

Venture Capital

Hoffnung, die über Erfahrung siegt



© Fritz Beck

"Wir haben den Feind getroffen... uns selbst." Christina Moehrle über das Investoren-Dilemma, Selbstkritik und die Bereitschaft eines Venture Capitalist, aus eigenen Fehlern zu lernen.

11. Dez 2012 von Christina Moehrle



Im Mai diesen Jahres hat die Ewing Marion Kauffman Foundation, eine der größten Stiftungen in den USA und ein langjähriger, aktiver Investor in *Venture Capital*, einen Bericht mit dem vielsagenden Titel veröffentlicht: [we have met the enemy... and he is us](#) [1]. Bereits der Untertitel der selbstkritischen Studie verrät, dass die Stiftung nach Analyse der vergangenen 20 Jahre des eigenen *Venture Capital*-Investierens zu dem ernüchternden Schluss kommt, dass die Hoffnung über die Erfahrung triumphiert hat.

Fast 250 Millionen US-Dollar oder einen Anteil von knapp 14 Prozent ihres Stiftungskapitals hat die Kauffman Foundation per Ende Februar 2012 in *Venture Capital*- und andere Wachstumskapital-Fonds gesteckt. Diese Quote mag zunächst vielleicht hoch erscheinen, ist aber alles andere als ungewöhnlich, zumindest nicht für US-amerikanische Verhältnisse. Bei einem der größten Einzelinvestoren weltweit mit derzeit 32,1 Milliarden US-Dollar an investiertem Kapital in *Private Equity*, dem amerikanischen Pensionsfonds California Public Employees' Retirement System, abgekürzt CalPERS, liegt die Zielquote zu der gesamten Vermögensanlage ebenfalls bei 14 Prozent - siehe calpers.ca.gov [2]. Allerdings nimmt *Venture Capital* daran im Moment nur einen sehr kleinen Teil von relativ 10 Prozent ein, also absolut gesehen nur circa 1,4 Prozent der gesamten Vermögensanlagen. Ist dies vielleicht schon einer der Gründe, warum Kauffmans Analyse so ernüchternd ausfällt? Hat die Stiftung zu sehr oder zu breit auf *Venture Capital* gesetzt, anstelle sich vorwiegend anderen *Private Equity*-Segmenten zu widmen - beispielsweise dem *Buyout*, wie es CalPERS getan hat? Der kalifornische Pensionsfonds berichtet immerhin von einer Gesamt-*Performance* seines *Private Equity*-Programms von etwa 9 Prozent per annum über den Zeitraum der letzten 10 Jahre hinweg.

Verfehlt Investment-Ziele

Gleich zu Beginn ihres Berichts nennt die Kauffman Foundation den eigentlichen Grund für ihre Enttäuschung: Nur 20 aus fast 100 *Venture Capital*-Fonds in ihrem Portfolio hätten eine Rendite generiert, die mehr als 3 Prozent per annum über dem Äquivalent der öffentlichen Kapitalmärkte gelegen habe, und die Hälfte davon sei sogar in der Zeit vor dem Jahr 1995 aufgelegt worden. 62 der 100 Fonds hätten nach Abzug der Kosten die Kapitalmärkte in puncto Rendite überhaupt nicht geschlagen, worum es den Investoren in *Venture Capital* ja in erster Linie gehen sollte – *Outperformance* über die *Benchmark*, in der Regel ein Aktienindex mit VC-ähnlichem Risikoprofil - beispielsweise der [Russell 2000](#) [3]. Aus Sicht der Stiftung wurde das *Investment-Ziel* somit verfehlt, selbst wenn man sich eine gute Auswahl der VC-Fonds relativ zum Gesamtmarkt attestiert.

Es erscheint sinnvoll, von dieser Einzelbetrachtung zu abstrahieren und genauer zu untersuchen, wie es generell in puncto *Performance* aussieht. Wo liegt die Rendite von *Venture Capital* momentan und wie stark unterscheiden sich die vier statistischen *Performance*-Gruppen, *Quartile* genannt, voneinander? Da die Fonds naturgemäß einige Jahre benötigen, bis sich die zuvor meist nur buchhalterischen Erfolge tatsächlich realisieren lassen, soll der Blick hier die letzten 12 Jahre, also in etwa einen kompletten Fondszyklus umfassen.

