. Ihr kommt demzufolge keine besondere Anreizwirkung zur Steigerung des persönlichen Einsatzes des Fondsmanagements zu. Der Anreiz, sich für eine besonders hohe Wertsteigerung des Portfolios zu engagieren, wird durch die Beteiligung der VCG an den realisierten Wertzuwächsen des Fonds, dem sogenannten *Carried Interest*, gesetzt. Dieser Anteil liegt im Regelfall bei ca. 20%, d.h. an den erzielten Wertsteigerungen partizipieren Investor und VCG im Verhältnis 80 zu 20.

In vielen Fällen garantiert eine festgeschriebene Mindestrendite (*Hurdle Rate*) die Erstbedienung der Investoren aus den erwirtschafteten Wertzuwächsen, bevor der Gewinnanspruch der VCG einsetzt. Die *Hurdle Rate* ist dabei diejenige Verzinsung des eingesetzten Kapitals, die erzielt werden muss, bevor auch die VCG in Höhe des vereinbarten Carried Interest am Kapitalgewinn partizipiert. Die Ausschüttung der Veräußerungsgewinne erfolgt daher häufig nach dem folgenden Schema: Zunächst werden die realisierten Kapitalzuwächse in voller Höhe an die Investoren ausgeschüttet, und zwar so lange, bis die Investoren ihre Einlage zuzüglich der vereinbarten Mindestverzinsung zurückerhalten haben. Erst wenn dies der Fall ist, setzt die sogenannte *Catch Up*-Periode ein, während der Veräußerungserlöse ausschließlich an die VCG ausgeschüttet werden. Die *Catch Up*-Periode dauert wiederum so lange, bis die VCG ihren durch den Carried Interest festgelegten Gewinnanteil bezogen auf alle Veräußerungserlöse seit der Fondsauflage erhalten hat. Im Anschluss daran werden alle weiteren Veräußerungserlöse in dem durch den Carry festgelegten Verhältnis zwischen Investoren und VCG aufgeteilt.

Der Carried Interest bewirkt aufgrund seines Optionscharakters eine Beteiligung der VCG an den Fondsgewinnen, aber keine Beteiligung an etwaigen Verlusten. Aus der Optionsbewertungstheorie ist bekannt, dass diese asymmetrische Erfolgsbeteiligung Anreize zur Erhöhung des Risikos des Investitionsprogramms zur Folge hat. Daneben tritt das Problem auf, dass bei einer schlechten anfänglichen Entwicklung des Fondsvermögens die Anreizintensität des Vertrags sehr gering werden kann, weil die Wahrscheinlichkeit einer Gewinnerzielung gering wird.

---

tionsphase (*Liquidation Period*), während der die Investments bis zur Weiterveräußerung oder Liquidation weiterentwickelt werden. Hier wird dann häufig das tatsächlich von der VCG verwaltete Kapital als für die Ermittlung der Management Fee maßgeblich festgelegt.

Beide Probleme werden in der Praxis teilweise dadurch kompensiert, dass VCG in Form einer eigenen Einlage in den Fonds und/oder eine Beteiligung an einzelnen Portfoliounternehmen eine symmetrische Beteiligung an Gewinnen und Verlusten haben.

II. Vertragsklauseln (*Covenants*)

Vertragsklauseln als weiteres Instrument zur Lösung des Problems der asymmetrischen Information zwischen Prinzipal und Agent dienen dazu, das Investitionsverhalten und die Aktivitäten der VCG im Sinne der Investoren im Vorfeld festzulegen bzw. einzuschränken. Eine klare Definition von Anlagegrundsätzen und Tätigkeitsprofilen in Form von Vertragsklauseln schränkt die Möglichkeiten zu opportunistischem Verhalten der VCG ein und ermöglicht darüber hinaus ein korrigierendes Eingreifen der Investoren, falls es zu Vertragsverletzungen durch die VCG kommt.

Um Vergleichbarkeit zu den für die USA vorliegenden empirischen Erkenntnisse zu gewährleisten, werden die in der Praxis zum Einsatz kommenden Vertragsklauseln in Anlehnung an *Gompers/Lerner* (1996) in drei Klassen eingeteilt:[26]:

(1) Vertragsklauseln zur Regelung des allgemeinen Fondsmanagements,

(2) Vertragsklauseln zur Regelung der Aktivitäten und Verhaltensweisen der VCG und der Fondsmanager im Einzelnen, und

(3) Vertragsklauseln zur Regelung der Portfolioinvestments im Einzelnen.

1. Vertragsklauseln zur Regelung des allgemeinen Fondsmanagements

Durch eine anreizkompatible Entlohnung der VCG allein lassen sich potentielle opportunistische Verhaltensweisen des Agenten nicht völlig unterbinden. Die Vertragsklauseln der Klasse eins dienen deshalb vor allem als Instrumente der Verhaltenssteuerung der VCG. Sie ergänzen und verbessern aus Sicht der Investoren die Koordinationswirkung anreizkompatibler Entlohnungskomponenten. Die verbesserte Koordinationswirkung der Fondsverträge wird dabei im Wesentlichen in Form von gezielten Einschränkungen der Handlungsspielräume des Fondsmanagements erreicht.

[26] Vgl. Gompers/Lerner, 1996, S. 480 f.

Die praxisübliche Erfolgsbeteiligung der VCG in Form des Carried Interest führt zu Interessenkonflikten bezüglich der jeweiligen Risikopräferenzen von Investoren und VCG. Da neben der Erfolgsbeteiligung nicht gleichzeitig auch eine Verlustbeteiligung vertraglich festgelegt wird, kann es zu unterschiedlichen Rendite-Risiko-Präferenzen von Investoren und VCG kommen. Der Grund hierfür liegt darin, dass sich die Wertentwicklung des Gewinnbeteiligungsanspruchs der VCG wie diejenige Wertenwicklung einer Call-Option (*Long Call*) auf das Portfolio des VC-Fonds verhält, deren Wert durch eine Erhöhung der Volatilität des Portfolios gesteigert werden kann.[27] Daneben kann der Carried Interest auch zu einem Überinvestitionsanreiz führen, wenn Investitionen mit negativem Kapitalwert dennoch den Wert der Gewinnbeteiligung erhöhen.

Die im Folgenden aufgeführten Klauseln der Klasse 1 sollen ein angemessenes Risiko-Rendite-Profil für die Investoren gewährleisten.

Die erste Vertragsklausel zielt in diesem Zusammenhang auf eine risikodiversifizierte Zusammensetzung des gesamten VC-Portfolios ab. Durch die *Einschränkung der Höhe der Investments in ein einzelnes Portfoliounternehmen*[28] soll verhindert werden, dass die VCG durch entsprechende Konzentration in ihrem Portfolio dessen Risikogehalt einseitig erhöht. Darüber hinaus werden durch eine Anlagebegrenzung auch Rettungsversuche „schlechter" Portfoliounternehmen erschwert, die ohne eine weitere Finanzierungsrunde abgeschrieben werden müssten.

Der *Einschränkung zusätzlicher Fremdkapitalfinanzierung eingegangener Investments* dient eine zweite Vertragsklausel. Durch zusätzliche Fremdkapitalaufnahme erhöht sich das Risiko der Kapitalanlage. Da die VCG aufgrund des Optionscharakters des Carried Interest überproportional von Risikosteigerungen profitiert, sehen viele Verträge eine Einschränkung der Aufnahme von Fremdkapital vor.

Eine dritte Vertragsklausel *schränkt Kapitalzuschüsse aus Fondsmitteln in vorhergehende oder später aufgelegte Fonds derselben Managementgesellschaft ein*. Denn die Tatsache, dass der Investor nur an der Rendite desjenigen Fonds partizipiert, an dem er beteiligt ist, die VCG aber an der Rendite aller Fonds, die ihrem

---

[27] Vgl. Sahlmann, 1990, S.496 und Harris/Raviv, 1979, S. 231 f.

[28] Vgl. Gompers/Lerner, 1996, S. 480 Zemke, 1995, S. 175 ff.

Management anvertraut sind, führt zu Interessendivergenzen. Zum Beispiel könnte die VCG die Mittel eines später aufgelegten Fonds dazu einsetzen, ein Portfoliounternehmen eines früher aufgelegten Fonds mit Gewinn zu liquidieren und dadurch ihren „Track Record" zu verbessern und den Carried Interest des früher aufgelegten Fonds zu steigern. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden durch Klauseln verhindert, nach denen ein Portfoliounternehmen nur von jeweils einem einzigen Fonds der VCG Finanzmittel erhalten darf.

Eine letzte Vertragsklausel der Klasse eins dient der *Einschränkung der Freiheit des Fondsmanagers zur Wiederanlage von Kapitalgewinnen*. Aufgrund der vereinbarten fixen Verwaltungsgebühr kann sich eine VCG veranlasst sehen, das verwaltete Kapitalvolumen hoch zu halten. Denn in vielen Fällen dient nach Ablauf der sogenannten „*Commitment Period*" das tatsächlich von der VCG im Fonds verwaltete Kapital als Bemessungsgrundlage für die Ermittlung der Management Fee. Die Fondsmanager können somit geneigt sein, durch die Wiederanlage realisierter Kapitalgewinne im Fonds die eigene fixe Entlohnung zu erhöhen. Dies muss nicht unbedingt von Vorteil für den Investor sein, dessen Interesse die Möglichkeit einer eigenen Wiederanlageentscheidung eher entspricht.

2. Vertragsklauseln zur Regelung der Aktivitäten und Verhaltensweisen der VCG und der Fondsmanager im Einzelnen

Die Vertragsklauseln der Klasse zwei sollen vorwiegend der Gefahr eines opportunistischen Verhaltens der Fondsmanager vorbeugen. Hierzu schränken sie die Handlungsspielräume der VCG und ihrer Fondsmanager gezielt ein.

Innerhalb der Klasse 2 lassen sich die Klauseln noch einmal anhand ihrer Wirkungsweise in Bezug auf die unterschiedlichen Agency-Probleme unterteilen. Die drei folgenden Klauseln dienen primär der Intensivierung und Erhaltung der motivationssteigernden Wirkung performanceabhängiger Vergütungsstrukturen.

