

Venture Capital: Rückkehr der Anlageklasse?



*Von Dr. Bernhard Schirmers
Partner, SHS Gesellschaft für
Beteiligungsmanagement, Tübingen*

Venture Capital (VC), die Beteiligung an jungen, perspektivisch stark wachsenden Technologieunternehmen, ist in den letzten Jahren fast völlig aus dem Blickwinkel institutioneller und privater Investoren in Europa verschwunden. Wurden im Jahr 2000 in Europa noch 22 Mrd. € für Investitionen in junge Hochtechnologieunternehmen gesammelt, waren es 2005 nur noch 5 Mrd.

Gemessen an den USA – die vom Bruttosozialprodukt her gut mit der EU vergleichbar sind – sind das marginale Grössenordnungen: 2000 wurden in den USA gut 100 Mrd. US\$ eingesammelt. 2002 waren es dann nur noch 9 Mrd., 2005 aber schon wieder 25 Mrd. An den Renditeunterschieden zwischen US- und EU-Venture-Capital kann diese Diskrepanz nicht mehr liegen, wie die letzten Vergleiche, z.B. von EVCA / Thomson Financial, zeigen. Vielmehr weisen die US-Investoren in Sachen Venture Capital eine längere Erfahrungskurve auf und können mit Zyklen besser umgehen. Sie wissen um die Spezifika der Anlageklasse und nutzen sie, um nicht nur einen «Rendite-

kicker», sondern auch Diversifikation und Inflationsschutz zu erreichen.

Inzwischen mehren sich die Anzeichen, dass auch in Europa Venture Capital wieder an Bedeutung für die Anleger gewinnt. 2006 sah einen Anstieg von fast 50% der eingesammelten Mittel. Gestützt wird dieser Trend durch die zunehmende Überhitzung anderer Anlageklassen: Private Equity (PE) verzeichnet ein historisches Hoch, was die eingesammelten Mittel und die Grösse der Buyout-Fonds betrifft. Gleichzeitig steigen die Zweifel, ob die idealen Rahmenbedingungen der Jahre 2002 bis 2005, nicht zuletzt die günstige Refinanzierung, von Dauer sein werden. Die Aktienmärkte haben ebenfalls exzellente Renditen geliefert und stehen nahe den Höchstständen des Jahres 2000. Und schliesslich hat sich die VC-Industrie in Europa konsolidiert und ihre Hausaufgaben gemacht: Die Renditen der guten (obere Hälfte) Fonds lagen 2005 wieder bei der Rendite der Buyout-Fonds. Und auch im Vergleich mit den USA liegen die europäischen VC-Fonds in jüngeren Vergleichen vorn.

Es gibt also erste Zeichen für eine Trendwende, von einem neuen Boom für europäisches VC zu sprechen, wäre aber weit gefehlt. Die grosse Masse der Anleger reagiert zyklisch. Viele institutionelle Anleger in Europa haben erst 2005 begonnen, ihren Aktienanteil wieder nach oben zu fahren. Ebenso steigen sie jetzt erst in die Anlageklasse Private Equity ein. Dementsprechend wird es noch zwei bis drei Jahre dauern, bis die Masse der Anleger Venture Capital als Anlageklasse wieder entdeckt.

Chancen für antizyklische Anleger

Aus unserer Sicht bietet das erhebliche Chancen für antizyklische Anleger: Venture Capital wird in Europa noch für einige Zeit ein Käufermarkt bleiben. Das gilt sicher für Investoren in Venture Capital: Hier kann man versichert sein, dass interessengerechte Regeln und Vergütungen zwischen General Partnern (Fondsmanagern)

und Limited Partnern (Anlegern) durchgesetzt werden können. Dies gilt auch für die Beteiligungen: Venture-Capital-Fonds finden in Europa attraktive Beteiligungen zu, im Vergleich mit den USA, erheblich niedrigeren Bewertungen. Im Bereich der Lebenswissenschaften kann man beispielsweise davon ausgehen, dass die Unternehmen zu einem Drittel des US-Ansatzes bewertet sind. Gleichzeitig hat sich auch hier der Markt professionalisiert: «Boy groups» von der Universität mit Charme, aber ohne Fundament, finden, im Gegensatz zu 1999 und 2000, keine Finanzierung mehr. Das Management der Beteiligungen ist professioneller geworden bzw. es lässt sich professionelles Management durchsetzen.

Insofern sehen wir eine sehr attraktive Konstellation für smarte, antizyklisch agierende Anleger. Diese Einschätzung wird durch die empirisch abgesicherte Erfahrung belegt, dass in Zeiten niedriger Zuflüsse in VC getätigte Investitionen überdurchschnittlich hohe Renditen bringen.

Tritt man dem Gedanken näher, in Venture Capital zu investieren, stellen sich eine Reihe von Fragen: Investiert man direkt oder indirekt, insbesondere über einen Fund of Funds? In welchen Segmenten des VC-Markts will man investiert sein? Wer ist der passende General Partner?

Die Frage «indirekt oder direkt?» lässt sich nicht eindeutig beantworten. Die Antwort hängt zum einen von der Höhe des Betrages ab, der investiert werden soll. Kleinere Beträge sind sinnvoll eigentlich nur über Dachfonds zu investieren, die im Retailbereich vermarkten. Zum anderen ist nach der beim Anleger vorhandenen (oder nicht vorhandenen) Erfahrung in PE- oder VC-Anlagen zu fragen. Gibt es kein Know-how, sollte eine Direktanlage sehr kritisch geprüft werden. Schliesslich stellt sich die Frage nach der Geographie: Will man z.B. in US- oder gar asiatisches VC investieren, drängt sich die Auswahl über einen Dachfonds auf.