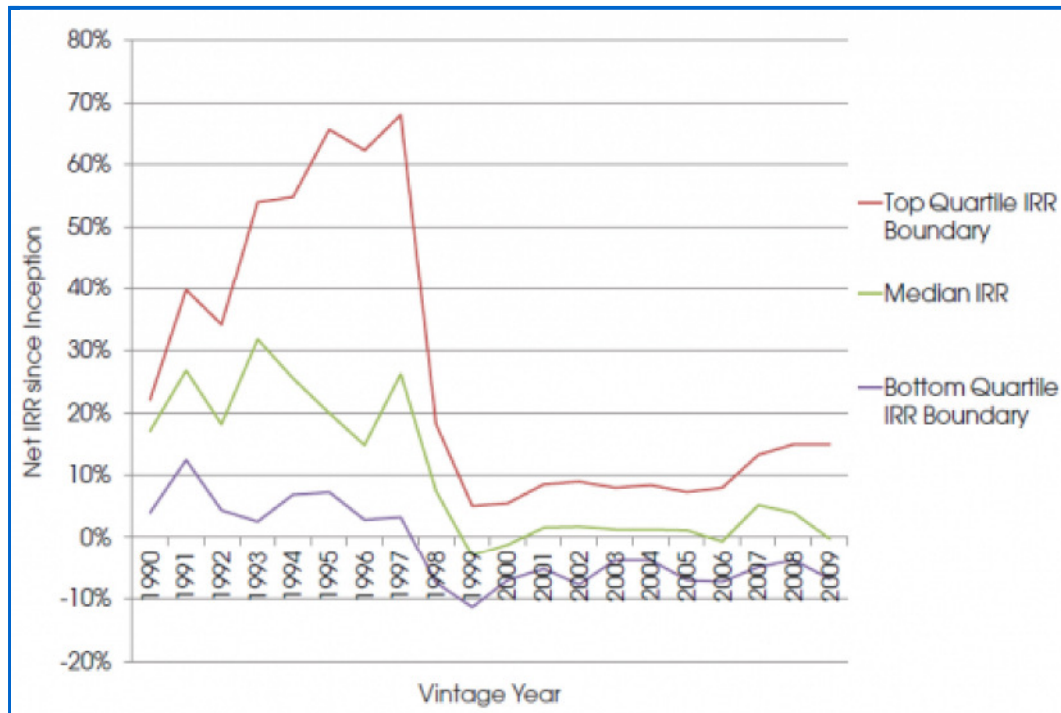
Erhebliche Unterschiede zwischen Performance-Klassen

In einer detaillierten *Venture Capital Benchmark*-Studie von Preqin aus dem Jahr 2012, die den Markt, sowohl global als auch nach geografischen Regionen unterteilt, analysierte, lag das statistische Mittel der Nettorenditen aller untersuchten Fonds, die im Jahr 2000 aufgelegt wurden, lediglich bei minus 1,3 Prozent per annum - siehe [Preqin Special Report: Venture Capital](#) [4] (pdf, 25 Seiten) aus dem Mai 2012. Insofern müsste man der Analyse der Kauffman Stiftung tendenziell Recht geben. Doch bei einer tieferen Untersuchung stellt sich schnell heraus, dass die Unterschiede zwischen den *Performance*-Klassen erheblich ausfallen: So reichten die Nettorenditen der 2000-er Fonds im Einzelfall von plus 50 Prozent bis minus 40 Prozent per annum bei den in den USA investierenden Töpfen. Bei den europäischen Kollegen waren die Extreme nicht ganz so ausgeprägt, umspannten aber immerhin auch noch eine Bandbreite von plus 27 Prozent bis minus 17,8 Prozent per annum.

Es kommt also offensichtlich auf die Auswahl der besten *Venture Capital*-Fonds an. Hatte der Investor beispielsweise das Geschick und das Glück, gleichmäßig in alle Fonds der *Top Quartile*, das heißt der besten 25 Prozent des Gründungsjahrs 2000 investiert gewesen zu sein, dann sähe seine heutige Bilanz mit im Schnitt etwa plus 5 Prozent per annum oder in etwa das 1,3-fache des eingesetzten Kapitals schon sehr viel erfreulicher aus - wenn auch nicht gerade grandios. Es gibt nur ein Problem dabei: Der *Top Quartile*-Fonds von gestern muss nicht aus derselben Werft stammen wie sein Nachfolger von heute oder morgen. Die *Performance*-Studie kommt zu dem etwas beunruhigenden Schluss, dass einer VC-Firma nur in 41 Prozent der Fälle direkt nach einem *Top Quartile*-Fonds erneut ein solcher Coup gelingt. In fast drei Viertel der Fälle kann der Investor allerdings davon ausgehen, dass er mit seinem Investment in den Nachfolgefonds wenigstens oberhalb des Performance-Mittelwerts der Branche, also unter den Top-50-Prozent liegen wird - sehr beruhigend.

