

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“.

| | | |
|-----|---|-----|
| 5 | Gesetzliche Rahmenbedingungen | 57 |
| 5.1 | Unterschiedliche Pensionssysteme..... | 57 |
| 5.2 | Anlagevorschriften | 58 |
| 5.3 | Rechtsformen für Private Equity | 62 |
| 5.4 | Entwicklungen im Bereich der Rahmenbedingungen | 64 |
| 5.5 | Ergebnisse der EVCA-Studie – Rahmenbedingungen Deutschland | 66 |
| 6 | Empirische Analyse des Investitionsverhaltens institutioneller Investoren..... | 70 |
| 6.1 | PE-Investoren | 71 |
| 6.2 | Dachfonds..... | 85 |
| 6.3 | NICHT-PE-Investoren | 91 |
| 7 | Handlungsempfehlungen | 97 |
| 7.1 | „Aufklärungskampagne“ | 97 |
| 7.2 | „Kapitalerhaltungsgarantie“ | 98 |
| 7.3 | „Venture-Capital-Dachfonds“ | 99 |
| 7.4 | „Solvency II“ | 100 |
| 7.5 | „Investment Vehikel“ | 101 |
| 7.6 | „MoRaKG“ | 101 |
| | Literaturverzeichnis | 104 |

Abbildungsverzeichnis

| | Seite |
|--|-------|
| Abb. 1.1: Venture Capital Investitionen: Europa | 1 |
| Abb. 2.1: Struktur und Vorgehensweise | 4 |
| Abb. 2.2: Inhalte Fragebogen | 4 |
| Abb. 3.1: Unternehmen, die durch private VC-Gesellschaften finanziert wurden | 8 |
| Abb. 3.2: VC-Investitionen in Deutschland 96-07* nach Unternehmensphasen (1) | 9 |
| Abb. 3.3: VC-Investitionen in Deutschland 96-07* nach Unternehmensphasen (2) | 10 |
| Abb. 3.4: VC-Investitionen in Deutschland 02-07* nach Investorengruppen | 12 |
| Abb. 3.5: Herkunft der in Deutschland investierenden ausländischen VC-Gesellschaften ... | 13 |
| Abb. 3.6: Anbieter-Struktur des deutschen Venture Capital-Marktes | 15 |
| Abb. 3.7: Planung Fund Raising | 16 |
| Abb. 3.8: Entwicklung neu aufgelegter VC-Fonds | 17 |
| Abb. 3.9: Erfahrungen im Fund Raising | 18 |
| Abb. 3.10: Fund Raising - Ablehnungsgründe gegen deutsche VC-Fonds | 19 |
| Abb. 4.1: Vermögensstruktur institutioneller Anleger | 21 |
| Abb. 4.2: Investitionspräferenzen | 22 |
| Abb. 4.3: Statistische Begriffsabgrenzung | 23 |
| Abb. 4.4: Verwaltetes Anlagevermögen Europäischer Pensionskassen | 26 |
| Abb. 4.5: Struktur Versicherungen in Deutschland | 28 |
| Abb. 4.6: Kapitalanlagen Versicherungsunternehmen | 28 |
| Abb. 4.7: Private Equity – die Anlageoptionen | 37 |
| Abb. 4.8: Dachfonds – Fakten der Empirie | 40 |
| Abb. 4.9: Kapitalherkunft – Deutschland (1) | 42 |
| Abb. 4.10: Kapitalherkunft – Deutschland (2) | 43 |
| Abb. 4.11: Kapitalherkunft – Anteil Venture in Deutschland | 43 |
| Abb. 4.12: Kapitalherkunft – Venture in Deutschland | 44 |
| Abb. 4.13: Kapitalherkunft – Anteil Early Stage in Deutschland | 44 |
| Abb. 4.14: Investorengruppen Venture Capital Deutschland ("Ist") | 45 |
| Abb. 4.15: Kapitalherkunft – Fund Raising-Entwicklung in Europa / Deutschland | 46 |
| Abb. 4.16: Kapitalherkunft – Wachstum Europäische Länder | 46 |
| Abb. 4.17: Kapitalherkunft – Investorenbasis Europa | 47 |
| Abb. 4.18: Kapitalherkunft – Wachstum Europa | 48 |
| Abb. 4.19: Kapitalherkunft – "country benchmark" | 49 |
| Abb. 4.20: Kapitalherkunft – Marktanteile Europa | 50 |
| Abb. 4.21: Kapitalherkunft – "Handelsbilanz" Private Equity | 50 |
| Abb. 4.22: Investorengruppen – Investoren ("Soll") | 52 |

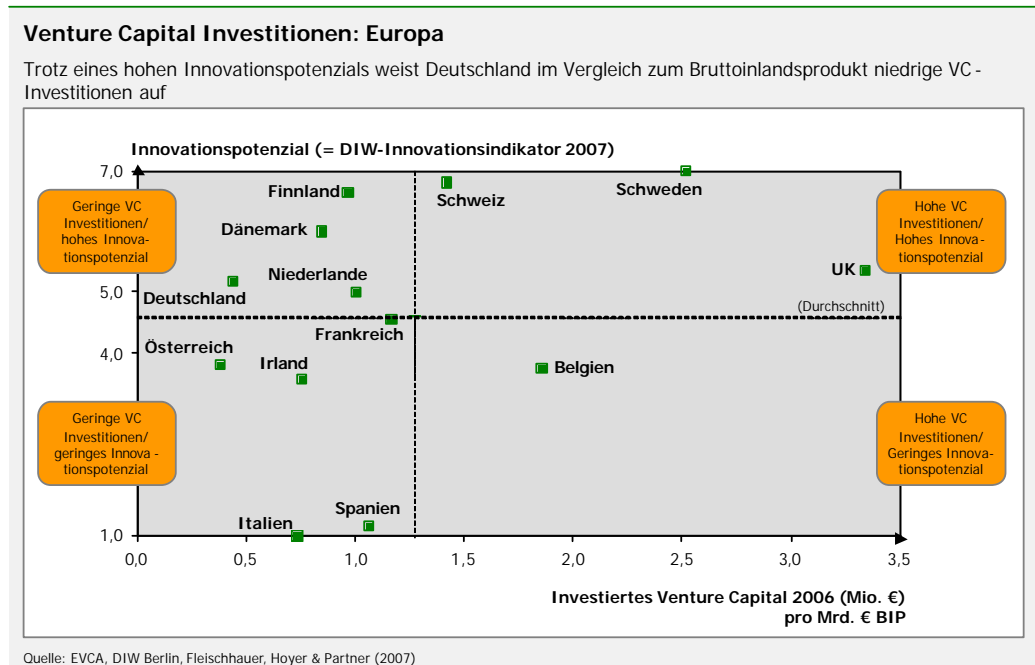
| | |
|---|----|
| Abb. 4.23: Performance (I) – Benchmark global nach Regionen / Segmenten | 53 |
| Abb. 4.24: Performance (II) – Benchmark Venture Eur./Deutschland über den Zeitstrahl. | 54 |
| Abb. 4.25: Performance (III) – Bedeutung Top Quarter in Europa / Deutschland | 55 |
| Abb. 5.1: EVCA Benchmark Deutschland vs. Europa | 67 |
| Abb. 6.1: Grundgesamtheit empirische Analyse | 70 |
| Abb. 6.2: PE-Investoren: VC-Beteiligungen nach Institutionen | 71 |
| Abb. 6.3: PE-Investoren: Historie Private Equity | 72 |
| Abb. 6.4: PE-Investoren: Unterschiedlicher Erfahrungshorizont | 72 |
| Abb. 6.5: PE-Investoren: Private Equity-Allokation / Organisation | 74 |
| Abb. 6.6: PE-Investoren: Private Equity-Allokation nach Institutionen | 75 |
| Abb. 6.7: PE-Investoren: Performance Einschätzung | 76 |
| Abb. 6.8: PE-Investoren: Beweggründe in Venture Capital zu investieren | 77 |
| Abb. 6.9: PE-Investoren: Ablehnungsgründe gegenüber Venture Capital..... | 78 |
| Abb. 6.10: PE-Investoren: Anforderungen an VC-Fonds | 80 |
| Abb. 6.11: PE-Investoren: Zugang zu Venture-Fonds | 81 |
| Abb. 6.12: PE-Investoren: Marktumfeld für Venture Capital in Deutschland | 82 |
| Abb. 6.13: PE-Investoren: Einflussfaktoren | 83 |
| Abb. 6.14: PE-Investoren: Handlungsempfehlungen | 84 |
| Abb. 6.15: Dachfonds: Private Equity-/Venture Capital Allokation | 85 |
| Abb. 6.16: Dachfonds: Ablehnungsgründe gegenüber Venture Capital | 87 |
| Abb. 6.20: Dachfonds: Einflussfaktoren | 89 |
| Abb. 6.21: Dachfonds: Handlungsempfehlungen | 90 |
| Abb. 6.22: Keine-PE-Investoren: Ablehnungsgründe gegenüber Private Equity | 91 |
| Abb. 7.1: Übersicht Maßnahmen zur Förderung des VC-Standortes Deutschland | 97 |

1 Einleitung

Junge Wachstumsunternehmen sind für die wirtschaftliche Erneuerung eines Landes von hoher Bedeutung. Häufig sind es Start-ups, die neue Technologien in marktfähige Produkte weiterentwickeln und Märkte schaffen, die von etablierten Unternehmen noch nicht entdeckt wurden. Doch Wachstum erfordert Kapital. Gleichzeitig ist das Risiko des Scheiterns hoch, so dass der Unternehmensaufbau nur durch Venture Capital (VC) finanziert werden kann. Venture Capital wirkt somit als Transmissionsriemen zwischen Innovation und wirtschaftlichem Erfolg.

Im europäischen Vergleich liegen die Venture-Capital-Investitionen in Deutschland auf einem niedrigen Niveau. Trotz der weltweit anerkannten Forschungslandschaft, eines international wettbewerbsfähigen Mittelstandes sowie wachsender öffentlicher Förderprogramme bleibt der VC-Standort Deutschland weit hinter seinen Möglichkeiten zurück. Im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt liegen die VC-Investitionen beispielsweise etwa um den Faktor zehn hinter den USA zurück und selbst um die Hälfte im Vergleich zum europäischen Durchschnitt. Deutlich wird die „Unterfinanzierung“ Deutschlands auch bei Betrachtung der Venture-Capital-Investitionen im Vergleich zu dem Innovationspotenzial des Landes – dem „Nährboden“ für neue Unternehmen.

Abb.: 1.1



Ein wesentlicher Grund für die geringen Venture-Capital-Investitionen in deutsche Unternehmen liegt darin begründet, dass hierzulande nicht genügend neue Venture-Capital-

Fonds aufgelegt werden. Während im Bereich der Buyout-Finanzierungen Transaktionen häufig aus dem Ausland erfolgen, ist Venture Capital ein lokales Geschäft. Nur durch die Nähe zu den Beteiligungsunternehmen ist es den Investoren möglich, die Unternehmen weiter zu entwickeln und dem hohen Betreuungsaufwand gerecht zu werden.

Zentraler Engpass bei der Auflegung von Venture-Capital-Fonds ist vor allem die Zurückhaltung der institutionellen Investoren aus Deutschland. Bedeutende Investorengruppen, wie Versicherungen oder Pensionseinrichtungen, sind insbesondere im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern, unterdurchschnittlich oder so gut wie gar nicht vertreten. Sofern institutionelle Investoren überhaupt engagiert sind, stammen diese häufig aus dem Ausland. Gleichzeitig wird die geringe lokale Investorenbasis jedoch immer wieder von internationalen Investoren als Grund angeführt, nicht vermehrt in deutsche Venture-Fonds zu investieren.

Nur durch die Aktivierung deutscher Investoren wird es möglich sein, diesem Dilemma zu entkommen und den Venture-Capital-Standort nachhaltig zu beleben. Erst dann kann Venture Capital auch in Deutschland Motor für mehr Wirtschaftswachstum und Beschäftigung werden.

Welche Voraussetzungen und Faktoren sind aber für die Anlageentscheidung von institutionellen Investoren von Relevanz? Welche Maßnahmen könnten zu einer höheren Allokation in deutschem Venture Capital führen?

Die Studie „Das Anlageverhalten institutioneller Investoren aus Deutschland in Venture Capital“ analysiert auf Basis einer empirischen Befragung der wichtigsten Investorengruppe die Ursachen für deren Zurückhaltung und welche Faktoren für das Anlageverhalten in Venture-Capital-Fonds entscheidend sind. Darauf aufbauend werden konkrete Handlungsoptionen diskutiert, die zu einem stärkeren Engagement deutscher Investoren beitragen könnten.

2 Inhalte und Vorgehensweise

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 in den letzten zehn Jahren analysiert. Im Vergleich zu anderen Marktstatistiken werden insbesondere auch die Investitionen nicht in Deutschland ansässiger VC-Gesellschaften berücksichtigt. Ferner wird nach den Investorengruppen, wie beispielsweise unabhängigen Fonds oder öffentlichen Investoren, differenziert und eine Strukturierung des deutschen Anbietermarktes vorgenommen. Im Rahmen einer Befragung der wichtigsten privat geführten VC-Gesellschaften wird zudem die Kapitalausstattung dieser Gesellschaften respektive der betreuten Fonds beleuchtet.

Das Kapitel **„Investoren-Struktur in Deutschland/Europa“** beinhaltet eine Übersicht über die wichtigsten Investorengruppen in Venture-Capital-Fonds. Hierzu gehören Banken und Sparkassen, Versicherungen, Pensionseinrichtungen, Stiftungen und zunehmend auch Privatinvestoren. Venture-Capital-Investitionen werden von diesen Investoren in der Regel als Subsegment der Anlageklasse Private Equity behandelt. Aus diesem Grund erfolgt die Analyse in einem engen Bezug zu der gesamten Private-Equity-Strategie der Investoren. Insbesondere wird die Bedeutung der einzelnen Investorengruppen in Deutschland mit der in anderen wichtigen europäischen Industrienationen verglichen. Auf die Rolle von Dachfonds als Anlagemanager (Asset-Manager) wird gesondert hingewiesen, um den indirekten Investitionen vieler institutioneller Investoren Rechnung zu tragen. In einem Exkurs werden die mit Private Equity bzw. Venture Capital erzielten Renditen in den einzelnen Segmenten gegenüber gestellt.

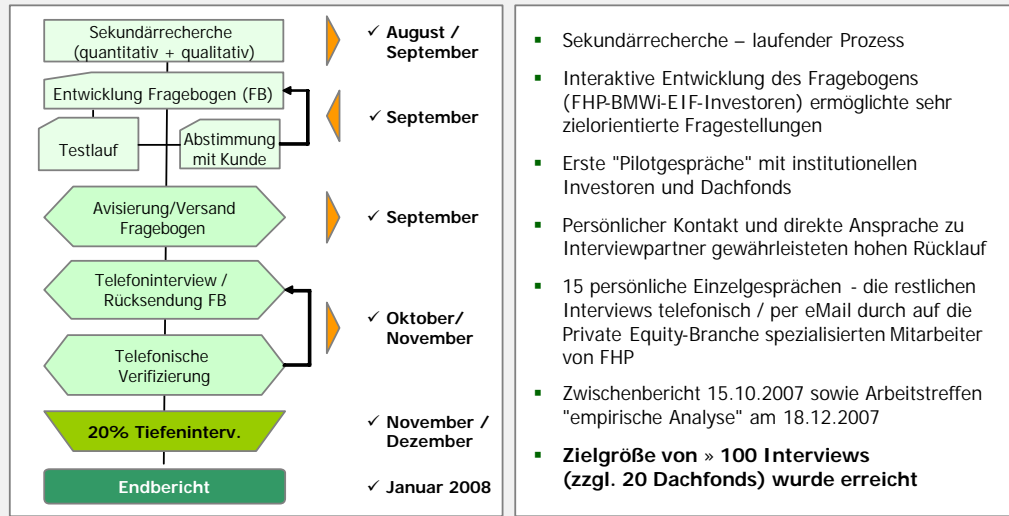
Im Kapitel **„Gesetzliche Rahmenbedingungen“** erfolgt eine zusammenfassende Bestandsaufnahme der wichtigsten rechtlichen Faktoren, sofern sie direkten oder indirekten Einfluss auf VC-Investitionen haben. Konkret umfasst dies die aufsichtsrechtliche Regulierung der Investoren sowie externe und interne Anlagevorschriften. Nachdem eine pauschale Betrachtung nicht sinnvoll ist, wird auch in diesem Abschnitt zwischen den wesentlichen Investorengruppen differenziert. Basis der Betrachtung sind vor allem frühere Studien (u.a. ZEW (2005): *Private Equity im Internationalen Vergleich*; Kaserer/Achleitner/von Einem/Schiereck (2006): *Private Equity in Deutschland*).

Der Schwerpunkt der Studie, die Befragung der Investoren, findet sich in dem Kapitel **„Empirische Analyse des Investitionsverhaltens institutioneller Investoren“** wieder. Die empirische Analyse wurde mittels eines standardisierten Fragebogens durchgeführt und beinhaltete eine Befragung aller relevanten Investorengruppen. Die Entwicklung des Fragebogens erfolgte interaktiv mit dem Auftraggeber und wurde sukzessive mit ersten Interviewpartnern verfeinert.

Abb.: 2.1

Struktur und Vorgehensweise

Qualität der Befragung wurde durch ein hohes Maß an Interaktion sichergestellt



Zu den Inhalten des Fragebogens gehörten neben allgemeinen statistischen Erfassungen insbesondere die zentralen Entscheidungskriterien für eine Investition in Private Equity bzw. dem Subsegment Venture Capital sowie mögliche Gründe, die bis dato zu den geringen Investitionen der institutionellen Investoren in Deutschland geführt haben. Besonderes Augenmerk wurde auf die Unterscheidung zwischen „harten“ Faktoren (z.B. interne Anlagevorschriften, gesetzliche Rahmenbedingungen) und „weichen“ Faktoren (z.B. konservative Anlagestrategien, negative Erfahrungen) gelegt.

Abb.: 2.2

Inhalte Fragebogen

Schwerpunkte der Befragung (Kapitel)

- ▶ **Kapitel 1:** Allgemeine Angaben
- ▶ **Kapitel 2:** Status Quo PE-Portfolio
- ▶ **Kapitel 3:** Status Quo VC
- ▶ **Kapitel 4:** Erfahrungen / Performance
- ▶ **Kapitel 5:** "Beweggründe"
- ▶ **Kapitel 6:** Entwicklung / Ausblick PE -Aktivitäten

- ▶ Charakteristika Interviewpartner
- ▶ Charakteristika Institution inkl. Allokation
- ▶ Durchdringung VC-Allokation
- ▶ Vorliegende Erfahrungen inkl. Renditen
- ▶ Gründe für/wider VC – lokale Relevanz
- ▶ Ausblick: Künftige PE-/VC-Allokation
- ▶ Inkl. "offene Fragen" bzgl. konkreter Handlungsbedarf und Hemmschwellen

- ▶ Zwei getrennte Fragebögen für PE-Investoren / Nicht-PE-Investoren
- ▶ "Abgespeckte Version" für Dachfonds

Die einzelnen Fragen sind weitgehend geschlossen formuliert, um eine möglichst hohe Vergleichbarkeit der Antworten zu gewährleisten. Gleichzeitig bestand jedoch auch Raum, um Meinungen und Vorschläge seitens der Teilnehmer aufzunehmen. Es wurden sowohl bereits in Private Equity/Venture Capital engagierte Investoren als auch nicht aktive Investoren befragt. Insgesamt wurden 107 institutionelle Investoren und 25 Dachfonds interviewt. Die Kapitalanlagen der institutionellen Investoren repräsentieren ein Volumen von 4,7 Billionen Euro. Ca. 15% der Interviews erfolgten in so genannten Expertengesprächen, um eine individuelle Beurteilung der Situation zu erhalten und so wesentliche Inhalte der Studie über den Rahmen des Fragebogens hinaus zu vertiefen. Ferner führten wir zahlreiche Gespräche mit Marktexperten, Venture-Capital-Gesellschaften, Verbänden sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Allen Teilnehmern sei an dieser Stelle ausdrücklich für ihr Engagement gedankt.

