

Venture Capital

Ernstes Spiel mit Chance und Risiko



© Fritz Beck

Erfolge wie Apple ließen Risikokapital explodieren. Es folgte ein sogenannter nuklearer Winter. Christina Moehrle blickt auf gestern, heute und morgen.

24. Okt 2012 von Christina Moehrle



Ende der 1990er nahm *Venture Capital* in Deutschland erstmals richtig Fahrt auf, nur um gleich zu Beginn der darauffolgenden Dekade auf Sand zu laufen. In der Zwischenzeit haben Stürme dem diessets des Atlantiks noch relativ jungen Markt zugesetzt, sind Crews, Schleusenwärter und Kapitalgeber reifer geworden oder aber untergegangen, und haben neue Eigner ihre Flotten in internationale Gewässer entsendet und innovative Routen kreiert. Der Markt hat sich konsolidiert - ein Trend, der sich allerdings fortsetzt.

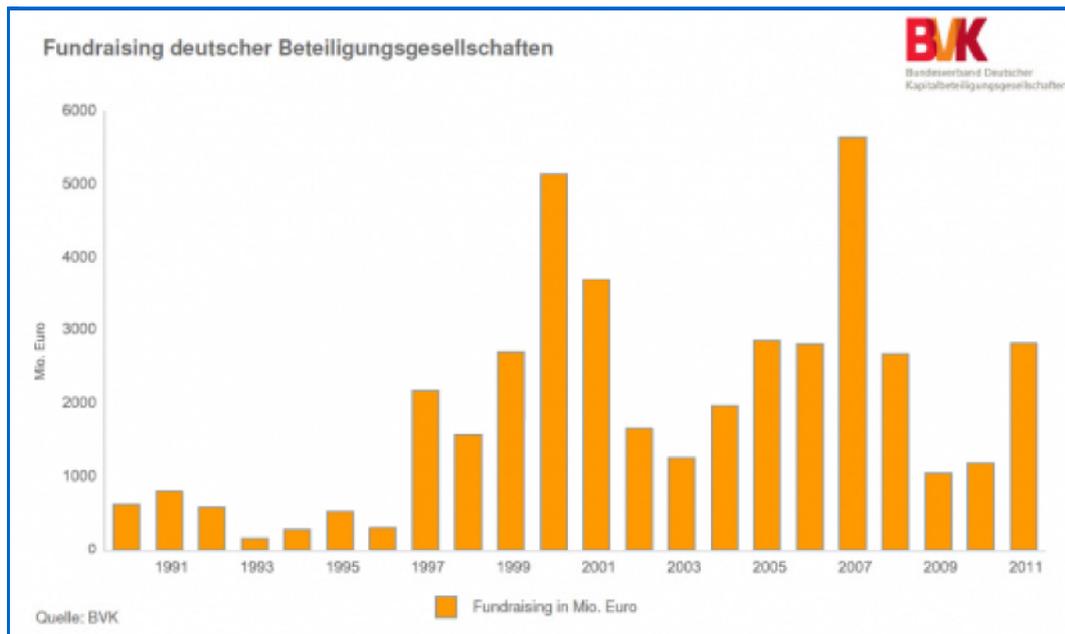
Auch im Jahr 2012 existieren noch immer viele Fragen hinsichtlich des Geschäfts mit dem Risiko und Potenzial neuer Konzepte und Technologien: wohin führt die Reise jenseits des Mythos, welche Investment-Ziele können die hohen Erwartungen erfüllen, welche Funktion nimmt *Venture Capital* heute für die Gesamtwirtschaft ein, wie können vorhandene Klippen gemeistert werden und welche dunklen Wolkengebilde sind bereits in der Ferne erkennbar? Diese Artikelserie beleuchtet die wesentlichen Aspekte eines spannenden, zunehmend globalen, aber auch komplexen Markts, der nach wie vor eine große Anziehungskraft auf seine Mitreisenden verströmt.

Garagenfirmen wie Intel oder Microsoft trieben an

Das Grundprinzip des Venture Capital ist nicht allzu verschieden von anderen Investment-Modellen: günstig einkaufen, halten und Wert schöpfen, teuer verkaufen. Mit anderen Worten: eine möglichst hohe, dem Risiko angemessene Rendite erzielen. Die Tücke und Kunst der Branche steckt aber wie so oft im Detail. Während in der Zeit vor dem Jahr 2000 die Anzahl und

Mittel der Akteure noch relativ überschaubar waren und die Musik im Wesentlichen auf dem dahingehend deutlich erfahreneren US-Terrain spielte, schwappte die Faszination gegen Ende der 1990er Jahre auch langsam auf Deutschland über.

Angetrieben von frühen Erfolgsgeschichten risikokapitalfinanzierter US-Garagenfirmen à la Microsoft, Intel, Oracle oder Apple, die heute ihre Äquivalente in den Facebooks und Googles dieser Welt zu finden scheinen, steigerte sich auch hierzulande sprunghaft das Geschäft. Im Jahr 1996 lag das jährliche Fundraising-Aufkommen deutscher Beteiligungsgesellschaften noch bei relativ überschaubaren 300 Millionen Euro, um bereits im Jahr 2000 seinen vorläufigen Höhepunkt mit fast 5,2 Milliarden Euro zu erreichen – sehr viel Geld in sehr kurzer Zeit für einen noch jungen Markt.