Im Einzelnen *schränkt* ein fünfter Typ von Vertragsklauseln *die Möglichkeiten der Fondsmanager zu einem Direktinvestment mit persönlichem Kapital in einzelne Portfoliounternehmen des verwalteten Fonds ein*. Ein zusätzliches Investment der Fondsmanager in ein einzelnes Portfoliounternehmen kann negative Auswirkungen auf die Anreizwirkung des *Carried Interest* zur Gesamtportfoliooptimierung haben, die dadurch verwässert wird. Ein solches Investment kann dazu füh-

ren, dass die Fondsmanager ihre Aktivitäten auf dasjenige Portfoliounternehmen konzentrieren, an dem sie selbst direkt beteiligt sind.

Eine ähnliche Zielsetzung verfolgt auch die *Restriktion der separaten Beteiligungen der Fondsmanager an Unternehmen außerhalb des Fonds, die der Fondsausrichtung entsprechen.* Denn die Beteiligung der Fondsmanager an Unternehmen, die nicht gleichzeitig auch in das Fondsportfolio aufgenommen werden, widerspricht der Zielsetzung der Investoren hinsichtlich einer optimalen Fondszusammensetzung und der Anreizwirkung des Carried Interest. Im Extremfall könnten die Fondsmanager der VCG die Kapazitäten des Fonds zur Vorbereitung persönlicher Investitionen anstelle der Vermögensanlage für die Fondsinvestoren benutzen. Daher sollte es den Managern grundsätzlich nicht freistehen, außerhalb der Aktivitäten des Fonds eigene Beteiligungen einzugehen.

Die dargestellten Vergütungsstrukturen führen weiterhin dazu, dass es für das Fondsmanagement besonders attraktiv ist, mit einem bestehenden Team ein möglichst großes Fondsvolumen zu verwalten – in mehreren kleinen bzw. mittelgroßen Fonds oder aber in sogenannten „Megafonds". Denn die Vergütung der VCG steigt proportional mit der Höhe des verwalteten Kapitals. Sowohl das *Fundraising* als auch die Verwaltung eines oder mehrerer weiterer Fonds können jedoch dazu führen, dass sich das Fondsmanagement nicht mehr in dem gewünschten oder notwendigen Maß für den Anlageerfolg des für einen einzelnen Investor relevanten Fonds einsetzt. Durch die *Einschränkungen bezüglich der Neuauflage von Nachfolgefonds* kann die Gefahr opportunistischen Verhaltens der VCG, das sich in einer Leistungsreduzierung im Rahmen des erforderlichen Aufgabenbereiches niederschlägt, begrenzt werden. Häufig wird einer VCG die Auflage eines weiteren Fonds daher erst dann erlaubt, wenn bereits mindestens 75% des aktuellen Fonds investiert sind.

Neben der vertraglich fixierten Erfolgsbeteiligung legen fast alle Fondsverträge eine zusätzliche direkte Beteiligung der Manager am Fonds fest (in Form einer eigenen Kommanditeinlage)[29]. Dies impliziert im Gegensatz zur Anreizwirkung

[29] Im analysierten Datensatz war bei 68 Prozent der Fälle keine Beteiligung vorgeschrieben. 20 Prozent der Partnership Agreements sahen eine Beteiligung der General Manager in Höhe von insgesamt 1 Prozent des „Committed Capital" vor. Im Einzelfall erhöhte sich die festgelegte Beteiligungsquote bis zu 5 Prozent (6% der Fälle legten eine Beteiligung über 1% der Höhe des Committed Capital fest).

des Carried Interest auch eine Beteiligung der Fondsmanager an Fondsverlusten. Dadurch können die Fondsmanager ihr Vertrauen in die eigene Leistung signalisieren. Gleichzeitig sinkt der Anreiz zur Erhöhung des Investitionsrisikos. Die Wirksamkeit einer derartigen Regelung wird vergrößert, wenn zusätzlich eine bestimmte „Lock up"-Periode vereinbart wird, während der die Fondsmanager ihre Anteile nicht an Dritte weiterveräußern können. Ergänzend finden deshalb Vertragsklauseln Anwendung, die die *Möglichkeiten zum Verkauf eigener Fondsanteile einschränken.*

Eine Reduzierung der Agency-Probleme, die ausschließlich aufgrund bestehender asymmetrischer Informationsverteilung hinsichtlich Qualifikation und Motivation der VCG auftreten, soll durch eine Klarstellung des Tätigkeitsprofils der VCG mit Hilfe der beiden folgenden Klauseln erreicht werden. So soll beispielsweise verhindert werden, dass Fondsmanager einen Großteil ihrer Zeit mit Aktivitäten verbringen, die nicht direkt dem Management des laufenden Fonds dienen. Zu derartigen Aktivitäten zählen geschäftsfremde Aufgaben oder Beratungsaktivitäten in verwandten Geschäftsfeldern. Im letztgenannten Fall können zudem Konflikte zwischen dem Management eigener Fondsmittel und den Anlage- bzw. Beratungsaktivitäten für fremde Kapitalgeber bzw. Fonds auftreten. Verschiedene Klauseln zur *Beschränkung der Freiheit der Fondsmanager, anderen Aktivitäten nachzugehen,* sollen diesen Interessenkonflikt ex ante verhindern.

Bei der Entscheidungsvorbereitung, ob ein Investor in einen VC-Fonds investieren soll oder nicht, spielt die Beurteilung des Fondsmanagements eine ganz wesentliche Rolle. Im Rahmen der Due Diligence wird daher der Einschätzung der Qualität des Managementteams der VCG, die idealerweise durch entsprechende Erfolge in der Vergangenheit dokumentiert ist, ein besonderer Stellenwert eingeräumt. Entsprechend kann es nicht im Interesse des Investors liegen, wenn nach Vertragsschluss die Qualität durch neue, unerfahrene Partner verwässert wird.[30] Derartige Personalveränderungen bei der VCG können deshalb der Mitsprache bzw. der Genehmigung der Investoren unterliegen. Eine entsprechende Vertragsklausel regelt deshalb die *Mitsprache bei Ergänzungen des Management Teams.*

[30] In Bezug auf das freiwillige oder unfreiwillige Ausscheiden des bestehenden Managementteams greifen andere Regelungen.

3. Vertragsklauseln zur Regelung der Portfolioinvestments im Einzelnen

Die dritte Klasse von Vertragsklauseln beinhaltet Regelungen hinsichtlich Art und Umfang der Beteiligungen, die das Fondsmanagement eingehen darf (*Asset Allocation*). Der Grund eines ersten Interessenkonfliktes liegt darin, dass aufgrund der Komplexität des VC-Prozesses der VCG im Vergleich zu Managern von Aktien- oder Rentenfonds eine relativ hohe Vergütung von den Investoren gewährt wird. Dies geschieht deshalb, weil sich die Investoren durch die Expertise und das Engagement der VCG eine dem Risikogehalt dieser Asset-Klasse entsprechend hohe Rendite auf ihr eingesetzte Kapital versprechen. Eine klare vertraglich festgelegte Anlagepolitik soll den Fondsmanager daran binden, tatsächlich unmittelbar VC-Investments durchzuführen, anstatt Fondskapital in andere Anlageprodukte mit geringerem Managementaufwand zu investieren. Vertragsklauseln, die die *Anlage von Fondsmitteln in andere Anlageprodukte als VC einschränken* regeln diesen Problembereich. Diese Vertragsklauseln beschränken im Einzelnen beispielsweise die Allokation von Fondsmitteln in öffentlich gehandelte Wertpapiere (Aktien und Rentenpapiere). Auch die Anlage in Produkte, die ein völlig anderes Risikoprofil als VC-Investments aufweisen (z. B. derivative Produkte oder Immobilien), wird regelmäßig eingeschränkt.

Weiterhin wird häufig die *Möglichkeit der Investition in andere VC-Fonds eingeschränkt*. Dies würde einer Verlagerung eigener Aufgaben auf Externe entsprechen und die effektiv gezahlten Managementgebühren erhöhen. Die Anlage von Kapital in VC-Fonds soll deshalb das Tätigkeitsfeld spezieller *Fund-of-Funds*-Investoren bleiben und nicht den VC-Fonds selbst offen stehen.

Die letzte in die Analyse einbezogene Vertragsklausel dient schließlich der *Einschränkung von Fondsbeteiligungen an Unternehmen, bei denen ein wirtschaftliches Interesse des Fondsmanagers vorliegt*. Gelegentlich sind Portfoliomanager bereits mit eigenen Mitteln, beispielsweise in der Funktion eines *Business Angel*, an Wachstumsunternehmen beteiligt. Ziel solcher Vertragsklauseln ist es, der Gefahr entgegenzuwirken, dass Fondsmanager die Geldmittel des Fonds einsetzen, um die Rendite ihrer eigenen Investitionen zu steigern.

Die Tabelle 1 im Anhang fasst die vorgestellten Vertragsklauseln abschließend noch einmal nach ihren Zielen und ihrer Wirkungsweise zusammen.

D. Datenerhebung und Methodik

Im Rahmen der vorliegenden Studie wurde ein Datensatz mit Informationen aus 122 Fondsprospekten (*Private Placement Memoranda,* PPM) sowie 46 Gesellschaftsverträgen (*Partnership Agreements*, PA) von VC-Fonds zusammengestellt. Als Grundlage für die Datenerhebung diente das Archiv eines der ältesten und größten unabhängigen VC-Investoren (*Fund-of-Funds*) in Kontinentaleuropa. Da sowohl PPMs als auch PAs in der Regel nicht öffentlich zugänglich sind und nur gezielt an potentielle Investoren verteilt werden, ist eine Totalerhebung nicht möglich. Für die Analyse europäischer VC-Fonds konnte mit dem vorliegenden Datensatz eine bisher einzigartige Datenbasis geschaffen werden. Gemessen am Fondsvolumen repräsentieren die Ergebnisse der Studie 35% des europäischen VC-Marktes.[31]

Die Daten für die Untersuchung der Vergütungsstrukturen stammen aus den Private Placement Memoranda (N=122), die als Verkaufsprospekt alle wesentlichen Informationen über den Fondsmanager, die Anlagestrategie sowie die Konditionen enthalten. Für die weitergehende Analyse der verwendeten Vertragsklauseln wurde ein separater Datensatz aus den vorliegenden Partnership Agreements generiert (N=46). Die PAs regeln im Einzelnen die Rechte und Pflichten der Managementgesellschaft (*General Partners* bzw. Komplementär) und der Investoren (*Limited Partners* bzw. Kommanditisten). Für alle Unternehmen, für die ein PA vorliegt, lag auch der entsprechende Verkaufsprospekt vor, so dass die beiden Datensätze in sich jeweils konsistent sind.

