

Venture capital selskaber

- samspil mellem jura og økonomi

af

Ph.D.-stipendiat Dan Moalem

1. Indledende bemærkninger

Venture capital er det overordnede emne i denne fremstilling, og det har været intentionen at præsentere et emne i spændingsfeltet mellem jura og økonomi.¹ Nærværende bidrag skal således ses som et eksempel, hvor økonomisk forståelse kan bidrage til juristens arbejde med klassiske juridiske problemstillinger. Det understreges dog, at nærværende bidrag ikke er en principiel stillingtagen til værdien af retsøkonomi i juridisk forskning.

Mens det overordnede emne er venture capital, er det mere konkrete emne etablering af venture capital selskaber i form af partnerselskaber, jf. aktieselskabslovens § 173. Det er således venture capital selskaber i form af partnerselskaber, samt forholdet mellem investorerne i venture capital selskabet og det af dem antagne managementselskab, der er genstand for behandling. Artiklen vil forsøge at demonstrere, at økonomisk teori også kan bidrage til juristens arbejde med udformning af kontrakter i en venture capital konstruktion. Valget af netop partnerselskabet skyldes, at det er min erfaring, at netop denne selskabsform illustrerer samspillet mellem jura og økonomi.²

Samspillet mellem jura og økonomi er en grundpille i forståelsen af venture capital relationen. Samspillet kommer primært til udtryk i to relationer:

1. mellem investorerne og Managementselskabet, og

¹ Eftersom mit Ph.D. stipendium er finansieret ligeligt af Syddansk Universitet og advokatkontoret Lindh Stabell Horten, har det tillige været mit ønske at beskrive et emne, hvor jeg samtidig har praktisk erfaring, hvorved erhvervsforskerordningen demonstrerer sit formål.

² Partnerselskabsmodellen er den danske pendant til det amerikanske Limited Liability Partnership (LLP), der er den mest almindeligt anvendte amerikanske juridiske enhed for venture capital selskaber, jf. *Paul Gompers og Josh Lerner, An analysis of compensation in the US venture capital partnership, Journal of Financial Economics, 1999.3 ff.* Forfatterne oplyser således, at 80% af den kapital, der bliver rejst til venture capital selskaber, bliver placeret i LLP's.

2. mellem Managementselskabet og porteføljeselskaberne.³

Til trods for at begge relationer er af væsentlig betydning for forståelsen af venture capital i juridisk og økonomisk perspektiv, er det alene den første relation, der beskrives i denne sammenhæng. Dette skyldes ikke manglende relevans.

2. Hvad er venture capital?

Venture capital, som økonomiske studier viser har en positiv effekt på virksomheds-etablering og iværksætterkultur,⁴ er, som det vil fremgå nedenfor, et forholdsvis bredt begreb, der har sin største udbredelse i USA. Venture capital er investeringer i specialiserede teknologibaserede højvækst- og højrisikovirksomheder, der meget tidligt i selskabets udvikling har behov for kapital til at finansiere produktudvikling og/eller vækst. Kapitaltilførsel kan i princippet ske på et hvilket som helst tidspunkt i et selskabs liv.⁵

Den tilførte kapital manifesterer sig typisk som kapitalandele/konvertible lån i nye højteknologi virksomheder, der på investeringstidspunktet er forholdsvis ukendte for den investerende offentlighed. Virksomhederne er samtidig typisk uden traditionelle aktiver, som kan stilles til sikkerhed for kapitalen, der tilvejebringes.⁶ Venture capital finansiering sker således uden traditionelle sikkerhedsmuligheder, hvilket sammenholdt med det tidlige stadie, hvor investeringen finder sted, er med til at gøre venture capital investeringer til endog særdeles risikofyldte. Derudover vil der ved venture capital investeringer være informationsasymmetri mellem managementselskabet/kapitalselskabet og dets potentielle porteføljeselskab, idet entreprenøren har en overlegen viden om projektet, eftersom der typisk for high tech virksomheder er tale om teknisk komplicerede processer, som er vanskelige at verificere.

