

# Tue Gutes und verdiene daran

Warum – nicht nur – Unternehmer in Venture Capital investieren.



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

Was sich anhört wie das Verkaufsmotto einer auf ethisch gemachten Geldanlage, ist nicht immer nur Masche, sondern auch nützliche volkswirtschaftliche Realität, allerdings in den USA noch weit mehr als in Europa. Junge Technologieunternehmen mit starkem Wachstumspotential suchen Finanzierung und Rat. Beides können sie nicht von Banken, sondern nur von Venture-Capital-Investoren erwarten. Diese wiederum tun dies nicht aus altruistischen Gründen, sondern sie erwarten aus ihrer Investition eine Rendite, die Risiko angemessen belohnt und im Schnitt 4 bis 5 Prozentpunkte über der Rendite der Anlage in börsennotierte Unternehmen liegt. Hinter Venture Capital stehen meist spezialisierte Fonds oder Business Angels.

Letztere rekrutieren sich oft aus aktiven oder ehemaligen Unternehmern, die sich so direkt an Zielunternehmen beteiligen. Oft wählen sie aber auch den Weg über die vorgenannten Venture-Capital-Fonds und damit die indirekte Beteiligung an jungen Unternehmen.

Unternehmern liegt diese Anlageklasse, weil sie in jungen Unternehmen oft ihren eigenen Werdegang oder den der Familie wieder finden. Sie wissen daher auch, was man mit der Entwicklung von Unternehmen verdienen kann. Und sie sind es gewohnt, sich eine eigene Meinung zu bilden und nicht der Herde zu folgen.

## Was ist gut an Venture Capital?

Junge, stark wachsende Unternehmen sind das Bruttosozialprodukt von morgen. Gibt es davon zu wenig, muss man sich für die Zukunft Sorgen machen. Denn auch Unternehmen haben einen Lebenszyklus und bleiben nicht ewig: Sie fangen klein an, wachsen stark, sind für eine hoffentlich lange Zeit stabil und sterben dann mit ihrer Industrie. Wenn also keine jungen Unternehmen und Industrien nachwachsen, leidet auch eine Volkswirtschaft, wie man an zahlreichen Beispielen der Vergangenheit beobachten kann. Junge Unternehmen wiederum brauchen einen Humusboden, der die Ressourcen zur Verfügung stellt, um aus einer wissenschaftlichen Entdeckung ein rentables Unternehmen zu bauen. Dies ist die volkswirtschaftliche Aufgabe von Venture Capital.

Beispielgebend für die VC-Industrie sind die USA (aber auch Israel),

wo pro Jahr zwischen 20 und 30 Mrd. US\$ Venture Capital in junge Unternehmen fließen. Venture Capital hat wesentlich etwa zur Transformation von Kalifornien von einem Agrar- zu einem Industriestaat beigetragen. Unternehmen wie Amgen (Marktwert ca. 45 Mrd. US\$), Apple (rund 150 Mrd. US\$), Intel (130 Mrd. US\$) oder Google (145 Mrd. US\$) wurden mit Venture Capital gestartet. In der Summe realisierten im Jahre 2006 rund 23'500 VC-finanzierte Unternehmen etwa 2,3 Billionen US\$ Umsatz und beschäftigten rund 10 Millionen Mitarbeiter. In den USA speist sich dieses System inzwischen selbst: Gründer, die mit einem Startup reich geworden sind, reinvestieren in junge Unternehmen.

Ähnliches beginnt man inzwischen auch in Europa zu beobachten. Zwar ist die Tradition von Venture Capital hier noch jung. So wird bislang verglichen mit den USA nur etwa ein Fünftel des Kapitals investiert. Insbesondere institutionelle Anleger halten sich noch zurück. Aber gerade vermögende Unternehmer und erfolgreiche Gründer reinvestieren bereits einen Teil ihrer Mittel in junge Unternehmen. Erste Erfolgsgeschichten sollten diese Entwicklung weiter stärken.

So wird das mit Venture Capital gestartete Solarunternehmen Q-Cells aus Deutschland zehn Jahre nach Gründung die erste Umsatzmilliarde erreichen. Q-Cells hat inzwischen eine Marktkapitalisierung von 5 Mrd. € erreicht. Andere Beispiele sind Skype, das rund zwei Jahre nach Gründung für 4 Mrd. US\$ an Ebay verkauft wurde, oder Actelion, ein Schweizer Biotechunternehmen, das gut 10 Jahre nach Gründung mit 4 Mrd. € bewertet wird. TomTom, ein Hersteller von Navigationsgeräten, weist heute eine Marktkapitalisierung von rund 3 Mrd. € auf. Das sind Erfolgsbeispiele, die natürlich noch nicht die US-Größenordnung erreichen; die Industrie ist hierzulande aber auch zwanzig Jahre jünger – und entsprechend sind auch die

Einstiegspreise noch viel niedriger als in den USA.

Nun ist das ausschlaggebende Argument für eine Geldanlage selten der volkswirtschaftliche Nutzen. Wesentlicher sind Argumente wie Rendite und Diversifizierung für eine Investitionsentscheidung. Ein vergleichender Blick auf die Rendite der letzten 20 Jahre spricht eindeutig für Venture Capital. Sie liegt im Durchschnitt aller US-VC-Fonds bei 17% p.a. (im Vergleich zur S&P-Aktienmarktentwicklung von 9%), beim oberen Viertel der Fonds noch deutlich darüber. Die Rendite europäischer VC-Fonds erreicht diese Langzeitwerte im Durchschnitt noch nicht. Allerdings ist über die letzten 10 Jahre eine Annäherung der Renditen zu beobachten. Insbesondere im obersten Viertel, also bei den besten VC-Fonds, gibt es in der Rendite kaum noch Unterschiede zwischen US- und europäischen Venture-Capital-Fonds.