Zur Erhebung des Datensatzes wurden zunächst sämtliche PPMs und PAs der Jahre 1996 bis einschließlich 2001 gesichtet.[32] Anschließend wurden alle diejeni-

---

[31] Die insgesamt in den Jahren 1998 bis 2000 in europäischen VC-Fonds geflossenen Mittel (*New Funds Raised*) belaufen sich auf EUR 92.982 Mio. (vgl. EVCA Yearbook, diverse Jahrgänge). Aufgrund einer Änderung in der Darstellung der Statistik durch die EVCA konnten die entsprechenden Werte für die Jahre vor 1998 nicht eindeutig ermittelt werden. Da sich der Deal Flow parallel zum Gesamtkapitalvolumen entwickelt, ist aber nicht mit Verfälschungen zu rechnen.

[32] Für die Jahre vor 1996 gibt es nur vereinzelt Prospekte von europäischen VC-Fonds. Dies hängt nicht zuletzt auch damit zusammen, dass sich in Großbritannien in den 80er und frühen 90er Jahren zunächst überwiegend Buyout-Fonds etabliert haben. Eine Zunahme der Aktivitäten von VC-Fonds i.e.S. ist erst im Zusammenhang mit der Diskussion um die Einführung der Easdaq in Brüssel im Jahre 1996 sowie der Neuen Märkte in anderen kontinentaleuropäischen Ländern (Euro-NM) ab 1997 zu verzeichnen.

gen Fonds aussortiert, die ihren Investitionsschwerpunkt nicht primär in VC-Beteiligungen i.e.S., d.h. in Früh- bzw. Wachstumsphasenfinanzierung, haben. Da sich die vertragliche Gestaltung anderer Beteiligungskapitalgesellschaften mit einem Investitionsschwerpunkt in reifen Unternehmensphasen, wie beispielsweise LBO-, Buyout- oder Turnaround-Fonds, häufig deutlich von denen reiner VC - Fonds unterscheidet**,** wurden derartige Fonds nicht mit in die Analyse einbezogen. Weiterhin wurde zur Abgrenzung gegenüber den US-amerikanischen Studien nur Fondsgesellschaften selektiert, die einen europäischen Hauptsitz des Fondsmanagements aufweisen. Um die Vergleichbarkeit insbesondere der Vergütungsstrukturen, aber auch der zum Einsatz kommenden Vertragsklauseln zu gewährleisten, wurden ferner Prospekte von VCG eliminiert, die für ihre Investitionstätigkeit keinen geschlossenen Fonds auflegen sondern in einer anderen Gesellschaftsform, z. B. als AG, tätig sind. Die erhobenen Daten beziehen sich folglich ausschließlich auf renditeorientierte VC-Fonds in der gesellschaftsrechtlichen Form einer „*Limited Partnership*“ bzw. der entsprechenden europäischen Gesellschaftsform.

Die Tabelle 2 im Anhang gibt einen Überblick über die Fonds in unserer Stichprobe. Diese haben durchschnittlich ein Zielvolumen von EUR Mio. 120 und werden für eine mittlere Laufzeit von 9 Jahren aufgelegt. Die Hauptsitze der Managementgesellschaften sind regional über ganz Europa verteilt, Fonds mit Sitz in Deutschland und Großbritannien sind jedoch überdurchschnittlich stark vertreten. Die meisten Fonds geben an, ihr Kapital pan-europäisch investieren zu wollen. Ihren Anlageschwerpunkt hat der größte Teil der untersuchten VC-Fonds im Bereich „Early Stage“. Ungefähr ausgeglichen ist das Verhältnis zwischen Erstauflagen und Folgefonds.

E. Ergebnisse der empirischen Untersuchung

Im folgenden Abschnitt werden die Ergebnisse der empirischen Untersuchung vorgestellt. Die Darstellung orientiert sich an den in Abschnitt C entwickelten theoretischen Überlegungen. Sie folgt dabei einer dreistufigen Vorgehensweise: In einem ersten Schritt werden zunächst die Ergebnisse der Querschnittsanalysen über alle VC-Fonds der Stichprobe präsentiert. Anschließend wird die zeitliche Entwicklung der Vergütungs- und Vertragsstrukturen untersucht. Vor dem Hintergrund der dynamischen Entwicklung der VC-Industrie in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre stellt sich die Frage, ob die Dynamik im Markt auch zu Veränderungen bei der Vergütungs- und Vertragsgestaltung geführt hat.

In einem dritten Schritt wird schließlich untersucht, ob und inwieweit sich die Vergütungs- und Vertragsgestaltung zwischen Erst- und Folgefonds unterscheidet. Dazu werden die entsprechenden Teilstichproben separat analysiert. Diese Unterscheidung ist deshalb von Bedeutung, weil Reputationseffekte möglicherweise eine wichtige Rolle bei der Vertragsgestaltung spielen und sich daher die Verträge etablierter Fondsgesellschaften von Neugründungen unterscheiden können. Die durch Investitionserfolge eines (oder mehrerer) Vorgängerfonds dokumentierte Erfahrung einer VCG spielt für die Investitionsentscheidung eines Investors eine bedeutende Rolle. Für die VCG besteht deshalb ein starker Zusammenhang zwischen dem erzielten Fondserfolg und der Möglichkeit, zukünftige Folgefonds aufzulegen. Die Aussicht auf profitables Folgegeschäft stellt folglich eine weitere, indirekte Form der erfolgsabhängigen Vergütung dar. Die Aussicht auf die Auflage von Folgefonds dürfte insbesondere für erstmalig aufgelegte Fonds ein bedeutendes Anreizinstrument darstellen, denn junge VCG beginnen ihre Aktivitäten normalerweise zunächst mit relativ kleinen Fondsvolumina. Erst bei der Auflage von Folgefonds wird dann in der Regel ein höheres Fondsvolumen angestrebt.[33] Dies impliziert einen bedeutenden Anreiz für junge VCG, sich auch ohne explizite Anreizmechanismen im Sinne der Investoren zu verhalten.[34]

I. Vergütung der VCG

1. Management Fee

Auf den ersten Blick wirkt die von den Investoren für die Verwaltung des Fonds an die VCG zu zahlende Management Fee weitgehend standardisiert. Betrachtet man die in den Verträgen festgeschriebenen Management Fee-Sätze für das erste Jahr nach der Fondsauflage[35], so ergibt sich das in der folgenden Abbildung dargestellte Bild. Demnach wird den VCG in knapp 60% der Fälle eine jährliche fixe Management Fee in Höhe von 2,5% auf das von den Fondsinvestoren gezeichnete

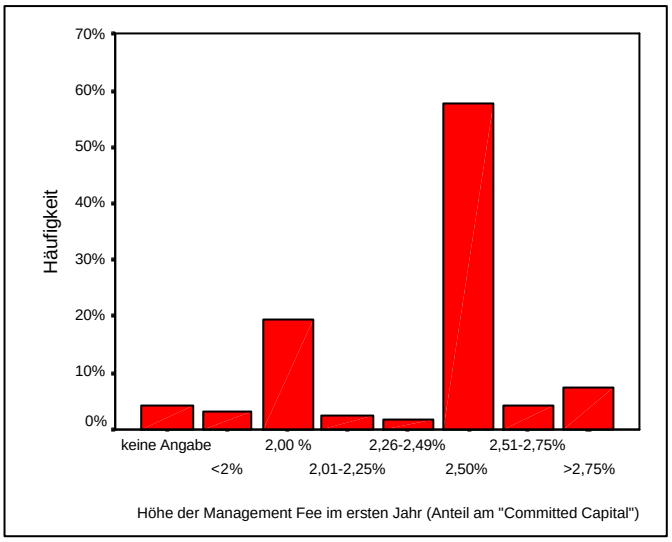
---

[33] Einige der etabliertesten US-amerikanische VCG managen aktuell VC-Fonds mit Volumina von jeweils über USD 1 Mrd. Auch die vorliegende Untersuchung zeigt, dass Folgefonds mit einem durchschnittlichen Volumen von 170 Mio. EUR deutlich größer ausfallen, als die jeweils ersten Fonds neugegründeter VCG (durchschnittlich 67 Mio. EUR).

[34] Vgl. Gompers/Lerner, 1999, S. 5.

[35] Diese entspricht in der Regel auch derjenigen während der gesamten „*Commitment Period*“, d.h. dem Zeitraum, während dessen das Fondskapital durch die VCG investiert wird.

Kapital zugestanden. Bei weiteren 19% der Fälle beträgt sie 2,0%. Dies entspricht den Usancen US-amerikanischer Fonds, für die sich die Management Fee-Sätze ebenfalls zwischen 2,0 und 2,5% bewegen.[36]



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*). Während sich der prozentuale Anteil der Management Fee während der Investitionsphase in der Regel auf das an dem Fonds gezeichnete Kapital („*Committed Capital*“) bezieht, differiert die Bemessungsgrundlage der Verwaltungsgebühr zu späteren Zeitpunkten stark.[37] Zudem werden häufig über die Fondslaufzeit gestaffelte Management Fee-Sätze vereinbart. So reduzieren sich die Sätze in der Regel in der Realisationsphase des Fonds.

