

Das Anlageverhalten institutioneller Investoren aus Deutschland in Venture Capital

*Abschlussbericht des Dienstleistungsprojektes Nr. 21/07
München, den 21.01.2008*

Fleischhauer, Hoyer & Partner
- FHP Private Equity Consultants -
Nördliche Auffahrtsallee 25
80638 München
Telefon: +49 89 15 92 79 0
E-mail: office@fhpe.de
Internet: www.fhpe.de

FLEISCHHAUER, HOYER & PARTNER

PRIVATE EQUITY CONSULTANTS

Die vorliegende Studie wurde im Auftrag vom Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi), Berlin durchgeführt. Der Auftraggeber hat keinen Einfluss auf die Darstellung und Interpretation genommen. Die Studie liegt in der inhaltlichen Verantwortung der Autoren.

Alle Rechte sind vorbehalten. Nachdruck und Kopie des Berichtes – auch auszugsweise – nur mit Genehmigung durch FHP.

München, 21.01.08

Fleischhauer, Hoyer & Partner

- FHP Private Equity Consultants -

Nördliche Auffahrtsallee 25

80638 München

Telefon: +49 89 15 92 79 0

E-mail: office@fhpe.de

Internet: www.fhpe.de

Mitglieder des Projektteams:

Uwe Fleischhauer

Götz A. Hoyer

Anne Kaluza

Kurzfassung

In der vorliegenden Studie wird das Anlageverhalten deutscher institutioneller Investoren in Venture-Capital-Fonds, insbesondere aus Deutschland, analysiert. Ziel ist es, die Beweggründe für die bisher geringen Investitionen in diese Fonds zu bestimmen und darauf aufbauend konkrete Handlungsempfehlungen zu entwickeln, die zu mehr Investitionen in deutsche VC-Fonds beitragen könnten. Nachdem institutionelle Investoren Venture Capital in der Regel als ein Subsegment von Private Equity behandeln, werden sämtliche Betrachtungen in der Studie auch in einem engen Kontext zu der übergeordneten Anlageklasse Private Equity ausgeführt.

Die Studie gliedert sich in vier Abschnitte: Zunächst wird in dem Kapitel **„Historische Entwicklung des deutschen Venture Capital Marktes“** die tatsächlich in deutsche Unternehmen erfolgten Venture-Capital-Investitionen für die letzten zehn Jahre analysiert. Das zweite Kapitel **„Investoren-Struktur in Deutschland/Europa“** beinhaltet eine Übersicht über die wichtigsten Investorengruppen in Venture-Capital-Fonds. Hervorgehoben wird die Bedeutung der einzelnen Investorengruppen in Deutschland und mit der Investorenstruktur in anderen wichtigen europäischen Industrienationen verglichen. Ferner werden die Renditen, die aus der Anlageklasse Venture Capital bis dato hervorgegangen sind, diskutiert. Im Kapitel **„Gesetzliche Rahmenbedingungen“** erfolgt eine zusammenfassende Bestandsaufnahme der wichtigsten rechtlichen Faktoren, sofern sie direkten oder indirekten Einfluss auf VC-Investitionen haben. Konkret umfasst dies die aufsichtsrechtliche Regulierung der Investoren sowie externe und interne Anlagevorschriften. Der Schwerpunkt der Studie, die Empirie, findet sich in dem Kapitel **„Analyse des Anlageverhaltens institutioneller Investoren in Deutschland“** wieder. Die Analyse wurde mittels eines standardisierten Fragebogens durchgeführt, in dem die relevanten Investorengruppen nach ihrer bisherigen und künftigen Venture-Strategie befragt wurden. Ergänzend haben wir in Expertengesprächen einzelne Aspekte der Analyse vertieft. Im Vordergrund standen dabei insbesondere die Ablehnungsgründe gegenüber deutschem Venture Capital. Aufbauend auf den Erkenntnissen der empirischen Analyse werden in dem Kapitel **„Handlungsempfehlungen“** konkrete Maßnahmen aufgezeigt, wie mehr institutionelles Anlagekapital für Venture Capital in Deutschland gewonnen werden könnte. Besonderes Augenmerk liegt dabei bewusst auf pragmatischen Lösungen, die auch kurz- bis mittelfristig umsetzbar wären.