Zu den bereits genannten Kriterien, also die Auswahl der richtigen VC-Fonds sowie der Vergleich zur richtigen *Benchmark*, gesellt sich schließlich die dritte Hürde: das richtige *Timing*. Die Wahl des Zeitraums spielt gerade bei der vergangenheitsbezogenen *Performance*-Analyse eine zentrale Rolle, sofern man ihr überhaupt eine Signalwirkung für die Zukunft unterstellen will. Allgemein lautet die Regel unter professionellen Investoren eher: kontinuierlich und regelmäßig investieren, wenn auch wohldosiert. Für ein opportunistisches Rein und Raus bräuchte ein *Venture*

Capital-Investor geradezu unverschämt viel Glück, wenn er dauerhaft einen Erfolg mit diesem Ansatz verbuchen wollte. Der Grund dafür wird intuitiv verständlich, betrachtet man beispielsweise die *Performance* der letzten 20 Jahre für die verschiedenen Quartil-Gruppen – ein massiver Umbruch für sämtliche Quartile um das Epizentrum 1999/2000 herum.



[5]

Preqin

Nettorenditen nach VC-Fonds-Gründungsjahr

Dies wirft die entscheidende Frage auf, wie wohl der Zeitraum der kommenden 10 bis 12 Jahre aussehen mag. Doch wer würde diese Prognose ernsthaft wagen wollen? Selbst über die letztendliche *Performance* der zum Beispiel im Jahr 2007 aufgelegten Fonds schon heute spekulieren zu wollen, ist müßig. Die Beteiligungen im Fonds-Portfolio werden, sofern nicht ausnahmsweise sehr früh realisiert, meist zu Kosten oder aber zum Preis der aktuellen Finanzierungsrunde bewertet, und inwieweit dieser am Ende als echtes Indiz für den realen Verkaufspreis dienen wird, bleibt bis auf weiteres ein Geheimnis der künftigen *Exit*-Märkte.

Zu geringe Out-Performance

Zurück also zur generellen Attraktivität von *Venture Capital* für den Investor. Das Fazit der obigen *Performance*-Betrachtung könnte lauten: Suche sehr genau aus, in welche *Venture Capital*-Fonds du investierst, wenn überhaupt. Darüber hinaus erhebt die Kauffman Stiftung einen weiteren Vorwurf, ebenfalls qualitativer Art, der sich vor allem an sich selbst respektive an institutionelle Investoren richtet: Man lege zu wenig Wert auf die Verhandlung der zu unausgeglichene Fonds-Gebühren. Die Nettorendite, nach Abzug von überlicherweise 2 Prozent per annum Managementgebühr plus 20 Prozent Gewinnbeteiligung des VC-Managers (*Carried Interest*), könne kaum eine *Performance* erwirtschaften, die jenseits der der öffentlichen Kapitalmärkte läge, so die Kauffman Stiftung.

Die absolute und relative *Performance* von *Venture Capital* ist demnach nicht das einzige Thema: Es kommen noch die Kosten dieser zeit- und *knowhow*-intensiven Disziplin hinzu. Nach Meinung der Stiftung, die von einigen Investoren offen oder insgeheim geteilt wird, liegt vor allem bei großen Fonds der Anreiz für die VC-Manager zu sehr darin, aus dem jährlichen Überschuss der Managementgebühren heraus Gewinn zu machen, statt aus der Erzielung eines echten

Investment-Erfolgs. Mit anderen Worten: nicht nur das *Investment*-Modell per se ist das Problem, sondern auch die Herangehensweise der institutionellen Investoren an diese Anlageklasse. Ein interessanter Punkt - aber stimmt er auch?