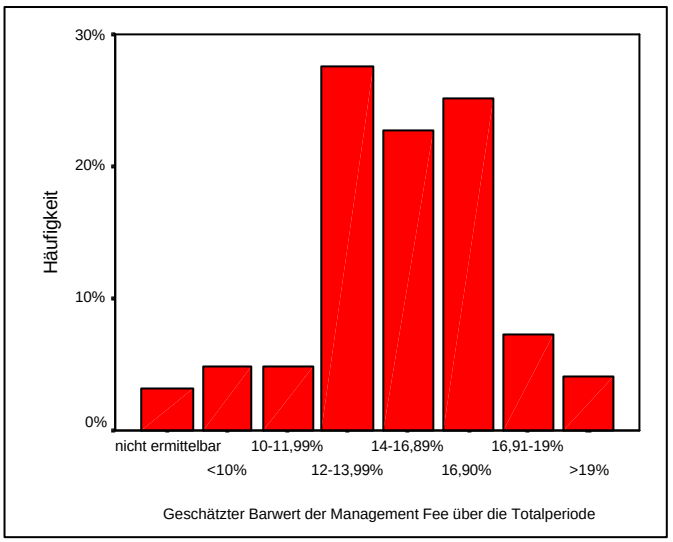
Für die Analyse der im gesamten Zeitraum anfallenden Kosten wurde deshalb der Gegenwartswert der über eine mittlere Laufzeit von zehn Jahren jährlich anfallenden Management Fee-Sätze berechnet.[38] Die folgende Abbildung gibt einen Überblick über die Verteilung der ermittelten Barwerte.

---

[36] Vgl. Gompers/Lerner, 2001, S. 1.

[37] Einige Fonds legen auch weiterhin die ursprüngliche Höhe des zugesagten Kapitals als Bemessungsgrundlage fest, andere reduzieren diese z. B. um die Höhe der desinvestierten oder abgeschriebenen Portfolioinvestments, d.h. sie berechnen die Management Fee nur auf Grundlage des Kapitals, das tatsächlich noch der Verwaltung durch das Fondsmanagement unterliegt (vgl. Zemke, 1995, S. 174 f.).

[38] Grundsätzlich werden die für die einzelnen Jahre vereinbarten Management Fee-Sätze mit einem Diskontfaktor von 10% abdiskontiert. Für den Fall, dass im Fondsvertrag nach Ablauf der Investitionsphase (*Commitment Period*) für die Realisationsphase (*Liquidation Period*) das verwaltete Kapital als Bemessungsgrundlage für die Management Fee festgeschrieben und somit



Bei der Analyse der Barwerte ist zu erkennen, dass der insgesamt für die Fondsverwaltung bei den Investoren anfallende Aufwand einer durchaus beachtlichen Bandbreite unterliegt. Im Durchschnitt zahlen Investoren eine Verwaltungsgebühr von 14,7% des Committed Capital. Die Werte schwanken zwischen 2,5 und 24,2%. Eine standardisierte Preisgestaltung hinsichtlich der Verwaltungskosten kann bei europäischen VC-Fonds nicht festgestellt werden, obwohl die nominalen Prozentsätze dies auf den ersten Anschein vermitteln.

Betrachtet man die zeitliche Entwicklung der Höhe der Management Fee über die Untersuchungsperiode, so ergibt sich das folgende Bild: Während sich die Höhe der Management Fee-Sätze im Durchschnitt relativ stabil verhält, so schwankt der Mittelwert der Barwerte immerhin in einem Band von zwei Prozentpunkten zwischen 14 und 16%. Dabei ist allerdings kein eindeutiger Trend erkennbar. Es fällt auf, dass die VCG trotz der großen Nachfrage nach Anlagemöglichkeiten in VC-Fonds in den Jahren 1997-2000 die Verwaltungskosten offensichtlich nicht erhöht haben.

Auch der Vergleich von Erst- und Folgefonds zeigt, dass die vereinbarten Management Fee-Sätze für beide Fondsgruppen im Wesentlichen gleich ausfallen. In beiden Kategorien tendieren die Durchschnittswerte um die Marke von 2,4% p.a. Auch die Barwerte der Management Fee zeigen keine starken Differenzen auf.

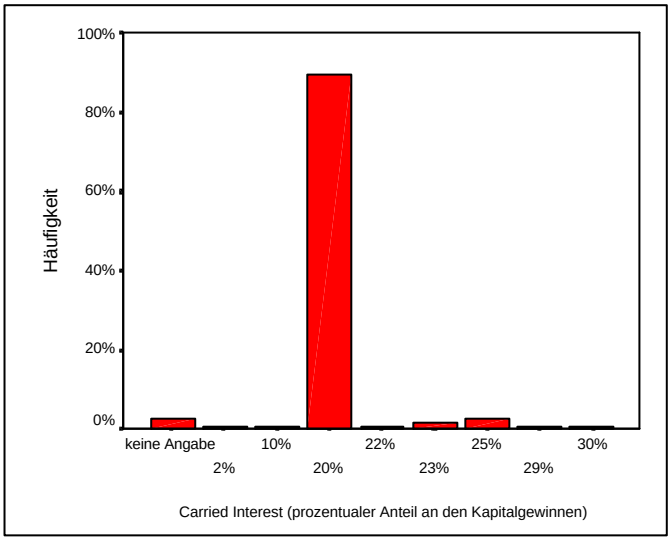
---

waltete Kapital als Bemessungsgrundlage für die Management Fee festgeschrieben und somit die Höhe der Bemessungsgrundlage ex ante nicht mehr eindeutig zu bestimmen ist, werden die Management Fee-Sätze in der Realisationsphase mit einem erhöhten Diskontierungsfaktor von 20% berücksichtigt. Dies entspricht zur besseren Vergleichbarkeit der Ergebnisse der Vorgehensweise von Gompers/Lerner, 1999, S. 43. Auch wenn fast alle Vertragswerke den VCG optional eine einseitige Verlängerung der Fondslaufzeit um eine maximale Anzahl von Jahren (meistens 2 Jahre) einräumen, sind diese Optionen aus Gründen der Vergleichbarkeit nicht berücksichtigt worden. Die zugrunde gelegte mittlere Fondslaufzeit von zehn Jahren entspricht dem Median der für die Studie erfassten Fondslaufzeiten.

Mit einem Barwert von durchschnittlich 15,1% liegen die Verwaltungsgebühren für Folgefonds auf dem Niveau der erstmalig aufgelegten Fonds. Allerdings ist hierbei zu berücksichtigen, dass die Folgefonds wie oben gezeigt in der Regel größer ausfallen und somit die absolute Vergütung für das Fondsmanagement bei Folgefonds steigt.

2. Carried Interest

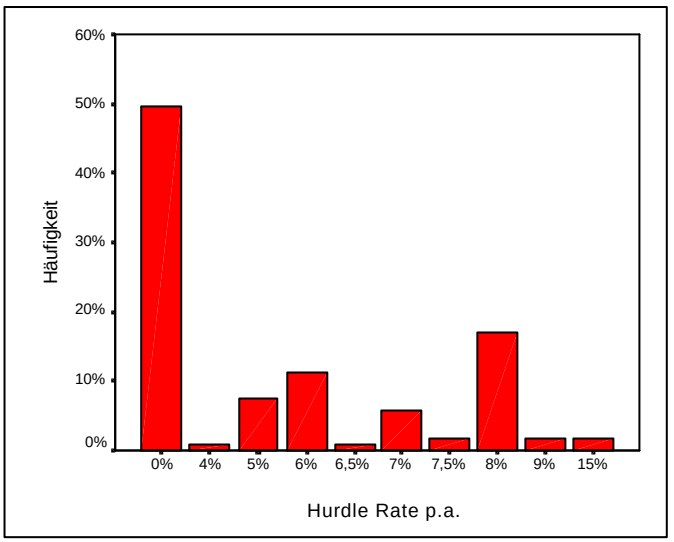
Die Untersuchung des Carried Interest ergibt eine höchst standardisierte Ausgestaltung der erfolgsabhängigen Entlohnungskomponente bei den europäischen VC-Fonds. In ca. 90% der Fälle wird ein Carried Interest in Höhe von 20% der realisierten Fondserträge vereinbart (siehe Abbildung).



Der Vergleich mit US-amerikanischen VC-Fonds zeigt hier deutliche Unterschiede.[39] Zwar werden auch in den USA knapp 80% der VCG im Verhältnis 20 zu 80 an den Fondserträgen beteiligt. Allerdings konnten die übrigen 20% ihren Gewinnanteil beachtlich steigern (15% verlangen 25%, für weitere 5% liegt der vereinbarte Carry bei 30%). Die stärkere Preisdifferenzierung im älteren US-amerikanischen VC-Markt kann als Indiz für seine reifere Entwicklungsstufe gegenüber dem europäischen Markt gewertet werden.

Erhebliche Unterschiede sind bei der Verwendung von Hurdle Rates zu konstatieren (siehe Abbildung). Etwa die Hälfte der Fondsverträge verzichtet vollständig auf die Festlegung einer Hurdle Rate. Immerhin 4% der Fonds sichern dagegen ihren Investoren eine Mindestverzinsung von über 10% p.a. zu, bevor eine Erfolgsbeteiligung der Fondsgesellschaft einsetzt. Vor dem Hintergrund der in den

[39] Vgl. Gompers/Lerner, 2001, S. 5.



USA erzielten langfristigen Renditen im Venture Capital Bereich von durchschnittlich 14,3%[40] stellt dies ein sehr ehrgeiziges Performanceziel dar.

Die Analyse der erfolgsabhängigen Entlohnungskomponenten im Zeitablauf zeigt in der Untersuchungsperiode nur eine schwache Dynamik. Die durchschnittliche Gewinnbeteiligung der VCG bleibt über die betrachteten Jahre nahezu konstant bei ca. 20%. Für die USA wird dagegen im gleichen Zeitraum eine leichte Zunahme des mittleren Carried Interest auf ca. 21% berichtet.[41]

Die abschließende Untersuchung des Carried Interest bei Erst- und Folgefonds ergibt, dass die durchschnittliche Gewinnbeteiligung bei Folgefonds mit 20,3% kaum über der bei Fondserstauflagen (19,9%) liegt. Grundsätzlich kann also für alle Fonds in Europa von einer relativ konstanten Höhe der Gewinnbeteiligung der VCG ausgegangen werden. Offenbar waren die europäischen VC-Fonds in der Untersuchungsperiode nicht in der Lage, ihre Erfahrung und Reputation aus Vorgängerfonds in eine höhere Gewinnbeteiligung an den Folgefonds umzusetzen.