Historische Entwicklung des deutschen Venture Capital Marktes

Die Venture-Capital-Investitionen in deutsche Unternehmen konnten sich seit dem Jahr 2003 bis heute nicht nachhaltig erholen. Derzeit werden jährlich rund 800 Mio. Euro investiert. Dieser Betrag liegt noch immer 30% unter dem 10-Jahres-Durchschnitt. Erfreuliche

Erholungstendenzen sind im Frühphasensegment (Seed- und Start-up-Finanzierungen) zu verzeichnen. Nicht zuletzt dank staatlicher Fördermaßnahmen (z.B. High-Tech Gründerfonds) steigen in diesem Segment die Investitionen im zweiten Jahr in Folge. Nach fünf Jahren des Abschwungs befinden sich die Investitionen mit jährlich rund 250 Mio. Euro jedoch noch immer auf einem niedrigen Niveau. Im Jahr 2007 (Januar-September) musste bis dato ein starker Rückgang der Expansionsfinanzierungen verzeichnet werden. Eine Ursache hierfür ist die geringe Kapitalausstattung der privat geführten deutschen VC-Fonds. Diese Fonds setzen häufig ihren Investitionsschwerpunkt auf die Finanzierung der Expansionsphase von Unternehmen und stehen für gut 70% des in Deutschland investierten Kapitals. Wenngleich innerhalb der letzten zwei Jahre eine Reihe von neuen Fonds aufgelegt wurde, sind viele dieser Fonds „unterkritisch“ aufgestellt und verfügen über Fondsvolumina von weniger als 50 Mio. Euro – zu wenig, um ein diversifiziertes Beteiligungsportfolio aufzubauen. Die Einwerbung von Investorengeldern (Fundraising) geht somit weiter und beansprucht einen erheblichen Zeit- und Managementaufwand. Aufgrund des geringen Venture-Capital-Angebotes nutzen zunehmend ausländische VC-Gesellschaften die Investitionsmöglichkeiten in Deutschland. Im Jahr 2006 stammten über 15% des in deutsche Venture-Unternehmen investierten Kapitals von ausländischen VCs. Auch wenn diese Höhe in 2007 auf Basis der derzeit verfügbaren Zahlen (noch) nicht bestätigt wurde, ist davon auszugehen, dass die Bedeutung ausländischer VCs steigen wird. Denn schon in den letzten drei Jahren waren mehr als 100 ausländische VC-Gesellschaften, zumeist noch als Syndizierungspartner von lokalen Gesellschaften, in Deutschland aktiv.

Investoren-Struktur in Deutschland/Europa

Pensionskassen und Banken sind in Europa die dominierenden Geldgeber für Private-Equity-Fonds und damit auch für das Subsegment Venture Capital. In Deutschland sind und waren die Banken seit eh und je die bedeutendste Kapitalquelle für lokale Fonds. Stark unterrepräsentiert sind im Vergleich zum europäischen Ausland dagegen Pensionseinrichtungen, Stiftungen und Versicherungen, obwohl zahlreiche Institutionen über hinreichend Kapital für eine Portfolio-Diversifizierung verfügen. Für ein weiteres Engagement muss aber zunächst generelle Überzeugungsarbeit in Richtung der Anlageklasse Private Equity geleistet werden, da institutionelle Anleger Venture Capital als Beimischung sehen. Das Vertrauen institutioneller Anleger zu gewinnen, stellt gegenwärtig die größte Herausforderung für die Manager deutscher VC-Fonds dar. Während institutionelle Investorengruppen in den USA und auch in Teilen Europas zu den wichtigsten Geldgebern lokaler Venture-Fonds gehören, treten deutsche Institutionelle als (Direkt-) Investoren in deutsches Venture Capital kaum in Erscheinung. Mehr Mut zeigen dagegen Privatinvestoren: Sowohl die Vermögensverwaltungen erfolgreicher Unternehmerfamilien, so genannte Family Offices, als auch Kleinanleger (Retail) haben die Chancen von Venture Capital erkannt. So verwaltet gegenwärtig bereits jeder dritte deutsche VC-Fonds Gelder von Privatanlegern.