Aufbauend auf den Erkenntnissen der empirischen Analyse werden in dem Kapitel **„Handlungsempfehlungen“** schließlich konkrete Maßnahmen aufgezeigt, wie mehr institutionelles Anlagekapital für Venture Capital in Deutschland gewonnen werden könnte. Die anskizzierten Maßnahmen sind bewusst pragmatisch gehalten und entspringen zum einen direkt den Vorschlägen der Studienteilnehmer und zum anderen der Interpretation der empirischen Erkenntnisse durch FHP. Um eine (zeitnahe) Umsetzung erreichbar werden zu lassen, handelt es sich bei den Handlungsempfehlungen vorwiegend um evolutionäre (punktuelle) Maßnahmen und nicht um eine grundlegende Reformierung der in Deutschland oftmals historisch gewachsenen Rahmenbedingungen.

3 Historische Entwicklung des deutschen Venture Capital Marktes

Die Venture-Capital-Investitionen deutscher Beteiligungsgesellschaften werden seit 1994 vom Verband der deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) erfasst. Es handelt sich hierbei um Investitionen in Deutschland ansässiger Gesellschaften. Diese können sowohl deutsche Gesellschaften sein als auch ausländische Gesellschaften, die in Deutschland ein Büro unterhalten. Neben Mitgliedern des Verbandes werden darüber hinaus auch VC-Gesellschaften in die Datenerhebung mit einbezogen, die kein Mitglied des Verbandes sind. Den Aussagen des BVKs zu Folge wird somit eine Abdeckung des deutschen Marktes von über 90% erreicht.

3.1 Definitionen und begriffliche Abgrenzungen

Der Bereich Venture Capital wird nach den Segmenten Seed, Start-up und Expansion gegliedert. Hinzukommen Finanzierungsanlässe wie Bridge-, Turnaround- und Replacement-Finanzierungen. Diese Bereiche wurden bei der Analyse der Venture-Capital-Investitionen in deutsche Unternehmen nicht berücksichtigt, da sie lediglich Sondersituationen darstellen und keine Aussagekraft über die generelle Verfügbarkeit von Venture Capital haben.

Von Bedeutung sind jedoch die Investitionen in die Unternehmensphasen Seed, Start-up und Expansion. Während die ersten zwei Bereiche auch als Frühphasenfinanzierung (Early-Stage) bezeichnet werden, umfassen die Expansionsfinanzierungen auch Investitionen in reifere Unternehmen (Late-Stage). In der Praxis ist eine exakte Trennung der drei Bereiche kaum möglich. Insbesondere, weil davon auszugehen ist, dass bei der Datenerhebung die Definitionen des BVKs nicht konsequent berücksichtigt werden. Der BVK definiert die jeweiligen Phasen wie folgt¹:

► **Seed-Phase:**

„Finanzierung der Ausreifung und Umsetzung einer Idee in verwertbare Resultate bis hin zur zum Prototyp, auf deren Basis ein Geschäftskonzept für ein zu gründendes Unternehmen erstellt wird.“

¹ Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Private Equity and Venture Capital Association e.V. (2007): Jahresstatistik 2006

► **Start-up:**

„Gründungsfinanzierung. Das betreffende Unternehmen befindet sich im Aufbau oder ist seit kurzem im Geschäft und hat seine Produkte noch nicht oder noch nicht im größeren Umfang verkauft.“

► **Expansion:**

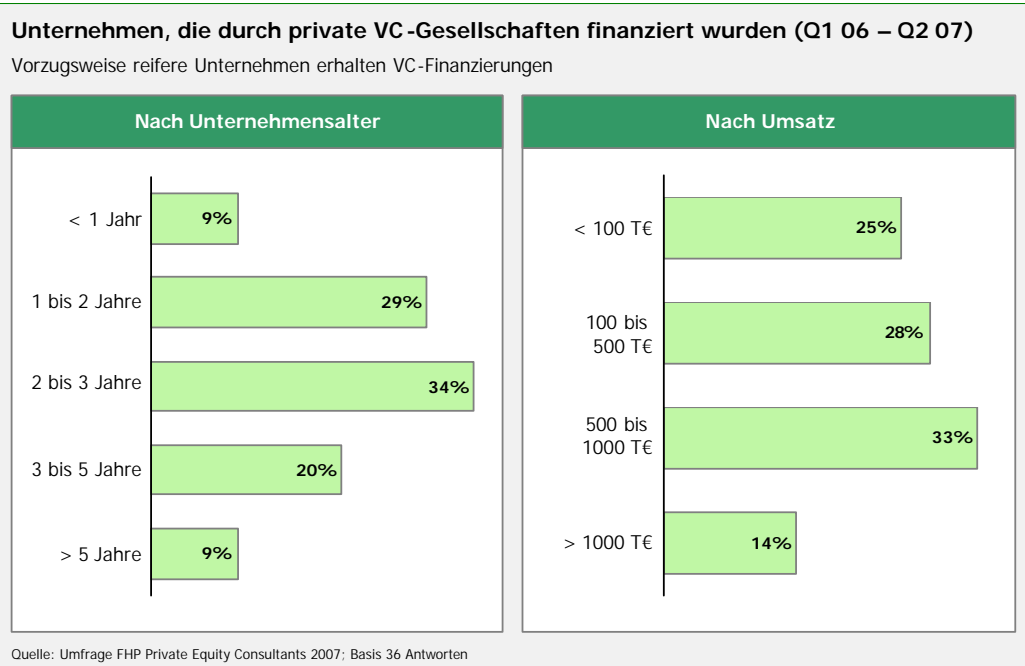
„Wachstums- und Expansionsfinanzierung. Das betreffende Unternehmen hat den Break-even-Point erreicht oder erwirtschaftet Gewinne. Die Geldmittel werden zur Finanzierung von zusätzlichen Produktionskapazitäten, zur Produktdiversifikation oder Marktausweitung und/oder für weiteres „working capital“ verwendet.“

Die Definition der Seed-Phase impliziert, dass Unternehmen in dieser Phase noch nicht gegründet sind und über keinen Businessplan verfügen. Ein fundierter Geschäftsplan gilt aber heute als Mindestvoraussetzung, um überhaupt eine Finanzierung zu bekommen – auch durch öffentliche Investoren mit Förderauftrag. Selbst Investitionen in Unternehmen deren Reifegrad der Definition der Start-up-Phase entsprechen, dürften aus heutiger Sicht als ausgesprochene Frühphaseninvestments gelten und eher die Ausnahme darstellen.

Bestätigt wird diese These durch eine Umfrage unseres Hauses im August 2007 unter 36 Venture-Capital-Gesellschaften: Die Mehrzahl der Investoren (34%) investierte innerhalb der letzten 18 Monate in Unternehmen, die zum Zeitpunkt der Finanzierung mehrheitlich ein Alter zwischen zwei und drei Jahren aufwiesen. Lediglich zwei private VC-Gesellschaften (6%) finanzierten jeweils zwei Unternehmen mit einem Alter von weniger als einem Jahr, sich also tendenziell in der klassischen Seed-Phase befanden, jedoch zum Zeitpunkt der Finanzierung schon gegründet waren.

Die durchschnittliche Umsatzgröße der von den Beteiligungsgesellschaften favorisierten Unternehmen lag zwischen 500 und 1000 TEUR. 33% investierten in Unternehmen, die diese Umsatzgrößenordnung aufwiesen. Immerhin 25% der Gesellschaften beteiligten sich an Unternehmen, die durchschnittlich weniger als 100 TEUR an Umsätzen erzielten. Auch hinsichtlich der Anzahl der Mitarbeiter waren die reiferen Unternehmen im Vorteil. 38% der Gesellschaften, und damit die größte Gruppe der befragten Investoren, entschieden sich für Unternehmen, die 10 bis 20 Mitarbeiter beschäftigten. Immerhin 16% investierten sogar in Unternehmen mit mehr als 20 Mitarbeitern.

Abb. 3.1



Der Großteil der VC-Investoren hat sich also auf die Expansionsphase ausgerichtet, in der bereits signifikante Umsätze der Zielunternehmen vorhanden sind. Dieser Umstand wird auch durch die Statistik des BVKs reflektiert. Expansionsfinanzierungen sind mit Abstand der größte Bereich, sowohl vom Volumen auch von der Anzahl der finanzierten Unternehmen her.

Zusammenfassend kann also angenommen werden, dass die vom BVK angegebenen Investitionen für die drei Kategorien Seed, Start-up und Expansion, Unternehmen zugeführt wurden, die tatsächlich schon eine größere Reife aufweisen als sie der jeweiligen Definition entsprechen würden. Aus Gründen der Konsistenz wurde jedoch auf Basis dieser Zahlen die Analyse geführt.

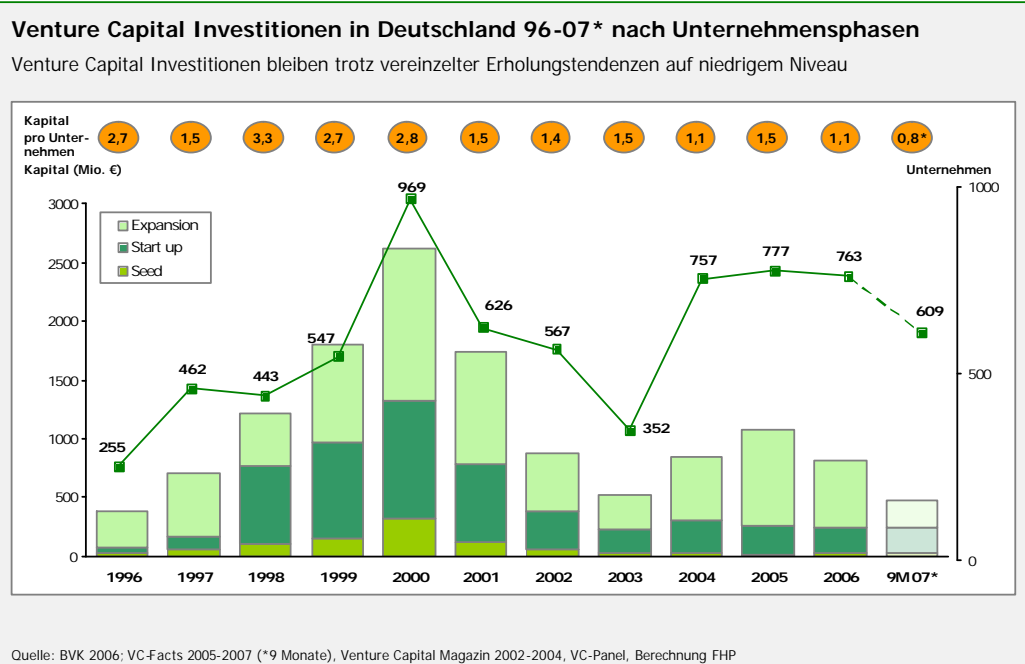
Die vom BVK veröffentlichten Zahlen umfassen auch die Investitionen in ausländische Unternehmen. Bei der Betrachtung der Investitionen in ausschließlich deutsche Unternehmen wurde diesem Umstand Rechnung getragen. Nicht berücksichtigt werden vom BVK hingegen die Investitionen ausländischer VC-Gesellschaften ohne deutsche Niederlassung und sofern sich keine deutsche Gesellschaft an einer entsprechenden Investition beteiligt hat. Insbesondere in der jüngsten Vergangenheit wurden verstärkt solche Engagements auf dem deutschen Markt registriert und dürften somit nicht durch die Zahlen des BVK wiedergegeben sein. Entsprechende Investitionen konnten durch eine Sekundär-Recherche für die Jahre 2002 bis 2006 ermittelt werden und wurden den BVK-Zahlen hinzugerechnet.

Eine weitere statistische Besonderheit der BVK-Statistik ergibt sich daraus, dass der BVK erst seit dem Jahr 2003 die Erhebung der Investitionsdaten auf Basis von Einzeltransaktionen, also pro Unternehmen vornimmt. Bis zum Jahr 2003 wurden die Investitionen von den einzelnen Beteiligungsgesellschaften aggregiert erfasst. Bei syndizierten Investments hatte dies zur Folge, dass eine Beteiligung von allen involvierten Investoren gemeldet werden konnte und es somit zu Mehrfachzählungen kam. Die bis zum Jahr 2003 ausgewiesene Anzahl finanziert Unternehmen ist somit zu hoch. Unseren Berechnungen zu Folge und nach Angaben des BVKs, dürfte der Fehler bei mindestens 20% der angegebenen Zahl finanziert Unternehmen liegen.

3.2 Entwicklung der Investitionen

Die Entwicklung der Venture-Capital-Investitionen innerhalb der letzten 10 Jahre wurde maßgeblich durch das Kommen und Gehen der New-Economy-Euphorie um die Jahrtausendwende geprägt. Lagen im Jahr 1996 die Investitionen in deutsche Unternehmen – bereinigt um den Auslandsanteil deutscher Investoren und ergänzt um den Anteil ausländischer VC-Gesellschaften – noch bei gut 400 Mio. Euro, stiegen diese bis zum Jahr 2000 auf 2600 Mio. Euro an.

Abb.: 3.2

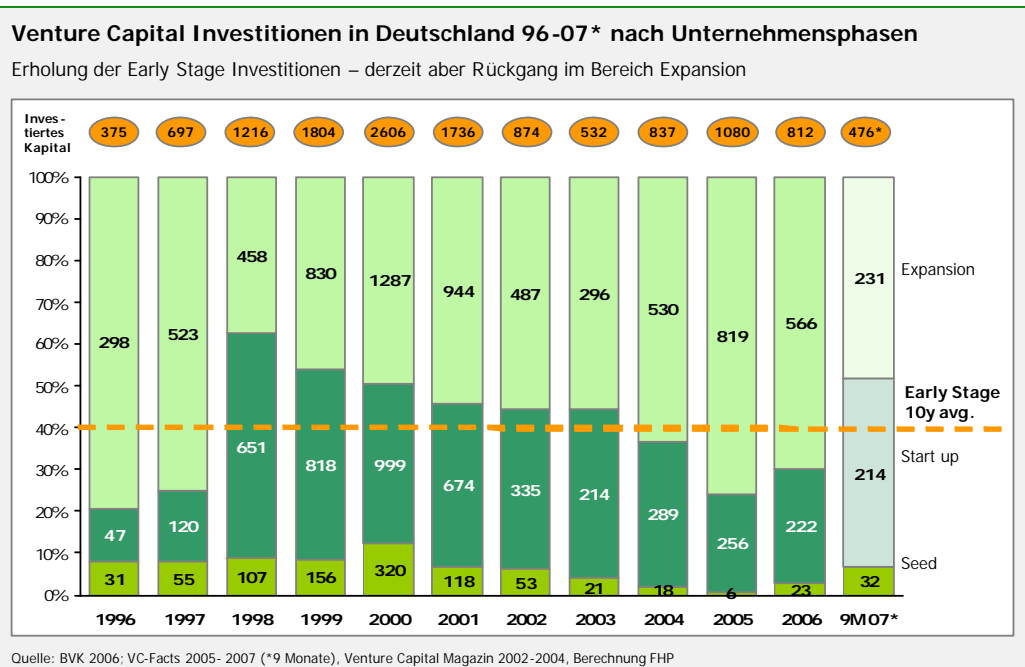


Das Wachstum erfolgte vor allem durch Investitionen in Unternehmen früher Entwicklungsphasen, dem Seed- und Start-up-Segment. Gemessen am Gesamtvolumen der VC-Investitionen betrug der Anteil der Early-Stage-Investitionen zu diesem Zeitpunkt 12% für das Seed-Segment bzw. 38% für das Start-up-Segment nach nur 8% bzw. 13% im Jahr

1996. Der relative Anteil der Wachstumsfinanzierungen (Expansion) verringerten sich entsprechend auf 49%, war jedoch absolut gesehen immerhin noch viermal so hoch wie der Wert aus dem Jahr 1996. Es folgten drei Jahre des Abschwungs, der im Jahr 2003 zunächst gestoppt wurde. Die VC-Investitionen beliefen sich in diesem Jahr auf gut 530 Mio. Euro und hatten damit das Niveau aus dem Jahr 1997 unterschritten.

Die Venture-Capital-Investitionen, insbesondere im Frühphasensegment (Seed und Start-up), konnten sich seit dem Jahr 2003 bis heute nicht nachhaltig erholen. Nach einem deutlichen Anstieg im Jahr 2004 folgte im Jahr 2005 der Anstieg nur noch dank höherer Investitionen im Wachstumssegment (Expansion). Das Frühphasen-Segment musste erneut einen Rückgang hinnehmen. Im Jahr 2006 gingen die Venture-Capital-Investitionen insgesamt um 25% auf 812 Mio. Euro zurück. Neben geringeren Start-up-Finanzierungen ging der Rückgang diesmal auch zu Lasten der Expansionsfinanzierungen. Eine positive Entwicklung zeichnete sich jedoch im Seed-Bereich ab. Dieses Segment konnte in 2006 erstmals den seit 2000 anhaltenden Abwärtstrend brechen. Es folgte im Vergleich zum Vorjahr (2005) ein Anstieg der Investitionen von 6 Mio. Euro auf 23 Mio. Euro. Eingeleitet wurde diese Trendwende vor allem durch die Etablierung des High-Tech-Gründerfonds, der allein 49 Beteiligungen in diesem Jahr abschloss.

Abb.: 3.3



Für das Jahr 2007 zeichnet sich zumindest eine Fortsetzung der Erholung im Early-Stage-Bereich ab. Bereits in den ersten neun Monaten wurde ein Investitionsvolumen von rund 246 Mio. Euro verzeichnet, während die Early-Stage-Investitionen im gesamten Jahr 2006 bei 245 Mio. Euro lagen. Lediglich die Expansionsfinanzierungen liegen aktuell mit 231 Mio. Euro

vergleichsweise niedrig (Gesamtjahr 2006: 566 Mio. Euro). Insgesamt wurde somit im ersten Halbjahr 2007 rund 303 Mio. Euro Venture Capital investiert. Auch wenn in den letzten drei Jahren (2004 bis 2006) durchschnittlich 47% der Jahresinvestitionen im 4. Quartal registriert wurden, muss davon ausgegangen werden, dass die gesamten Venture-Capital-Investitionen (Early + Later Stage) im Jahr 2007 das Niveau aus dem Jahr 2006 nicht überschreiten werden.

Trotz der Erholungstendenzen liegt das aktuelle Investitionsvolumen in der langfristigen Betrachtung noch immer vergleichsweise niedrig. Im 10-Jahreszeitraum von 1996 bis 2006 wurden durchschnittlich 1,1 Mrd. Euro Venture Capital pro Jahr investiert. Der Early-Stage-Anteil lag durchschnittlich bei 42% (6% Seed und 36% Start-up), während der Anteil der Expansionsfinanzierung 60% betrug. In 2006 wurden hingegen nur 812 Mio. Euro mit einem Early-Stage-Anteil von 30% und einem Expansionsanteil von 70% investiert. Das durchschnittliche Wachstum (CAGR) seit dem Jahr 1996, in dem 375 Mio. Euro investiert wurden, beträgt rund 9% und fällt ebenfalls nur moderat aus.