[1]

Dabei umfassen diese Zahlen den gesamten *Private Equity*-Bereich, also den kompletten Markt für Eigenkapitalbeteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen, inklusive der Segmente *Buyout* und *Growth/Turnaround*. *Venture Capital* im engeren Sinn, die Risikofinanzierung meist junger, technologieorientierter Wachstumsunternehmen, hält lediglich 10 bis 15 Prozent am Kuchen, allerdings mit ähnlich hohen Steigerungsraten. Als Größenvergleich: in den USA allein wurden im Jahr 2000 von *Venture Capital*-Gesellschaften neue Mittel in Höhe von 103,7 Milliarden US-Dollar eingesammelt und Investments von rund 105 Milliarden US-Dollar getätigt – ein Zweihundertfaches deutscher Verhältnisse.

Das Prinzip Hoffnung überwog

Kann so viel Kapital auch auf eine gleichwertige Anzahl attraktiver Investment-Ziele treffen? Im Jahr 2001 erwischte es die Branche, national und international, gleich an mehreren wesentlichen Parametern ihres Modells. Auf der einen Seite stand ein immens erhöhtes, verfügbares Kapital, das eine nicht gleichermaßen gestiegene Anzahl attraktiver Start-Ups jagte und damit die Einstiegspreise stark nach oben trieb. Am anderen Ende stagnierte der Exit-Kanal Börse, der vom Platzen der Dotcom-Blase überrascht worden und infolgedessen auf längere Sicht gegenüber jungen, innovativen Technologieunternehmen traumatisiert war. Selbst die zuvor aktiven, strategischen Käufer hatten nun vorwiegend eigene Hausaufgaben zu erledigen und akquirierten nur noch sehr vorsichtig und zu deutlich reduzierten Preisen.

Als Konsequenz saßen *Venture Capital*-Gesellschaften plötzlich auf hohen, zuvor eingesammelten Fondsvolumina oder in einem schnell stagnierenden Fundraising fest, mit akuten Fragezeichen über die weitere Funktionsweise ihres bisherigen Investment-Modells. Konfrontiert mit deutlich längeren Haltedauern und erheblich mehr Eigenkapitalbedarf ihrer Portfoliounternehmen als ursprünglich geplant, ging der sorgenvolle Blick in Richtung Zukunft, wo Zeitpunkt und Ausmaß der Rückkehr eines freundlich gestimmten IPO-Markts plötzlich offen waren.

Nicht zu vergessen seien die Stürme, die diese Ballung an Krisen auf Seiten der Investoren auslöste. Gerade in Deutschland hatten viele von ihnen erst in den späten 1990er Boom-Jahren ihren Appetit auf *Venture Capital* entwickelt und sahen sich nun umgehend mit der ersten großen Dürre konfrontiert - in einer geschlossenen Fondsstruktur, die sie auf mindestens 10 bis 12 Jahre bindet, vorzeitiger Verkauf der Anteile so gut wie ausgeschlossen. Die zu erwartenden Effekte auf die Rendite waren offensichtlich und ernüchternd, wenn auch zu Beginn dieser Entwicklung noch das Prinzip Hoffnung überwog.

Nuklearer Winter

Inzwischen sind in trauriger Regelmäßigkeit weitere globale und lokale Turbulenzen hinzugekommen, wie beispielsweise die Finanzkrise, die Euro-Schuldenkrise, das Thema Konkurrenz aus Asien sowie einige spezifische Probleme im Technologiesektor. Für eine Weile wurde unter *Venture Capitalists* sogar von einem „nuklearen Winter“ gesprochen, um das subjektive Empfinden dieser erschwerten Rahmenbedingungen auf den Punkt zu bringen. Die jährlichen Renditen haben sich im Branchendurchschnitt mittlerweile langfristig im niedrigen einstelligen und kurzfristig im leicht negativen Bereich eingependelt, und müssen sich jetzt mit ähnlich hohen Benchmarks anderer Anlageklassen messen lassen, deren Risikoprofil jedoch deutlich unter dem des *Venture Capital* liegt. Insgesamt wurde die Branche in nur einer einzigen Dekade an fast jeder Ecke ihres Investment-Modells attackiert, mit weiterhin andauernder Wirkung.

Auch das generelle Image ist, zumindest in Deutschland, im Fahrwasser öffentlich diskutierter Aktivitäten einiger Buyout-Spezialisten angekratzt worden, deren Deals mitunter stark auf das kurzfristig erzielbare Rationalisierungspotenzial ihrer Kaufkandidaten setzten, was ihnen den wenig schmeichelhaften Beinamen „Heuschrecken“ einbrachte. Die feine Linie zu *Venture Capital* im engeren Sinn, das sich dem Aufbau innovativer Technologien und junger, wachstumsstarker Marktteilnehmer verschreibt und damit per Saldo sehr viel mehr Arbeitsplätze kreiert als vernichtet, wurde bei dieser öffentlichen Diskussion gerne übersehen.