Usikkerheds- og risikofaktorerne forsøger kapitalselskabet at minimere med managementselskabets assistance, der manifesterer sig som engagement i beslut-

³ For en behandling af kontraktsforholdet mellem entreprenøren og managementselskabet i retsøkonomisk belysning, se *Bernard S. Black og Ronald J. Gilson, Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets, Journal of Financial Economics, 1998.243 ff.* og *Gordon Smith, Venture Capital Contracting in the Information Age, The Journal of Small and Emerging Business Law, vol. 133, 1998.*

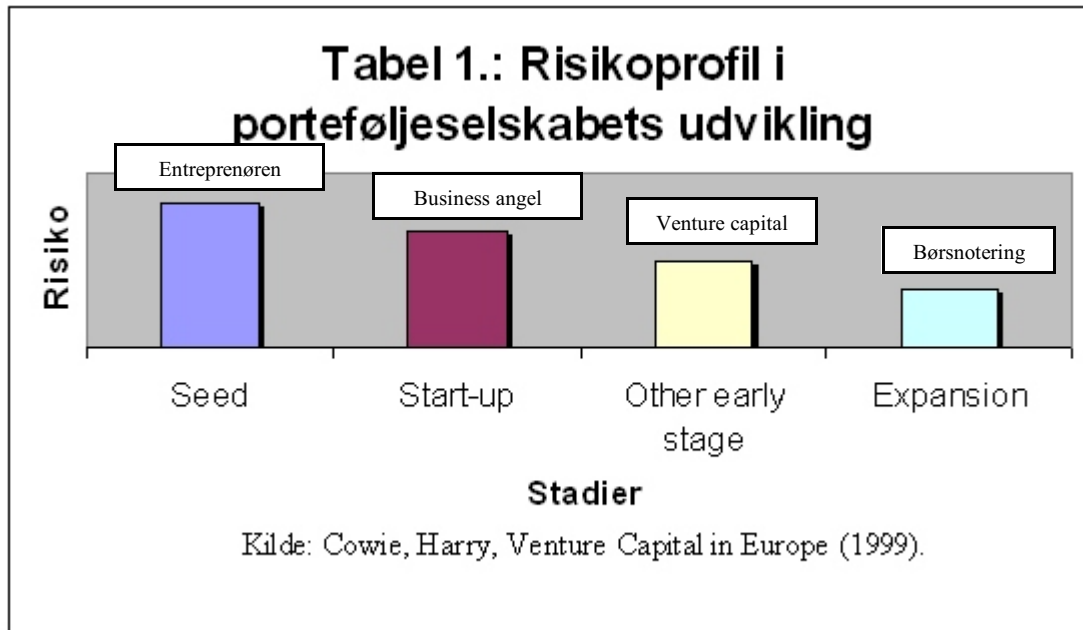
⁴ Det er forsøgt dokumenteret, at venture capital har stor effekt i relation til virksomheds-etableringer og fremelskelse af iværksætter kultur, jf. *Samuel Kortum og Josh Lerner, Does Venture Capital Spur Innovation?, National Bureau of Economic Research, Working Paper W6846, 1998.*

⁵ *Harry Cowie, Venture Capital in Europe (Federal Trust 1999), s. 13 ff.*

⁶ *David Gladstone, The Venture Capital Handbook (1988), s. 3 ff.*

ningsprocessen i porteføljeselskabet, ved kontakt til leverandører og aftagere, ved udarbejdelse af virksomhedsstrategier, senere kapitaltilførsel eller fusioner mm.⁷

Der er som nævnt ovenfor en betydelig risiko forbundet med venture capital investeringer. Foruden managementassistance vil venture capital finansieringen typisk ske i stadier, der korresponderer med såkaldte *corporate milestones*, hvilket eksempelvis vil sige formuleringen af en business plan, første demoproduct etc.⁸



Det resulterer i, at virksomheden udvikler sig vel vidende, at der kun er kapital til at finansiere det nuværende stadie. Stadiefinansieringen giver herved venture capital selskabet mulighed for periodisk at evaluere investeringen. Der er således et væsentligt kontrolelement forbundet med finansiering hos et venture capital selskab, men samtidig er der også et kraftigt incitament for entreprenøren til at forvalte ressourcerne bedst muligt. Derfor er tidspunktet for investeringen og kravet om management assistance nært forbundet.⁹