3.3 Differenzierung der Investitionen nach Investoren

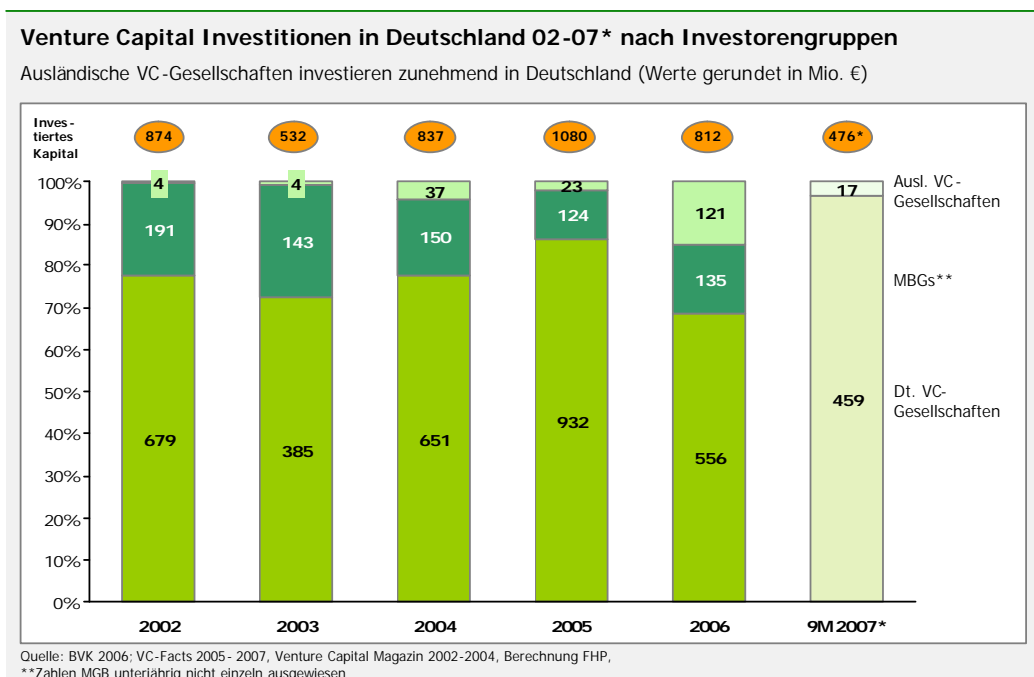
Die in der BVK-Statistik als VC-Gesellschaften bezeichneten Investoren standen innerhalb der letzten Jahre für 70 bis 80% des investierten Kapitals und sind somit die wichtigsten Akteure im deutschen VC-Markt. Zu der Gruppe der VC-Gesellschaften werden auch die Investitionen der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) und seit dem Jahr 2006 des Hightech-Gründer Fonds gerechnet. Die verstärkte Aktivität dieser beiden Gesellschaften innerhalb des letzten und des laufenden Jahres konnte zu einer deutlichen Belebung der Seed-Investitionen beitragen und kompensierte – zumindest teilweise – die Zurückhaltung privater Fonds in diesem Segment.

Seit dem Jahr 2001 differenziert der BVK zwischen den vorwiegend privatwirtschaftlich organisierten VC-Gesellschaften und den Investments der Mittelständischen-Beteiligungsgesellschaften (MBGs). Die 15 MBGs haben innerhalb der letzten sechs Jahre einen Anteil von rund 20% an dem gesamten investierten VC-Kapital aufgebracht. Investiert wird vorwiegend in reifere Unternehmen (71% in Expansion). Aus der Frühphase wurde sich sukzessive zurückgezogen, wengleich durch dedizierte Programme das Engagement bei jungen Unternehmen ausgebaut werden sollte. Anstatt des sonst üblichen Eigenkapitals wird in den meisten Fällen Mezzanine-Kapital in die Unternehmen eingebracht; nur in Einzelfällen werden diese mezzaninen Finanzierungen mit offenen Beteiligungen kombiniert. Für die Beteiligungsunternehmen erfordert dies in der Regel laufende Zinszahlungen. Nachdem dieser Kapitaleinsatz nur für Unternehmen mit einem stabilen Cashflow (ohne den Verzehr von Eigenkapital) zu be-

dienen ist, wird der hohe Anteil von Expansionsfinanzierungen evident. Zu den größten Anbietern gehören die Gesellschaften aus Baden-Württemberg und Bayern, die rund 46% der Investitionen auf sich vereinen.

Als weitere Gruppe kommen die schon oben erwähnten ausländischen Investoren hinzu. Bei diesen Gesellschaften handelt es sich um Investoren, die in der Regel aus dem Ausland operieren, über kein eigenes Büro in Deutschland verfügen und somit auch nicht in die Statistik des BVKs einfließen. Die Entwicklung der Investitionen nach Investorengruppen zeigt, dass diese Investoren auf Basis des investierten Kapitals in den letzten Jahren signifikant an Bedeutung gewonnen haben.

Abb.: 3.4



Im Jahr 2005 hatte diese Investorengruppe erstmals einen nennenswerten Anteil an den Gesamtinvestitionen und baute diesen im Jahr 2006 sogar bis auf 15% aus. Die Investitionen erfolgten vorwiegend in reifere Unternehmen, also Unternehmen in der Expansionsphase (61%) oder Start-up-Phase (39%). In dem Zeitraum 2005 bis zum dritten Quartal 2007 wurden insgesamt 161 Mio. Euro in 32 Unternehmen investiert. Die durchschnittliche Investitionshöhe lag somit bei 5,1 Mio. Euro und deutlich höher als die durchschnittliche Beteiligungshöhe von 1,1 Mio. Euro lokaler Investoren. Der relative Anteil der Anzahl der Beteiligungen ist hingegen entsprechend geringer und lag im Jahr 2006 bei rund 3% aller Beteiligungen.

Insgesamt wurden 32 Beteiligungen von 22 verschiedenen Gesellschaften registriert, die zum Teil mehrfach Beteiligungen in Deutschland abgeschlossen haben. Die meisten der 32 Beteiligungen erfolgten durch Gesellschaften aus Kontinentaleuropa. Führend waren hier Gesellschaften aus der Schweiz, Österreich und Frankreich. Ebenfalls besonders aktiv waren Gesellschaften aus Großbritannien; diese investierten insbesondere das meiste Kapital. Gleichauf mit den britischen Gesellschaften waren Investoren aus den USA. Hierzu zählten insbesondere Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften großer US-Konzerne. Die Gruppe der asiatischen Investoren ist durch Investoren aus dem nahen Osten und Südostasien vertreten und stellt sich als sehr fragmentiert dar – Investments scheinen vorwiegend opportunistischer Natur zu sein.

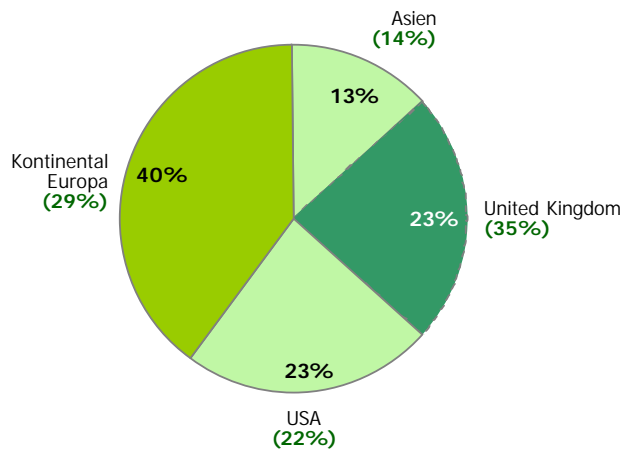
Abb.: 3.5

Herkunft der in Deutschland investierenden ausländischen VC-Gesellschaften

Europäische Gesellschaften dominieren

Herkunft ausländischer Investoren auf Basis Beteiligungen zwischen 2005 - September 2007:

- ▶ Anzahl Beteiligungen: 32
- ▶ Investiertes Kapital: 161 Mio. €



(%) = Basis investiertes Kapital

Quelle: BVK 2006; VC-Facts 2005 - 2007, Venture Capital Magazin 2002-2004, Berechnung FHP

Der Trend zu Investments durch ausländische VC-Gesellschaften in deutsche Unternehmen konnte in 2007 (noch) nicht bestätigt werden. Nachdem aber ein Großteil der Investitionen erfahrungsgemäß im vierten Quartal anfällt und die Investitionsvolumina in der Regel sehr hoch sind, wäre es zu früh von einem abklingenden Effekt auszugehen. Im Gegenteil: Im 4. Quartal 2007 wurden vereinzelte Transaktionen in zweistelliger Millionenhöhe verzeichnet, die auf ein weiteres Engagement hinweisen. Für eine Fortsetzung ausländischer Investitionen spricht vor allem die nach wie vor schwache Investitionsaktivität lokaler VC-Gesellschaften und deren Schwierigkeiten neue Fonds aufzulegen.

Für den wachsenden Einfluss ausländischer Gesellschaften spricht auch die Tatsache, dass diese zunehmend als Syndizierungspartner in Finanzierungsrunden eingebunden werden, die durch deutsche VC-Gesellschaften angeführt werden. In dem Zeitraum 2005 bis zum dritten

Quartal 2007 wurden durchschnittlich 12% der Investments privater VC-Gesellschaften mit ausländischen VC-Gesellschaften syndiziert.

Auch wenn dieser Anteil zunächst klein erscheint, muss berücksichtigt werden, dass in diesen syndizierten Finanzierungsrunden mehrere Parteien (bis zu fünf) einbezogen sind. Letztlich wirkten an den international syndizierten Beteiligungen insgesamt 89 ausländische Gesellschaften mit. Zieht man die Gesellschaften hinzu, die ohne deutschen Partner investiert haben, so kann konstatiert werden, dass in den letzten drei Jahren mindestens 105 ausländische Gesellschaften in Deutschland aktiv waren.

Um die Bedeutung ausländischer Gesellschaften für den deutschen VC-Markt näher zu bestimmen, soll daher eine zum BVK alternative Strukturierung des Anbietermarktes vorgenommen werden.

3.4 Anbieterstruktur in Deutschland

Die Struktur der in Deutschland aktiven VC-Investoren lässt sich demnach in vier Gruppen kategorisieren: Der Großteil der Gesellschaften investiert aus unabhängigen Fonds, die Kapital von institutionellen aber auch privaten Investoren verwalten. Es folgen öffentliche bzw. halböffentliche Beteiligungsgesellschaften der Landesbanken oder Sparkassenbeteiligungsgesellschaften. Hierzu würden wir auch die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) mit ihren Beteiligungs-Fonds (z.B. ERP-Startfonds) und den High-Tech Gründerfonds zählen.

Als dritte Gruppe sind die Corporate-Venture-Capital-Einheiten (CVC) von Industriebetrieben aktiv, die sich durch die Beteiligung an High-Tech-Unternehmen neben dem finanziellen Erfolg einen strategischen Mehrwert versprechen.

Insgesamt sind derzeit 102 Beteiligungsgesellschaften in Deutschland angesiedelt, deren Investitionsfokus vollständig oder zum Teil im Venture-Segment liegt. Im Jahr 2004 betrug die entsprechende Anzahl noch 132; dies entspricht einem Rückgang von 23%. Die Anzahl der Gesellschaften, die zwar am Markt offiziell noch existieren, aber keine neuen Investments (Erstinvestments) mehr abschließen, liegt laut unseren Untersuchungen bei über 30%.

Es ist somit davon auszugehen, dass von den derzeit 102 Gesellschaften lediglich zwischen 60 bis 70 Investoren aktiv in neue Unternehmen investieren.

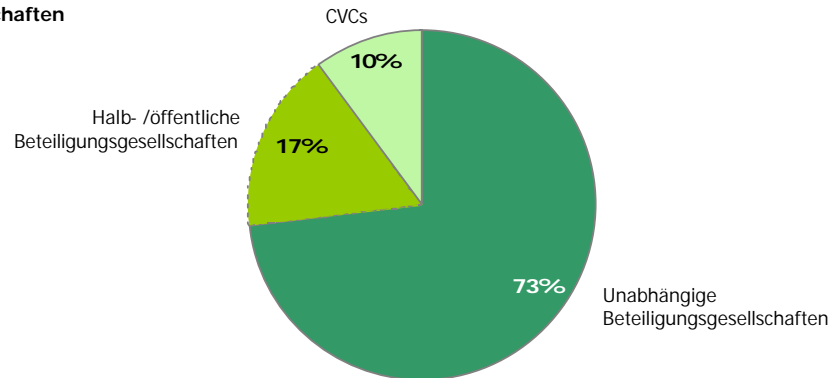
Abb.: 3.6

Anbieter-Struktur des deutschen Venture Capital-Marktes I

207 Beteiligungsgesellschaften mit Aktivitäten im Venture-Bereich (2005-2007)

207 Beteiligungsgesellschaften...

...davon 105 ausländische
Gesellschaften



Quelle: FHP Private Equity Consultants, 2007

Als vierte Gruppe kommen die 105 ausländischen Gesellschaften hinzu, die innerhalb der letzten zwei Jahre aus dem Ausland heraus in deutsche Unternehmen investiert haben oder bisher nur in Syndikaten mit deutschen Investoren investiert haben. Nachdem davon ausgegangen werden kann, dass diese Gesellschaften auch künftig in Deutschland investieren könnten, kann festgehalten werden, dass die (potenzielle) Anbieterstruktur im deutschen VC-Markt zunehmend durch ausländische Gesellschaften bestimmt ist.

Die künftige Entwicklung der Anbieterstruktur hängt wesentlich davon ab, in wie weit deutsche VC-Gesellschaften in der Lage sein werden, neue Fonds aufzulegen. Sollten sich, wie schon in den letzten Jahren, die Anzahl der (aktiven) Anbieter weiter verringern, dürfte dies zu einer Ausweitung der Investments durch ausländische VC-Gesellschaften führen. In dem folgenden Abschnitt soll daher die aktuelle Fundraising-Situation deutscher Gesellschaften analysiert werden.

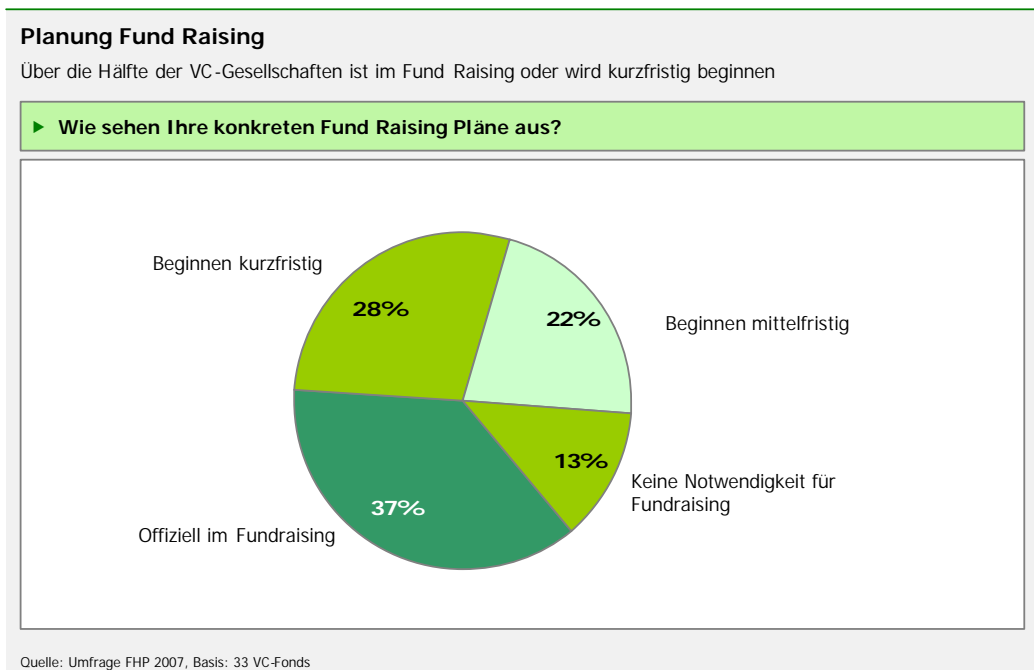
3.5 Auflegung neuer Fonds in Deutschland

In der Analyse wurden 38 VC-Gesellschaften schriftlich per Fragebogen nach ihren Aktivitäten und Strategien hinsichtlich der Auflegung neuer Fonds (Fundraising) interviewt. Der Rücklauf erfolgte von 33 Teilnehmern, so dass sich eine Rücklaufquote von 86% ergibt. Die Verteilung der Basis weist mit 76% eine Übergewichtung der unabhängigen VC-Gesellschaften auf und betont damit die Sicht des privatwirtschaftlichen Marktes. Weiterhin

sind drei Sparkassen nahe, aber weitgehend als unabhängige agierende Gesellschaften, vertreten (11%). Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften einzelner Großkonzerne wurden nicht berücksichtigt. Der befragte Kreis repräsentiert rund 60% der in Deutschland ansässigen privaten Gesellschaften. Auf Basis des Fondsvolumens, wird über 90% des Marktes abgedeckt. In Ergänzung zu der Datenerhebung per Fragebogen wurden vereinzelt „Tiefeninterviews“ mit Beteiligungsgebern durchgeführt, um die rein statistischen Angaben zu interpretieren und die Aussagen der Teilnehmer zu verifizieren. Insbesondere konnten anhand dieser Gespräche wertvolle (Hintergrund-) Informationen gewonnen werden, welche Gründe im Einzelnen zu den Antworten geführt haben.

Unsere Umfrage hat ergeben, dass 37% der privaten Venture-Fonds derzeit mit der Auflegung neuer Fonds beschäftigt sind und sich im Fund Raising befinden. Weitere 28% werden kurzfristig beginnen und 22% werden mittelfristig mit der Einwerbung von neuem Kapital starten. 13% sehen hingegen keine Notwendigkeit für die Auflegung neuer Fonds. Es handelt sich hierbei vorwiegend um Gesellschaften, die ihr Kapital von ihren Gesellschaftern, wie z.B. Sparkassen oder Aktionären, in Form von Kapitalerhöhungen beziehen.

Abb.: 3.7

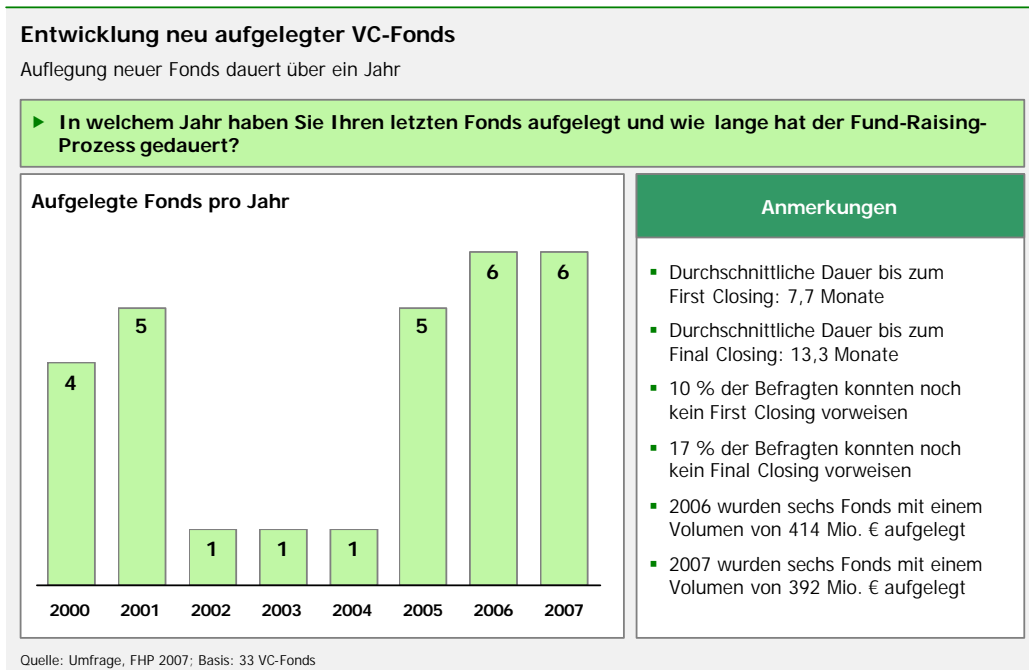


Insgesamt planen die VC-Gesellschaften Fonds, mit einem Gesamtvolumen von rund 1,9 Mrd. Euro aufzulegen. Dies entspricht einer durchschnittlichen Fondsgröße von 117 Mio. Euro. Typischerweise können mit diesem Fondsvolumen 15-20 Unternehmen finanziert werden, bis ein Teil dieser Unternehmen dann von dem Fonds verkauft oder an die Börse gebracht werden kann. Etwa 20% der Unternehmen – so der langjährige Durchschnitt –

werden hingegen nicht erfolgreich sein und müssen abgeschrieben werden. Vor diesem Hintergrund ist es für die Fonds wichtig, ausreichend zu diversifizieren. Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass Fonds über ein Volumen von mindestens 100 Mio. Euro verfügen sollten. Fondsgrößen von weniger als 50 Mio. Euro können unserer Einschätzung nach nicht mehr als zehn Beteiligungen (durch) finanzieren, ohne dabei das Risiko einzugehen, mögliche Nachfinanzierungen nicht mehr aus eigener Kraft darstellen zu können. Die fehlenden Mittel für Nachfinanzierungen waren eine der wesentlichen Ursachen für die sehr hohen Abschreibungsraten in den Jahren 2002 bis 2004. Vielen Investoren fehlte schlicht das Kapital, selbst zum Teil erfolversprechende Unternehmen weiter zu finanzieren.