Diese Entwicklung konnte auch im Laufe des Jahres 2007 weiter beobachtet werden: Große Zurückhaltung lokaler Institutionen bei deutschen VC-Fonds – dagegen wachsendes Interesse seitens privater Investoren/Family Offices sowie auch ausländischer Geldgeber. So gibt mittlerweile auch eine signifikante Mehrzahl (76%) der deutschen VC-Manager Family Offices und High-Net-Worth-Individuals (vermögende Privatpersonen) als bevorzugte Investorengruppe an – möglicherweise ein Wunsch, der aus der Not geboren ist. Industrielle (strategische) und Retail-Investoren sind dagegen weniger gefragt. Eine hohe Bedeutung als Kapitalgeber kommt Dachfonds zu. Viele institutionelle Anleger bevorzugen die indirekte Beteiligung an Private-Equity-Fonds, so dass derzeit 21% des in deutschen VC-Fonds allokierten Kapitals auf diese Form der Beteiligung fällt (Umwegsbeteiligung).

Ein wesentlicher Grund für die Zurückhaltung sind die geringen historischen Renditen von europäischem/deutschem Venture Capital. Diese liegen in Europa im Marktdurchschnitt bei vier bis sechs Prozent und somit deutlich unter der Zielrendite institutioneller Investoren von 20% (Internal rate of Return (IRR)). Die isolierte Betrachtung von Durchschnittsrenditen führt jedoch zu Fehlschlüssen: Venture Capital ist aus Anlagegesichtspunkten vor allem als Beimischung zu der gesamten Private-Equity-Allokation zu sehen. Oftmals kompensieren die Renditen aus Venture Capital die Renditen von anderen Segmenten (z.B. Buyout) in schwächeren Jahren. So bewegen sich die langfristigen Renditen für Private Equity mit Venture-Capital-Anteil im deutlich höheren Bereich. Über einen zurückliegenden Zeitraum von 10 Jahren (per 31.12.2006) erzielte Private Equity in Europa insgesamt eine durchschnittliche Jahresrendite von 10,8%. Ferner kommt bei der Betrachtung von Durchschnittswerten das Selektionsprinzip zu kurz. Hohe Renditen werden nur von den besten Fonds (Top-Quarter) erzielt – dies gilt auch für das Mutterland des Venture Capitals, die USA. Die Renditen von Top-Quarter-Fonds liegen im Durchschnitt in Europa bei 17% und bieten somit ein adäquates Renditeniveau.

Bis dato gab es so gut wie keine deutschlandspezifischen Renditeauswertungen, so dass die Renditebeurteilung von deutschem Venture Capital häufig auf negativen Einzelbeispielen basierte und viel Spielraum für Vorurteile öffnete. Der Bundesverband der deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) hat aktuell – und mit auf Initiative von FHP – erstmalig eine Performance-Erhebung unter deutschen Private-Equity-Gesellschaften durchgeführt. Auch wenn der Rücklauf der Umfrage noch relativ gering war, so sind die Ergebnisse ermutigend. Deutsche Spitzenfonds erzielten immerhin eine Rendite von rund 15% (IRR) und sind somit ähnlich wettbewerbsfähig wie ihre europäische Vergleichsgruppe. Das Argument, dass in Deutschland keine Renditen mit Venture-Capital-Anlagen erzielt werden können, ist somit nicht aufrecht zu erhalten.

Gesetzliche Rahmenbedingungen

Für Investoren in Deutschland, angefangen bei den Einrichtungen mit Versorgungsauftrag (z.B. Pensionskassen) bis hin zu den Institutionen, bei denen die Verwaltung bestehender Vermögen (z.B. Family Offices) im Vordergrund steht, existieren grundsätzlich keine gesetzlichen Einschränkungen hinsichtlich der Asset-Klasse Private Equity und damit auch Venture Capital. Einige Institutionen müssen sich an quantitative Anlagegrenzen für Private-Equity-Investitionen halten: Für Versicherungen respektive Pensionskassen liegt diese in der Regel bei bis zu 15% des gebundenen Vermögens. Diese Grenzen sind jedoch bei weitem nicht ausgeschöpft und dürften auch langfristig keinen limitierenden Faktor darstellen. Lediglich interne Anlagevorschriften verbieten oftmals aufgrund eines vermeintlich hohen Risikos Investitionen in Private Equity. Dies wirft die Frage auf, ob das Risikoprofil von Private-Equity-Anlagen richtig eingeschätzt wird.