Zeit, aus eigenen Fehlern zu lernen

Zunächst erscheint dieser Schluss richtig, wenn man die alten, noch vor Krisenzeiten aufgelegten Fonds sowie manche heiß begehrten *Venture Capitalists* im *Top Quartile* von heute heranzieht: deutlich bessere Performance, deutlich höhere Gebühren - insofern kein Problem, das den Investoren allzu viel Kopfzerbrechen bereiten sollte. Doch eine breit angelegte, brandaktuelle Studie über die derzeitige Kompensation der *Venture Capital*-Fondsmanager kommt leider zu demselben Ergebnis: Aus Sicht von fast 70 Prozent der befragten Investoren sind die Managementgebühren allgemein nach wie vor verbesserungswürdig (vgl. [The 2012 Preqin Private Equity Fund Terms Advisor](#) [6]). Der Blick auf die konkreten Zahlen bestätigt: Während in den vergangenen Jahren im *Buyout*-Segment offensichtlich eine gewisse investorenfreundliche Veränderung zu verzeichnen war, hat sich trotz eines schwierigeren *Fundraising*-Klimas der *Venture Capital*-Markt so gut wie nicht bewegt. Die klassische Marke "2 Prozent per annum oder mehr" ist laut Preqin im Schnitt unangetastet geblieben.

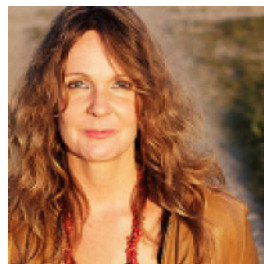
Die Krux liegt also im Spiel der Marktmächte miteinander und damit in der Frage, welche Seite gerade das größere Gewicht innehat - Investor oder *Venture Capitalist*. Zumindest die Kauffman Foundation zieht für sich daraus den Schluss, dass es nun Zeit ist, aus den eigenen Fehlern zu lernen. Ihre Strategie lautet: Nur noch in VC-Fonds kleiner als 400 Millionen US-Dollar zu investieren, deren Manager mehr als 5 Prozent Eigenbeteiligung erbringen (üblich sind 1 Prozent) und die die öffentlichen Kapitalmärkte konsistent *outperformen*. Darüber hinaus möchte die Kauffman Foundation die Anlagequote in *Venture Capital* deutlich verringern, weil aus ihrer Sicht einfach nicht genügend solcher „starker“ VC-Firmen existieren. Eine eindeutige Ansage, deren Umsetzbarkeit jedoch sicher herausfordernd werden wird.

Es bleibt offensichtlich jedem größeren Investor überlassen, wie er für sich individuell die Gleichung von Nutzen gegen Kosten und von Zugang gegen Verhandlungsmacht löst und welche Signalwirkung er damit an die weiteren großen und kleineren Investoren abgibt. In der Essenz geht es, so hat die provokative Selbststudie der Kauffman Foundation ohne Frage auf den Punkt gebracht, um die komplexe, sich stets verändernde Beziehung zwischen Hoffnung und gemachter Erfahrung. Der Effekt auf das *Performance*-Ergebnis der kommenden *Venture Capital*-Dekade bleibt abzuwarten.



---Im InfoStream: [5 der weltweit größten VC-Investoren](#) [7].

CFOworld stellt fünf namhafte *Venture-Capital*-Investoren 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: "Das Internet wird massiv unterschätzt"](#) [8] (5. Dezember 2012)
- [Venture Capital: Der Mythos der geringen Korrelation](#) [9] (20. November 2012)
- [Venture Capital: Nicht allzu viel Science Fiction](#) [10] (5. November 2012)
- [Venture Capital: Ernstes Spiel mit Chance und Risiko](#) [11] (24. Oktober 2012)

Quellen-URL: <http://www.cfoworld.de/hoffnung-die-ueber-erfahrung-siegt>

Links:

- [1] <http://www.kauffman.org/research-and-policy/we-have-met-the-enemy-and-he-is-us.aspx>
- [2] <http://www.calpers.ca.gov/>
- [3] http://www.russell.com/indexes/data/fact_sheets/us/russell_2000_index.asp
- [4] http://www.preqin.com/docs/reports/Preqin_Special_Report_Venture_Capital_May12.pdf
- [5] http://www.cfoworld.de/sites/default/files/img/2956/chart4_2956.png
- [6] <http://www.preqin.com/item/2012-preqin-private-equity-fund-terms-advisor/1/5337>
- [7] <http://www.cfoworld.de/5-der-weltweit-groessten-investoren>
- [8] <http://www.cfoworld.de/das-internet-wird-massiv-unterschaetzt>
- [9] <http://www.cfoworld.de/der-mythos-der-geringen-korrelation>
- [10] <http://www.cfoworld.de/nicht-allzu-viel-science-fiction>
- [11] <http://www.cfoworld.de/ernstes-spiel-mit-chance-und-risiko>