

## Venture Capital

# Der Mythos der geringen Korrelation



© Fritz Beck

Das Rendite-Risiko-Profil von Venture Capital ist in der Regel korreliert von anderen Anlageklassen. Christina Moehrle diskutiert die drei wesentlichen Formen des Exit.

20. Nov 2012 von Christina Moehrle

*Venture Capital* (VC) kennt im Prinzip drei wesentliche Formen des *Exit*, also der Realisation der durch die *Venture Capital*-Gesellschaft gehaltenen Eigenkapitalbeteiligungen:

1. der Börsengang (*Initial Public Offering*, IPO) des Portfoliounternehmens mit anschließendem Verkauf der durch die VC-Firma gehaltenen, notierten Aktien am Markt,
2. der Verkauf der Beteiligung bzw. des gesamten Portfoliounternehmens an ein anderes Unternehmen (M&A),
3. die Abschreibung und Ausbuchung (*Write-Off*).

Über die dritte Variante spricht man in der Branche nicht allzu gerne, da sie letztendlich den Misserfolg und damit den vollständigen oder nahezu vollständigen Verlust des Kapitaleinsatzes eines Investments bedeutet. Dabei besteht ein klassisches *Venture Capital*-Portfolio letztlich aus einer Reihe solcher totalen Ausfälle, während die Performance in der Regel von einigen wenigen *High Flyer* samt mehreren mittelprächtigen Erfolgen getragen wird.

In Deutschland machen Totalverluste beispielsweise aktuell etwa 23 Prozent aller Exits aus (vgl. BVK-Statistik, 2. Quartal 2012). Eine gewisse Fehlerquote ist bei dieser Art des Risikokapitals also durchaus normal und im menschlichen Ermessen auch unvermeidbar – kein Problem, solange die Anzahl der positiven Performance-Träger stimmt und die Ausfälle ausreichend kompensiert werden. Doch dies ist in den letzten Jahren weitaus seltener der Fall als noch vor dem Jahr 2000.

## IPO rangiert abgeschlagen hinter M&A-Transaktionen

Der zweiten *Exit*-Variante, der M&A-Transaktion, fällt heutzutage bei Weitem die bedeutendste Rolle zu, und das scheint sich auf mittlere Sicht auch so fortzusetzen. Im zweiten Quartal diesen Jahres rangierte der *Initial Public Offering* (IPO), einstmals der Königsweg und Traum aller VC-Investoren, in Europa mit gerade einmal drei Beispielen weit abgeschlagen hinter den 38 zeitgleich geschlossenen M&A-Transaktionen. In den USA ist die Quote in etwa vergleichbar (vgl. Jow Jones VentureSource, 2. Quartal 2012). Vor nicht allzu langer Zeit, nach den Jahren 2008 und 2009, gab es sogar so gut wie keine IPO-Aktivität *Venture Capital*-finanzierter Firmen auf der internationalen Bühne zu verzeichnen. Welchen Effekt dies auf die anderen *Exit*-Routen hatte und möglicher Weise weiterhin hat, wird weiter unten noch skizziert.