3. Venture capital konstruktionen

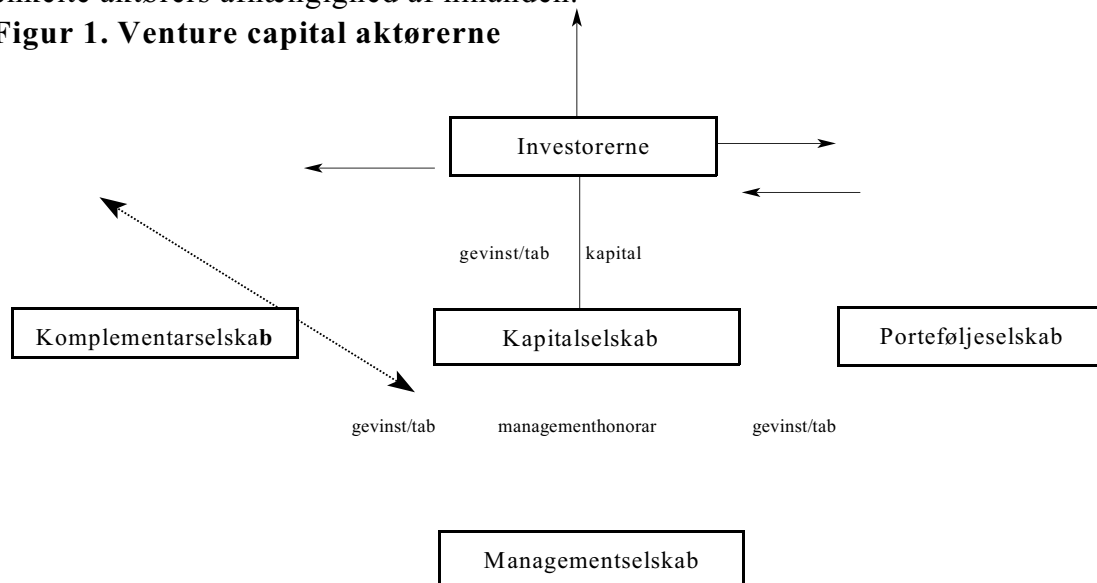
⁷ Paul Gompers og Joshua Lerner, *The Venture Capital Cycle* (1999), s. 127 ff.

⁸ *Stadiefinansieringen* er i denne sammenhæng synonym med, at porteføljeselskabet ikke modtager den fulde finansiering til exit på én gang. Der skal flere investeringsrunder til.

⁹ William A Sahlman, *The structure and governance of venture-capital organizations*, *Journal of Financial Economics*, 1990.507.

I det følgende vil der blive foretaget en kort introduktion til selve venture capital konstruktionen. Partnerselskabet vil blive præsenteret, ligesom de enkelt aktører kort skitseres. Denne præsentation har til hensigt at skabe en basal forståelse for de enkelte aktørers afhængighed af hinanden.

Figur 1. Venture capital aktørerne



3.1 Kort beskrivelse af partnerselskabets karakteristika

Indenfor rammerne af dansk lovgivning kan et venture capital selskab gyldigt etableres på flere forskellige måder. Uanset de mange forskellige muligheder for juridiske enheder synes p.t. to at være de foretrukne:¹⁰

- *Aktieselskabet og*
- *Partnerselskabet.*

Denne fremstilling begrænser sig til alene at beskæftige sig med partnerselskabet. Eftersom partnerselskabet er forholdsvis ukendt i Danmark, foretages indledningsvis en kort gennemgang af partnerselskabets karakteristika.¹¹

¹⁰ Ultimo år 2000 er der dog opstået en tredje mulighed for venture capital selskaber, nemlig *Innovationsforeningen*. Innovationsforeninger udgør en ny enhed i det danske juridiske system, jf. lov nr. 1328 af 20. december 2000, der træder i kraft 1. april 2001. Denne struktur er så vidt vides endnu ikke blevet anvendt som juridisk struktur for venture capital selskaber stiftet i Danmark. Egentlige praktiske erfaringer vedrørende denne model kan således ikke deles med læseren.

¹¹ Se dog for en mere udtømmende behandling af partnerselskabet, Erik Werlauff, *Selskabsret* (2000), s. 59 ff., *Carsten Fode og Noe Munck*, *Valg af selskabsform* (2000), s. 228 ff., Lise Høgh, *Kommanditaktieselskab/Partnerselskab – en ny selskabsform?*, R&R 1996, nr. 4, s. 27 ff., *Jon Balsby*, *Partnerselskaber – hvad er det?*, *Advokaten* 9/1996.166 ff. og *Jacob Hjortshøj*, *Kommanditaktieselskabets renæssance som partnerselskab?*, *Skattepolitisk Oversigt*, nr. 2 – 1996.50 ff.