Unterschiede zwischen Erst- und Folgefonds ergeben sich jedoch bei der Analyse der zugesicherten Hurdle Rates. Erfahrene Gesellschaften tendieren dazu, bei Folgefonds geringere oder überhaupt keine Hurdle Rates mehr zuzusagen. Der Median der Hurdle Rates liegt bei Folgefonds bei null Prozent, bei Fondserstauflagen hingegen beträgt der Median 5 Prozent. Dieser Befund legt die Vermutung nahe, dass reputationsstarke VCG Anlegervertrauen aufgrund ihrer dokumentierten Erfolge gewinnen und nicht auf die Zusicherung hoher Mindestrenditen angewiesen sind, um Investorengelder anzuziehen.

---

[40] Vgl. Bygrave, 1999, S. 317 bzw. S. 322. In einer früheren Untersuchung von Fenn/Lian/Prowse, 1998 werden sogar noch geringere Renditen für den US-Markt ermittelt (13,6%, vgl. Fenn/Lian/Prowse, 1998, S. 90).

[41] Vgl. Gompers/ Lerner, 2001, S. 6.

II. Vertragsklauseln

1. Verwendete Vertragsklauseln

Im folgenden Abschnitt werden zunächst die unterschiedlichen Ausprägungen der zum Einsatz kommenden Vertragsklauseln als Ergebnis der Querschnittsanalyse der untersuchten Fondsverträge präsentiert. Die Anzahl der verwendeten Klauseln, deren Entwicklung im Zeitablauf sowie Unterschiede zwischen Erst- und Folgefonds sind Gegenstand des nachfolgenden Abschnitts. Zusammenfassend sind die Ergebnisse in Tabelle 3 im Anhang dargestellt.

Bei der Beobachtung der Ausprägung der einzelnen Vertragsklauseln ist im Vergleich zu den USA insgesamt über alle drei Klassen hinweg zunächst das geringe Maß an Einschränkungen auffällig, denen die Fondsmanager bei ihrer Tätigkeit unterliegen. In einigen Verträgen werden aus Sicht der Theorie aufgrund der potentiellen Prinzipal-Agenten-Probleme sinnvollerweise einzuschränkende Spielräume dem Fondsmanagement sogar ausdrücklich eingeräumt.

Besonders häufigen Beschränkungen unterliegt vor allem das allgemeine Fondsmanagement (Klauseln der Klasse 1). Sowohl das maximale Engagement des Fonds in einem einzelnen Portfoliounternehmen (Klausel 1) als auch die Aufnahme von Fremdverbindlichkeiten (Klausel 2) sind in 61% bzw. 60% der Verträge durch entsprechende Vertragsformulierungen begrenzt. Hinsichtlich der Regeln für Fondsmanager (Klasse 2) wird offenbar nur auf die Beschränkung der Weiterveräußerung der eigenen Anteile der Manager am Fonds (Lock-up, Klausel 8) großer Wert (in 54% der Fälle) sowie auf die Beschränkung von Nebentätigkeiten (Klausel 9) und Regelungen hinsichtlich der Co-Investment-Tätigkeit immer noch ein gewisser Wert gelegt (37% bzw. 35% der Fälle).

Auffällig hinsichtlich der Ausprägung der einzelnen Klauseln ist weiterhin das in einigen Fällen sehr uneinheitliche Bild der Vertragsgestaltungen. Während in immerhin 28% der Fälle jeglicher Einsatz von Fremdkapital explizit ausgeschlossen wird (Klausel 2), enthalten 40% der Verträge hierzu gar keine Regelung. Ähnliches gilt auch für die Wiederanlage von Veräußerungserlösen (Klausel 4): Immerhin 26% der Verträge schließen die Wiederanlage gänzlich aus, während bei 63% hierzu keine Regelung zu finden ist und 9% dies sogar ausdrücklich erlauben.

Die wenigsten Beschränkungen finden sich bei den Vertragsklauseln zur Allokation der Fondsmittel (Klasse 3). Bemerkenswert ist die Tatsache, dass nur für 19% bzw. 7% der Verträge die Anlage in öffentlich notierte Aktien bzw. andere Anlageprodukte eingeschränkt wird. Dies mag darauf zurückzuführen sein, dass in den meisten Fondsverträgen VC-Investments als Geschäftsgegenstand bzw. Investitionsschwerpunkt festgeschrieben werden. Eine weitere Einschränkung scheint daher von den meisten Vertragsparteien als nicht notwendig angesehen zu werden. Die Anlage von Fondsgeldern in andere VC-Fonds wird in 26% der Fälle vertraglich ausgeschlossen.

Überraschend erscheint schließlich, dass sich die Investoren in nur 7% der Fälle ein Mitspracherecht bei Ergänzungen des Managementteams einräumen lassen. Schließlich sind Qualität und Erfahrung des Managementteams ein ganz wesentlicher Faktor für den Investitionserfolg eines Fonds. Andererseits kann aufgrund der performanceabhängigen Vergütung der VCG unterstellt werden, dass das aktuelle Fondsmanagement ein großes Eigeninteresse daran haben sollte, die Qualität des Teams nicht zu verwässern.

Im Vergleich zu den US-amerikanischen Studien entspricht die durchschnittliche Anzahl an verwendeten Vertragsklauseln heutzutage in Europa eher der Häufigkeit, wie sie in der frühen Untersuchungsperiode (1978-87) in den USA vorzufinden war. Besonders auffällig sind diese Übereinstimmungen im Falle der Klauseln 3, 7 und 12.[42] Diese zum Teil sehr ähnlichen Beobachtungen geben unter Kenntnis der in den USA im Zeitverlauf generell ansteigenden Anzahl an verwendeten Vertragsklauseln Interpretationsansätze für die zukünftige Entwicklung im europäischen Raum. Entgegen einer allgemeinen Zunahme der Vertragsklauseln finden Einschränkungen bezüglich des Verkaufs eigener Beteiligungen, bezüglich anderer Aktivitäten und bezüglich der Ergänzung des Fondsmanagements in den USA im Zeitverlauf schwächere Anwendung.[43] Die Fondsmanager scheinen sich ihre Freiheiten durch diese Klauseln der Klasse 2 in einem sich etablierenden Umfeld nicht einschränken zu lassen. Auch im europäischen Raum sind diese

---

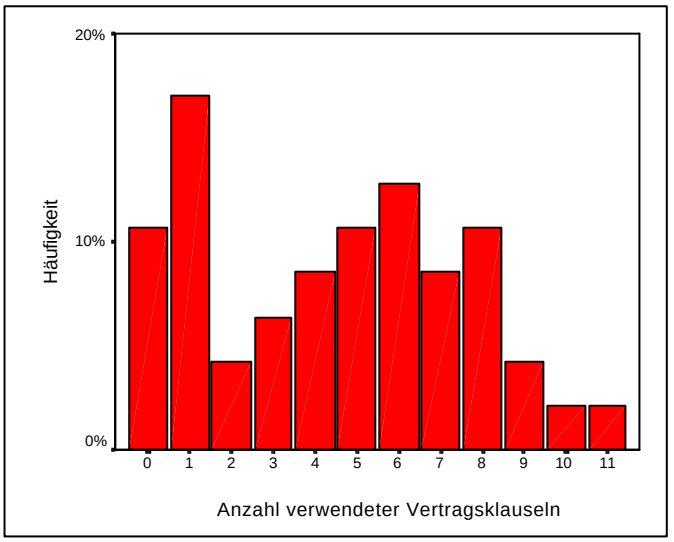
[42] Einschränkungen durch Klausel 3: USA in 29,4% der Fälle (1983-87), in Europa in 26% der Fälle (1996-Ende 2001); Klausel 4: USA 51,9% (1978-83), Europa 37,5% (1996-Ende 2001); Klausel 12: USA 17,6% (1983-87), Europa 18,75% (1996-Ende 2001).

[43] Vgl. Gompers/Lerner, 1996, S. 485.

Spielräume im Vertragswerk besonders häufig ausdrücklich erlaubt (siehe Tabelle 3).

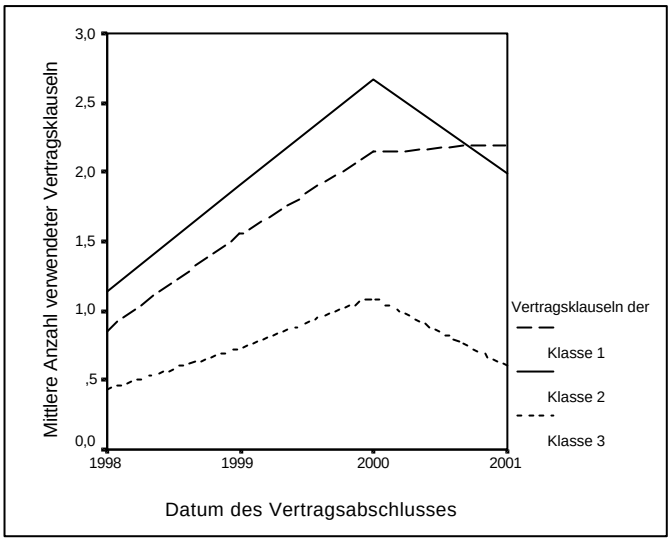
2. Umfang der verwendeten Vertragsklauseln

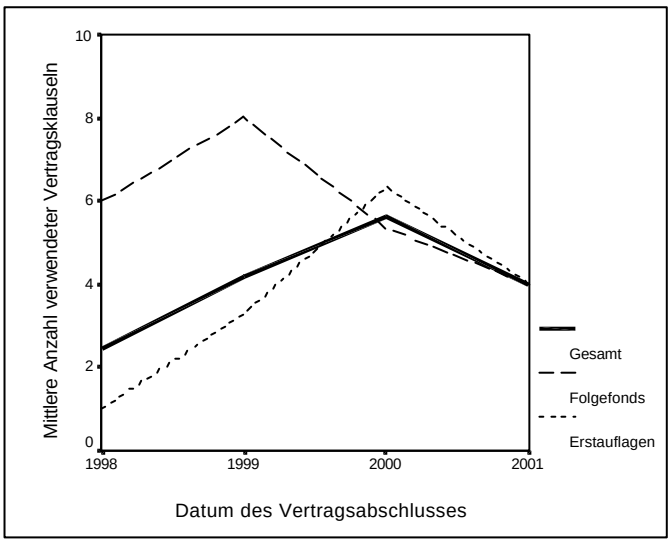
Als ein Indikator für die Bemühung der Investoren, opportunistische Verhaltensweisen der VCG durch vertragliche Regelungen ex ante einzuschränken, wird in der durchgeführten Analyse die Gesamtanzahl der in einen Gesellschaftsvertrag aufgenommenen Vertragsklauseln herangezogen. Die einzelnen Gesellschafterverträge werden hierzu für die Jahre 1996 bis Ende 2001 auf die Existenz von Vertragsklauseln untersucht, die den oben beschriebenen 14 Typen entsprechen. Im Querschnitt ergibt sich die in der folgenden Abbildung dargestellte Häufigkeitsverteilung. Die Anzahl der verwendeten Klauseln differiert stark: während 11% der Fonds gänzlich auf den Einsatz einschränkender Vertragsklauseln verzichten, weisen andere Fonds bis zu 11 verschiedene Klauseln auf.