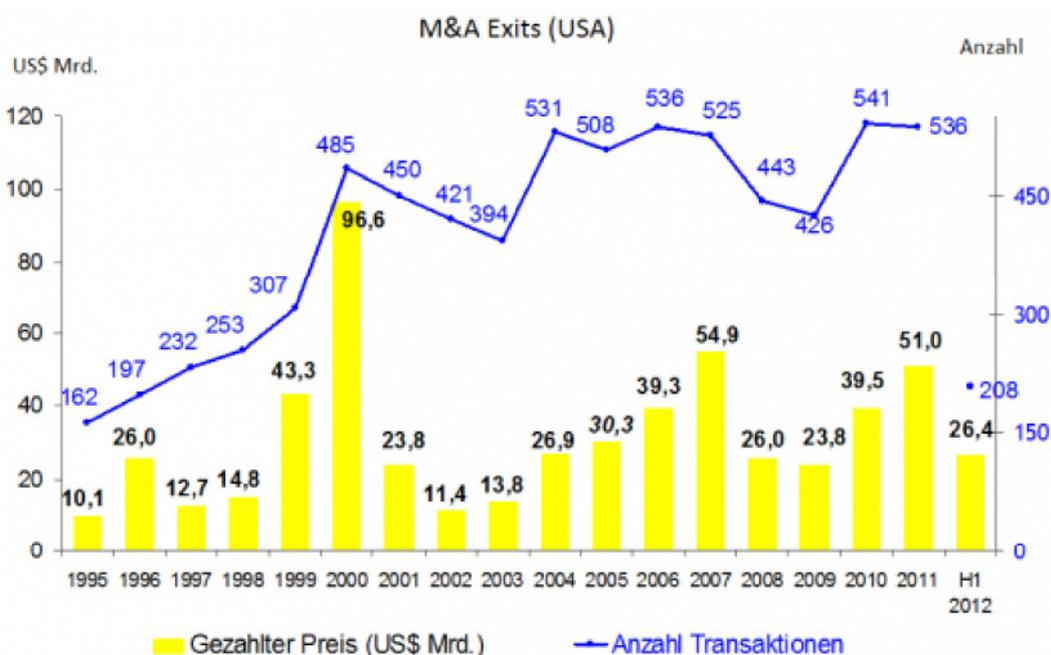
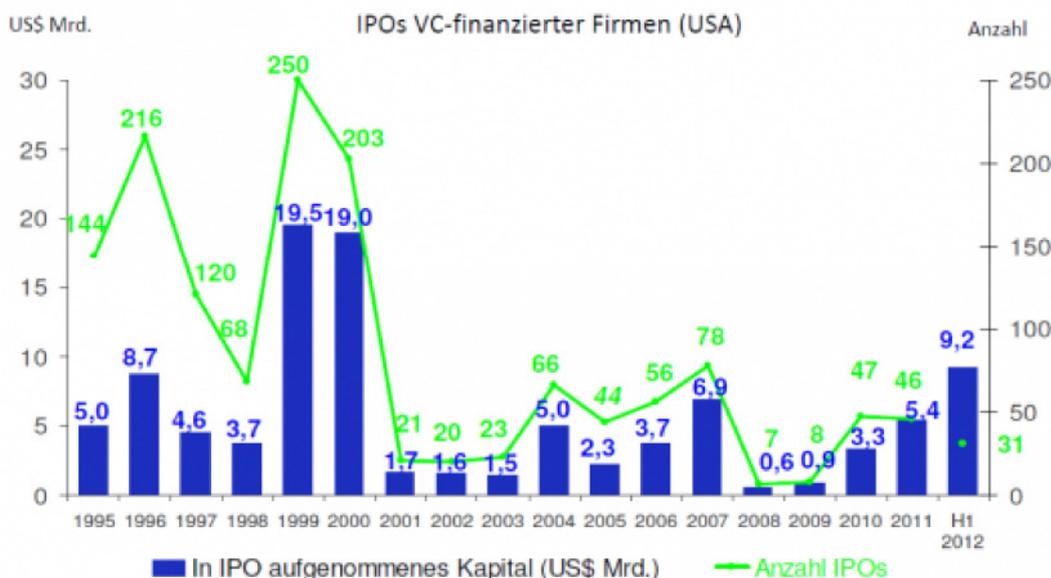
Grundsätzlich kommen beim M&A mehrere Arten von Käufern infrage, wenn es typischerweise auch ein Wirtschaftsunternehmen ist, das zur strategischen Verstärkung seines Geschäfts einen innovativen Mitbewerber, Nebenbuhler oder Komplementäranbieter erwirbt, um größer, breiter oder konkurrenzfähiger aufgestellt zu sein. Aber auch Finanzunternehmen wie beispielsweise auf Spätphasen (*Pre-IPO*) spezialisierte *Venture Capital*-Fonds oder kapitalstarke *Buyout*-Spezialisten treten zunehmend als Anteilskäufer auf, um von dem geringeren Investment-Risiko, dem höheren *Cash Flow* und der kürzeren Haltedauer bis zum *Exit* zu profitieren.