Partnerselskabet er i civilretlig henseende at betragte som et aktieselskab, hvorimod det ikke er noget selvstændigt skattesubjekt – dvs. at partnerselskabet er skattetransparent. Herved opnås således de bedste egenskaber fra henholdsvis aktieselskabet og kommanditselskabet.¹²

Et partnerselskab skal således ganske som et aktieselskab have en kapital på mindst kr. 500.000,00. Partnerselskabet består af en eller flere komplementarer og en eller flere kommanditister. Komplementaren, der kan være såvel en juridisk som en fysisk person, hæfter ubegrænset og solidarisk for partnerselskabets forpligtelser. Kommanditisten hæfter kun med det beløb, han har forpligtet sig til at investere i partnerselskabet.¹³ Partnerselskabets kapital skal være fuldt indbetalt ved selskabets stiftelse, ligesom komplementaren skal have forvaltningsmæssige og økonomiske beføjelser over partnerselskabet (dette kan eksempelvis ske ved, at komplementarselskabet har tegningsret eller ved andel i et eventuelt overskud).

En umiddelbar fordel ved partnerselskabet er netop kombinationen af den aktieselskabsretlige formalisme og kommanditselskabets skattetransparens. Den aktieselskabsretlige tryghed er med til at give konstruktionen den nødvendige troværdighed. Investorerne deltager i en selskabsform, hvor de interne og eksterne spilleregler og beskyttelseshensyn er velkendte. Skattetransparens er endvidere hensigtsmæssigt ved venture capital konstruktioner, hvor der deltager pensionskasser (eftersom de alene beskattes med 15% af gevinster på ejerandelene), ligesom transparensen for udenlandske investorer medfører, at den pågældende udenlandske investor bliver beskattet i sit eget hjemland. Det vil sige, at hver deltager svarer skat personligt i forhold til sin andel af partnerselskabets resultat, uanset om dette er et overskud eller tab.

En anden fordel ved at benytte partnerselskabet som selskabsform er, at løbende kapitalnedsættelser kan foretages, uden at det udløser udbyttebeskatning (modsat aktieselskaber). Sådanne kapitalnedsættelser foretages, når investorerne i kapital-selskabet har modtaget det samlede investerede beløb inklusiv overkurs og en aftalt årlig forretning. Således udbetales overskuddet i det øjeblik, hvor det rent faktisk er realiseret. Herved skabes et konstant incitament for såvel kapital-selskabets investorer som managementselskabet/komplementaren. De involverede parter behøver således ikke nødvendigvis at vente i 10 år på at modtage andel i succeshonoraret. Dette udbetales løbende, når først investorernes penge er tilbagebetalt inklusiv den aftalte minimumsforrentning.

¹² For en kritisk behandling af kommanditselskabet se, *Henrik Guldhammer Nielsen og David Schjælde*, *Kommanditselskabet – societas obsoleta* (1999).

¹³ Såfremt denne forvaltningsmæssige og økonomiske beføjelse ikke opretholdes eller ikke er reel, idet komplementaren eksempelvis ikke har nogen forvaltningsmæssige eller økonomiske beføjelser, kan det medføre, at kommanditisternes begrænsede hæftelse falder bort, se herom, *Erik Werlauff*, *Selskabsret* (2000), s. 61ff.

3.2 Investorerne

Investorerne er typisk institutionelle, industrielle eller – mere sjældent – private investorer. *Institutionel*¹⁴ er typisk pensionskasser, »fund-of-funds«, banker, forsikringsselskaber etc. og *industriell*¹⁵ som et traditionelt selskab, hvis primære formål ikke er finansieringsrelateret. Indtil videre har *private* investorer ikke været almindelige i danske venture capital selskaber. I Danmark synes institutionelle investorer klart at stå for den største del af den kapital, som rejses til venture capital selskaber. Foruden et overordnet ønske om profit, investerer disse investorer - i hvert fald de institutionelle - typisk i venture capital selskaber, fordi de ikke selv besidder de fornødne kompetencer til at drive venture capital virksomhed. For så vidt angår de industrielle investorer er det ofte ønsket om adgang til ny (og måske for deres virksomhed komplementær) teknologi, der motiverer investeringer i venture capital selskaber.

3.3 Kapitalselskabet

Kapitalselskabet er den enhed, der »ejer« de midler, som skal investeres i porteføljeselskaberne. Normalt vil kapitalselskabet ikke have andre aktiviteter end at investere og eje aktier/konvertible lån i porteføljeselskaber og betale honorarer til managementselskabet.