Die derzeit im Markt zu beobachtende Fundraising-Welle hat bereits im Jahr 2005 eingesetzt. Viele der privat geführten Fonds waren zu diesem Zeitpunkt weitgehend investiert. Kapital für neue Beteiligungen stand kaum noch zu Verfügung und lag unseren Untersuchungen zufolge bei weniger als 500 Mio. Euro. Seit dem Jahr 2005 wurden darauf hin 17 neue Fonds aufgelegt. Allein in 2006 und 2007 wurden bis dato 12 Fonds mit einem Gesamtvolumen von rund 800 Mio. Euro aufgelegt – dies entspricht in etwa den derzeit jährlichen Venture-Capital-Investitionen in Deutschland (vgl. oben).

Abb.: 3.8

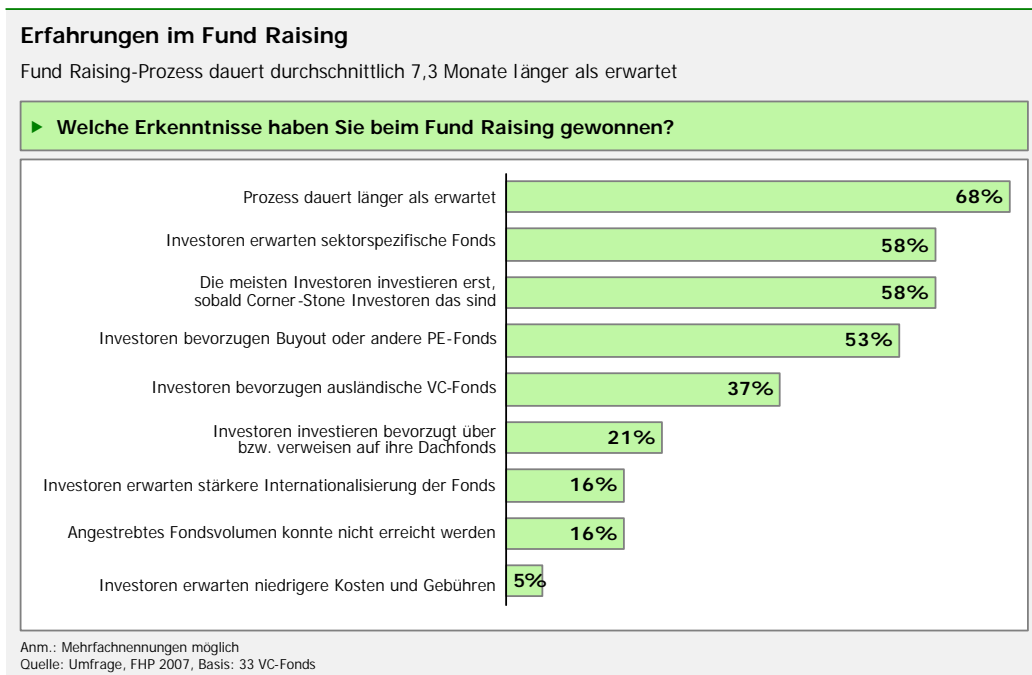


Die positive Entwicklung hinsichtlich der Anzahl der neu aufgelegten Fonds täuscht darüber hinweg, dass viele der Fonds ihr geplantes Zielvolumen noch nicht erreicht haben. Von den rund 800 Mio. Euro vereinen allein 350 Mio. Euro zwei Gesellschaften auf sich. Die restlichen Fonds weisen Volumina von deutlich weniger als 50 Mio. Euro auf und sind somit noch

„unterkritisch“ aufgestellt. Zwei Gesellschaften konnten überhaupt keine Mittel für ihre neu aufgelegten Fonds einwerben.

Aber auch für die übrigen Gesellschaften gestaltet sich der Fundraising-Prozess als Herausforderung. 68% gaben an, dass das Fundraising länger dauert als ursprünglich geplant. Im Durchschnitt waren dies 7,3 Monate, so dass insgesamt 13,3 Monate für den gesamten Prozess gebraucht wurden – sofern es zu einer erfolgreichen Schließung (Closing) kam.

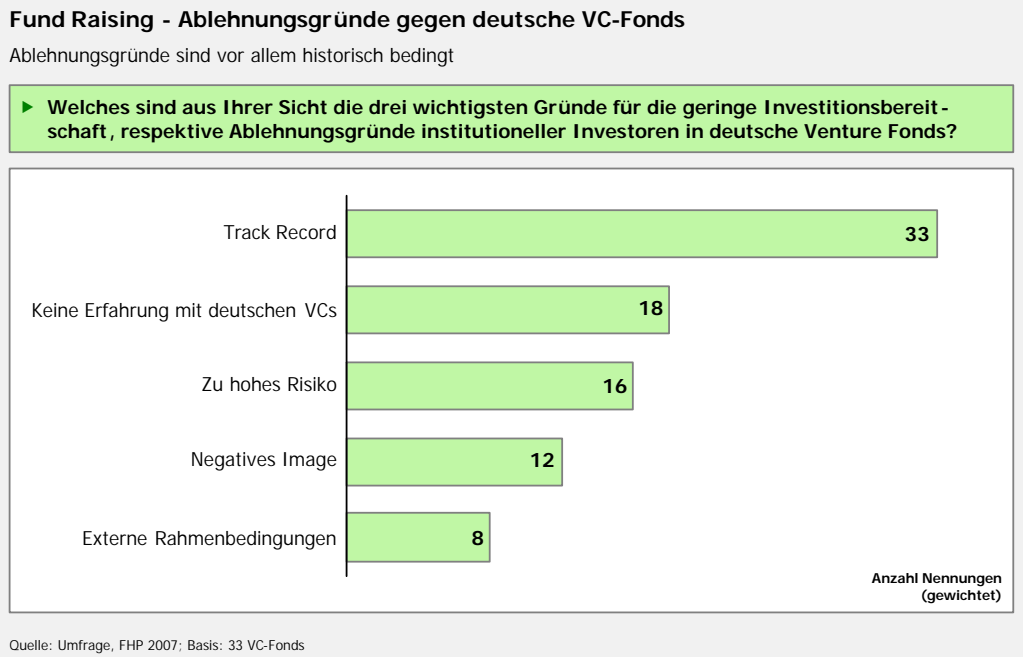
Abb. 3.9



Neben strategischen Fragestellungen, wie die Ausrichtung als Sektor spezifischer Fonds, ist eine weitere zentrale Herausforderung der zögernde Zuspruch von Investoren. Die meisten Fonds sehen sich mit dem Problem konfrontiert erst dann Investoren gewinnen zu können, wenn bereits ein erster Großinvestoren, ein so genannter Lead-Investor gezeichnet (committed) hat.

Aus Sicht der VC-Gesellschaften beruht die Ablehnung potenzieller Fonds-Investoren vor allem auf der schlechten Leistungsbilanz (Track Record) deutscher VC-Gesellschaften.

Abb. 3.10



Tatsächlich existierten bisher jedoch keine aussagekräftigen Statistiken über die Renditen von Venture-Capital-Investitionen in Deutschland. Es ist somit davon auszugehen, dass von Einzelbeispielen auf die gesamte Anlageklasse zurück geschlossen wird. Eine differenzierte, statistische Betrachtung ist insbesondere in der Anlageklasse Venture Capital von besonderer Bedeutung. Selbst in Volkswirtschaften, wie beispielsweise den USA, in denen sich die Anlageklasse etabliert hat, fällt die durchschnittliche Rendite aller Fonds ungünstig aus. Lediglich eine Spitzengruppe, zumeist als Top-Quartile definiert, erzielt angemessene Renditen.

Belegt wird diese offenkundig undifferenzierte Wahrnehmung von deutschem Venture Capital auch durch die Aussage, dass vielen potenziellen Investoren einfach die Erfahrung mit deutschem Venture Capital fehlt bzw. dies von vornherein mit einem negativen Image belegt ist.

Die Zurückhaltung potenzieller Investoren in Venture-Capital-Fonds basiert somit – aus Sicht der VC-Gesellschaften – vor allem auf weichen Faktoren. Gleichzeitig stellt sie aber das zentrale Problem für die Auflegung neuer Fonds dar. Aus diesem Grund soll im Folgenden die Gruppe der potenziellen Venture-Capital-Investoren detailliert analysiert werden.

Fazit:

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 Durchschnitt der letzten zehn Jahre. Erfreuliche Erholungstendenzen sind jedoch 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. Demgegenüber steht im Jahr 2007 (Januar-September) ein starker Rückgang der Expansionsfinanzierungen. Ursache hierfür dürfte die geringe Kapitalausstattung der privat geführten deutschen VC-Fonds sein, die sich vorwiegend in dieser Phase engagieren. Wenn gleich 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.

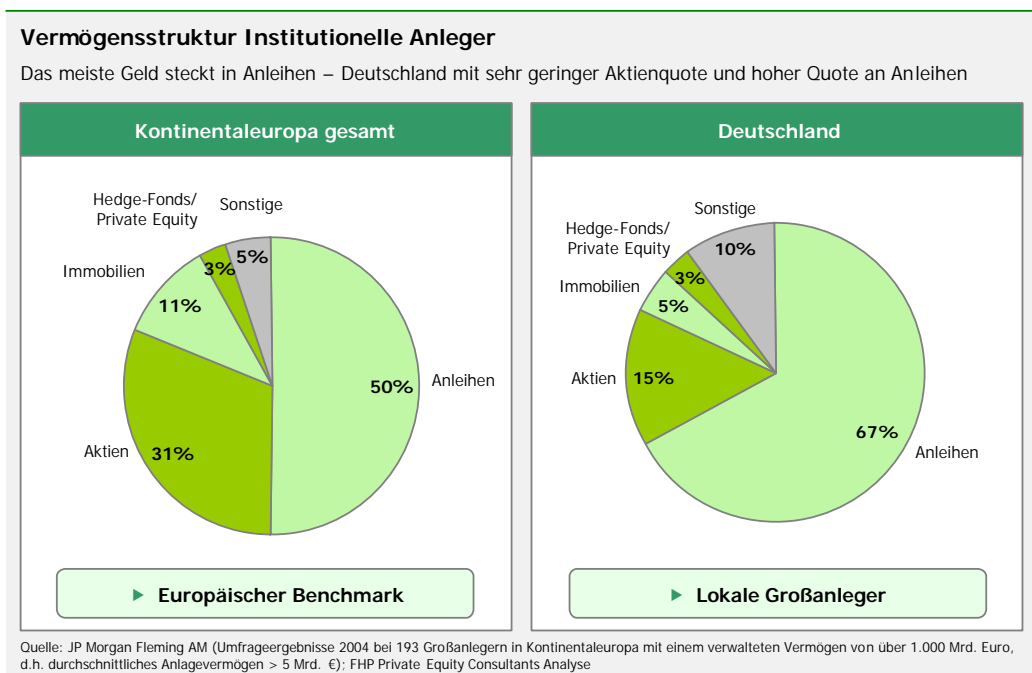
4 Investoren-Struktur in Deutschland/Europa

4.1 Einführung

Institutionelle Investoren sind allzeit darum bemüht, Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren, um Kapitalvermögen durch die Anlage in renditestarke Anlageformen zu vermehren. Im Mittelpunkt des Interesses der Investoren stehen dabei traditionelle Anlageformen wie Anleihen, Aktien und Geldmarktprodukte. Mit dem Einsetzen der Aktienbaisse im Frühjahr 2000 bis in das Jahr 2003 hinein und einer parallel anhaltenden Niedrigzinsphase bis 2006 machten sich Asset-Manager der Banken, Pensionseinrichtungen, Versicherungen, Stiftungen und Family Offices verstärkt auf die Suche nach alternativen Anlageklassen, auch wenn in den Jahren 2005 und 2006 sich die Börsen bereits wieder freundlich zeigten und die Zinsentwicklung auch wieder nach oben zeigte.

Dennoch bemühten sich nach den Erfahrungen der „Baissejahre“ alle Institutionen um die Entwicklung neuer Anlagestrategien, die den Renditeverfall bremsen sollen und zu mehr Diversifizierung beitragen. In logischer Folge gewannen Überlegungen zur strategischen Asset-Allokation an Bedeutung, wobei Kriterien, wie die mit der Kapitalanlage verbundenen Ziele, Anlagehorizonte und Risikobereitschaft berücksichtigt werden.

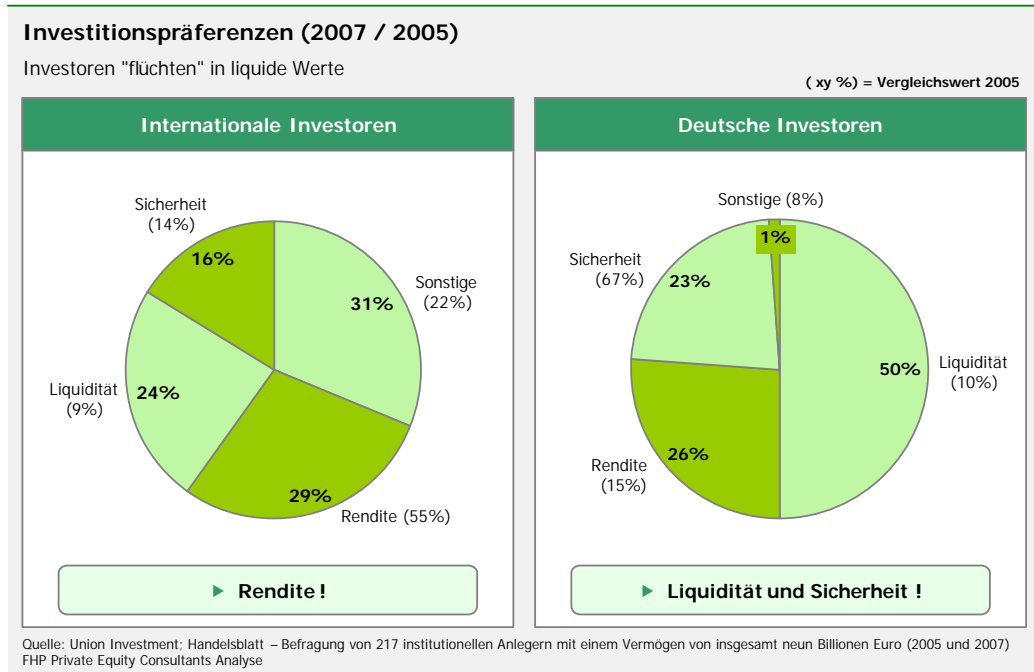
Abb.: 4.1



Auch wenn auf die traditionellen Anlageformen weiterhin die höchsten Allokationen entfallen, ist das Spektrum der Investitionsmöglichkeiten im Rahmen der Asset-Allokation erweitert und Spielraum für eine Diversifikation in alternative Anlagesegmente (Alternative

Investments) geschaffen worden. In diesem Umfeld gewann auch Private Equity inklusive des Segmentes Venture Capital als eine bedeutende alternative Anlageklasse an Bedeutung.

Abb.: 4.2



Wenn Investoren über den Schritt in die Anlageklasse Private Equity nachdenken, stehen zuerst die Renditeperspektiven und die Risikostruktur im Vordergrund. Viele Asset-Manager in führenden Institutionen möchten sich aufgrund der Renditepotenziale und Risikodiversifizierung mehr in Private Equity engagieren – so manche sind allerdings noch durch fehlende Transparenz, Konzernrichtlinien oder Liquiditätsanforderungen in ihrem Anlageverhalten eingeschränkt. Bei vielen institutionellen Investoren ist die Liquidität einer Kapitalanlage inzwischen wichtiger als deren Renditepotenzial.

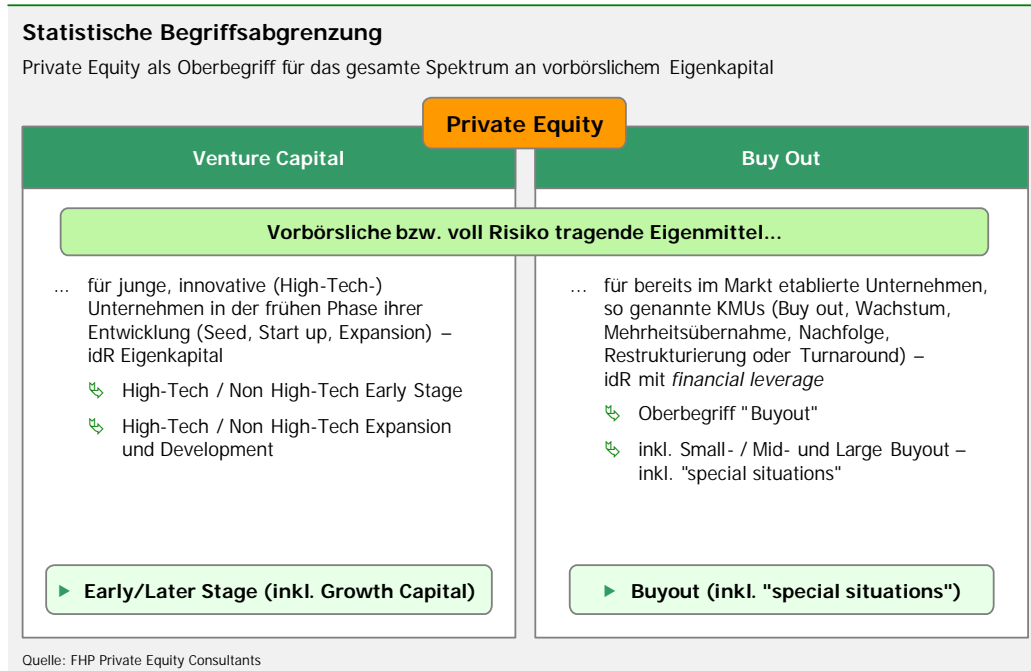
4.2 Private Equity

Private Equity beschreibt als Oberbegriff Eigenkapital-Beteiligungen an Unternehmen, die nicht an einer Börse gehandelt werden². Derartige Anlagen sind in der Regel langfristiger Natur und aufgrund eines begrenzten Sekundärmarktes relativ illiquide. Darüber hinaus ist der Private-Equity-Markt durch eine sehr geringe Transparenz gekennzeichnet, weshalb

² Diese Definition wird sowohl von den Fachverbänden, der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) als auch den institutionellen Investoren selbst verwendet und unterscheidet sich somit von der in der öffentlichen Diskussion landläufig eingeführten Nutzung des Begriffes „Private Equity“: Dabei wird Private Equity oft als Synonym für so genannte Mega-Buyout-Transaktionen verwendet und beinhaltet nicht die anderen Private-Equity-Segmente. Die Anzahl der Mega-Buyout-Transaktionen präsentieren jedoch weniger als 1% aller Private-Equity-Beteiligungen.

diese Anlagen mit einem höheren Informationsbedarf bzw. (Verwaltungs-) Kosten verbunden sind als beispielsweise Kapitalmarktanlagen.

Abb. 4.3



Dieses Schaubild verdeutlicht noch mal die Segmentierung der Anlageklasse „Private Equity“ in zwei Hauptsegmente: Einerseits das Segment „Venture Capital“ und andererseits das Segment „Buyout“ (inkl. nahe liegender Finanzierungsformen wie Restrukturierung oder Mezzanine). Grob unterteilt somit den Markt in das Frühphasen- (Venture Capital) und Spätphasengeschäft (Buyout-Finanzierungen). So wird speziell das Sub-Segment „Venture Capital“ mit hohem Risiko assoziiert und ist oft als Begriff bzw. Anlagesegment negativ in den Köpfen der verantwortlichen Personen auf Seiten der Anleger belegt.

