

Thesenpapier zum Agieren auf dem VC-Markt

Vorstand: Robert Käß, Fritz Knell

München, August 2000

Hinweis

Sämtliche im folgenden dargestellten Informationen wurden von der AdVal Capital Management AG aus üblicherweise zuverlässigen und akkuraten Quellen bezogen. Da dennoch Fehler nicht vollständig auszuschließen sind, übernimmt die AdVal Capital Management AG keinerlei Haftung für diese Informationen, insbesondere nicht für die Genauigkeit, Aktualität, Vollständigkeit oder Umsetzbarkeit etwaiger Informationen und Aussagen.

Die in dieser Präsentation enthaltenen Informationen sind nur für Sie als Empfänger bestimmt.

Der Empfänger ist nicht berechtigt, die Präsentation sowie die darin enthaltenen Informationen ohne die schriftliche Genehmigung der AdVal Capital Management AG an Dritte weiterzugeben, zu vervielfältigen oder zu sonstigen Zwecken zu nutzen.

Inhaltsverzeichnis

a Thesenpapier

Thesen

a

Risiken von VC-Finanzierungen

	Frühe Finanzierungsphasen (Seed, Start-up)	Späte Finanzierungsphasen (Expansion, Bridge, MBO/MBI)
Marktbezogene Risikofaktoren	* Marktpotential, Marktentwicklung (Lebenszyklusphase)	
	* Konjunktur-/Branchenentwicklung	
	* Wettbewerbssituation	
	* Ggf. Länderrisiko	
		* Akzeptanz des Produkts
		* Unerwarteter Wettbewerb
Geschäftsbezogene Risikofaktoren	* Produktionskosten (Wettbewerbsfähigkeit)	
	* Managementressourcen (Fach- und Personalkompetenz)	
	* Flexibilität	
	* Forschung & Entwicklung	* Umsatz/Marktanteil
		* Organisation, Planung, Controlling
Finanzierungs- bezogene Risiko- faktoren	* Insolvenz	
	* Zinsänderungsrisiken	
	* Budgetrisiko	* Kaufinteresse bei Desinvestitionen

I.

VCG sollten im Rahmen der Beteiligungsauswahl zukünftig verstärktes Augenmerk auf die funktionale Erfahrung des PU-Managements in Marketing/Vertrieb und Planung/Strategie sowie - sofern sich das PU nicht in einem gänzlich neuen Markt betätigt - einen hohen Anteil branchenerfahrener Manager legen.

Kompensation von Management Defiziten

☞ Eine entsprechend höhere Renditeanforderung zu stellen und damit im Zweifel mehr potentielle Beteiligungsfälle abzulehnen.


☞ Sicherzustellen, daß die Möglichkeiten zur Aufnahme weiterer Geschäftsleitungsmitglieder mit komplementären Fähigkeiten ausgeschöpft werden, sofern externe Manager als erfolgsfördernde Ergänzung im Einzelfall angesehen werden können.

☞ Schließlich kann die VCG im Fall von drohenden Mißerfolgen aktiv auf personelle Umbesetzungen im P U-Management einwirken.


II.

VCG sollten im Rahmen der Managementunterstützung inhaltsorientierte Beratungsaufgaben anstreben, die über die tagesordnungsorientierte Gremienarbeit hinausgehen und sich dabei unter Betonung des Unternehmenswertkriteriums vor Ort beim PU an wichtigen, auch funktionalen Entscheidungen aktiv beteiligen.

Managementunterstützung bei Frühphasenfinanzierungen

 VCG sollten den bei kleineren Beteiligungen höheren relativen Beratungsaufwand explizit in ihrer Renditeanforderung berücksichtigen und dies auch aktiv an potentielle PU kommunizieren.

 VCG sollten sicherstellen, daß kostengünstige Beratungsangebote, z.B. durch Verbände oder aus dem universitären Bereich, konsequent genutzt werden, so daß sich der Beratungsaufwand reduziert.

 VCG sollten die Aktivitäten ihrer Beteiligungsmanager auf Unterstützung im "naheliegenden" Bereich Finanzen/Controlling konzentrieren. Die übrigen - strategischen oder andere Funktionen betreffenden - Fragen können häufig besser arbeitsteilig von VCG-internen oder auch externen Beratungsteams angegangen werden.

III.