Et kapitalselskab går normalt igennem fire udviklingsfaser, hvor den *første* fase er tilvejebringelse af midler (»fundraising«).¹⁶ Den *anden* fase – der de facto forstås af managementselskabet - består i søgning efter potentielle porteføljeselskaber. Derefter foretages en grundig due diligence¹⁷ af disse selskaber og endelig den

¹⁴ Indtil nu har den karakteristiske danske *institutionelle* investor ikke kunnet beskrives som en *aktiv* investor, der er aktivt involveret i venture capital selskabets daglige forretningsbeslutninger. Den typiske institutionelle investor investerer i et venture capital selskab, fordi denne ikke internt besidder de ledelseskvalifikationer, der er nødvendige for at skabe et attraktivt afkast på investeringen. Det at have en institutionel investor i et venture capital selskab kan tillige være fordelagtigt, når yderligere finansiering til porteføljeselskaber skal tilvejebringes.

¹⁵ Den typiske danske *industrielle investor* kan f.eks. være et stort konglomerat eller et teleselskab. At have en sådan investor kan – afhængig af aktionæroverenskomsten – forsyne managementselskabet med vigtig vertikal teknologisk forståelse (og i visse tilfælde tillige en exitmulighed!). Sådanne investorer kan typisk bibringe viden risikoidentificering af potentielle og faktiske porteføljeselskaber.

¹⁶ Det tager typisk 3-6 måneder at opnå kapitaltilsagn fra investorerne.

¹⁷ En sådan undersøgelse er typisk meget detaljeret og indeholder analyser af det pågældende porteføljeselskabs brancher, udviklingstendenser med hensyn til kunder, forholdet til den global økonomi, samt analyse af ledelsen og nøglepersoner, jf. bl.a. *Paul Gompers og Josh Lerner, An analysis of compensation in the U.S. venture capital partnership, Journal of Financial Economics, 1999.3 ff.*

faktiske foretagelse af investeringen. Den *trede* fase, der varer indtil likvidation (og mere sjældent salg) af kapitalselskabet, består i, at managementselskabet - igen efter opdrag fra kapitalselskabet -hjælper porteføljeselskaberne med deres vækst, hvor porteføljeselskabet og managementselskabet udgør et team, hvis mål er at øge værdien pr. aktie i porteføljeselskabet. Den *fjerde* og *afsluttende* fase i kapitalselskabets levetid er dennes likvidation/salg og endelige distribution af aktiver, der ikke tidligere måtte være udloddet.

3.4 Managementselskabet

Managementselskabet er den enhed, der reelt udfører arbejdet med investeringerne, herunder kontakten til porteføljeselskaberne. Managementselskabet modtager typisk kompensation for deres investering og ledelsesaktiviteter på to måder.¹⁸

For det første modtages et årligt administrationshonorar, der betales af kapitalselskabet.¹⁹ Størrelsen af det årlige administrationshonorar relaterer sig til den fase, hvori selskabet investerer, f.eks. »*pre-seed*«, »*seed*« eller »*early stage*«. ²⁰ Managementhonoraret dækker typisk alene managementselskabets daglige omkostninger i forbindelse med forvaltningen af kapitalselskabets midler. Managementhonoraret er således ikke isoleret set den inciterende økonomiske kraft. For det andet modtager managementselskabet direkte som investor i kapitalselskabet eller via ejerskabet af komplementarselskabet et succeshonorar, hvis udbetaling og størrelse afhænger af forrentningen af kapitalselskabets midler samt managementselskabets evner. Succeshonoraret, der udbetales efter det samlede beløb, som investorerne har forpligtet sig til at indbetale i kapitalselskabet efter en årlig forrentning (beregnet efter intern rente (IRR) eller nutidsværdi (NPV) metoderne), deles således mellem investorerne og komplementarselskabet/managementselskabet. Typisk modtager investorerne procentuelt klart den største andel.

3.5 Komplementarselskabet

Komplementarselskaber optræder alene i venture capital konstruktioner, der er oprettet som partnerselskaber, jf. aktieselskabslovens § 173. Som anført nedenfor vil komplementarselskabet ofte være helt eller delvist ejet af managementselskabet eller dette selskabs ejere. Komplementarselskabets mål er at være den fuldstændigt solidarisk hæftende part med forvaltningsmæssige og økonomiske beføjelser over

¹⁸ Paul Gompers og Josh Lerner, An analysis of compensation in the U.S. venture capital partnership, Journal of Financial Economics, 1999.3 ff.