Das generelle Interesse an Private Equity ist aber vor dem Hintergrund der Erweiterung des Diversifikationspektrums und höherer Renditen als bei klassischen Anlageformen stetig gewachsen. Dennoch ist diese Anlageklasse in Europa ein noch immer relativ junges Anlagesegment für institutionelle Investoren. Mit Ausnahme der angelsächsisch geprägten Länder (neben UK und Irland auch die Niederlande und Skandinavien) hat man sich in (Kontinental-) Europa lange Zeit auf traditionelle Anlageformen beschränkt. Hier findet aber ein Umdenken bei den führenden Institutionen bzw. potenziellen Investoren für Private Equity statt.

Zu den Investoren gehören vor allem Banken, Pensionseinrichtungen/Versorgungswerke und Versicherungen, aber auch Industrieunternehmen sowie Stiftungen, Family Offices und

Privatanleger. Auch ist die öffentliche Hand – aus zum Teil auch anderen Beweggründen – stark investiv tätig. Dabei gibt es sowohl nach Investorentyp als auch nach Land deutliche Unterschiede hinsichtlich der Bedeutung als auch des Hintergrundes als Private-Equity-Investor.

4.3 Investorengruppen

Investoren in Venture-Capital-Fonds sind weitestgehend die gleichen Investoren, die sich auch an Private-Equity-Fonds beteiligen (vgl. auch Kapitel 6). Die einzelnen Kapitalquellen für Private-Equity im Allgemeinen und Venture Capital im Speziellen sowie deren Bedeutung als auch nachfolgend die Dachfonds als spezifisches Investitionsvehikel sollen im Folgenden näher erläutert werden:

4.3.1 Banken

Die Kreditwirtschaft zählt zu den großen Branchen in Deutschland. Allerdings charakterisiert sich die deutsche Bankenlandschaft durch einen hohen Grad an Zersplitterung. Im europäischen Vergleich hat Deutschland den mit Abstand größten Bankensektor – trotz der Konsolidierung in den letzten Jahren: So ist die Zahl der deutschen Kreditinstitute, hauptsächlich durch Zusammenschlüsse, von 3.420 (1997) auf aktuell etwa 2.300 gesunken (private Banken, Sparkassen, Genossenschaftsinstitute). Und der Konsolidierungsdruck wächst weiter, auch vor dem Hintergrund der aktuellen US-Immobilienkrise. Die durchschnittliche Bilanzsumme der Institution nahm dementsprechend über die Jahre zu und liegt aktuell bei rund drei Mrd. Euro – die größten 100 Institute haben eine Bilanzsumme von knapp 8.000 Mrd. Euro, sprich 80 Mrd. Euro im Durchschnitt.

Sehr früh haben die meisten Banken eigene Beteiligungsgesellschaften gegründet. Bis heute gehören Banken europaweit zu den bedeutendsten Investoren in Private-Equity- bzw. Venture-Capital-Fonds. Hierbei wird sowohl die Erzielung einer angemessenen Rendite als auch die Generierung eines „Cross-Selling-Potenzials“ angestrebt, weil man über die Funktion als klassischer Fremdkapitalgeber hinaus beispielsweise auch die gesamte Corporate-Finance-Palette von der Fusionsberatung, der Akquisitionsförderung bis hin zur Emissionsberatung anbieten und damit Erträge erwirtschaften möchte. Insbesondere regional tätige Banken investieren häufig ausschließlich über eigene (captive) Private-Equity-Gesellschaften.

Das Engagement von Banken ist auch vor dem Hintergrund der seit Anfang der 90er Jahre geltenden Basel I-Bestimmungen zu sehen, denen zufolge Risikoaktiva gemäß der Acht-

Prozent-Regel mit Eigenkapital unterlegt werden müssen. Basel II – seit Anfang 2007 in Kraft – hat an dieser Vorgehensweise grundsätzlich nichts geändert, aber die Bestimmungen modifiziert bzw. verschärft. Durch die in Basel II enthaltenen Bestimmungen soll (im Prinzip) eine risikogerechtere Eigenkapitalunterlegung – je nach Rating des Geschäftspartners – ermöglicht werden. So werden Private Equity-Fondsanlagen als auch Direktbeteiligungen (eine sachlich nicht nachvollziehbare Gleichbehandlung) der Banken je nach Rating mit einem Prozentsatz von bis zu 370% (i.d.R. 290 bis 370%) gewichtet, meist abhängig vom internen Rating der Bank (die daraus resultierenden „risikogewichteten Aktiva“ sind mit jeweils 8% Eigenkapital (Standardsatz) zu unterlegen). Am Ende ist es für die Bank eine (betriebswirtschaftliche) Kosten-Nutzenanalyse bzw. Entscheidung zwischen den Kosten der (hohen) Eigenmittel-Unterlegung sowie den Gewinnerwartungen mit Private Equity-Fondsanlagen.

Banken waren über die letzten zehn Jahre noch für 21% der Investitionen in europäische Private-Equity-Fonds verantwortlich. Die nun aber in Basel II geforderte höhere Risikogewichtung (grundsätzliche 30%ige Kapitalunterlegung) von Investitionen in Private-Equity-Fonds könnte dazu führen, dass Banken ihre Investitionsaktivitäten auf Fondsebene in dieser Anlageklasse (weiter) reduzieren. Oft konnte man in der Vergangenheit bei den Banken aber auch ein sehr pro-zyklisches Investitionsverhalten beobachten. Insofern gehen wir davon aus, dass die Banken bei der nächsten Markterholung wieder verstärkt in Private Equity einsteigen werden.

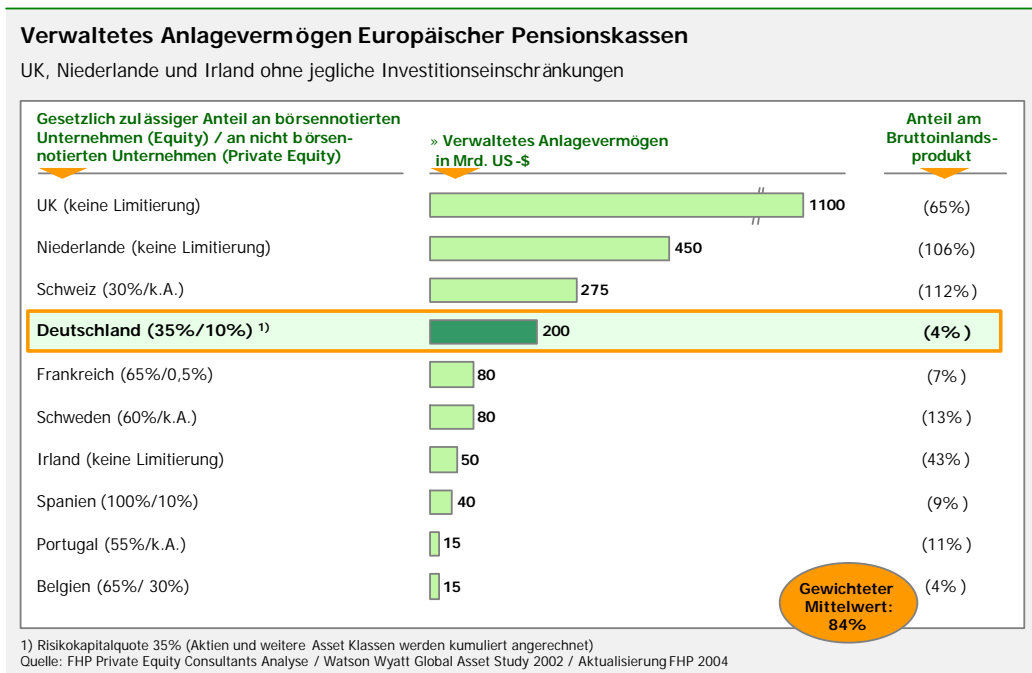
4.3.2 Pensionsfonds

Pensionsfonds gehören in Europa zu den wichtigsten Investoren in Private-Equity-Fonds. Europa weist hinsichtlich der Verbreitung von Pensionsfonds und deren Anlagepolitik große länderspezifische Unterschiede auf. Während in Großbritannien, den Niederlanden, Irland, Dänemark und der Schweiz bereits etablierte Altersvorsorgesysteme auf der Basis von Pensionsfonds bestehen, weisen insbesondere die südeuropäischen Länder wie Spanien, Portugal und Italien entweder keine oder nur in Ansätzen eine fondsgebundene Altersvorsorge auf.

Andere Länder wie beispielsweise Deutschland, Frankreich, Österreich oder Luxemburg befinden sich inmitten eines Reformprozesses zu einem fondsgestützten Rentensystem und setzen durch die Verabschiedung von gesetzlichen Rahmenbedingungen sowie steuerliche Anreize auf die freiwillige und betriebliche Altersvorsorge als Ergänzung zu der staatlichen Altersversorgung. Die geringe Verbreitung von Pensionsfonds in diesen Ländern liegt vor allem daran, dass die betriebliche Altersvorsorge über betriebsinterne Rückstellungen

abgedeckt wird und es bislang so gut wie keine Pensionsfonds nach angelsächsischem Muster gibt. Insbesondere in Deutschland sind die Pensionseinrichtungen, hierzu gehören neben den Pensionsfonds im weiteren Sinne auch die Pensionskassen und Versorgungswerke, als betriebliche Altersversorgung im Vergleich zu anderen Industrieländern ausgesprochen schwach vertreten. Ihr verwaltetes Anlagevermögen machte Ende 2004 nur knapp vier Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) aus. In den USA beträgt das von den Pensionsfonds verwaltete Anlagevermögen knapp 100% des BIP, in UK gut 65% und in den Niederlanden lag die Quote sogar bei 106%.

Abb.: 4.4



Die wenigen deutschen Pensionsfonds (24) sowie Pensionskassen/Versorgungswerke investieren überwiegend in festverzinsliche Wertpapiere und Darlehen (siehe hierzu auch „Industrieunternehmen“). Dagegen besteht in UK das Vermögen der Fonds zu fast 70% aus Aktien, in den USA zu 60%. Damit sind Pensionsfonds in diesen Ländern ein wichtiger Geldgeber für Aktiengesellschaften. Zugleich stützen sie auch den Private-Equity-Markt.

In den USA stammen rund 50% der Mittel, die Private-Equity-Gesellschaften aufnehmen, aus Pensionsfonds. In Europa sind es im Durchschnitt über die letzten zehn Jahre 24%, wobei sich dieser Anteil in den UK beispielsweise auf über ein Drittel beläuft, in Deutschland hingegen auf unter zehn Prozent.

Aus diesen Relationen lässt sich ableiten, welche hohen Potenziale für die Mittelbeschaffung den Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland langfristig noch zur Verfügung stehen. Hier

setzt auch die Europäische Venture Capital Association (EVCA) mit ihren Aktivitäten an. Ganz oben auf der Agenda steht weiterhin die Gewinnung von Pensionsfonds für die Anlageklasse Private Equity in Europa. Pensionsfonds sollten sich vermehrt in Venture Capital / Private Equity und somit in „produktivem Kapital“ engagieren. Über eine entsprechende Portfolio-Diversifizierung sollte ein geringes Ausfallrisiko bestehen bleiben – so müssten auch zögerliche Gremien überzeugt werden können.

(Im Rahmen des folgenden Abschnittes „Versicherungen“ wird das Thema Pensionskasse i.S. Versicherungsunternehmen quantitativ weiter aufgegriffen.)

[Exkurs: Das von US-Pensionsfonds verwaltete Anlagevolumen beträgt laut OECD rund acht Billionen US-\$, von denen bis zu acht Prozent in Private Equity investiert sind. In Einzelfällen werden noch ganz andere Dimensionen erreicht: Corporate-Pensionsfonds wie von der Versicherung AMP (10%) oder von Walt Disney (20%), öffentliche Pensionsfonds wie Washington State (20%) oder Pensionsfonds von Universitäten wie in Chicago (40%) haben einen signifikant hohen Private-Equity-Anteil.

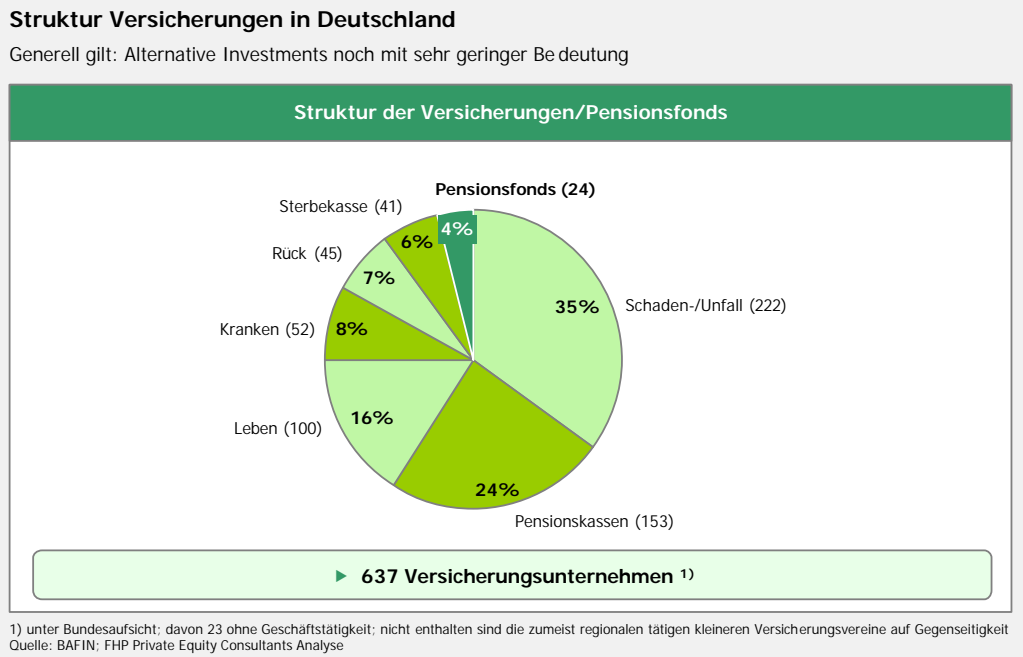
Demgegenüber stellt sich das von europäischen Pensionsfonds verwaltete Vermögen von knapp drei Billionen US \$ als vergleichsweise bescheiden dar. Noch deutlicher wird dieses Missverhältnis, wenn berücksichtigt wird, dass unter den weltweit fünfzig größten Pensionsfonds lediglich neun europäische Fonds anzutreffen sind.]

4.3.3 Versicherungen

Deutschland ist nach den USA, Japan und UK mit Prämieinnahmen von über 150 Mrd. Euro der viertgrößte Versicherungsmarkt. Betrachtet man das Prämienaufkommen gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) besteht im internationalen Vergleich, vor allem in der Lebensversicherung, noch Entwicklungspotenzial. Noch immer spielen in Deutschland die staatlichen Sozialsysteme eine größere Rolle als in anderen Ländern.

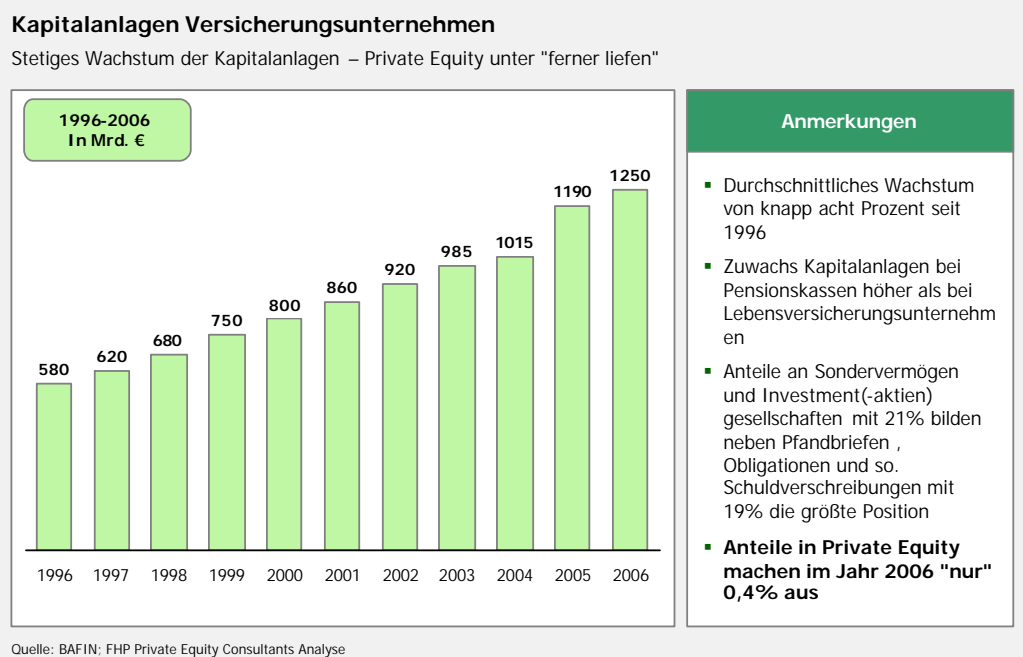
Am deutschen Erstversicherungsmarkt sind rund 450 Versicherungsunternehmen zugelassen – hinzukommen rund 200 Pensions- und Sterbekassen. Ergänzend behauptet Deutschland seinen Platz als global führender Rückversicherungsstandort: Insgesamt sind in Deutschland gut 40 Rückversicherungsunternehmen aktiv, diese erwirtschaften rund 40 Mrd. Euro Prämienvolumen (über ein Viertel des Weltmarktes).

Abb.: 4.5



Die Bedeutung und das Wachstum der deutschen Versicherungswirtschaft kommen auch in der Entwicklung ihrer Kapitalanlagen zum Ausdruck – aktuell verwalten diese knapp 700 Versicherungsunternehmen über 1,2 Billionen Euro und haben sich damit über die letzten zehn Jahre fast verdoppelt:

Abb.: 4.6



Die gesamten Kapitalanlagen aller Versicherungsunternehmen (ohne Pensionsfonds) erhöhten sich im Jahr 2006 um knapp 5% auf exakt 1.246 Mrd. Euro gegenüber 2005 – davon liegt über 50% bei Lebensversicherungen. Der größte Anlageblock entfällt weiter auf festverzinsliche Anlagen – die Aktienquote liegt weiterhin bei international relativ niedrigen 9,5% im Durchschnitt. Im Bereich Hedge-Fonds liegen die Versicherer mit einer durchschnittlichen Quote von 0,4% des gebundenen Vermögens weit unter der regulatorischen Höchstgrenze von 5%. Und ähnlich verhält es sich mit Private Equity, obwohl Private Equity grundsätzlich eine geeignete Anlageklasse für Versicherungen ist. Denn wegen der Langfristigkeit und der Absolute-Return-Orientierung passt Private Equity sehr gut zur Kapitalanlagestrategie von Versicherungen, vor allem der Lebensversicherer – Einschränkungen gibt es aufgrund der Illiquidität und Langfristigkeit der Anlage dagegen bei Schaden-/Unfall- und Rückversicherern. Private Equity liegt aktuell bei 0,4% im Jahr 2006 (0,3% im Vorjahr) – in absoluten Zahlen: 4,6 Mrd. Euro 2006 versus 3,9 Mrd. Euro im Vorjahr (Zuwachs von knapp 20% allerdings auf kleiner Basis). Auf Private Equity entfällt somit weiterhin nur ein sehr geringer Anteil der Kapitalanlagen.