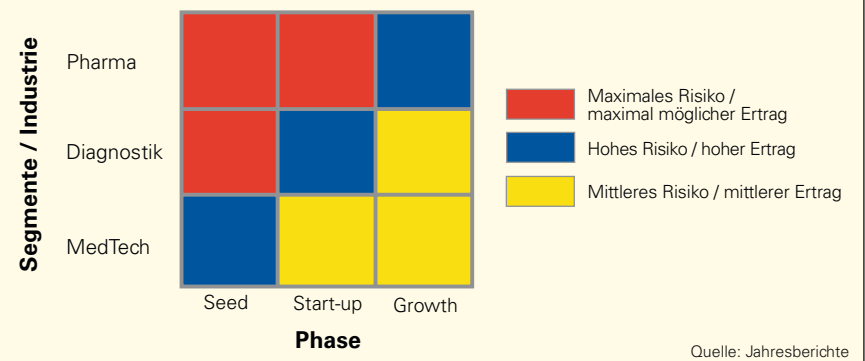
Dieser diversifiziert dann auch gleich noch das Risiko.

Will man eine direkte Beteiligung eingehen, sollte man sich über das gewünschte Risikoprofil im klaren sein. Abhängig von Unternehmens- oder Finanzierungsphasen und Industrie-segmenten lassen sich unterschiedliche Risiko-/Ertrags-Klassen, abhängig von dem Anlageschwerpunkt einer VC-Gesellschaft, feststellen. Hochrisikosegmente sind etwa frühe Phasen der pharmazeutischen Wirkstoffentwicklung: Hier sind hohe Investitionen erforderlich. Scheitern ist wahrscheinlicher als Erfolg. Im Erfolgsfall ist aber auch die Rendite exorbitant. Ein gemäßigteres Risiko-/Rendite-Profil weisen dagegen Beteiligungen an Medizintechnikunternehmen mit ersten Umsätzen auf. Insofern lässt sich über die Auswahl der VC-Gesellschaft anhand ihres Anlageschwerpunktes Risiko steuern.

Wahl der richtigen VC-Gesellschaft
Mindestens genauso wichtig ist die Wahl der richtigen VC-Gesellschaft: Europäische VC-Gesellschaften des oberen Quartils, also die 25% der Gesellschaften mit den besten Renditen, liefern im langjährigen Schnitt Renditen, die 10 Prozentpunkte über dem Durchschnitt aller VC-Gesellschaften liegen. Auch in schlechten Zeiten wie im Jahr 2000 verzinsen diese Gesellschaften das eingesetzte Kapital, wohingegen der Durchschnitt Geld verliert. Wie findet man die Gesellschaften des o-

Risiko-/Ertrags-Profile

Von «nahe Lotto» bis vorhersehbar (Beispiel: Lebenswissenschaften)



ren Quartils? Wesentliche Kriterien sind Strategie, Track Record und Team.

Die Strategie einer VC-Gesellschaft sollte auf attraktive Marktsegmente zielen und plausibel belegen, wie und warum attraktive Beteiligungen gewonnen und entwickelt werden können. Der Track Record sollte im Industrievergleich überdurchschnittlich sein und mit der Strategie des neuen Fonds korrelieren. Denn es ist wenig aussagekräftig, wenn die in der Vergangenheit erwirtschafteten Renditen auf Basis einer völlig anderen Strategie erzielt wurden. Das Team der VC-Gesellschaft sollte von der Kompetenz und Kapazität her die Umsetzung der geplanten Strategie ermöglichen und die Aussagekraft des Track Record verbürgen. Wurden die Renditen der Vorläuferfonds von völlig anderen Personen erwirtschaftet, stützt der Track Record die Beurteilung des neuen Fonds nicht.

Schliesslich sollte man auch die «Corporate Governance» des Fonds nicht vernachlässigen: Erzeugt der Vertrag über Konditionen und sonstige Bestimmungen Interessenidentität oder verdient beispielsweise das Management der VC-Gesellschaft unangemessen gut über Management- oder sonstige Gebühren unabhängig vom Erfolg der Gesellschaft? Allgemein lässt sich hier sagen, dass im VC-Bereich weniger Probleme als im Buyout-Bereich existieren. Venture Capital ist, wie erwähnt, im Gegensatz zum Buyout-Bereich zurzeit ein Käufermarkt. Zudem sorgt der Einfluss grosser institutioneller Anleger für klare Marktstandards.

Ein Caveat bleibt jedoch: Venture Capital ist eine in eine Investitions- und eine Exitphase gegliederte Anlage. Die J-Kurve (in der Investitionsphase laufen zunächst Kosten auf und erst in der zweiten Hälfte der Fondslaufzeit werden über die Veräusserung der Beteiligungen Gewinne erzielt und Ausschüttungen getätigt) ist über Anlagepolitik, Diversifizierung etc. zu glätten. Sie kann aber nicht negiert werden.

Attraktive Portfoliobeimischung

Hat man klare Ziele, was Risikokapazität und Renditeerwartung betrifft, und hat man die passende VC-Gesellschaft oder den entsprechenden Dachfonds gewählt, wird man mit Venture Capital eine attraktive Portfoliobeimischung zur Renditeverbesserung, Diversifizierung und Inflations-sicherung erhalten. Zudem kann man gegebenenfalls über die Nichtaufdeckung stiller Reserven – unter Nutzung der J-Kurve – Schenkung und Erbfolge steuerlich optimieren. ●