Bei der vergleichenden Analyse von Erst- und Folgefonds zeigt sich, dass die Anzahl verwendeter Vertragsklauseln bei Folgefonds mit durchschnittlich 5,7 deutlich über der bei erstmalig aufgelegten Fonds liegt (durchschnittlich 3,1). Dieser Befund kann unterschiedliche Ursachen haben. Eine mögliche Erklärung könnte darin liegen, dass Interessenkonflikte zwischen Fonds und Investor im Fall von Erstfonds ein geringeres Ausmaß annehmen, da das Interesse an der Auflage von Folgefonds einen stärkeren Interessengleichlauf bewirkt. Vertragsklauseln zur Einschränkung von opportunistischem Verhalten sind dann weniger sinnvoll. Anderseits könnten auch Lerneffekte für die Zunahme der Vertragsklauseln verantwortlich sein: Erfahrene Fondsgesellschaften besitzen möglicherweise größeres Know How über die Wirkung von Vertragsklauseln und setzen dies zum Design komplexerer Verträge ein.

Die beiden folgenden Abbildung zeigen die Dynamik in der Vertragsgestaltung in der Untersuchungsperiode für die gesamte Stichprobe sowie unterteilt nach den einzelnen Klassen und Erst- und Folgefonds.





Die Analyse zeigt, dass die durchschnittliche Anzahl der verwendeten Vertragsklauseln über die Jahre deutlich ansteigt. Dies gilt für alle drei Klassen gleichermaßen. Die durchschnittliche Anzahl verwendeter Klauseln liegt dabei zwar noch unter dem Niveau der USA im Jahr 1992, der zu verzeichnende Anstieg fällt jedoch stärker aus als der dortige Anstieg in den Jahren 1978-1992.[44]

Die separate Betrachtung von Erst- und Folgefonds zeigt, dass die Unterschiede zwischen beiden Fondsarten im Wesentlichen aus der ersten Hälfte des Untersuchungszeitraums resultieren. Hier hat es in der zweiten Hälfte eine weitgehende Angleichung gegeben.

Ergänzend ist anzumerken, dass die Entwicklung einer ansteigenden Anzahl von Vertragsklauseln über den Zeitverlauf der letzten Jahre unter dem Gesichtspunkt eines gleichzeitig stark boomenden VC-Marktes für europäische VC-Fonds nicht mit den US-amerikanischen empirischen Beobachtungen übereinstimmt. Während die Anzahl der Klauseln in Europa in den Boomjahren tendenziell steigt, berichtet Gompers (1998) trotz eines allgemein ansteigendem Niveaus verwendeter Klau-

[44] Vgl. Gompers/Lerner, 1996, S. 485. Durchschnittliche Anzahl verwendeter Vertragsklauseln in den USA nach Gompers/Lerner stieg von 4,4 (1978-82) auf 7,9 (1987-92). Angaben zu Europa siehe Abbildung 5, 6 und 7.

seln im Zeitraum 1978 bis 1992 in den Jahren mit stark ansteigenden Kapitalzuflüssen einen Rückgang der verwendeten Klauseln.[45] Gompers argumentiert, dass dieser Rückgang auf die gestiegene Verhandlungsmacht der Fondsgesellschaften in Boomphasen zurückzuführen sei. Danach haben Fondsgesellschaften die hohe Nachfrage seitens der Investoren dazu nutzen können, Fondsverträge mit vergleichsweise wenigen vertraglichen Einschränkungen der Handlungsfreiheit der Fondsgesellschaft durchsetzen zu können. Diese Argumentation wird durch die europäische Evidenz nicht bestätigt. Tatsächlich konnten die europäischen Fonds die Boomphase von 1996 bis 2000 nicht in diesem Sinne dazu ausnutzen, eine Reduzierung von Vertragsklauseln durchzusetzen. Lediglich für die Gruppe der Folgefonds ist eine leichte Abnahme der Anzahl von Vertragsklauseln zu verzeichnen.

F. Zusammenfassung und Ausblick

Die Untersuchung der vertraglichen Ausgestaltung europäischer VC-Fonds in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre zeigt, dass sich die Investoren der mit dieser Anlagekategorie verbundenen Agency-Probleme offensichtlich bewusst sind. Die vorhandenen Gestaltungsmöglichkeiten in Form erfolgsabhängiger Vergütungsstrukturen in Verbindung mit Vertragsklauseln, die Handlungsspielräume der VCG klarstellen, werden in diesem Sinne ausgeschöpft.

Hinsichtlich der Vergütungsstrukturen für europäische Fondsmanager ergibt die vorliegende Untersuchung das folgende Bild: Im Vergleich zu den USA ist die Vergütung der europäischen Fondsmanager stärker standardisiert. Dies gilt für die Management-Fee-Sätze und insbesondere für die Erfolgsbeteiligung der VCG in Form des Carried Interest. Hier können kaum Abweichungen vom Marktstandard eines Carried Interest in Höhe von 20% identifiziert werden. Insgesamt haben die europäischen VCG auch in den Boomjahren 1996 bis 2000 also keine expliziten Gebührenerhöhungen für das Management ihrer Fonds durchgesetzt. Betrachtet man die Barwerte der Management Fees über die gesamte Laufzeit des Fonds, lassen sich deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Fonds feststellen. Hier zeichnet sich auch bei europäischen Fonds eine stärkere Preisdifferenzierung ab. Auch im Bereich der vertraglich fixierten Hurdle Rates ist eine große Varianz

[45] Vgl. Gompers, 1998, S. 1099.

festzustellen. Dabei zeichnen sich besonders Folgefonds durch geringe Hurdle Rates aus.

Über die Untersuchungsperiode ist insgesamt ein deutlicher Anstieg der Anzahl der in den Fondsverträgen zum Einsatz kommenden Vertragsklauseln festzustellen. Allerdings liegt ihre Anzahl Ende der neunziger Jahre für europäische VC-Fonds immer noch unter derjenigen, die für die US-amerikanischen Fonds bereits Anfang der neunziger Jahre erreicht wurde.[46] Dass es auch in den Boomjahren 1996 bis 2000 zu einem Anstieg der Anzahl verwendeter Vertragsklauseln kommt, ist im Vergleich zur gegenläufigen Entwicklung in den USA überraschend. Die These, nach der Fondsgesellschaften in Phasen hoher Investorennachfrage ihre stärkere Verhandlungsmacht zur Verringerung von verhaltensbeschränkenden Vertragsklauseln einsetzen, bestätigt sich für den europäischen Markt daher nicht. Vielmehr scheint sich der europäische Markt in einer Phase der Professionalisierung zu befinden, die sich durch den Abschluss komplexerer und umfangreicherer Vertragswerke ausdrückt. Eine separate Betrachtung der Vertragsentwicklung bei Erst- und Folgefonds unterstützt diese Überlegungen. Während bei den Fondserstauflagen ein starker Anstieg der Anzahl der Vertragsklauseln festzustellen ist, ist die Anzahl von Klauseln für Folgefonds leicht rückläufig.

Der vorliegende Beitrag stellt unseres Wissens nach die erste empirische Analyse der Vertragsbeziehung zwischen Investoren und VC-Fonds für den europäischen Raum dar. Die Ergebnisse zeigen, dass der europäische Markt sich in einigen Aspekten deutlich vom US-amerikanischen Markt unterscheidet und daher eine eigenständige Analyse verdient. Dabei darf natürlich nicht außer Acht gelassen werden, dass die Ergebnisse aufgrund der beschränkten Datenlage mit der gebotenen Vorsicht zu interpretieren sind. Viele wichtige und interessante Fragstellungen wurden in diesem Beitrag nicht behandelt und bieten Ansatzpunkte für die zukünftige Forschung. Im Vordergrund steht dabei vor allem die Frage der Auswirkungen der Vertragsgestaltung auf das Verhalten von Fondsmanagern. Eine effiziente Vertragsgestaltung muss letztlich das Ziel verfolgen, das Fondsmana-

[46] Die Untersuchung von Gompers/Lerner, 1996, berücksichtigt Daten bis einschließlich 1992 (Jahr der Fondsauflage). Die durchschnittliche Anzahl verwendeter Vertragsklauseln liegt demnach in den USA bereits Anfang der neunziger Jahre auf einem höheren Niveau als es in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre in Europa festzustellen ist (vgl. Gompers/Lerner, 1996, S. 485).

gement zu einem Entscheidungsverhalten im Sinne der Fondsanteilseigner zu motivieren. Es ist anzunehmen, dass die konkrete Ausgestaltung der Vertragsbeziehung zu Investoren Auswirkungen auf viele Entscheidungen wie zum Beispiel das Timing von Investition und Desinvestition oder die Wahl des Diversifikationsgrads des Portfolios hat. Erst die Analyse dieser Wechselwirkungen wird Aussagen über die relative Vorteilhaftigkeit unterschiedlicher Vertragsdesigns erlauben.