VCG sollten eine starke Gesellschafterstellung bei ihren PU erlangen, sich dabei zur Vermeidung nachteiliger Agency-Effekte aber möglichst auf Minderheitsbeteiligungen mit anteilsproportionalem Stimmrecht beschränken. Zur Deckung eines höheren Kapitalbedarfs bieten sich beteiligungsähnliche nachrangige Darlehen an.

Gestaltungscharakteristika für die über den Rahmen einer reinen Minderheitsbeteiligung hinausgehenden Finanzierungsbestandteile

✂ Einräumung von Quasi-Eigenkapital in Form befristeter nachrangiger beteiligungsähnlicher Darlehen, die in ihrer Form dem partiarischen Darlehn, der stillen Beteiligung oder dem Genußschein ähneln können.

✂ Kontrollrechte und insbesondere ein Katalog zustimmungspflichtiger Geschäfte (z.B. Abschluß von Gesellschaftsverträgen, Bestellung von Geschäftsführern, Veränderung der Strategie) für den Darlehensgeber

✂ Flexible Anpassung von Tilgung und Verzinsung an die geplante Cash-Flow Situation des einzelnen PU: (a) Ausgleich von Zinsvergütungen gegenüber dem Marktzins durch Wandlungsrechte. (b) Gewinnunabhängige Mindestverzinsung zumindest für einen Teil der Laufzeit nach Freijahren. (c) Zusätzlich gewinnabhängige Verzinsung, bei Wandlungsrechten häufig analog zur Ausschüttung nach Wandlung.

✂ Wandlungsrecht in Eigenkapital im engeren Sinne. Der Wandlungspreis kann abhängig von der Performance des PU vereinbart werden. Dazu bietet sich eine Kombination von Zielen (z.B. finanzielle Ziele und Marktziele) an. Ein niedrigerer Wandlungspreis bei schlechter Performance steigert ggf. den Einfluß der VCG ohne Zusatzkosten und motiviert somit Management und andere Gesellschafter zur Zielerreichung.

✂ Liquidationspräferenz für die VCG als Darlehensgeber bei vorab festgelegter erweiterter Definition des Liquidationsfalls, die z.B. Fusionen oder Reorganisationen einbezieht, bei denen ein Mindest-Unternehmenswert unterschritten wird. Hierdurch soll sichergestellt werden, daß im Fall von zwar solventen, sich aber nicht dynamisch entwickelnden PU möglichst viel Risiko zum Management transferiert wird.

IV.

VCG sollten beteiligungsspezifische Unterschiede in Transaktionskosten und erforderlicher Managementunterstützung bei der angeforderten Mindestverzinsung berücksichtigen und für den Fall, daß deutlich größenheterogene Beteiligungsgeschäfte getätigt werden, eine organisatorische Trennung erwägen.

Organisatorische Strukturen

Wenn VCG in größerem Umfang Finanzierungen vornehmen, die sich in ihrer Größen- und Phasenstruktur deutlich voneinander unterscheiden, müssen bei der Beteiligungsakquisition und -betreuung simultan sehr unterschiedliche Anforderungen bewältigt werden. Dies gilt um so mehr, da die Art und Intensität der angebotenen Managementunterstützung signifikant von den Finanzierungsphasenschwerpunkten der VCG abhängt.

Als einfachste Variante der organisatorischen Trennung kommt dazu die Bildung mehrerer Organisationseinheiten (z.B. Teams, Abteilungen, Sparten) innerhalb einer wirtschaftlich und rechtlich abgeschlossenen VCG in Frage. Als weitergehende Form bietet sich die Bildung rechtlich selbständiger VCG, z.B. in Form separater Frühphasen- und Spätphasen-Gesellschaften mit gleicher / überlappender Eigentümerstruktur, an. Dabei können die mit separaten Gesellschaften verbundenen höheren (Transaktions-)Kosten bei entsprechendem Geschäftsvolumen durchaus in Form von verbesserter Steuerung und Kontrolle sowie einer durch mehr Eigenständigkeit verbesserten Motivation des Managements ausgeglichen werden.

V.

VCG sollten im Rahmen der Beteiligungswürdigkeitsprüfung Markt Aspekte der PU, vor allem Planwerte für Marktwachstum und -anteil, intensiver berücksichtigen. Dies ermöglicht eine fundierte Auswahl potentieller Beteiligungen und ein besseres Beteiligungscontrolling bei abgeschlossenen Beteiligungsfällen.