Das größte Problem liegt für institutionelle Investoren in dem rechtssicheren und gleichzeitig wirtschaftlichen Zugang zu der Anlageklasse Private Equity. Die vermögensverwaltende GmbH & Co. KG garantiert nicht von vorneherein die Vermeidung einer gewerblichen Prägung. Gleiches gilt unter Umständen auch für ausländische Fondsstrukturen, in die im Rahmen einer diversifizierten Anlage-Strategie von institutionellen Investoren ebenfalls investiert werden. In der Praxis werden Private-Equity-Beteiligungen daher oft in Luxemburger Spezialfonds oder eigenen Tochtergesellschaften bzw. Vorschaltgesellschaften gebündelt. Dieser Weg erfordert hohe Kosten, einen erheblichen organisatorischen Aufwand und ist somit nur für große Institutionen mit einem Gesamtvermögen von mehr als 1 Mrd. Euro wirtschaftlich umsetzbar.

Empirische Analyse des Investitionsverhaltens institutioneller Investoren

Um das aktuelle Engagement und die künftige Venture-Capital-Strategie deutscher institutioneller Anleger zu analysieren, wurden von uns 107 Interviews mit institutionellen Investoren durchgeführt. Insgesamt verfügt das Sample über ein Anlagekapital von 4,7 Billionen Euro. Die größte Gruppe repräsentierten Versicherungen mit 27% der Interviews, gefolgt von Banken mit 18% und Pensionseinrichtungen (Pensionskassen, Pensionsfonds und Versorgungswerke) mit 17%. Der Rest der Interviews verteilte sich auf Family Offices und Stiftungen. Etwa zwei Drittel der befragten Institutionen war bereits zum Zeitpunkt der Datenerhebung in Private Equity investiert; der Rest hatte noch keine Erfahrung. Ergänzend wurden 25 europäisch führende Dachfonds befragt.

82% der Institutionen die in Private-Equity investiert sind, haben auch eine Allokation in dem Subsegment Venture Capital. Lediglich zwei, vorwiegend strategisch motivierte Investoren, sind ausschließlich in Venture Capital investiert und belegen als

„Ausnahmerecheinung“, dass Venture-Capital-Investitionen als integraler Bestandteil einer ganzheitlichen Private-Equity-Strategie zu verstehen sind.

Deutsche Institutionen sind durchschnittlich seit etwa zehn Jahren in Private Equity aktiv. 1,3% des Anlagekapitals entfällt auf Private Equity (committed capital). Innerhalb der einzelnen Investorengruppen weisen Family Offices mit 12% die größte Allokation und Pensions- bzw. Versorgungseinrichtungen mit unter 1% die niedrigste Allokation auf. Die organisatorische Verantwortung liegt beim Gesamtvorstand der Institution; operativ ist in der Regel der Leiter Kapitalanlage verantwortlich. Meist stehen dem Leiter Kapitalanlage nur geringe personelle Ressourcen für den Aufbau und die Betreuung der Private-Equity-Anlagen zur Verfügung – im Durchschnitt sind dies drei Personen. Rund 20% der Private-Equity-Anlagen entfällt auf Venture Capital, wovon jedoch nur jedes zehnte Fondsinvestment auf deutsche VC-Fonds entfällt.

Die überwältigende Mehrheit (87%) der Befragten gibt an, dass sich die Renditeerwartungen mit deutschen Venture-Capital-Fonds bis dato überhaupt nicht erfüllt haben. Dabei sind gerade die Renditepotenziale dieses Anlagesegementes – neben der Diversifizierung im Rahmen der allgemeinen Private-Equity-Allokation – im Prinzip der wesentliche Beweggrund, um sich dort überhaupt zu engagieren.