Anhang Tabellen

Tabelle 1: **Wirkungsweise und –ziele verschiedener Vertragsklauseln**

PA-Nr.	Art der auftretenden Agency Problematiken
1	Anreiz zu opportunistischem Verhalten aufgrund erfolgsabhängiger Entlohnung
2	Täuschung hinsichtlich Qualifikation und Motivation
3	Entnahme unentgeltlicher Vorteile
4	Täuschung hinsichtlich Rendite und Risikoerwartung

Nr.	PA-Nr.	Vertragsklausel	Wirkungsziel	Wirkungsweise
Vertragsklauseln der Klasse 1 (Vertragsklausel zur Regelung des allgemeinen Fondsmanagements)				
1	1	Einschränkung der Höhe eines Investments in ein einzelnes Portfoliounternehmen	Risikobegrenzung	Mindestdiversifikation des Portfolios
2	1	Einschränkung zusätzlicher Fremdkapitalfinanzierung eingegangener Investments	Risikobegrenzung	Vermeidung hoher Verschuldungsquoten
3	1 / 3	Einschränkung von Kapitalzuschüssen aus Fondsmitteln in vorhergehende oder später aufgelegte Fonds derselben Managementgesellschaft	Konzentration der Fonds-manager auf die Performance des aktuellen Fonds	Verwendung der Kapitalmittel ausschließlich für Beteiligungen des entsprechenden Fonds.
4	1	Einschränkung der Freiheit des Fondsmanagers zur Wiederanlage von Kapitalgewinnen.	Investoren können selbst über Wiederanlage entscheiden	Kapitalausschüttung unmittelbar nach Realisation einzelner Investments
Vertragsklauseln der Klasse 2 (Vertragsklausel zur Regelung der Aktivitäten und Verhaltensweisen der VCG im Einzelnen)				
5	2 / 1	Einschränkung der Möglichkeiten der Fondsmanager zu einem Direktinvestment mit persönlichem Kapital in Portfoliounternehmen des verwalteten Fonds.	Anreizbildung zur Portfoliooptimierung.	Portfoliomanager partizipiert ausschließlich an Portfolioperformance.
6	2 / 1	Restriktion einer eigenen Beteiligung des Fondsmanagers an Unternehmen, die der Fondsausrichtung entsprechen	Anreizbildung zur Portfoliooptimierung	Portfoliomanager partizipiert ausschließlich an Portfolioperformance.
7	2 / 1	Einschränkungen bezüglich der Auflage von Nachfolgefonds	Konzentration der Fonds-manager auf die Performance des aktuellen Fonds	Fokussierung der Management-kapazität auf das Management des aktuellen Fonds
8	2 / 1	Einschränkung der Möglichkeiten des Fondsmanagers zum Verkauf eigener Fondsanteile.	Anreizbildung zur langfristigen Performancemaximierung	Langfristige Bindung an die Fondsperformance.
9	2	Einschränkung der Freiheiten der Fondsmanager anderen Aktivitäten nachzugehen	Konzentration der Fonds-manager auf die Performance des aktuellen Fonds	Fokussierung der Management-kapazität auf das Management des aktuellen Fonds
10	2	Beschränkung der Aufnahme neuer Manager in das Fondsmanagement	Stetigkeit bzgl. der Qualität des Fondsmanagements	Mitsprache bei Veränderungen der Zusammensetzung des Managementteams

Vertragsklauseln der Klasse 3 (Vertragsklausel zur Regelung der Portfolioinvestments im Einzelnen)				
11	3	Einschränkung der Möglichkeiten zur Kapitalanlage in andere Venture Capital Fonds	Fokussierung auf VC-Investments (Asset Allocation)	Auschluss/Begrenzung von alternativen Anlagemöglichkeiten
12	2 / 4	Einschränkung der Möglichkeiten der Kapitalanlage in gelistete Aktien	Fokussierung auf VC-Investments (Asset Allocation)	Auschluss/Begrenzung von alternativen Anlagemöglichkeiten
13	2 / 4	Einschränkung der Möglichkeiten der Kapitalanlage in andere Anlageprodukte.	Fokussierung auf VC-Investments (Asset Allocation)	Auschluss/Begrenzung von alternativen Anlagemöglichkeiten
14	4 /3	Einschränkung von Fondbeteiligungen an Unternehmen, bei denen ein wirtschaftliches Interesse des Fondsmanagers vorliegt.	Portfoliooptimierung	Ausschluss von Beteiligungsanreizen, Investments einzugehen, die nicht einer Portfoliooptimierungs-entscheidung resultieren.

Tabelle 2: Angaben zu den Fonds der Stichprobe

	Zielvolumen des Fonds (in Mio €)	Laufzeit (in Jahren)
Mittelwert	130,8	9,03
Median	76,66	10
Min	0,867	5
Max	1800	15
Varianz	71626	3,08
Währungen		Anzahl der Fonds
EURO-Währungen		93 (dav. 16 auf DM) (76,2%)
US $		21 (17,2%)
GBP		8 (6,6%)
Sitz Managementgesellschaft		Anzahl der Fonds
Deutschland		42 (34,5%)
UK		28 (22,5%)
Andere europäische Länder		52 (43%)
Regionaler Investmentfokus		Anzahl der Fonds
Deutschland		27 (21,1%)
UK		5 (4%)
Andere europäische Länder		27 (22,13 %)
Pan-Europäisch		47 (38,5%)
USA		2 (1,6%)
Keine Angabe oder breiter Investmentfokus		14 (12,67%)
Investmentstufe		Anzahl der Fonds
Early Stage		71 (58,2%)
Later Stage		14 (11,4%)
Balanced		37 (30,4%)
Investmenterfahrung		Anzahl der Fonds
Fonderstauflage		59 (48,4%)
Folgefond		63 (51,6%)

Tabelle 3: Vertragsklauseln

Vertragsklauseln der Klasse 1 (Vertragsklauseln zur Regelung des allgemeinen Fondsmanagements)											
		Vertragliche Restriktion [in x% am zugesagten Kapital]									
		Keine Angabe	Ausdrücklich keine Einschränkung	0%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	>= 35%
Nr.	Vertragsklauseln	Anteil der Verträge mit entsprechenden Ausprägungen an der Gesamterhebung									
1	Maximale Beteiligungshöhe	39%			2%	18%	28%	11%	2%		
2	Fremdkapitalfinanzierung	40%		28%	5%	14%	5%	9%	2%	2%	
3	Anlage i. Vorgänger- oder Nachfolgefonds	65%	9%	20%	2%				2%		2%
4	Wiederanlage von Kapitalgewinnen	63%	9%	26%				2%			

Vertragsklauseln der Klasse 2 (Vertragsklauseln zur Regelung der Aktivitäten und Verhaltensweisen der VCG im Einzelnen)								
		Vertragliche Restriktion [in x% am zugesagten Kapital]						
		Keine Angabe	Ausdrücklich keine Einschränkung	0% bzw. allg. eingeschränkt (*)	5%	<= 65%	70%	>= 75%
Nr.	Vertragsklauseln	Anteil der Verträge mit entsprechenden Ausprägungen an der Gesamterhebung						
5	Co-Investment der Fondsmanager	54%	11%	33%	2%			
6	Eigene Beteiligung der Fondsmanager	61%	13%	26%				
7	Auflage eines Nachfolgefonds	60%	2,5%			4,5%	2,5%	30,5%
8	Verkauf der Fondsanteile der Manager	35%	11%	54%				
9	And. Aktivitäten des Fondsmanagers	50%	13%	37%*				
10	Aufnahme neuer Fondsmanager	84%	9%	7%*				

Vertragsklauseln der Klasse 3 (Vertragsklauseln zur Regelung der Portfolioinvestments im Einzelnen)								
		Vertragliche Restriktion [in x% am zugesagten Kapital]						
		Keine Angabe	Ausdrücklich keine Einschränkung	0% bzw. allg. eingeschränkt (*)	10%	15%	!0%	>= 35%
Nr.	Vertragsklauseln	Anteil der Verträge mit entsprechenden Ausprägungen an der Gesamterhebung						
11	Anlage in andere VC-Fonds	67%	7%	26%				
12	Anlage in gelistete Aktien	79%	2,25%	7%	2,25%	5%	2,25%	2,25%
13	Anlage in andere Anlageprodukte	93%		7%*				
14	Beteiligung bei pot. Interessenkonflikt	74%	4%	22%*				

Vertragsklausel Nr. 1: Maximale Beteiligungshöhe an einem Portfoliounternehmen; **Nr.2**:Fremdkapitalfinanzierung bis zu einer Gesamthöhe von x % des zugesagten Kapitals gestattet; **Nr.3**: Anlage von Fondskapital in Vorgänger- oder Nachfolgefonds bis zu x % des zugesagten Kapitals gestattet; **Nr.4**: Wiederanlage von bis zu x % der Kapitalgewinne gestattet; **Vertragsklausel Nr. 5**: Direktinvestment der Fondsmanager in Portfoliounternehmen gestattet zu x % des zugesagten Kapital; **Nr.6**: Beteiligung an Unternehmen, die der Fondsausrichtung entsprechen zu x% des zugesagten Kapitals gestattet; **Nr.7**: Neuauflage eines Nachfolgefonds gestattet [falls mindestens x % des zugesagten Kapitals investiert wurde]; **Nr.8**: Verkauf der Fondsanteile der Fondsmanager zu x% des zugesagten Kapitals gestattet; **Nr.9**: Freiheit des Fondsmanagers zusätzlichen Aktivitäten nachzugehen; **Nr.10**: Hinzunahme neuer Managing Direktor während Fondslaufzeit; **Vertragsklausel Nr. 11**: Anlage von Fondskapital in andere Venture Capital Fonds; **Nr.12**: Anlage von max. x % des Fondskapitals in gelistete Aktien gestattet; **Nr.13**: Anlage von Fondskapital in andere Anlageprodukte (z.B. Derivate); **Nr.14**: Beteiligung mit Fondskapital an Unternehmen, bei denen wirtschaftliches Interesse des Fondsmanagers vorliegt

Spalte „Keine Angabe“: Keine Anagaben zu den einzelnen Klauseln im Vertragswerk entspricht keiner Einschränkung dieses Sachverhaltes;
Spalte „Ausdrücklich keine Einschränkung“: Der eigentlich einzuschränkende Sachverhalt wird ausdrücklich erlaubt;