Sinkende Aktienkurse und niedrige Zinsen hatten auch die deutschen Versicherungskonzerne Anfang des neuen Jahrtausends hart getroffen. Besonders schwer litten die Assekuranten unter der Baisse an den Aktienmärkten – parallel gingen die Renditen an den Anleihemärkten nach unten, was die Zinseinnahmen verringerte und die Bilanzen zusätzlich in Mitleidenschaft zog. Da es an den Börsen seit 2003 wieder aufwärts geht und die lange Phase extrem niedriger Zinsen offensichtlich vorbei ist, werfen die Kapitalanlagen der Assekuranz wieder einen höheren Ertrag ab. Die ein oder andere strategische Entscheidung „Private Equity“ als Anlageklasse aufzunehmen, fällt so wieder von der Agenda. Dennoch sind Versicherer trotz dieser jüngsten Zinserholung auf der Suche nach alternativen Kapitalanlageformen, um ihr Vermögen stärker zu diversifizieren und letztlich krisenfester zu machen.

Ein langer Kapitalbindungszeitraum, ein noch wenig ausgeprägter Sekundärmarkt und die damit verbundene Illiquidität stellen einige Versicherungen vor die Grundsatzfrage eines Private-Equity-Investments. Auch scheuen einzelne Asset-Manager grundsätzlich den Schritt in Richtung Private Equity, weil sie aufgrund der fehlenden Transparenz die neuen Risiken nur sehr begrenzt abschätzen können. Sie verzichten zu Gunsten kurzfristiger Erträge aus Anleihen oder Immobilien auf die langfristigen Chancen bei Private Equity. Dagegen sind einzelne Versicherungen im angelsächsischen Raum, Skandinavien, Benelux oder USA mit einem zweistelligen Anteil sehr gut mit dem alternativen Bereich (u.a. Private Equity) gefahren und wollen dort auch weiterhin wachsen, um unabhängiger von der allgemeinen Zinsentwicklung zu sein.

Allerdings hält mittlerweile aber auch eine zunehmende Zahl an deutschen Versicherungen die Diversifizierung über alternative Anlagen für wichtig, weil auch Rentenpapiere mit langen Laufzeiten sowie Aktien mit hohen Risiken behaftet sind. So erwirtschafteten Rentenpapiere mit kurzen Laufzeiten in den letzten Jahren nicht einmal mehr den Garantiezins – aktuell liegt das Zinsniveau aber wieder rund ein Prozent über der durchschnittlichen Garantieverzinsung (dreißigjährige Anleihen liegen etwa bei 4,6% Verzinsung – das durchschnittliche Garantieniveau der Versicherungen aktuell bei etwa 3,4%). So sucht die Branche weiter nach neuen Wegen, um die Rendite zu steigern – mit der traditionellen „asset allocation“ lassen sich signifikante Gewinnzusagen der Assekuranzen scheinbar nicht mehr erfüllen. Die Kapitalanlage bzw. „Anlageperformance“ wird, insbesondere bei Lebensversicherern, zur strategischen Wettbewerbskomponente und ein wichtiger Wettbewerbsfaktor.

Die regionalen Unterschiede in Europa sind markant: So ist in anderen europäischen Ländern der Spielraum bei der Geldanlage größer – moderatere Anlagerestriktionen ermöglichen grundsätzlich eine höhere Performance. Deutsche Versicherer dürfen nur bis zu 35% in Aktien investieren (inkl. Hedge-Fonds, Private Equity und sonstige High-Yield-Anlagen) – und aufgrund des Fehlens eigener Regeln für die Anlageklasse Private Equity wird diese bislang beim Risikomanagement (Stresstest) wie börsennotierte Aktien behandelt. Diese Behandlung bedarf u.U. einer grundlegenden Überarbeitung, denn sie erfolgt einerseits unabhängig von den Eigenschaften des Private-Equity-Portfolios; darüber hinaus korreliert sie relativ schwach mit der Börsenentwicklung und weist deutlich geringere Volatilitäten auf. Im Ausland können die stillen Reserven zudem anders berechnet werden – das „verschafft Luft“ für wettbewerbsfähigere Konditionen.

Im Einzelfall greift der Staat proaktiv ein, um die volkswirtschaftliche Bedeutung von Venture Capital zu „hebeln“: Im Jahr 1998 wurden beispielsweise bereits in Frankreich die so genannten „DSK-Richtlinien“ für Lebensversicherungen eingeführt, benannt nach dem damaligen Finanzminister Dominique Strauss-Kahn. Durch Steuervorteile erhielten die Versicherungen damit Anreize, sich stärker bei Venture-Capital-Fonds zu engagieren. Europaweit sind inzwischen Bestrebungen zu erkennen, die Anlageverordnungen der Versicherungen vor dem Hintergrund der sich wandelnden und zunehmend internationaler ausgerichteten Kapitalanlagepolitik weiter zu liberalisieren (z. Bsp. im Rahmen von Solvency II). Auch Investitionen in Private Equity könnten dadurch an Bedeutung gewinnen.

4.3.4 Industrieunternehmen

Die Anlage überschüssiger Liquidität ist eine häufig unterschätzte Aufgabe der Finanzabteilungen großer Konzerne. Auch deshalb ist unserer Einschätzung zufolge der Kreis

der unter reinen Asset-Management-Aspekten in externe Private-Equity-Fonds investierenden Großunternehmen sowohl in Europa als auch in Deutschland sehr klein. So gehört das Thema „Anlagemanagement“ allerdings auch nicht zu den vorrangigen Unternehmenszielen von Industrieunternehmen, auch wenn Liquiditätsmanagement aktuell höher im Kurs steht. Die wenigen Industrieunternehmen, die sich ernsthaft mit der Anlageklasse Private Equity unter dem Aspekt Asset-Management beschäftigen, sind laut unserer empirischen Analyse mit deutlich unter einem Prozent ihres gesamten Anlagevermögens aktiv. Konzerne betrachten sich grundsätzlich nicht als „institutioneller Investoren i.e.S.“ und maßen sich auch nicht an, sich eine qualifizierte Meinung über alternative Anlageformen zu bilden. Enorme Schwankungsbreiten und das Halten von strategischer Liquidität beeinflussen das Anlageverhalten von Industrieunternehmen und erschweren den Zugang zu langfristigen Anlagen wie Private Equity.

Auf wachsenden Druck der internationalen Finanzmärkte mussten deutsche Konzerne aber in den vergangenen Jahren ihre Pensionsrückstellungen besonders stark aufstocken – Hauptgrund dafür ist die Umstellung auf die internationale Rechnungslegung IFRS. Während in den Niederlande oder in den UK Pensionspläne der Unternehmen mit 92 bzw. 89% durch Vermögenswerte wie Fonds oder Pensionskassen gedeckt sind, liegt diese Quote in Deutschland nur bei 60% – der Rest erscheint zum größten Teil als Pensionsrückstellung in der Bilanz. Doch neuerdings nehmen auch immer mehr deutsche Konzerne ihre Verpflichtungen aus der Bilanz heraus und nutzen immer häufiger ausgelagerte Pensionsfonds (*siehe auch Abschnitt Pensionsfonds*) zur Absicherung ihrer Mitarbeiter. Gesetzliche Vorschriften für Pensionsfonds hinsichtlich Anlagerichtlinien gibt es keine, insofern sind hier detaillierte Vorgaben (z. Bsp. Anlagerichtlinien für hochriskante Anlagen) der Unternehmen gefragt.

Die meisten Industrieunternehmen konzentrieren sich auf den strategischen Vorteil von Private-Equity-Investitionen und gründen eigene Corporate-Venture-Capital-Einheiten (CVC) – wie z.B. Chemie-, Energie- und Telekom-Konzerne -, für die ein gewisses Fondsvolumen bewilligt wurde oder Kapital aus dem laufenden Budget zur Verfügung steht. CVC-Einheiten sind Bestandteil der strategischen Ausrichtung von Großunternehmen. Der Erfolg einer CVC-Einheit besteht neben der Erreichung von Renditezielen vor allem in Form des Wissens- und Technologietransfers zwischen Konzern und Markt. Gerade letzterer lässt sich allerdings schwer quantifizieren, womit die Existenzberichtigung der CVC-Einheit im Konzern oft schwer zu rechtfertigen ist und in Phasen des wirtschaftlichen Abschwungs immer wieder in Frage gestellt wird. Aktuell – auch dank des wirtschaftlichen Aufschwungs – haben sich Konzerne wie Bertelsmann, Bosch oder DuMont wieder dazu entschlossen, CVC-Fonds aufzulegen.

Laut EVCA stammen derzeit knapp fünf Prozent aller Brutto-Investitionen in Europa von industriellen Investoren. In den USA liegt der Anteil bei etwa 15%. Anders als in den USA, wo Intel in einzelnen Jahren beispielsweise etwa ein Drittel seines Konzernergebnisses durch CVC-Aktivitäten erwirtschaftet hat, haben CVC-Einheiten in Europa bis dato keinen signifikanten Einfluss auf das Gesamtergebnis der Konzerne ausüben können.

Auf europäischer Ebene erwarten wir keine nennenswerte Zunahme der Investitionsaktivitäten von Industrieunternehmen in externe Private-Equity-Fonds, auch wenn mit zunehmend besseren Geschäften das Thema Kapitalanlage für immer mehr Unternehmen an Bedeutung gewinnen wird. Corporate-Venture-Capital wird dagegen weiterhin auf der Agenda ausgewählter Groß-Konzerne bleiben bzw. erscheinen und (ausgelagerte) Pensionsfonds deutscher Industrieunternehmen werden zunehmend als Investoren in den gesamten Bereich „Alternative Investments“ auftreten.

4.3.5 Stiftungen

Das gesamte Stiftungsvermögen in Deutschland ist in den letzten Jahren durch die Entwicklung an den Kapitalmärkten, aber auch durch den starken Anstieg neuer Stiftungen deutlich gestiegen. Allein in den letzten fünf Jahren wurden über 4.000 Stiftungen neu gegründet. Von dem Aktienboom der letzten Jahre haben in erster Linie aber nur die großen Stiftungen profitiert, da nur diese in nennenswertem Umfang in Aktien investiert sind. Denn die "richtige" Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen erfordert umfangreiche Kenntnisse der Kapitalmärkte. Da die originäre Aufgabe der Stiftungsorgane in der Verwendung der Stiftungserträge für den Stiftungszweck und nicht in der Generierung der Erträge liegt, haben Stiftungen mehrheitlich Bedarf an professioneller Beratung.

Stiftungen setzen sich zum Ziel, einerseits das Stiftungsvermögen in seiner Substanz zu erhalten, andererseits dauerhaft hohe Erträge zu erwirtschaften. Sie stehen damit vor einer doppelten Herausforderung: Um hohe Erträge erwirtschaften zu können, müssen Stiftungen grundsätzlich höhere Anlagerisiken eingehen. Zugleich erfordert jedoch der Erhalt des Stiftungsvermögens eine risikoärmere Anlagestrategie. Die ausschließliche Anlage in festverzinslichen Wertpapieren bester Bonität sichert zwar das Grundstockvermögen, doch attraktive Erträge können in dem derzeitigen Zinsumfeld nicht erzielt werden. Entscheidend ist also die Beimischung weiterer Anlageklassen, die bei einem vertretbaren Risiko attraktivere Renditen versprechen. Private Equity kann auch Stiftungen helfen, das Risiko ihrer Vermögensanlagen zu streuen.

Die Zahl der Stiftungen in Deutschland steigt unablässig. Die fünfzehn größten Stiftungen nach privaten Rechts in Deutschland verwalten knapp 20 Mrd. Euro an Kapital. Neben vier großen Stiftungen mit einem Anlagevermögen von jeweils über eine Mrd. Euro (Robert Bosch; Landesstiftung Baden-Württemberg, Volkswagen Stiftung und Deutsche Bundesstiftung) verwalten die restlichen elf Stiftungen ein Vermögen von zwischen 250 Mio. und gut 800 Mio. Euro. Daneben gibt es aber zahlreiche kleine bzw. Kleinststiftungen – der Bundesverband Deutscher Stiftungen zählt allein rund 2.700 Stiftungen als Mitglieder. Insgesamt gibt es in Deutschland rund 13.500 rechtsfähige Stiftungen bürgerlichen Rechts.

Das gesamte deutsche Stiftungsvermögen wird auf über 60 Mrd. Euro geschätzt, aber erst seit kurzem sind erste Stiftungen als Private-Equity-Investor aktiv. Rund 95% aller inländischen rechtsfähigen Stiftungen bürgerlichen Rechts sind gemeinnützige Stiftungen. D. h. sie verfolgen ausschließlich und unmittelbar gemeinnützige, mildtätige oder kirchliche Zwecke, die auch als gemeinnützige Zwecke im weiteren Sinne bezeichnet werden und sind damit steuerbefreit.

Das (Vermögens-) Potenzial ist groß, doch schon allein aufgrund der geringen Vermögensgröße kommt im Prinzip nur eine sehr kleine Zahl an Stiftungen (ca. 10) als Private-Equity-Investoren in Frage. Sollten Vermögen aber bei Dienstleistern (wie z. Bsp. beim Stifterverband für die Deutsche Wissenschaft) gebündelt werden können, kommt Private Equity sofort auf die Agenda. Allerdings gibt es aus Sicht deutscher Stiftungen noch spezielle rechtliche Schwierigkeiten wie beispielsweise die Thematik Stiftungszweck und realer Kapitalerhalt (*siehe hierzu auch Rahmenbedingungen*), die eine meist sehr aufwändige und komplexe Lösung benötigen. Neidisch schaut da wohl jede Stiftung nach UK oder über den großen Teich in die USA, wo die Stiftungen der US-Universitäten Yale oder Harvard nicht nur für exzellente Lehre und Forschung bekannt sind, sondern sich auch als Asset-Manager einen sehr guten Namen gemacht haben: Private Equity ist mit einem Anteil von fast 20% ein signifikanter Baustein des Portfolios bei Yale – allerdings auf Basis einer anderen und liberaleren Rechtslage: US-Stiftungen können im Gegensatz zu ihren deutschen Kollegen außerordentliche Erträge (z.B. Kursgewinne) erzielen und jährlich ausschütten, womit ein stärkerer Fokus auf höchste Performance und somit Aktien und alternative Anlagen gelegt wird. Und damit haben die US-Stiftungen deutlich höhere Renditen erzielt als die meisten ihrer europäischen Kollegen.

4.3.6 Family Offices

Family Offices sind zunehmend zu einem festen Bestandteil des europäischen Private-Equity-Geschehens geworden und ihr Investitionsbeitrag in die Anlageklasse nimmt kontinuierlich

zu. Insbesondere herrscht unter den Family Offices eine positive Grundeinstellung gegenüber Private Equity. In Europa existieren etwa ca. 500 aktiv investierende Family Offices (ca. ein Fünftel in Deutschland) – davon verwalten etwa bis zu 100 ein Vermögen von über 1 Mrd. Euro³. Die Durchschnittsallokation in Private Equity liegt im zweistelligen Bereich (ca. 12%).

Auch in Deutschland sind Family Offices eine Konstante als Fondsinvestoren, insbesondere auch in der sonst so arg gebeutelten VC-Szene. Deutschland verfügt über ein großes Potenzial an vermögenden Unternehmerfamilien. Am aktivsten sind solche Family Offices in Private Equity oder Venture Capital, die eigens von mehreren Familienmitgliedern gegründet wurden (so genanntes „limited-member single family office“). Family Offices neigen stärker zu breiter gestreuten Kapitalanlagen – neben der Rendite und der unternehmerischen Nähe stehen geringere Volatilitäten im Vordergrund, um in Private Equity zu investieren. Grundsätzlich agieren sie aber sehr im Anonymen, da es um die Verwaltung privater, wohlhabender Familienvermögen geht.

4.3.7 Privatanleger

Lange Zeit waren Investitionen in das Wachstumssegment „Private Equity“ nur institutionellen Anlegern (Banken, Industrie, etc.) vorbehalten. In den letzten Jahren öffnete sich dieses lukrative Segment aber auch immer mehr für Privatanleger. Privatanleger können dabei direkt in einen einzelnen Beteiligungsfonds investieren oder sich für die grundsätzlich weniger risikoreiche Dachfonds-Strategie entscheiden. Dadurch, dass ein Dachfonds in unterschiedliche Partnerfonds investiert, wird das Risiko für den Anleger gestreut. Desweiteren findet der Privatanleger im Prinzip nur über eine Dachfonds-Konstruktion (indirekten) Zugang zu den weltweiten besten Fonds. Denn bedeutende Fonds, die meist auf institutionelle Investoren spezialisiert sind, werben Tranchen in Millionenhöhe ein. Dachfonds-Konzepte wie Publikumsfonds (Retail-Fonds), die auch Privatanleger ansprechen, haben wesentlich geringere Mindestanlagen, die im vier- oder fünfstelligen Euro-Bereich liegen.

Mittlerweile gibt es in Deutschland etwa 15 namhafte Emissionshäuser, die neben traditionellen Produkten aus der Schifffahrt und im Bereich Immobilien auch Private Equity-Produkte ins Leben gerufen haben und somit Privatanlegern die Tür zu dieser Anlageklasse öffnen. Denn auch bei den privaten Haushalten und deren Geldvermögensbildung ist ein Trend weg von den klassischen Sparprodukten der Kreditinstitute hin zu alternativen

³ EVCA (2007): Europe's Family Offices, Private Equity and Venture Capital

Anlageklassen zu beobachten. Die Aktieneuphorie, die angesichts des Höhenfluges an den Börsen in den Jahren 1999/2000 das Bild beherrschte, hat sich mit der Trendwende der Notierungen allerdings schon wieder deutlich abgekühlt. Dennoch wächst das Interesse seitens der Privatanleger sich im vorbörslichen Bereich oder alternativen Segmenten zu engagieren. Private Equity gewinnt somit auch für Privatanleger bzw. für die Beimischung ins Portfolio zunehmend an Bedeutung und Transparenz.

Im Jahr 2006 sind laut einer Studie von Scope Research ca. 2 Mrd. Euro für Private Equity bei deutschen Privatanlegern eingesammelt worden – Private Equity erreicht damit bei den geschlossenen Fonds einen bis dato noch nie erreichten Marktanteil von über 20% und liegt damit an dritter Stelle hinter den „Klassikern“ Schiffe (25%) und Immobilien (37%) – gegenüber 2005 (1 Mrd. Euro) hat sich Private Equity auf Basis des Volumens mehr als verdoppelt. Die am Markt gängigen Produkte fokussieren sich aber eindeutig auf das Segment „Buyout“. Insgesamt wurden im Jahr 2006 knapp 10 Mrd. Euro Eigenkapital für geschlossene Fonds eingesammelt bzw. platziert.

Nach unseren Einschätzungen wird das Jahr 2007 für Private Equity von einem Rückgang beim eingesammelten Kapital im Retail-Markt geprägt sein, da der „Risikoappetit“ der Privatanleger sich sehr zyklisch verhält und auch in Anbetracht der Finanzmarktkrise wieder (kurzzeitig) deutlich nachgelassen hat. Dennoch ist davon auszugehen, dass sich die Anlageklasse Private Equity inkl. des dazugehörigen Segments Venture Capital auch im Privatanlegerbereich etabliert hat und langfristig, trotz Zeitgeist bedingter Schwankungen, weiter an Bedeutung gewinnen wird. Ausschließlich auf Venture Capital ausgerichtete Produkte werden aber nur eine untergeordnete Rolle spielen.

4.3.8 Die öffentliche Hand als „Sonderfall“

Auf der Seite der öffentlichen Hand sind es vor allem zwei (überregional) aktive Institutionen, die sich als Fondsinvestoren in deutsches Venture Capital hervortun – der Europäische Investitionsfonds (EIF) sowie die KfW. Daneben existiert eine Reihe von regional tätigen „Fördermodellen“ (wie z. Bsp. NRW.BANK):

Der EIF ist ein „PPP“-Modell und wird zu 60% von der Europäischen Investitionsbank (EIB), zu 30% von der EU-Kommission und zu 10% von Finanz-Institutionen gehalten. Zur Stimulierung des deutschen VC-Marktes wurde im Jahr 2004 ein 500 Mio. Euro Dachfonds, hälftig aus ERP- und EIF/EIB-Mitteln gespeist, mit einer Laufzeit von 5+15 Jahren aufgelegt. Der Fokus dieses Dachfonds liegt auf Venture Capital in Deutschland – über eine

Öffnungsklausel kann europaweit investiert werden. Es wird eine durchschnittliche Beteiligung in Höhe vom Fondsvolumen von 30% angestrebt (mindestens 10%).