Neue Konzepte und Mannschaften

Wie üblich in Zeiten solch dynamischer bis chaotischer Entwicklungen setzt nach der ersten Euphorie eine allgemeine Ernüchterung ein, die aber auch Anlass zum Überdenken, Reinigen und Heranreifen eines Marktes bietet. Heute sind nicht mehr alle *Venture Capital*-Firmen der letzten Dekade in der Lage, neue Fonds einzusammeln, und manche etablierten Firmen haben aufgrund des Weggangs oder altersbedingten Ausscheidens essentieller *Investment Manager* nicht mehr denselben Status wie noch 10 Jahre zuvor. In den USA hat sich beispielsweise die Anzahl der aktiv investierenden *Venture Capital*-Gesellschaften von einst 1.035 im Jahr 2000 auf nur noch 526 im Jahr 2011 halbiert. Zudem bilden sich neue Konzepte und Mannschaften in einem Markt, in dem das *Investment Team*, sein *Track Record*, also die bisherige Performance, und die Einzigartigkeit seiner Strategie als die wesentlichen, langfristigen Erfolgsfaktoren gewertet werden.

Andere Strukturen wurden ebenfalls überdacht und erneuert. Heute existieren neben der klassischen Einzelbeteiligung, die oft erst ab 1 Millionen US-Dollar oder mehr möglich ist, neuere

Ansätze wie beispielsweise kleine, börsennotierte, breit diversifizierte Anteile an Dachfonds, die jederzeit fungibel sind und damit schneller an die eigene Anlagestrategie angepasst werden können. Ein funktionierender, professioneller Sekundärmarkt für ungeduldige und flexible Investoren ist entstanden, deren *Asset Allocation* sich unterwegs geändert hat, denen Zweifel an den Beziehungen zu bestimmten Managern gekommen sind oder die einfach nur vorzeitig „rauswollen“ und dafür auch bereit sind, hohe Preisabschläge in Kauf zu nehmen. Auch die einst so zementierten Kostenstrukturen der *Venture Capital*-Fonds mit in der Regel 2 Prozent jährlicher Managementgebühr und 20 Prozent Gewinnbeteiligung der Manager (*Carried Interest*) unterliegen inzwischen einigem Druck, bewegen sich aber offensichtlich nicht so schnell nach unten wie es den meisten Investoren recht wäre.

Auf der Suche nach Globalisierung und Nischen

Viele *Venture Capitalists* selbst haben ihre strategische Zielsetzung neu ausgerichtet, haben beispielsweise internationale Kooperationen gebildet oder eigene Büros in der Fremde eröffnet, um den geografischen Fokus ihrer Portfolien deutlich zu globalisieren und konkurrenzfähig zu bleiben. Andere *Venture Capital*-Firmen setzen dagegen bewusst auf geografische, technologische oder aufgrund von Finanzierungsphasen bedingte Nischen, um ihr Alleinstellungsmerkmal zu betonen und neues Kapital für deutlich weniger transparente und deshalb erfolversprechendere Marktsegmente anzulocken. Manche dieser Nischen sind altbekannt, aber wenig beachtet, andere entstehen erst durch regulative Maßnahmen oder Krisen, wie beispielsweise in jüngster Zeit der Markt für *Distressed Securities* in Europa, der von dem Zwang der Banken profitiert, unattraktive Assets abzustößen, um Eigenkapital zu schonen. Auch der einstige Trend zu Mega-Fonds mit großer Marktdurchdringung und massiven Volumina jenseits der 1 Milliarden US-Dollar wurde einstweilig gebrochen, seine Rückkehr zeichnet sich jedoch am Horizont bereits wieder ab.

Bevor in den folgenden Artikeln die einzelnen Aspekte des heutigen Markts tiefer beleuchtet werden, kann für den Moment eines festgehalten werden: es bleibt spannend. *Venture Capital* ist eine hochkomplexe, viel Flexibilität, Gespür und Innovationskraft abverlangende Disziplin, die gleichzeitig aber auch Stabilität, technologische Expertise, strategische Erfahrung und viel Zeit für unternehmerische Wertschöpfung braucht - ein Paradoxon, das offensichtlich auf Dauer nur wenigen *Venture Capital*-Gesellschaften, der sogenannten *Top Quartile*, gelingen will.

Im InfoStream: [Top Quartile - 5 der erfolgreichsten VC-Gesellschaften](#) [2]



--- **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.

Quellen-URL: <http://www.cfoworld.de/ernstes-spiel-mit-chance-und-risiko>

Links:

[1] http://www.cfoworld.de/sites/default/files/img/2436/vc_01_2436.png

[2] <http://www.cfoworld.de/top-quartile-5-der-erfolgreichsten-vc-gesellschaften>