Argumente „pro Venture Capital in Deutschland“ kommen vor allem aus dem Umfeld Technologie- und Marktpotenziale in Deutschland, so die Mehrheit der Befragten. Dabei verfolgen nur wenige institutionelle Investoren (etwa nur jeder Vierte) einen proaktiven Ansatz bei der Suche nach den besten Zielfonds – hohe Bedeutung genießt in diesem Zusammenhang das Netzwerk und der Austausch mit „Gleichgesinnten“. Allerdings lautet die einhellige Meinung, dass deutsche VC-Fondsmanager die an sie gestellten Anforderungen bei den meisten Kriterien (vor allem bei den Kriterien Track Record, Qualität Fondsmanagement, Netzwerk sowie Fondskonstruktion) nur ungenügend erfüllen.

Die Ablehnungsgründe institutioneller Anleger gegenüber Venture Capital respektive Private Equity unterscheiden sich zwischen Private-Equity-erfahrenen und -unerfahrenen Anlegern. Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass Anleger, die sich bisher nicht mit der Anlageklasse auseinandergesetzt haben, vor allem ein vermeintlich hohes Risikoprofil abschreckt. Venture Capital wird dabei grundsätzlich als ein noch risikoreiches Subsegment von der ohnehin schon riskanten Anlageklasse Private Equity wahrgenommen. Verstärkt wird die Risikoaversion durch die geringe Transparenz des Marktes und eine oft geringe Inhouse-Expertise.

Institutionelle Investoren, die in Private Equity investiert sind sowie Dachfonds als „spezialisierte PE-Investoren“ sprechen sich aufgrund zu geringen Renditen gegen deutsches Venture Capital aus – dies gilt sowohl für die historischen Renditen als auch für die Renditeerwartungen. In der Beurteilung des Renditepotenzials wird deutsches Venture Capital deutlich schlechter eingestuft als internationales Venture Capital. Die zweifelsohne negative Leistungsbilanz der meisten Fonds innerhalb der letzten Jahre wird dabei auch in die Zukunft fortgeschrieben, ohne zu würdigen, dass sich das Marktumfeld seit dem deutlich verbessert hat. Offensichtlich besteht ein Vertrauensverlust.

Als Einflussfaktoren, die zu einem höheren VC-Engagement führen könnten, werden sowohl von den Private Equity unerfahrenen Investoren als auch von aktiven Investoren im Wesentlichen drei Faktoren hervorgehoben: Zunächst wird der Nachweis nachhaltiger Renditeperspektiven gefordert. Es folgen einfache und verlässliche Rahmenbedingungen sowie mehr Transparenz bzw. Expertise über die Anlageklasse selbst. Dabei wird immer wieder darauf hingewiesen, dass zwar keine konkreten gesetzlichen Restriktionen ein Private-Equity-Engagement gänzlich verhindern, aber die Umsetzung entsprechender Programme einen erheblichen organisatorischen Aufwand erfordern und häufig mit vielen rechtlichen Unsicherheiten verbunden sind. Auch stellt in der Praxis die Verfügbarkeit und Identifizierung geeigneter (Dach-) Fonds eine Herausforderung dar. Private-Equity-Investoren weisen zudem darauf hin, dass ein wachsendes Anlagevermögen automatisch zu mehr VC-Anlagen führen könnte. Um dieses Potenzial auch realisieren zu können, würde eine höhere (interne) Risikobereitschaft bzw. liberalere interne Anlagevorschriften unterstützend wirken, so die Interviewpartner.

Befragt nach konkreten Handlungsempfehlungen nennen beide Investorengruppen am häufigsten die Einführung einer standardisierten Rechtsform für die Bündelung von Private-Equity-Anlagen, eine verlässliche Standardisierung der steuerlichen Behandlung, eine Aufklärung über die Anlageklasse selbst sowie eine gezielte Förderung. Beispielhaft werden Steuererleichterungen, eine Risikobegrenzung für Venture-Capital-Anlagen oder geringere Anforderungen hinsichtlich der Risikoklassifizierung (Solvency II) angeführt.