Der Dachfonds verfolgt einen kommerziellen Ansatz und möchte darüber hinaus möglichst viel Kapital von privaten/institutionellen Investoren mobilisieren. Mit zugesagten Beteiligungen in Höhe von gut 275 Mio. Euro an 11 Fonds seit seiner Auflegung im Januar 2004 hat sich der ERP-EIF-Dachfonds als wichtiger Kapitalgeber für deutsche Venture-Capital-Fonds etabliert – allerdings schwerpunktmäßig in die etablierten lokalen VC-Fonds, womit der Dachfonds nur ansatzweise den ursprünglichen „Fördergedanken“ erfüllt.

Parallel ist am deutschen Markt die Kreditanstalt -für-Wiederaufbau (KfW) im Rahmen ihres Risikokapitalprogrammes regelmäßig als Fondsinvestor aktiv – hierbei handelt es sich um einen offenen Fonds („Evergreen-Vehikel“). Pro Jahr sollen etwa zwischen 200 und 250 Mio. Euro (in ca. 10 Zielfonds) investiert werden – im Jahr 2006 wurden beispielsweise 14 Zielfonds mit einem Volumen von ca. 400 Mio. Euro gezeichnet. Der Fokus dieses Fonds liegt aber neben Venture auch auf Later-Stage und Buyout – Deutschland soll dabei etwa 80% ausmachen. Ähnlich wie der EIF strebt die KfW eine durchschnittliche Beteiligung von (maximal) 30% an – bei einer durchschnittlichen Beteiligungshöhe von 20 bis 25 Mio. Euro. Auch dieses Programm verfolgt neben einem generellen „Förderansatz“ kommerzielle Ziele in Höhe von ca. 10% IRR.

[Exkurs: Interessanterweise hat auch in den USA der Staat die Entwicklung der VC-Industrie in den Anfangsjahren unterstützt. Er förderte zum Beispiel die VC-Beteiligungen von Privatpersonen durch eine Berücksichtigung von Kapitalverlusten bei der Berechnung des zu versteuernden Einkommens. Auch nahm die Regierung eine aktive Rolle bei der Unternehmensfinanzierung ein. Zu den Meilensteinen zählte hier vor allem der 1958 verabschiedete Small Business Investment ACT (SBA), der unter anderem die Gründung so genannter Small Business Investment Companies (SBICs) forcierte.

Diese von der Small Business Administration lizenzierten privaten Beteiligungsgesellschaften sollten den Finanzbedarf junger Unternehmen in der Gründungs- und ersten Wachstumsphase decken. Neben der steuerlichen Besserstellung bestand der Vorteil für die SBICs vor allem in dem schnellen Zugang zum staatlichen Kapitalmarkt. Dort konnten sie zum einen Darlehen von bis zu drei Dollar je privat eingelegtem Dollar zu attraktiven Konditionen zur Erhöhung des Fondsvolumens abrufen und zum anderen staatliche Garantien zur Risikobeschränkung in Anspruch nehmen.

Beide Institutionen stellen eine wichtige, verbleibende Stütze für die deutschen VC-Fonds dar, sind aber natürlich auf die „Unterstützung“ und Mobilisierung weiterer privater, institutioneller Investoren in hohem Maße angewiesen.

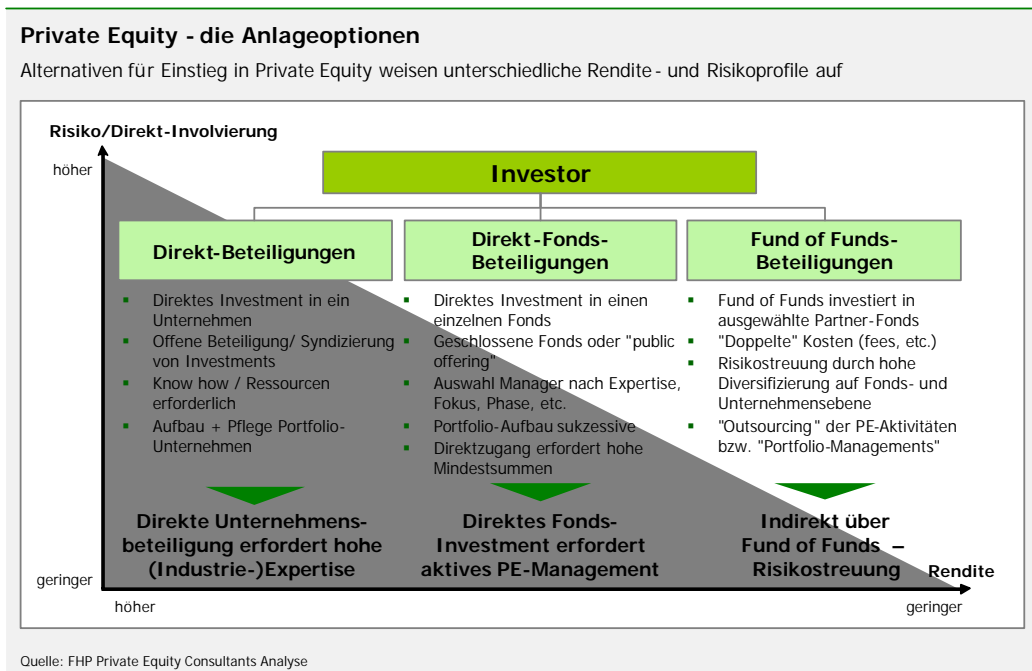
4.4 Zugangsoptionen zur Anlageklasse Private Equity

Was alle Investorengruppen gemein haben, sind Rahmenbedingungen sowie notwendige strategische Überlegungen hinsichtlich der Auswahl des Zugangsvehikels, die im Vorfeld eines Private-Equity-Engagements evaluiert werden müssen. Die Komplexität und der Gebrauch spezifischer vertraglicher Vereinbarungen variiert je nach Investitionsvehikel.

Grundsätzlich können wir aus der empirischen Analyse und den persönlichen Gesprächen aber ableiten, dass eine Mindestgröße von 1 Mrd. Euro Anlagevermögen bei jedem institutionellen Investor vorhanden sein muss, um den Schritt in Richtung Diversifizierung über Alternative Investments zu vollziehen – Institutionen in der Größenordnung zwischen 500 Mio. Euro und 1 Mrd. Euro bewegen sich ggfs. noch in einer „Grauzone“, wo es sehr stark vom Einzelfall abhängt.

Letztendlich kann jeder Investor für die Ausgestaltung der Anlagestrategie im Prinzip zwischen drei Alternativen auswählen:

Abb.: 4.7



Der Investor kann sich für die direkteste Variante entscheiden und einzelne Unternehmen identifizieren und finanzieren. Alternativ kann er sich direkt bei einzelnen Fonds finanziell engagieren oder er wählt die indirekte Variante und investiert in Dachfonds, die wiederum in verschiedene Einzelfonds (meist Mischung aus unterschiedlichen Strategien) investieren. Jede dieser drei Varianten steht für ein unterschiedliches Risikoprofil, erfordert unterschiedliche Ressourcen und Expertise, besitzt aber auch unterschiedliche Renditepotenziale.

Je mehr Ebenen zwischen dem institutionellen Investor und dem Portfolio-Unternehmen (targets) grundsätzlich vorhanden sind, umso höher ist die Diversifikation, desto geringer aber auch der direkte Zugang und Einblick in die Ziel-Fonds oder Zielunternehmen.

4.4.1 Direktbeteiligung an Unternehmen

Eine Direktbeteiligung stellt für den institutionellen Investor die unmittelbarste Art dar, sich in der Anlageklasse Venture Capital zu engagieren. Direktbeteiligungen sind die eigentliche unternehmerische Herausforderung für jeden Investor und stellen das Kerngeschäft des Private-Equity-Marktes dar. Der Investor investiert in diesem Fall sein Kapital direkt in einzelne Unternehmen und tritt gegenüber den Ziel-Unternehmen analog zu einer Beteiligungsgesellschaft direkt als Gesellschafter auf. Dies erfordert aber unternehmerische Erfahrung, tiefgehendes Know-how in der jeweiligen Industrie und eine intensive Beschäftigung mit seinem Investment. Nur wenige institutionelle Investoren besitzen diese Expertise und Ressourcen.

4.4.2 Beteiligungsfonds/Beteiligungsgesellschaften

Ein potenzieller Investor hat die Möglichkeit, sein Kapital direkt in einzelne Beteiligungsfonds anzulegen. Die meisten Beteiligungsgesellschaften sind nicht börsennotiert, so dass der Investor direkt in ein Fonds-Vehikel investiert, das von einer Management-Gesellschaft verwaltet wird. Diese investiert wiederum über spezialisierte Fachleute (Beteiligungsmanager) in Unternehmen ausgewählter Zielbranchen oder Unternehmensphasen. Dies verspricht höhere Renditechancen als beispielsweise eine Investition in einen breiter gestreuten Dachfonds, ist aber auch dementsprechend risikoreicher. Denn seitens des Zielfonds werden meist nur eine begrenzte Zahl an Unternehmen ausgewählt (10 bis 20), wodurch die Fondsrendite stark abhängig von der Performance weniger Unternehmen ist. Vorteil eines direkten Fonds-Investments ist die Nähe des Investors zu dem operativen Private-Equity-Geschäft.

Auch börsennotierte Beteiligungsgesellschaften stellen eine Anlageoption dar. Der Vorteil für die Investoren besteht hierbei darin, dass jederzeit ein Börsenkurs ermittelt wird, zu dem Aktien gekauft oder verkauft werden können. Aus Sicht des Anlegers wird damit die eingeschränkte Fungibilität bei Private Equity in eine liquide Anlageform verwandelt. Ein (Aktien-) Investment ist aber sehr stark abhängig von der allgemeinen Börsenlage und weniger vom tatsächlichen Wert des Portfolios. So erwiesen sich Investitionen in börsennotierte Beteiligungsgesellschaften aufgrund der Kurskorrekturen in den Jahren 2001 bis 2003 als sehr volatil.

4.4.3 Dachfonds (Fund-of-Funds)

Eine dritte Anlagemöglichkeit bietet sich Investoren in Form von Dachfonds. Insbesondere bei fehlenden oder nur eingeschränkten internen Ressourcen (Mitarbeiter, Expertise und Prozesse) neigen Investoren zu einer Investition in einen oder mehrere Dachfonds. Diese investieren wiederum in Private-Equity-Fonds, die sie vorher analysiert und ausgewählt haben. Indem der Investor indirekt an einer Vielzahl von Unternehmen beteiligt ist, wird die Basis breiter und das Risiko geringer. Dadurch wirkt sich beispielsweise der Ausfall oder Konkurs eines einzelnen Unternehmens kaum auf die Gesamtertritte des Fonds bzw. für den Anleger aus. Eine größere Risikostreuung wird durch ein diversifiziertes Portfolio erzielt.

Erfahrene Investoren nutzen die Dachfonds-Variante gerne als strategische Ergänzung. Auch zeigt sich, dass Investoren ein Dachfonds-Investment zwar als Einstieg in die Anlageklasse nutzen – über die Jahre und der damit gewonnenen Erfahrung sich aber sukzessive und vermehrt den Direkt-Investments in Einzelfonds widmen.

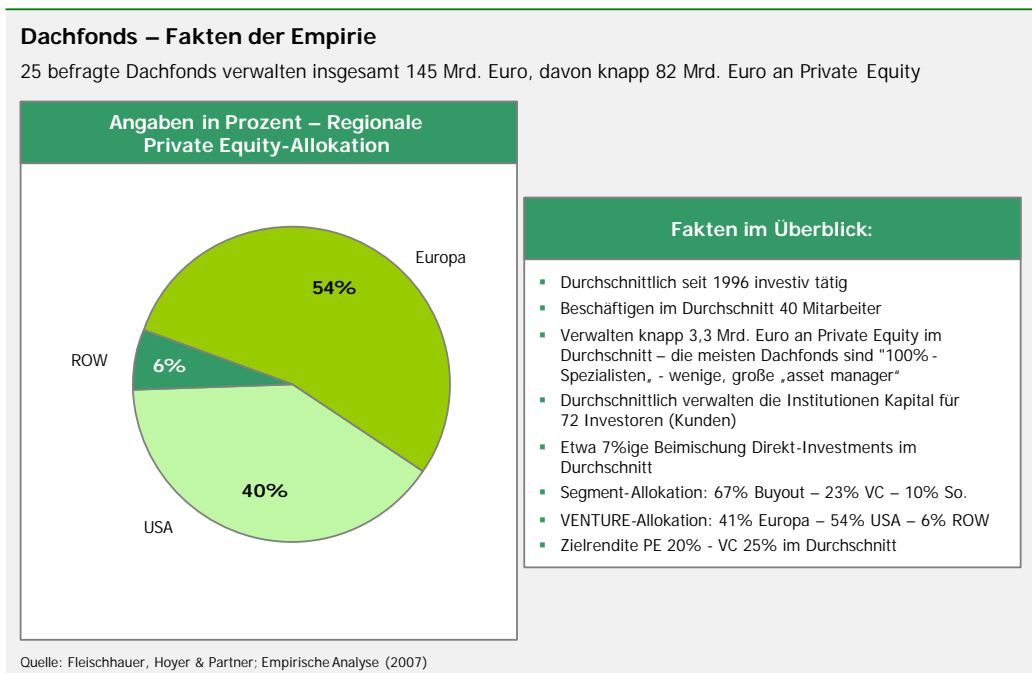
4.4.3.1 Fund-of-Funds als spezifische Anlageform für Institutionelle und Private – „Umwegbeteiligung“

Ähnlich wie Banken, Pensionskassen, Versicherungen und Industrieunternehmen treten auch die Fund-of-Funds als Investoren und damit als Limited Partner gegenüber den Beteiligungsgesellschaften auf. Andererseits sammelt ein Private-Equity-Fund-of-Funds seine finanziellen Mittel auch bei den vorab genannten Investorengruppen ein und reicht diese dann gemäß einer kommerziellen Strategie, die sich an Investitionsphasen, geographischer Verteilung und anderen Kriterien orientiert, an ausgewählte Zielfonds weiter. Auf diese Weise realisiert der Investor in Fund-of-Funds eine größtmögliche Diversifikation seiner Anlage, für die er allerdings auch höhere Gebühren entrichtet (zusätzlicher „fee layer“).

Gemäß den Aussagen unserer Interviewpartner können wir die Annahme treffen, dass sich Neueinsteiger oder unerfahrene Investoren zunächst über einen oder mehrere Fund-of-Funds an die Anlageklasse Private Equity herantasten. Aber auch erfahrene Investoren arbeiten gerne mit Fund-of-Funds-Spezialisten zusammen, um bestimmte Regionen oder Segmente (wie z.B. Venture Capital) aufgrund fehlender interner Expertise oder (finanzieller) Ressourcen abzudecken.

Konnten europäische Zielfonds in 1999 erst etwa vier Prozent der insgesamt eingeworbenen Mittel bei Fund-of-Funds einwerben, so stieg laut EVCA der Anteil der Fund-of-Funds bis 2006 auf 18% an.

Abb.: 4.8



Gemäß internen Datenbanken von FHP existieren gut 80 Fund-of-Funds in Europa bzw. 150 weltweit. An unserer empirischen Erhebung haben 25 (europäische) Fund-of-Funds teilgenommen, die allesamt in Deutschland investiv tätig sind – davon drei schwerpunktmäßig im „Retail-Bereich“ unterwegs. Diese repräsentieren im Bereich Private Equity insgesamt gut 80 Mrd. Euro Anlagevermögen (Assets-under-Management), d.h. im Durchschnitt knapp 3,3 Mrd. Euro bei einer großen Bandbreite von teilweise unter 100 Mio. Euro bis über zehn Mrd. Euro. Regionaler Schwerpunkt dieser befragten Dachfonds ist Europa.

Als wichtigste Anforderung an einen Fund-of-Funds wird das „Spezialistentum“ der Fund-of-Funds genannt. Es folgt der Zugang zu Top-Fonds und somit eine damit einhergehende

„Gatekeeper“-Funktion. Haben wir bereits über die Komplexität der Anlageklasse Private Equity gesprochen, so überrascht es nicht, dass die Private-Equity-Expertise der Spezialisten als vermeintlicher Vorteil hervorgehoben wird. Viele Investoren finden aufgrund limitierter Ressourcen nicht den Zugang zu den global besten Fonds. Die Bündelung von Investorengeldern öffnet den Dachfonds oft erst den entsprechenden Zugang zu diesen Spitzenfonds. So ist im Venture-Bereich in den USA der Zugang sehr limitiert. Alle Fund-of-Funds rühmen sich damit, den besten Zugang zu den globalen Top-Fonds zu haben – alle können dort aber nicht investiert sein.

Die Unterschiede bei der für die Auswahl der Ziel-Fonds zu Grunde liegenden Kriterien sind nur schwer zu differenzieren. Mit einem Dachfonds-Engagement gibt der institutionelle Investor die Entscheidungshoheit über die Auswahl der Zielfonds nach außen. Zu berücksichtigen sind bei einem Dachfonds-Engagement allerdings die doppelten Management-Gebühren, die ein Investor zu tragen hat. Eine reine betriebswirtschaftliche Kalkulation bedarf aber einer differenzierten Betrachtung aus Sicht des institutionellen Investors und nicht nur einer reinen Kostenanalyse: Den anfallenden Kosten für den Aufbau „einer eigenen Mannschaft“ muss eine Einschätzung über die „Inhouse-Kompetenz“ und Renditepotenziale gegenübergestellt werden.

4.4.3.2 Besonderheit der Publikumsfonds („Retail“)

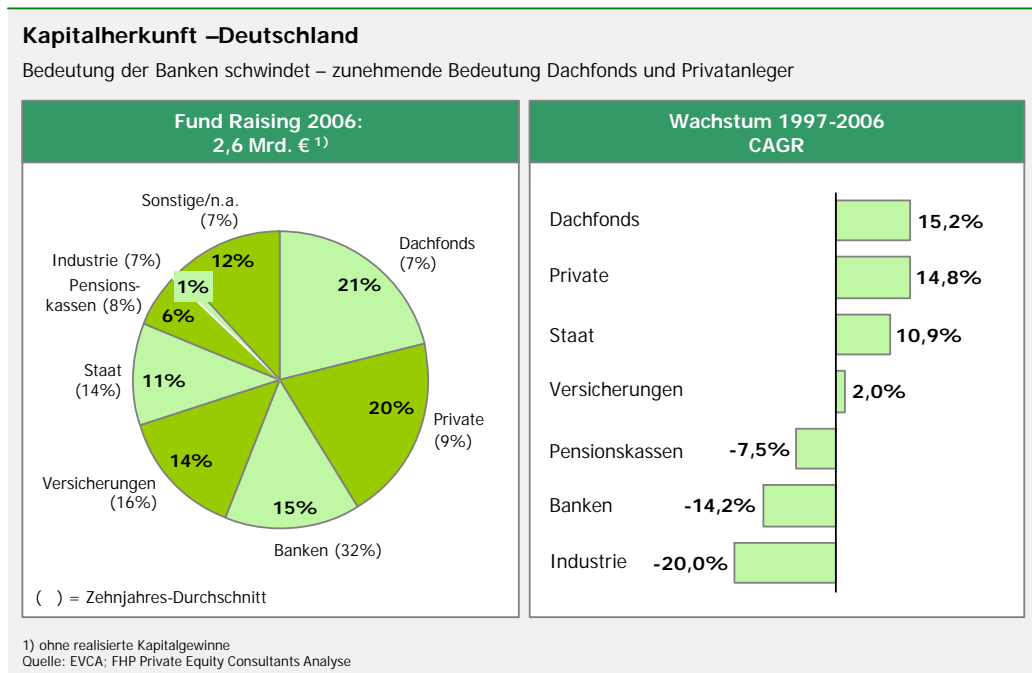
Wie bereits vorab geschildert (s. *Erläuterungen „Privatanleger“*) sind für viele Privatanleger aufgrund der hohen Mindestvolumina als auch Zugangsbeschränkungen bei Private-Equity-Fonds ausgewählte Dachfonds die einzige Möglichkeit, Zugang zu der Anlageklasse Private Equity zu erhalten.