¹⁹ Det første år modtages tillige et engangshonorar, typisk på eksempelvis 1 % af den kapital, som investorerne har forpligtet sig til at indbetale i kapitalselskabet inklusiv overkurs.

²⁰ Selve sammensætningen af managementhonoraret er ofte genstand for forhandling. Typisk vil managementhonoraret være højere i starten af kapitalselskabets levetid og falde i de sidste år af kapitalselskabets levetid. Dette skyldes, at managementselskabets indsats er størst i porteføljeselskabernes første år.

partnerselskabet. Derudover er komplementarselskabet ofte modtager af succes honoraret fra kapitalselskabet.²¹

Komplementarselskabet illustrerer et af risikoforholdene i en venture capital konstruktion, eftersom dette selskab de facto skal have kontrol med partnerselskabets midler, eftersom ejerkredsen af Komplementarselskabet er identisk med Managementselskabet og ikke Kapitalselskabet. Managementselskaber, der tilbyder investorer at være med i en partnerselskabskonstruktion, signalerer således umiddelbart, at de ikke ønsker den store indblanding fra investorerne i relation til investeringsbeslutninger. Sådanne træffes i komplementarselskabet efter indstilling fra managementselskabet. Dette sker i erkendelse af, at investorerne ikke nødvendigvis besidder de fornødne kompetencer, der gør dem i stand til at træffe kvalificerede investeringsbeslutninger.

På den anden side har investorerne et berettiget krav om, at deres kapital forrentes og forvaltes på forsvarlig vis. Udover en grundig evaluering af managementselskabet sker der i praksis det, at bestyrelsen i komplementarselskabet og partnerselskabet, der med fordel kan være identiske, ofte er beklædt med erfarne erhvervsfolk/universitetsforskere, der giver investorerne den fornødne sikkerhed for, at investeringerne kontrolleres på overordnet niveau.

Årsagen til at partnerselskabet benyttes i venture capital sammenhænge kan ses i lyset af nedennævnte retsøkonomiske betragtninger. I kraft af at managementselskabet typisk ejer eller kontrollerer komplementarselskabet, vil investorerne ikke kunne influere på den daglige drift, herunder særligt investeringerne i porteføljeselskaberne. Investorerne kan alene overvåge kapitalselskabets udvikling. Involverer investorerne sig i den daglige drift, således at komplementaren ikke længere udøver de forvaltningsmæssige og økonomiske beføjelser over selskabet, er der stor sandsynlighed for, at investorerne mister deres begrænsede hæftelse.²²

4. Venture capital – samspillet mellem jura og økonomi

De foregående afsnit har præsenteret venture capital som begreb og et eksempel på den juridiske venture capital konstruktion og dens aktører. Det er blevet slået fast, at venture capital investeringer i porteføljeselskaber er risikofyldte – en risiko, der

²¹ Dette skyldes, at eksempelvis tilknyttede eksterne rådgivere og interne medarbejdere typisk er medejere af dette selskab modsat et ejerskab af managementselskabet. Herved undgår managementselskabet af afgive ejerandele til medarbejdere og eksterne rådgivere, der måske alene er ansat af managementselskabet i en kortere årrække.

²² Erik Werlauff, Selskabsret, s. 61 ff.

i første omgang påføres investorerne i kapitalselskabet og i sidste ende managementselskabet/komplementarselskabet via andelen i succeshonoraret.²³

Det er således naturligt, at juridiske rådgivere ønsker at minimere denne risiko, når de juridiske rammer for konstruktionen skal etableres.

Når en sådan risiko skal identificeres forsøger juristen typisk at kortlægge de involverede parter beskyttelsesinteresser. En hjælp i så henseende kan være at indhente inspiration fra den økonomiske Principal Agent teori.²⁴ Således vil det følgende afsnit indeholde en kort introduktion til Principal Agent teorien.

4.1 Principal Agent teorien

I økonomisk teori forudsættes normalt, at individet konstant søger at optimere sin egeninteresse ved at foretage handlingsvalg, der giver ham selv den størst forventede nytteværdi, givet de tilstedeværende informationer og den aflønningsmekanisme, han er underlagt.