Literaturverzeichnis

1. Aghion, P./ Bolton, P. (1992), An Inclomplete Contracts Approach to Financial Contracting, in: The review of economic Studies, Vol 59, S.473-494.
2. Bader, H. (1996), Private Equity als Anlagekategorie: Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren, Bern u.a.: Haupt (zgl. Diss. HSG).
3. Blake, J. (1999), Structuring Venture Capital Funds for Investment: The Legal Dimension, in: Bygrave/Hay/Peeters (Hrsg. 1999), The Venture Capital Handbook, S.79-93.
4. Breuer, W. (1995), Finanzintermediation und Reputationseffekte, in: Kredit und Kapital, Jg. 28, S. 516-533.
5. Bygrave, W. D. (1999), Returns on Venture Capital, in: Bygrave/Hay/Peeters (Hrsg. 1999), The Venture Capital Handbook, S. 307-342.
6. Bygrave, W. D./Timmons, J. A. (1992), Venture Capital at the Crossroads, Boston, Mass: HBS Press.
7. Dezes, M. (2001), VC-Gesellschaften stehen auf der Kippe, in: Financial Times Deutschland v. 11.4.2001 (Quelle: www.ftd.de).
8. Diamond , D. W. (1984), Financial Intermediation and Delegated Monitoring, in: Review of Economic Studies, Vol. 51, S. 393-414.
9. Ewert, R. (1987), The Financial Theory of Agency as a Tool for an Analysis of Problems in External Accounting, in Hrsg: Bamberg, G./ Spremann, K.(1987), Agency Theory, Information, and Incentives, S. 281-302.
10. Fenn, G. W./Liang, N./Prowse, S. (1997), The Private Equity Market: An Overview, Boston u. a. 1997.
11. Firchau, V. (1987), Information Systems for Principal-Agent Problems, in Hrsg: Bamberg, G./ Spremann, K.(1987), Agency Theory, Information, and Incentives, S.81-92.
12. Franke, G./ Hax, H. (1994), Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 3. Auflage Berlin u.a. 1994.
13. Gompers, P. A. (1994), The Rise and Fall of Venture Capital, in: Business and Economic History, Vol. 23, No. 2, 1994, S. 1-26.
14. Gompers, P. A./ Lerner, J. (1996), The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements, in: Journal of Law and Economics, Vol. 39, 1996, S.463-498.
15. Gompers, P. A. (1998), Venture Capital Growing Pains: Should the Market Diet?, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 22, Nr. 6-8, 1998, S. 1089-1104.
16. Gompers, P. A./Lerner, J. (1999), The Venture Capital Cycle, Cambridge 1999.
17. Gompers, P. A./ Lerner, J (1999), An Analysis of Compensation in the U.S. Venture Capital Partnership, in: Journal of Financial Economics, Vol. 51, S. 3-44.
18. Gompers, P A./Lerner, J (2000), Money Chasing Deals?: The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuations, in: Journal of Financial Economics, Vol. 55, 281-325.

19. Gompers, P. A./ Lerner, J. (2001), General Partners Compensation: Are General and Limited Partners´ Interests Aligned?, in: Salomon Smith Barney, Private Equity Research Initiative 2001.

20. Harris, M./ Raviv, A. (1979), Optimal Incentive Contracs with Imperfect Information, in: Journal of Economic Theory, Vol 20, S.231-259.

21. Hart, O. (2001), Financial Contracting, (HIER Discussion Paper 1924 (April 2001)), forthcoming Journal of Economic Literature.

22. Hartmann-Wendels, T. / Pfingsten, A. / Weber, M. (2000), Bankbetriebslehre, Berlin, Heidelberg, New York 2000.

23. Jeng, L. A./Wells, P. C. (1998), The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence Across Countries, in: Journal of Corporate Finance, Vol. 6, 2000, S. 241-289.

24. Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976), The Theory of the Firm: Mangerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976, S. 305-360.

25. Kaplan, S. N./ Stromberg, P. (2001), Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring, NBER Working Paper 8202, April 2001.

26. Leland, H. E /Pyle, D.H. (1977), Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, Journal of Finance, Vol. 23/2, 1977, S. 371-387.

27. Leopold, G./Frommann, H. (1998), Eigenkapital für den Mittelstand: Venture Capital im In- und Ausland, München 1998.

28. Marti, J./Balboa, M. (2001), Determinants of Private Equity Fund Raising in Western Europe, SSRN Working Paper No. , 2001.

29. Merrill Lynch (1995), Quantitative Viewpoint, The Paradox of private Equity Investing: Information and Diversification?, Merrill Lynch & Co. Global Securities Research & Economics Group, 1995.

30. Merrill Lynch (2001), Private Equity Insights, Asset Allocation: A Framework for private Equity, Merrill Lynch & Co. Global Securities Research & Economics Group, 2001.

31. Moser, C. (2001), Schlösser zu Sandburgen: Der Sand Hill Index will eine Meßlatte für die Performance amerikanischer VC-Fonds bieten, in: German Hot 100 v. 2.10.2001 (Quelle: www.gh100.de).

32. National Advisory Committee on Semiconductors (1989), A Strategic Industry at Risk: a Report to the President and the Congress from the National Advisory Committee on Semiconductors, U.S. Government Printing Office, Washington, 1989.

33. Peng, L. (2001), Building a Venture Capital Index, Yale IFC Working Paper No. 00-51, Yale International Center for Finance 2001.

34. Ramakrishnan, R. T. S. /Thakor, A. (1984), Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation, in: Review of Economic Studies, Vol. 51, 1984, S. 415-432.

35. Robbie, K./Wright, M./Chiplin, B. (1997), The Monitoring of Venture Capital Firms, in: Entrepreneurship: Theory & Practice, Vol. 21, No. 4, 1997, S. 9-28.

36. Robbie, K./Wright, M./Chiplin, B. (2000), Funds Providers Role in Venture Capital Firm Monitoring, in Hrsg.: Wright/Robbie (2000), Management Buy-outs and Venture Capital: Into the Next Millenium.

37. Rudolph, B./Fischer, C. (2000), Der Markt für Private Equity, in: Finanzbetrieb 1/2000, S. 49-56.

38. Sahlmann, W. (1990), The Structure and Governance of Venture-Capital Organisations, in: Journal of Financial Economics, Vol 27, S. 473-521.

39. Schanze, E. (1987), Contract Agency, and the Delegation of Decision Making, in Hrsg.: Bamberg, G./ Spremann, K.(1987), Agency Theory, Information, and Incentives, S. 461-471.

40. Schefczyk, Michael (1998), Erfolgsstrategien deutscher Venture-Capital-Gesellschaften, Stuttgart 1998.

41. Schneider, D. (1987), Agency Costs and Transaktion Costs: Flops in the Principal Agent-Theory of Financial Markets, in Hrsg: Bamberg, G./ Spremann, K.(1987), Agency Theory, Information, and Incentives, S. 481-493.

42. Smith, C. W./Warner, J. B. (1979), On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, in: Jounal of Financial Economics, Vol 7, 1979, S. 117-161.

43. Thadden von, E. L. (1998), Intermediated versus Direct Investment: Optimal Liquidity Provision and Dynamic Incentive Compatibility, in: Journal of Financial Intermediation, Vol. 7, 1998, S. 177-197.

44. Thadden von, E. L. (1995), Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring, in: Review of Economic Studies, Vol. 62, 1995, S. 557-575.

45. Triantis, G. G. (2001), Financial Contract Design in the World of Venture Capital, John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 115, University of Chicago (forthcoming University of Chicago Law Review, Vol. 68, 2001), S. 305-323.

46. Weitnauer, W. (2001), Rahmenbedingungen und Gestaltung von Private Equity Fonds, in: Finanzbetrieb, S. 258-271.

47. Williamson, S. D. (1986), Costly Monitoring,. Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 18, 1986, S. 119-132.

48. Wright, M. /Robbie, K. (1998), Venture Capital and Private Equity: Review and Synthesis, in: Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 25, Nr. 5-6, 1998, 521-570.

49. Yli-Renko, H./Hay, P. (1999), The Major European Venture Capital Markets, in: Bygrave, W. D./Hay, P./Peeters, J. B. (Hrsg.), The Venture Capital Handbook, S. 23-77.

50. Zemke, I. (1995), Die Unternehmensverfassung von Beteiligungskapital-Gesellschaften : Analyse des institutionellen Designs deutscher Venture-Capital-Gesellschaften, Wiesbaden 1995.

CFS Working Paper Series:

No.	Author(s)	Title
2001/03	**Markus Kern** **Bernd Rudolph**	Comparative Analysis of Alternative Credit Risk Models – An Application on German Middle Market Loan Portfolios –
2001/04	**Antje Brunner** **Jan Pieter Krahnen**	Multiple Lenders and Corporate Distress: Evidence on Debt Restructuring
2001/05	**Ralf Ewert** **Andrea Szczesny**	Countdown for the New Basle Capital Accord. Are German Banks Ready for the Internal Ratings-Based Approach?
2001/06	**Bernd Kaltenhäuser**	Explaining the Dollar-Euro Rate: Do Stock Market Returns Matter?
2001/07	**Guenter Beck** **Axel A. Weber**	How wide are European borders? – New Evidence on the Integration Effects of Monetary Unions –
2001/08	**Yunus Aksoy** **Tomasz Piskorski**	Domestic Money and US Output and Inflation
2001/09	**Elke Hahn**	Core Inflation in the Euro Area: Evidence from the Structural VAR Approach
2001/10	**Olaf Ehrhardt** **Eric Nowak**	Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation – Empirical Evidence from IPOs of German Family-Owned Firms
2001/11	**Daniel Gross**	Country-Specific and Global Shocks in the Business Cycle
2001/12	**Daniel Gross**	Trade Flows and the International Business Cycle
2002/01	**Stefan Feinendegen** **Daniel Schmidt** **Mark Wahrenburg**	Die Vertragsbeziehung zwischen Investoren und Venture Capital-Fonds: Eine empirische Untersuchung des europäischen Venture Capital-Marktes

Copies of working papers are available at the Center for Financial Studies or can be downloaded (http://www.ifk-cfs.de).