Stärkere Berücksichtigung von Marktaspekten der PU

Bei der Umsetzung dieser Empfehlung bietet es sich an, zur Verringerung von Problemen bei der Marktabgrenzung frühzeitig Informationen von Branchenverbänden und/oder Marktforschungsunternehmen heranzuziehen und die PU dazu zu ermutigen, fundierte Marktanalysen bereitzustellen, die auch extern angefertigte Analysen und Studien einbeziehen. Somit kann das Risiko vermindert werden, daß ein PU entweder unbewußt sich selbst und die VCG bei einer realistischen Markteinschätzung täuscht oder sich gar bewußt durch Auswahl zweckgerechter Maßstäbe und Marktabgrenzungen übermäßig günstig präsentiert. Für die Phase nach Beteiligungsabschluß sollten dann klar definierte quantitative Marktinformationen zum Bestandteil regelmäßiger Gesellschafterinformationen gemacht werden. So kann unter Begrenzung des Aufwandes eine transparente Erfolgskontrolle und die Möglichkeit zur rechtzeitigen Einleitung von Korrekturmaßnahmen gefördert werden.

VI.

VCG sollten im Rahmen der Beteiligungswürdigkeitsprüfung die spezifische Wettbewerbsgefahr (=aktuelle Wettbewerbsintensität + latente Unsicherheit) im Detail eruieren. Darüber hinaus sollten VCG die Wettbewerbsgefahr in der angeforderten risikogerechten Mindestverzinsung explizit berücksichtigen.

Möglichkeit um die risikogerechte Mindestverzinsung zu berücksichtigen

$$IRR_{\text{krit}} = r_f + r_{\text{mgt}} + \beta_{\text{sc}} (r_{\text{soll}} - r_f)$$

Dabei ergibt sich die PU-spezifische kritische Rendite IRR_{krit} aus der Summe von risikofreiem Zins r_f und einer Zusatzverzinsung für Managementunterstützung r_{mgt} zuzüglich eines Risikozuschlags. Dieser Risikozuschlag ist das Produkt aus dem mittels eines Scoring-Modells geschätzten systematischen Risiko β_{sc} multipliziert mit der Summe aus der Sollrendite für das Gesamtportfolio r_{soll} (inklusive der erforderlichen Zusatzverzinsungen für Managementunterstützung r_{mgt}) abzüglich des risikofreien Zinses.

VII.

VCG sollten potentielle Beteiligungsfälle, die über keinen direkten Zugang zum bearbeiteten (End-) Absatzmarkt verfügen (=Auftragsentwickler/ -fertiger), kritisch prüfen. Spezifische Nachteile können durch eine anderweitig günstig strategische Position oder spätere Unternehmenszusammenschlüsse ausgeglichen werden.

VIII.

VCG sollten im Rahmen der Beteiligungswürdigkeitsprüfung die Qualität der Geschäftsplanungen intensiver berücksichtigen. Insbesondere muß hinterfragt werden, ob Defizite bei Vollständigkeit und Analysetiefe/Stringenz auf Mängel bei (kaufmännischer) Managementqualifikation und Marktkenntnissen hindeuten.

Die drei Dimensionen der Geschäftsplanungsqualität

(1) Die Vollständigkeit der Planung, also die Frage, inwieweit z.B. Markt- und Wettbewerbsumfeld, interne Aspekte des PU und Strategien beschrieben und in einer quantitativen Planung dargestellt wurden.