I et principal - agent forhold, hvor principalen er den residualaflønnede, der har antaget agenten til at varetage sine interesser, bliver konsekvensen af dette handlingsmønster typisk en iboende interessekonflikt, eftersom agenten ofte ikke vil kunne optimere sin egeninteresse, uden at dette sker på principalens bekostning. For principalen vil der således eksistere en risiko for, at agenten forfølger egne mål, og dermed træffer andre beslutninger end dem, der måtte være optimale for principalen. I erkendelse af denne risiko for interessekonflikt har principalen en umiddelbar økonomisk interesse i gennem kontrol, overvågning og tilskyndelse at sikre, at interessekonflikten minimeres, således at agenten i videst muligt omfang handler i overensstemmelse med sit opdrag.²⁵

Med risikoen for en interessekonflikt følger en række transaktionsomkostninger. I økonomisk teori benævnes disse *agentomkostninger*, der opstår som en følge af informationsasymmetri mellem principalen og agenten vedrørende det konkrete opdrag (ellers ville principalen jo selv udføre opdraget).²⁶

For at minimere disse agentomkostninger kan principalen vælge at detailregulere (overvågning og kontrol) forholdet til agenten, hvilket realistisk set er meget

²³ Se for en beskrivelse af denne indbyggede risiko, Gavin Reid, The application of principal-agent methods to investor-investee relations in the UK venture capital industry, *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1999.285 ff.

²⁴ For en generel beskrivelse af Principal Agent teorien se, *John W. Pratt og Richard J. Zeckhauser*, *Principal and Agents – the structure of Business* (1985). For en jurist kort og mere tilgængelig version se, *Niels Chr. Nielsen. og Jan Ebbesen*, *Stemmelofter. En økonomisk analyse af den retlige regulering*, J.1993.253 ff.

²⁵ *Niels Chr. Nielsen og Jan Ebbesen*, *Stemmelofter. En økonomisk analyse af den retlige regulering*, J.1993.253 ff.

²⁶ *Michael C. Jensen og William H. Meckling*, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of Financial Economics* 1976.303 ff.

vanskeligt (og dyrt!), eftersom enhver tænkelig situation vanskeligt kan forudses.²⁷ I stedet for en detailregulering kan principalen imidlertid skabe en attraktiv incitamentsstruktur, der forsøger at etablere økonomisk interessesammenfald mellem principalen og agenten.²⁸

Anvendelsen af detailregulering (overvågning og kontrol) og incitamentsprogrammer medfører således omkostninger, der ikke helt fjerner risikoen i principal-agent relationen. For det første kan ikke alle aspekter af agentens adfærd observeres. Det medfører, at principalen uanset overvågningsintensiteten ikke kan kortlægge, om agenten tilgodeser principalens interesser på optimal vis. Derudover kan udfaldet af agentens arbejde være påvirket af andre faktorer, end lige netop agentens handlinger, hvilket komplicerer identificeringen af agentens indflydelse. Det er således ikke lige til at måle agentens evne til at optimere principalens interesser.²⁹

4.2 Venture capital konstruktionen og Principal Agent teorien

Som det vil fremgå af det følgende, er kapitalselskabets investorer og management-selskabet netop et eksempel på denne principal-agent relation.³⁰ Investorerne (principalen) investerer deres penge i et kapitalselskab, hvis midler forvaltes af managementselskabet (agenten). Samtidig er partnerselskabet (som følge af komplementarens rolle) et klart signal til investorerne om – og såfremt de vælger at deltage en accept af – at alene managementselskabet/komplementarselskabet har fornødent kendskab til investeringsområdet, og at investorerne ikke skal deltage aktivt i investeringsbeslutninger. Hermed uddybes informationskløften alt andet lige.

Principal-agent problematikken er ovenfor bredt defineret som et informationsproblem. Det er konstateret, at en blanding af *overvågning*, *kontrol* og *tilskyndelse* skal forsøge at afhjælpe informationsasymmetrien. Informationsproblematikken forstærkes således i partnerselskabet, og det er herefter op til juristen at sikre, at kontrakterne afspejler og tager stilling til denne informationsasymmetri.

Dette kan gøres i relation til de ovenfor nævnte tre forhold, om end det er væsentligt at fastholde de tre punkters interne forbindtlighed;

1. Overvågning,

²⁷ Se for en behandling af kontrakter i Principal Agent belysning, *Margrét Jónasson*, Virksomhedens finansielle beslutninger ved asymmetrisk information og interessekonflikter (1996), s. 105 ff.

²⁸ Se for en behandling af incitamentsstrukturer i Principal Agent forhold i en virksomhed, John Christensen, Præstationsvurdering i økonomisk belysning, *Ledelse & Erhvervsøkonomi*, nr. 3, 1992.137 ff,

²⁹ *Niels Chr. Nielsen og Jan Ebbesen*, Stemmelofter. En økonomisk analyse af den retlige regulering, J.1992.254.