## 740 Millionen US-Dollar für Instagram

Ein aktuelles Beispiel für eine strategisch motivierte Transaktion (*Trade Sale*) ist die Akquisition des *Venture Capital*-finanzierten Start-Ups [Instagram](#) [1], des Entwicklers einer kostenlosen Foto-Sharing-App für die mobile Community. Instagram wurde für die stolze Summe von etwa 740 Millionen US-Dollar von Facebook gekauft, was insofern erstaunlich ist, als dass Instagram zum Zeitpunkt der Ankündigung des *Deals* noch keinerlei Umsätze zu verzeichnen hatte, dafür aber eine euphorische Schar von etwa einer Million Nutzern. Da mögen für manchen Beobachter akute Erinnerungen an alte Zeiten während der Dotcom-Blase aufkommen.

Für die daran beteiligten *Venture Capitalists*, darunter prominente, lang etablierte Adressen wie Sequoia Capital, Greylock Partners und Benchmark Capital, aber auch sehr geschätzte, relative Neulinge wie Andreessen Horowitz, ist dies sicher eine ausgezeichnete Nachricht, zumal bei einem Ursprungs-Investment im März 2010 und damit einer Haltedauer von nur etwa 2 Jahren die Rendite beträchtlich ausfallen dürfte. Selbst die Tatsache, dass der *Deal* zunächst mit 1 Milliarde US-Dollar veranschlagt war und, ein weiteres Risiko im *Venture Capital*, durch den Kursverfall der Facebook-Aktie am Ende um etwa ein Viertel geringer ausfiel, dürfte die Investoren von dem einen oder anderen Freudensprung nicht abgehalten haben.

Aber Nachrichten dieser Art sind leider selten geworden. Zu dem bereits skizzierten Syndrom, dass solche außerordentlichen Erfolge sich gerne im exklusiven Club der *Venture Capitalists* im *Top Quartile* ansammeln, zu denen leider nur wenige Investoren Zugang bekommen, gesellt sich eine allgemeine Müdigkeit der *Exit*-Märkte im Nachhall des Bebens im Jahr 2001. Die beiden folgenden Grafiken verdeutlichen am Beispiel der USA, dem nach wie vor größten Markts für *Venture Capital*, das dauerhaft geringere Niveau, das die beiden wesentlichen *Exit*-Kanäle für *Venture*-finanzierte Firmen seither hinnehmen müssen (vgl. Dow Jones VentureSource, 2. Quartal 2012). Dabei wirkt sich beim M&A die Krise primär auf die Preise aus - im Jahr 2011 waren es durchschnittlich etwa 95 Millionen US-Dollar pro Firma, im Jahr 2000 etwa 200 Millionen US-Dollar.



### Käufer greifen mitunter in die Trickkiste

Wo geht also die Reise hin? Kann *Venture Capital* immer noch beanspruchen, in seinem Rendite-Risiko-Profil relativ unkorreliert zu anderen Anlageklassen wie beispielsweise dem Aktienmarkt zu sein und damit Investoren als attraktive Portfolio-Beimischung zu dienen? Für den *Exit*-Kanal IPO lässt sich die Abhängigkeit von einem günstig gestimmten Aktienmarktklima sicherlich nicht leugnen. Ist der Markt positiv gelaunt und bewertet einen Neuling wohlwollend, wird der Börsengang meist gelingen und die Rendite der VC-Investoren tendenziell erfreulich ausfallen. Hier ist die Korrelation unbestritten im positiven Bereich.