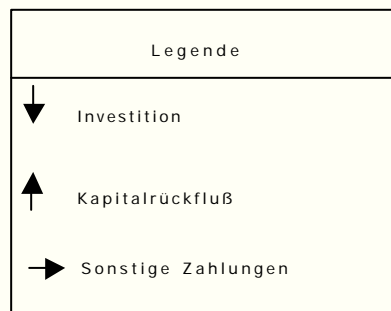
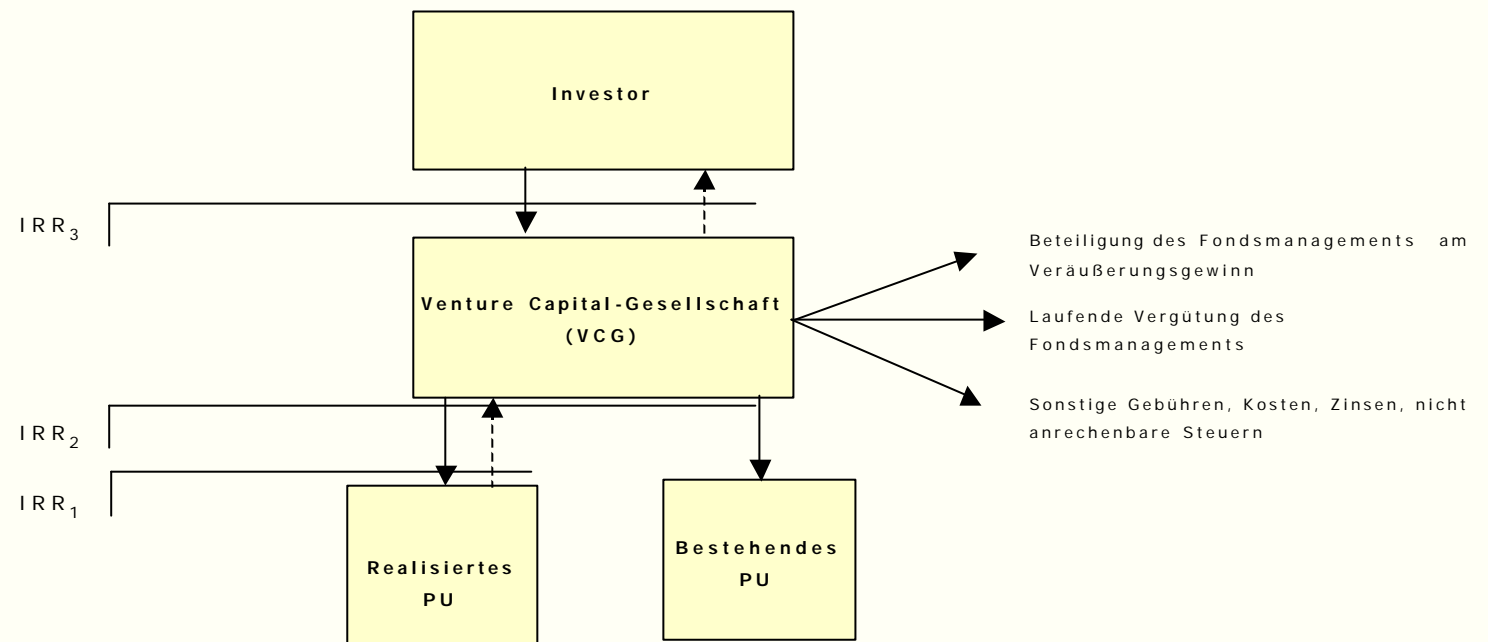
(2) Die Analysetiefe und Stringenz der Planung, die charakterisiert, inwieweit die vorgelegte Planung eine hinreichende Fundierung durch analytischen Tiefgang erfährt und Erkenntnisse konsequent beachtet wurden.

(3) Die formale Qualität der Planung zeigt, inwieweit die Planung rechnerisch und textlich korrekt angefertigt sowie übersichtlich und für Außenstehende nachvollziehbar aufbereitet wurde.

IX.

VCG sollten das publizierte (EVCA-) Verfahren zur Messung der IRR konsequent implementieren und auch auf Beteiligungsfälle der jüngeren Vergangenheit anwenden. Zusätzlich sollten VCG an Verfahren zur Messung des Beteiligungsrisikos arbeiten und ihre Erkenntnisse in der Branche proaktiv kommunizieren.

Beteiligungsrentabilitätsmaße Internal Rate of Return



IRR₁

IRR₁

Die Bruttorendite auf realisierte Beteiligungen stellt auf eine Zahlungszeitreihe, bestehend aus Barauszahlungen der VCG an ein PU, primär also dem Beteiligungserwerb, und Barrückflüssen in Form des Veräußerungserlöses und ggf. Gewinnausschüttung sowie Zinsen und Tilgungen von Gesellschafterdarlehen, ab. Für diese Zeitreihe wird dann der interne Zinsfuß ermittelt. Dabei werden prinzipiell nur bereits desinvestierte Beteiligungen berücksichtigt, was zwar den Umfang der nach diesem Verfahren beurteilbaren Beteiligungen einschränkt, dafür aber mit dem Veräußerungserlös auch auf einen objektiv ermittelten Endwert abstellt. Wenn ein wesentlicher Anteil einer Beteiligung im Wege einer Teilveräußerung desinvestiert wird, so kann auch dieser Anteil in den IRR₁ mit einbezogen werden.