³⁰ Se for en eksemplificering af netop en investeringssag, *Robert Cooter og Thomas Ulen*, *Law and Economics* (1998), s. 193ff.

2. kontrol og
3. incitament.

For så vidt angår *overvågning* kan dette ske, som beskrevet ovenfor, ved at komplementarselskabets bestyrelse er identisk med kapitalselskabets, og managementselskabet ikke deltager aktivt i bestyrelserne. Bestyrelsens kontinuerlige integritet kan eksempelvis sikres ved, at kapitalselskabet har en vetoet overfor indsættelsen af nye eller yderligere bestyrelsesmedlemmer. Yderligere kan overvågningen tilvejebringes via fastsættelse af begrænsninger i managementselskabets investeringskompetence, således at investeringer over en fastsat størrelse alene kan træffes af bestyrelsen.

Kontrol kan tilvejebringes via kvalitative informationskrav til investeringsindstillingerne, der skal foreligge, forinden investeringer foretages. Et yderligere kontrolelement kan være krav til managementselskabet om at tilvejebringe et kompetent rådgiver panel, eksempelvis bestående af førende forskere og erhvervsfolk. Herved sikres, at eksterne eksperter har vurderet investeringerne. Såfremt kapitalen ikke er fuldstændig indbetalt, kan kontrol tillige ske ved, at investorerne, eksempelvis hvis managementselskabet ikke har investeret selskabets kapital indenfor en given årrække, ikke indbetaler yderligere kapital. Herved stoppes managementselskabets yderligere investeringer af kapitalselskabets midler.

Tilskyndelse er fundamentet ved venture capital. Tilskyndelse til at efterkomme principalens økonomiske interesser sker ved, at managementselskabet har andel i kapitalselskabets overskud. Herved skabes et interessesammenfald mellem investorernes ønske om optimal forrentning og managementselskabets adfærd. Yderligere kan tilskyndelse skabes ved, at kapitalselskabet tillader managementselskabet at investere sammen med kapitalselskabet i porteføljeselskaber. Det medfører, at managementselskabet har en direkte økonomisk interesse i at øge porteføljeselskabets værdi pr. aktie.

Et yderligere element, der kan rubriceres under *tilskyndelse* er, at i økonomisk spilteoretisk terminologi kan venture capital deltagerne beskrives som »repeated players«. Ved *repeated* forstås, at aktørerne deltager i »investeringsspillet« flere gange. Managementselskabet ønsker alt andet lige at bidrage til etableringen af yderligere kapitalselskaber, hvis midler de skal forvalte. Investorerne er imidlertid også »repeated players«. De skal investere deres midler på en så rentabel måde som muligt, for at stille deres investorer tilfredse. Deres forrentning på venture capital investeringer er således særdeles vigtigt. Yderligere investerer sådanne investorer typisk i flere kapitalselskaber forvaltet af forskellige managementselskaber. Jo strengere vilkår og mere uetisk opførsel investoren udviser, desto mindre kvalificerede (og/eller uerfarne) managementselskaber ønsker dem som investorer, og derved øges risikoen ved deres finansiering. De involverede deltagere er således alle »repeated players«, hvorved risikoen for, at en rationel part handler risikofyldt alt andet lige bør blive mindre.

Med disse økonomiske overvejelser in mente kan juristen således indkredse parternes beskyttelsesinteresser og reelle hensyn og udnytte sin viden herom i

kontraktskonciperingen til gavn for de involverede parter, idet transaktionsomkostningerne alt andet lige reduceres.

5. Afsluttende bemærkninger

Ovenfor er det forsøgt illustreret, hvorledes samspillet mellem jura og økonomi kan bidrage ved juristens konkrete arbejde i forbindelse med koncipering af kontrakter ved etableringen af venture capital selskaber i form af partnerselskaber. Netop partnerselskaber egner sig til en økonomisk analyse, da denne selskabsform repræsenterer det såkaldte Principal Agent problem. Venture capital er et emne, der ligger i spændingsfeltet mellem økonomi og jura. Evner juristen at inddrage økonomiske overvejelser ved kontraktskonciperingen, er det alt andet lige muligt at indkredse og argumentere for parternes reelle beskyttelsesværdige interesser. Herved burde den målbare værdi af den juridiske rådgivning øges, eftersom transaktionsomkostningerne alt andet lige bør falde.