Doch auch beim M&A-Exit, der zweiten bedeutenden Route, ist ein indirekter Einfluss des Aktienmarkts durchaus zu beobachten. Das Stichwort lautet: Alternativen. Verfügt beispielsweise ein erwachsen gewordenes Start-Up über keine adäquate Möglichkeit zur Eigenkapitalfinanzierung mehr, da der Appetit der Börse auf ihn gerade schlafend bis nicht-existent ist und das verfügbare *Venture Capital* ausgeschöpft wurde, würde er im Fall einer

M&A-Transaktion, sofern überhaupt mehr als nur ein Bieter vorhanden ist, im Poker um den Kaufpreis tendenziell den Kürzeren ziehen. Die großen, aktiven Käuferkonzerne wissen zu gut um ihre Verhandlungsposition und greifen nur dann freiwillig tiefer in ihre Taschen, wenn sich das Objekt ihrer Begierde mit anderen Alternativen schmücken kann.

Es gibt sogar Fälle, in denen die Käufer im Nachgang der Transaktion ganz unten in der Trickkiste gefischt haben, um am Ende noch weniger als die eigentlich vereinbarte Kaufsumme zu berappen. Die Krux lautet also: Einseitige Verhandlungsmacht ohne echte Konkurrenzroute wie beispielsweise IPO lässt auch M&A-Preise schwächer werden. Eine gewisse Abhängigkeit vom Aktienmarktklima ist somit auch bei dieser Form des Exits durchaus vorhanden.

## Performance wider aller negativen Trends

Ein dritter Effekt sei noch erwähnt, wenn er auch nur zeitlich begrenzten Charakter hat: Zahlt der Käufer die M&A-Transaktion ganz oder teilweise mit Aktien des eigenen Unternehmens statt in Geld (wie im erwähnten Beispiel der Instagram-Facebook-Transaktion), dann hat der *Venture Capitalist*, der seine Beteiligung veräußert, sehr wohl das Risiko am Aktienmarkt zu tragen - wenn auch nur für eine Weile. In seiner Rolle als, in aller Regel, Minderheitsbeteiligter an dem zu veräußernden Portfoliounternehmen dürfte er kaum ein ernsthaftes Wort mitzureden haben, wenn es um die konkrete Art der Kaufpreiszahlung geht.

Alles in allem ist also in einem reifer gewordenen *Venture Capital*-Markt der ein oder andere Mythos früherer Tage mittlerweile entzaubert. Zum Glück für die Branche gibt es die erfreulichen Ausreißer. Es sind aktuelle Beispiele wie Instagram (verkauft an Facebook) oder [Kiva Systems](#) [2] (verkauft an Amazon), die Hoffnung auf Besserung in einem schwieriger gewordenen Marktumfeld machen. Darüber hinaus scheint es einem guten Teil der *Top Quartile* an *Venture Capitalists* nach wie vor zu gelingen, wider aller negativen Trends zu performen und die Investoren unvermindert in diese Anlageklasse zu ziehen. Wohl dem, der Zugang zu diesen *Venture Capitalists* bekommt – aber mehr dazu im kommenden Artikel zum Dilemma der Investoren zwischen Hoffnung und gemachter Erfahrung.



---Im InfoStream: [Top-5-Exits im Jahr 2012](#) [3].

CFOWorld stellt die fünf am höchsten bewerteten Exits im Jahr 2012 vor.



--- **Christina Moehrle** arbeitet als freie Schriftstellerin, Autorin und Fotografin. Sie war zuvor insgesamt 16 Jahre im Finanzbereich tätig - insbesondere in den Bereichen Private Banking, Structured Products und Venture Capital.

--- Weitere Beiträge von Christina Moehrle:

- [Venture Capital: Nicht allzu viel Science Fiction](#) [4] (5. November 2012)
- [Venture Capital: Ernstes Spiel mit Chance und Risiko](#) [5] (24. Oktober 2012)

---

**Quellen-URL:** <http://www.cfoworld.de/der-mythos-der-geringen-korrelation>

### Links:

[1] <http://instagram.com/>

[2] <http://www.kivasystems.com/>

[3] <http://www.cfoworld.de/top-5-exits-im-jahr-2012>

[4] <http://www.cfoworld.de/nicht-allzu-viel-science-fiction>

[5] <http://www.cfoworld.de/ernstes-spiel-mit-chance-und-risiko>