Renditen um 20% sind allerdings ohne entsprechende Risiken nicht zu haben. Daher stellt sich die Frage, wie man mit den Risiken sinnvoll umgeht.

### Wie verdient man mit Venture Capital? Direktbeteiligung vs. Fondsinvestment

Gerade Unternehmer investieren gerne als Business Angels direkt in junge Unternehmen, insbesondere in Industrien, die sie kennen. Das scheint auf den ersten Blick ein idealer Fit, ist es aber oft nicht. Die Statistiken beispielsweise der tbg, der Frühphasenbeteiligungsgesellschaft der KfW, zeigen im Vergleich mit anderen Investorengruppen höhere Ausfallquoten für diese Investments. Warum ist das so?

- Zum einen ist das Risiko bei jungen Unternehmen (insbesondere vor dem Markteintritt) hoch: Die Technologie/das Produkt funktioniert womöglich im Labor, aber noch nicht in der Serie. Die Kunden entscheiden viel langsamer, als die Gründer denken, die natürlich von den Vorteilen des Produkts überzeugt sind. Die Entwicklung verläuft nicht (nie) plangemäss. Ein euphorisches Gründerteam erfährt erstmals richtig Druck und lernt dabei die eigenen Grenzen als Team und als Unterneh-

mer schnell und brutal kennen – was zu Aussonderungen führt. Oder es kommt Sperrfeuer vom Wettbewerb oder einer Behörde. Kurzum: Alles dauert immer länger und ist teurer, als man denkt.

- Das wiederum verlangt nach einer intensiven Beschäftigung mit dem jungen Unternehmen. Wie Wein nichts wird, wenn der Winzer nicht vor der Lese um jeden Weinstock 12 Mal herumgegangen ist, ist die Chance auf eine Abschreibung sehr gross, wenn man sich als VC-Investor nicht intensiv um seine Anlage kümmert. Nun ist ein solches Investment aber in der Regel nicht die Hauptbeschäftigung des Business Angels. Die genannten Herausforderungen verlangen in kritischen Unternehmensphasen intensive und mühsame Begleitung. Mit drei bis fünf Beiratssitzungen im Jahr ist da kein ausreichender Beitrag geleistet.
- Zu guter Letzt kommt noch hinzu, dass – selbst wenn ein Unternehmen dann schliesslich wächst und gedeiht – die Anteilsquote eines Business Angels im Laufe mehrerer Finanzierungsrunden oft marginalisiert wurde, weil nicht mehr proportional mitinvestiert werden sollte oder konnte.

Deshalb sollte man als Unternehmer genau überlegen, ob tatsächlich Einzelinvestments in junge Unternehmen oder die mittelbare Beteiligung über einen Venture-Capital-Fonds der bessere Weg ist. Auch im zweiten Fall besteht die Möglichkeit, sich mit Rat und Tat einzubringen, wenn man das will. Gegebenenfalls kann man auch noch parallel zu dem Fondsinvestment in einzelne Unternehmen direkt investieren und darüber Zusatzrenditen erwirtschaften. Man überlässt aber die tägliche Arbeit mit den Beteiligungen einem professionellen Team und muss nicht mehr in den Nahkampf. Zusätzlich ist man bei dieser Investmentstrategie breiter diversifiziert.

Nun ist das Investment in einen Fonds natürlich auch noch keine Garantie für eine attraktive Rendite. Erfolgskritisch ist es, den richtigen Fonds

auszuwählen. Denn die Statistik zeigt, dass der Durchschnitt schlechter als die Aktienrendite abschneidet, wogegen das berühmte oberste Viertel weit bessere Renditen erzielt.

Bei der Auswahl sollten Bauch und Verstand eine sinnstiftende Verbindung eingehen: Zum einen sollten Anlagestrategie und Team begründbar sympathisch sein, sonst fehlt das Grundvertrauen für eine langfristige Anlage und Bindung. Zum andern muss rational überprüft werden, ob Renditeversprechen Substanz haben. Ist die Anlagestrategie plausibel, indem sie auf nachhaltig wachsende und profitable Märkte zielt, auf denen auch neue Unternehmen Chancen haben? Oder ist sie nur modisch (und im Rückblick immer wieder eine andere)? Korreliert die Anlagestrategie mit dem Managementteam, d.h., hat das Managementteam die erforderliche Kompetenz zur Umsetzung? Kann das Managementteam Erfolge in der Vergangenheit nachweisen, die auf der Umsetzung dieser Strategie beruhen, oder sind Erfolge nicht vorhanden oder zufällig? Welche Investoren vertrauten und vertrauen dem Managementteam?

Ein wesentlicher Indikator ist schliesslich noch die vertragliche Gestaltung: Sind die Interessen von Investor und Managementteam synchronisiert, d.h., wird das Managementteam im wesentlichen erfolgsabhängig vergütet oder auch im Misserfallsfall reich (wie in manchen Buy-out-Fonds)? Krasse Beispiele für vertragliche Extrawürste sind Sondervergütungen zusätzlich zu der üblichen Management Fee für Prozessschritte wie Prüfung, Due Diligence, Abschluss oder Erhöhung einer Beteiligung sowie Abbruch einer Beteiligungsprüfung usw.

Geht man dann nach sorgfältiger Prüfung ein Engagement ein, ist die Chance gross, dass man nicht nur ein attraktives und mit anderen Anlagen nicht oder nur begrenzt korrelierendes Investment getätigt hat. Man ist dann auch ganz nah bei der Geburt attraktiver, stark wachsender Unternehmen dabei und kann damit das erhebende Gefühl geniessen, volkswirtschaftlich eine Honigbiene zu sein.

[www.shsvc.net](http://www.shsvc.net) ●