Handlungsempfehlungen

Die von den Interviewpartnern genannten Einflussfaktoren und Handlungsempfehlungen wurden von uns aufgenommen und mit den in der statistischen Analyse aber auch in der Sekundärrecherche gewonnenen Erkenntnissen abgeglichen. Darauf aufbauend wurden folgende Handlungsempfehlungen entwickelt:

1. **„Aufklärungskampagne“:** Aufbau einer Informationsquelle, die einerseits dazu beiträgt, ein objektives Bild der Anlageklasse zu kommunizieren, aber andererseits institutionelle Investoren durch die Bereitstellung anlagespezifischer Daten unterstützt, eine Private-Equity-Strategie zielgerichteter zu entwickeln und umzusetzen.
2. **„Kapitalerhaltungsgarantie“:** Das vermeintliche Verlustrisiko von Venture Capital gilt als zentraler Ablehnungsgrund. Durch die Einführung einer staatlichen „Kapitalerhaltungsgarantie“ zur Risikoabsicherung könnte der Risikoaversion von Investoren entgegengetreten werden. Die Konzeption einer „Kapitalerhaltungsgarantie“ könnte in Analogie zu etablierten „Garantieprodukten“ erfolgen. Besonderes Augenmerk sollte auf eine marktconforme Ausgestaltung gelegt werden.
3. **„Venture-Capital-Dachfonds“:** Häufig fehlt es Investoren, die in Venture Capital investieren möchten, an adäquaten Anlagemöglichkeiten. Die meisten kommerziellen Dachfonds meiden deutsches Venture Capital. Ein dedizierter Venture-Capital-Dachfonds für institutionelle Investoren könnte diese Angebotslücke schließen.
4. **„Solvency II“:** Die Behandlung von Private Equity im Rahmen des Risikomanagements von Versicherungen (als auch Banken unter Basel II) unterliegt heute keinem standardisierten Verfahren und führt immer wieder zu Unsicherheiten. Die (hohe) Risikogewichtung von Private Equity sollte im Rahmen von „Solvency II“ (bzw. Basel II) fest definiert sowie niedriger als derzeit diskutiert angesetzt werden. Private Equity besitzt eine geringere Volatilität als Aktien, so dass die Risikobemessung auch niedriger als die von Public Equity sein sollte.
5. **„Investment Vehikel“:** Institutionelle Anleger bündeln ihre Anlagen in der Regel in spezialisierten Investmentfondsgesellschaften. Mangels geeigneter deutscher Rechtsformen erfordert diese häufig den Gang ins Ausland (Luxemburg) und ist sehr kostenintensiv. Eine Alternative könnte der deutsche Spezialfonds sein, der nach der Verabschiedung des Investmentänderungsgesetzes im November 2007 auch Private Equity vorsieht – jedoch mit limitierenden Anlagegrenzen! Eine weitere Öffnung der Anlagegrenzen sowie die Etablierung einer unbürokratischen Verwaltungspraxis könnten diese Fonds zu einem Standard-Investment-Vehikel, auch für kleinere Institutionen, werden lassen.
6. **„MoRaKG“:** In Deutschland besteht bislang keine eigene Rechtsform für Private-Equity- respektive Venture-Capital-Gesellschaften. Mit dem Ziel, die Rahmenbedingungen gesetzlich zu manifestieren, ist das „Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen“ (MoRaKG) geplant. Die angestrebte

gesetzliche Verankerung der steuerlichen Transparenz würde zu erheblich mehr Rechtssicherheit führen. Auch die Tatsache, dass es sich hierbei um eine deutsche Rechtsform mit deutschem Vertragswerk handelt, würde vielen institutionellen Investoren entgegenkommen und einen wichtigen Beitrag zu der immer wieder bemängelten „Eigenkapitalkultur“ in Deutschland liefern. In der derzeitigen Fassung des Gesetzentwurfes ergeben sich aus den Anlagebeschränkungen der vorgesehenen Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft Wettbewerbsnachteile für die betreffenden Fondsgesellschaften. Diese könnten dazu führen, dass deutsche Fonds im Wettbewerb um institutionelles Anlagekapital das Nachsehen haben. Durch eine entsprechende Modifizierung könnte das MoRaKG somit zu einem Impuls zu mehr Venture Capital in Deutschland führen.

Fazit: Bei den zur Diskussion gestellten Empfehlungen handelt es sich bewusst um punktuelle Maßnahmen, die auch vereinzelt umgesetzt zu mehr Venture Capital in Deutschland beitragen könnten. Priorität sehen wir in den Bereichen „Aufklärung“ und „Rechtsformen“ sowie „Risikoabsicherung“.