IRR₂

IRR₂

Die Bruttorendite auf realisierte und bestehende Beteiligungen kann nach gleicher Rechenvorschrift unter zusätzlicher Einbeziehung der noch im Portfolio der VCG gehaltenen Beteiligungen ermittelt werden. Damit wird der Umfang der beurteilbaren Beteiligungen erweitert. Dafür werden aber als Nachteile in Kauf genommen, daß (1) die Ermittlung eines anstelle des Veräußerungserlöses einzusetzenden Endwertes mit erheblichen Unsicherheiten behaftet ist und Manipulationsmöglichkeiten eröffnet und (2) systembedingt der im Desinvestitionszeitpunkt entstehende bzw. offenkundig werdende Anteil des Beteiligungserfolges nicht berücksichtigt werden kann.

Sowohl IRR₁ als auch IRR₂ können für einzelne Beteiligungen oder für ein Portfolio ermittelt werden. Der interne Zinsfuß IRR in den zuvor dargestellten Ausprägungen wird dabei nicht lediglich als Ex-post-Erfolgsmaß, sondern auch als A-priori-Maßstab in der Beteiligungswürdigkeitsprüfung herangezogen.

Für Schätzungen des Endwertes bestehender Beteiligungen an nicht börsennotierten PU hat die EVCA Mindeststandards publiziert. Demnach sollen Beteiligungen grundsätzlich zu Anschaffungskosten bewertet werden. Ausnahmen sind in positiver Richtung zugelassen bzw. in negativer Richtung obligatorisch, wenn (1) eine Nachfinanzierung durch einen Dritten stattgefunden hat, aus der sich objektive neue Anhaltspunkte für den Wert der Beteiligung ergeben, (2) der auf die VCG entfallende Anteil am Buchwert der PU zwischenzeitlich die Anschaffungskosten der Beteiligung deutlich übersteigt oder (3) die Ergebnisse des PU in positiver oder negativer Richtung nachhaltig vom Plan abweichen.

IRR₃

IRR₃

Die Nettoendite für den Fondsinvestor stellt schließlich auf die Zahlungsströme zwischen Investor und VCG ab. Im Vergleich zum IRR₂ werden hier zusätzliche Arten von Zahlungen berücksichtigt, nämlich (1) der Anteil des Fondmanagers am Veräußerungsgewinn von Beteiligungen ("carried interest"), und zwar bereits vor der eigentlichen Zahlung als kalkulatorischer Gewinnanteil, (2) die laufende Vergütung des Fondsmanagers, (3) alle sonstigen Gebühren und Kosten, die mit der Fondsverwaltung verbunden sind, ggf. einschließlich Fremdkapitalzinsen und nicht anrechenbaren Steuern, in Deutschland also vor allem der Gewerbeertragsteuer. Bei der Bewertung des Vermögens sind neben den Beteiligungen auch andere Aktiva zu berücksichtigen, z.B. eine Liquiditätsreserve der VCG.

X.

VCG sollten die von ihnen erzielten Ergebnisse, vor allem die Internal Rate of Return, für das Gesamtportfolio jeweils zeitnah nach außen kommunizieren. Mit einem solchen Vorgehen können VCG ihre Qualifikation fundiert vertreten und zudem rechtzeitig Aufschluß über die eigene Marktposition erhalten.

Offenere Kommunikation der Ergebnisse von VCG

Gerade nachdem in der Öffentlichkeit vermehrt Fälle bekannt geworden sind, bei denen eine zurückhaltende Informationspolitik einer VCG zu Recht als Indiz für eine drohende Krise interpretiert werden durften, müssen VCG davon ausgehen, daß eine geringe Auskunftsbereitschaft von (potentiellen) Investoren entweder als Zeichen für intern bereits erkannte Mißerfolge oder gar für Defizite bei den Möglichkeiten zur Objektivierung der eigenen Ergebnisposition interpretiert wird.

Das Vertrauen vieler VCG in Möglichkeiten zur Geheimhaltung von Informationen erweist sich zudem häufig als technisch überholt. So beabsichtigen viele VCG, die Identität ihrer PU nicht preiszugeben, während ihre Gesellschaftereigenschaft (ohne Einschaltung von Zwischengesellschaftern) offen ins Handelsregister eingetragen wird. Angesichts der heute breiten Verfügbarkeit von Handelsregisterangaben in Datenbanken ist aber eine Identifikation von PU in sehr vielen Fällen ohne Hindernisse möglich. Das somit inkonsistente Vorgehen vieler VCG trägt eher dazu bei, daß die Glaubwürdigkeit der Intermediäre geschwächt und die Vermutung weitergehender Informationsasymmetrien bei Investoren stärker verankert wird.

Was müssen unsere Ausschluß-Kriterien sein !