Denn institutionelle Anleger dominieren die Anlageklasse Private Equity – Zugangsbeschränkungen für Privatanleger sind durch hohe Mindestanlagesummen gegeben. Die meisten am Markt existierenden Produkte bieten den Einstieg ab 5.000 Euro Mindestanlagesumme an. Über die letzten zehn Jahre stammten europaweit nur etwa 7% der Gelder der Private-Equity-Fonds von Privatanlegern – in Deutschland lag der Anteil bei neun Prozent.

4.5 Investitionen in Private-Equity-Fonds – quantitative Dimensionen

In Deutschland wurden im letzten Jahr (2006) etwa 2,6 Mrd. Euro (ohne realisierte Kapitalgewinne) von Private-Equity-Fonds eingesammelt.

Abb.: 4.9

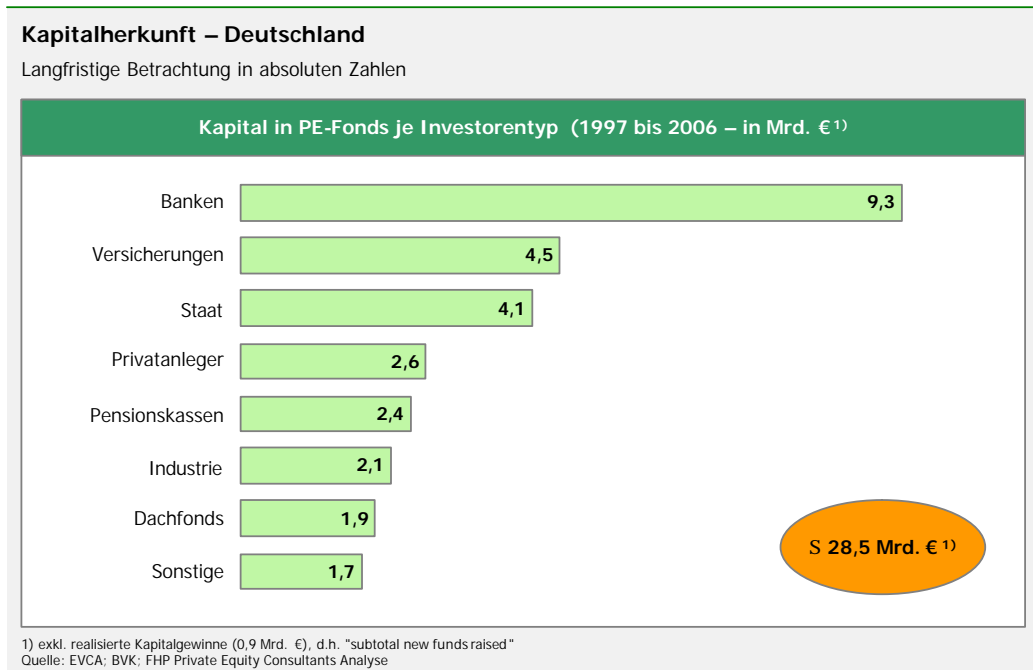


Als bedeutendste Investoren haben sich in diesem Jahr erstmalig die Dachfonds hervor getan – mit einem Anteil von 21%. Die Dachfonds sind auch jene Gruppe von Investoren, die über die letzten zehn Jahre – neben den aufkommenden Privatanlegern – das höchste Wachstum als Kapitalgeber verzeichnet und somit kontinuierlich an Bedeutung gewonnen haben. Langfristig betrachtet waren und sind Banken die wichtigsten Kapitalgeber für Private-Equity-Fonds. Das meiste Kapital floss bis dato seitens der Banken in die lokalen Private-Equity-Fonds.

Gegenwärtig ist dort aber eine stärkere Zurückhaltung zu spüren und es werden weniger „captive“-Strukturen am Markt beobachtet – das Verhalten der Banken ist sehr zyklisch geprägt. Staatliche Quellen und auch Privatanleger sind auch signifikante Kapitalgeber. Über Dachfonds flossen knapp 2 Mrd. Euro in lokale Private-Equity-Fonds. Über die letzten zehn Jahre haben Pensionskassen dagegen „nur“ 2,4 Mrd. Euro in lokale Fonds investiert

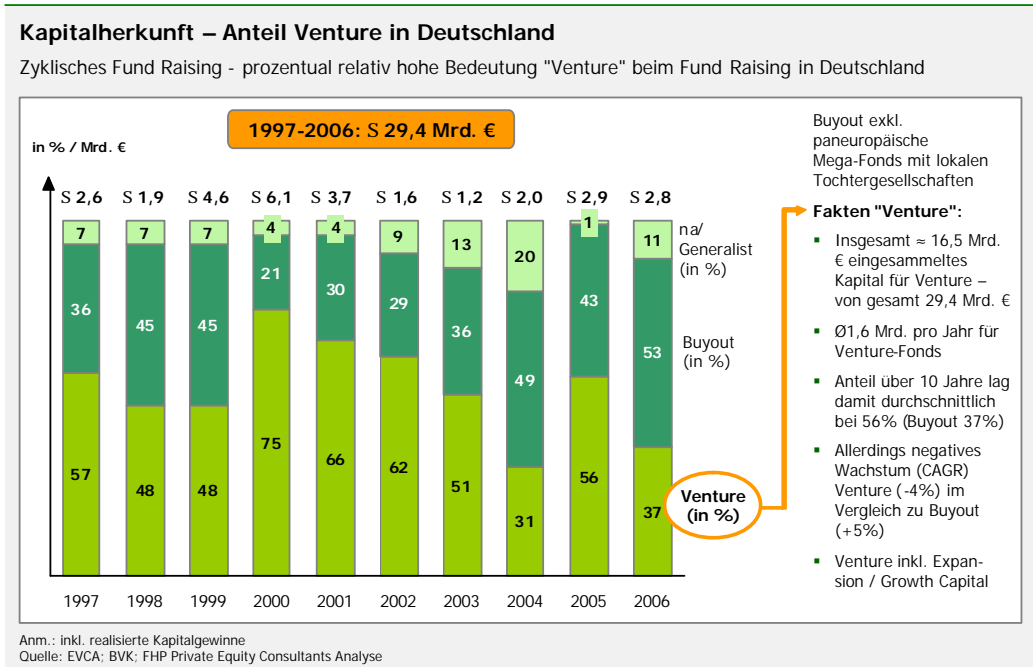
(Vergleich Benchmark UK: Allein im Jahr 2006 haben dort „pension funds“ über 24 Mrd. Euro investiert!).

Abb.: 4.10



Der Anteil „Venture“ am eingesammelten Kapital liegt aktuell (2006) mit etwa 1 Mrd. Euro bei 37% - über die Hälfte der Investorengelder fließen in Buyout-Fonds.

Abb.: 4.11

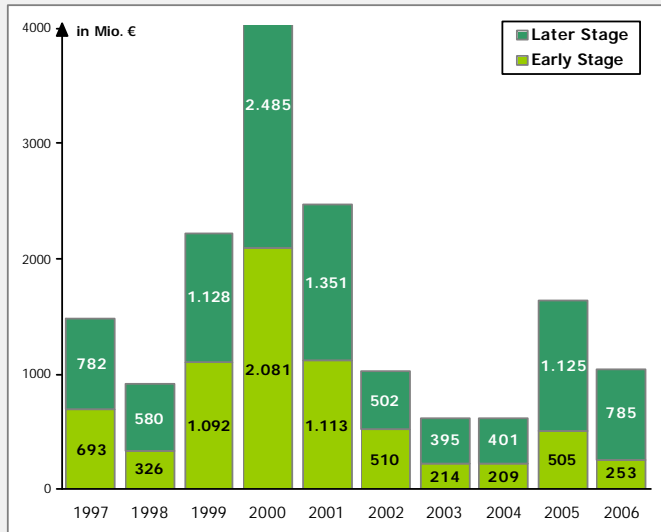


Schaut man sich aber die „Venture-Zahlen“ noch näher an, so fällt das starke Gewicht der Expansions- und Development-Finanzierung auf, die innerhalb der Venture-Allokation gut drei Viertel ausmachen.

Abb.: 4.12

Kapitalherkunft – Venture in Deutschland

Starke Bedeutung der "Wachstumsfinanzierer" (Later Stage) innerhalb der "Venture-Allokation" (I)



- Fakten:**
- Insgesamt ≈ 16,5 Mrd. € eingesammeltes Kapital deutscher Venture-Fonds über die letzten zehn Jahre
 - Anteil Early Stage: Ø 42%
 - Anteil Later Stage: Ø 58%
 - Höchstwert im Jahr 2000 mit ≈ 4,6 Mrd. €
 - Tiefstwert in den Jahren 2003 und 2004 mit je ≈ 0,6 Mrd. €
 - Im Jahr 2005 trug der weitgehend staatlich finanzierte High-Tech Gründerfonds mit 262 Mio. € maßgeblich zur Statistik (Early Stage) bei

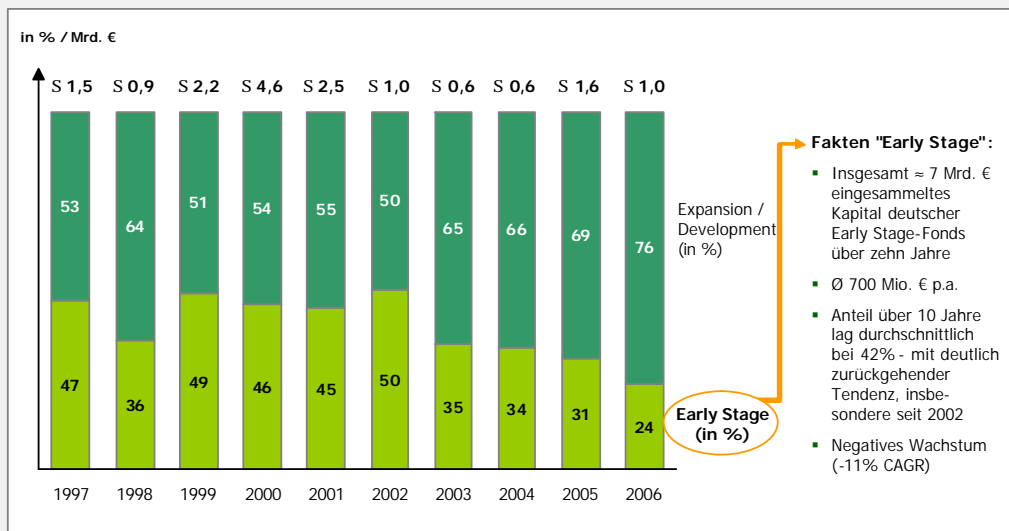
Anm.: inkl. realisierte Kapitalgewinne
Quelle: EVCA; BVK; FHP Private Equity Consultants Analyse

Für Venture Capital i.e.S. (Early-Stage) wurden im Jahr 2006 mit einem Anteil von 24% gerade noch 240 Mio. Euro eingesammelt – im Durchschnitt über die letzten zehn Jahre waren es immerhin noch 700 Mio. Euro p.a., allerdings stark durch die Hype-Jahre 1999 und 2000 nach oben getrieben.

Abb.: 4.13

Kapitalherkunft – Anteil Early Stage in Deutschland

Starke Bedeutung der "Wachstumsfinanzierer" (Later Stage) innerhalb der "Venture-Allokation" (II)

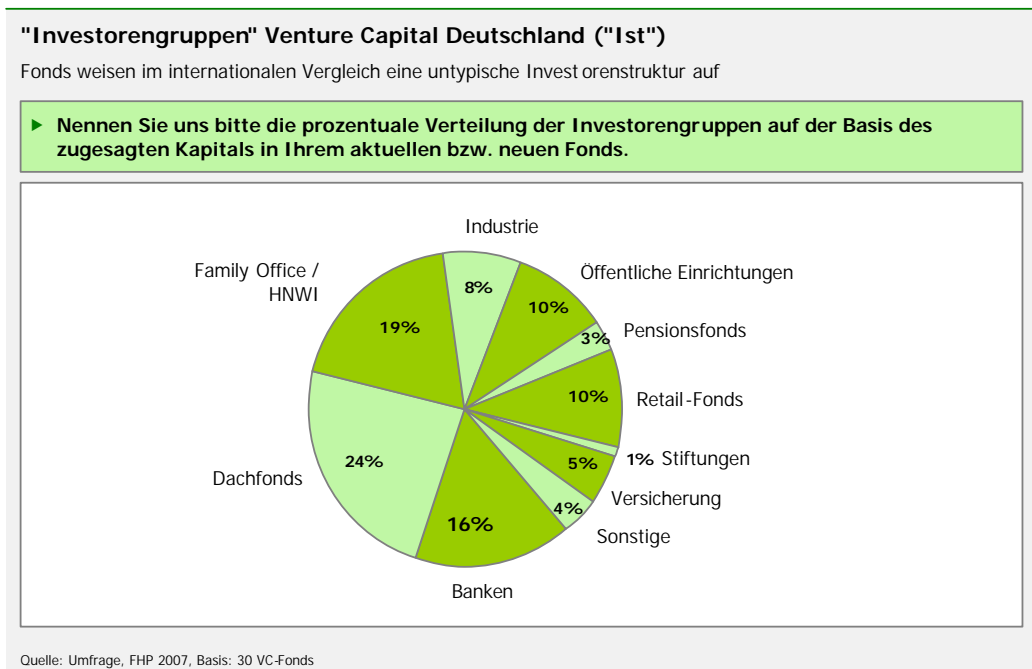


- Fakten "Early Stage":**
- Insgesamt ≈ 7 Mrd. € eingesammeltes Kapital deutscher Early Stage-Fonds über zehn Jahre
 - Ø 700 Mio. € p.a.
 - Anteil über 10 Jahre lag durchschnittlich bei 42% - mit deutlich zurückgehender Tendenz, insbesondere seit 2002
 - Negatives Wachstum (-11% CAGR)

Anm.: inkl. realisierte Kapitalgewinne
Quelle: EVCA; BVK; FHP Private Equity Consultants Analyse

Die Struktur der Kapitalgeber in Early-Stage-Fonds (Venture Capital) hat das gleiche „Muster“ wie für Private-Equity-Fonds und kann im Prinzip 1:1 übernommen werden. Dies fand auch Bestätigung in unserer empirischen Analyse (Quelle: VC-Panel FHP) unter den 40 führenden deutschen VC-Gesellschaften: Dachfonds mit 24% sowie High-Net-Worth-Individuals (HNWI: vermögende Privatanleger)/Family Offices mit 19%, Banken mit 15% und Retail-Fonds (Privatanleger) mit 10% repräsentieren etwa 70% des eingesammelten Kapitals deutscher VCs. Die restlichen Gruppen sind stark unterrepräsentiert – insbesondere Versicherungen (mit 5%) und Pensionskassen/-fonds (mit 3%), die sich bei lokalem „Venture Capital“ im Vergleich zum Gesamtmarkt „Private Equity“ überproportional stark zurückhalten.

Abb.: 4.14



Fazit: Banken und Dachfonds überwiegen als Investoren in deutschen VC-Fonds (ohne captives) – Versicherungen und Pensionseinrichtungen sind von untergeordneter Bedeutung. Retail (Dach-) Fonds gewinnen an Bedeutung: Jeder dritte Fonds hat bereits einen aus Privatgeldern gespeisten Fonds.

Somit ist im Bereich der Venture-Finanzierung eine noch stärkere Zurückhaltung der klassischen institutionellen Investoren (Banken, Pensionskassen, Versicherungen, auch Stiftungen) zu beobachten, während Family Offices und Privatanleger dort eher aktiv werden.

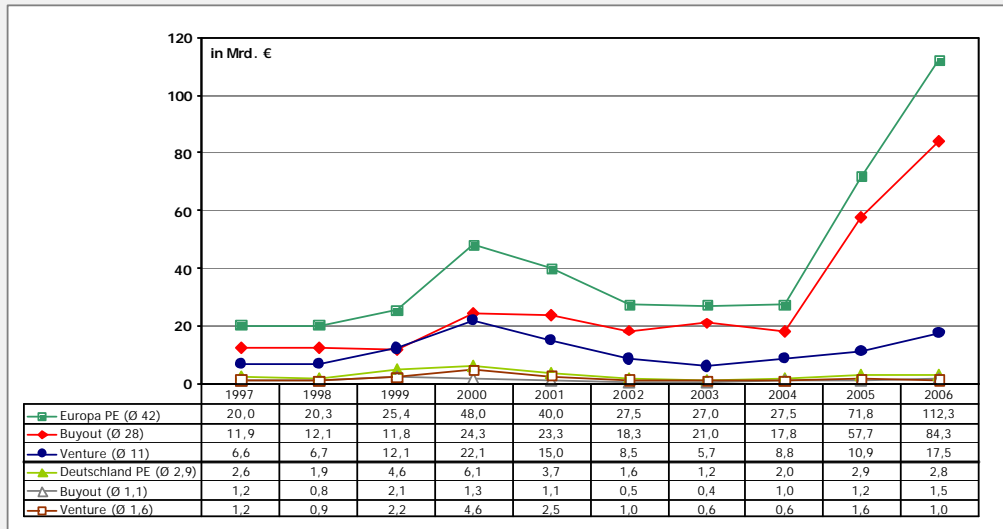
4.6 Benchmark

Im internationalen Vergleich läuft Deutschland beim Fund Raising für Private Equity bzw. Venture-Capital-Fonds hinterher. Das gesamte Private Equity Fund-Raising-Volumen ist europaweit von 20 Mrd. (1997) auf gut 112 Mrd. Euro 2006 angestiegen.

Abb.: 4.15

Kapitalherkunft – Fund Raising-Entwicklung in Europa / Deutschland

Deutschland kann europäischem Wachstum nicht folgen



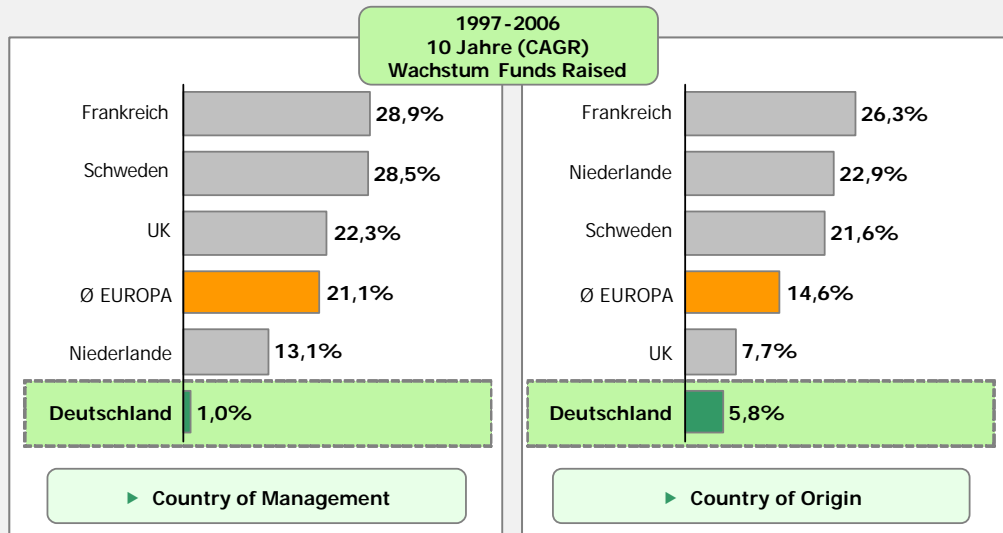
Quelle: EVCA; BVK; FHP Private Equity Consultants Analyse

Die Wachstumsraten in Deutschland sind deutlich unter dem europäischen Durchschnitt und liegen an „letzter Stelle“ im Benchmark zu europäischen Schlüsselstaaten.

Abb.: 4.16

Kapitalherkunft – Wachstum Europäische Länder

...und Deutschland mit geringstem Wachstum beim Fund Raising im europäischen Benchmark

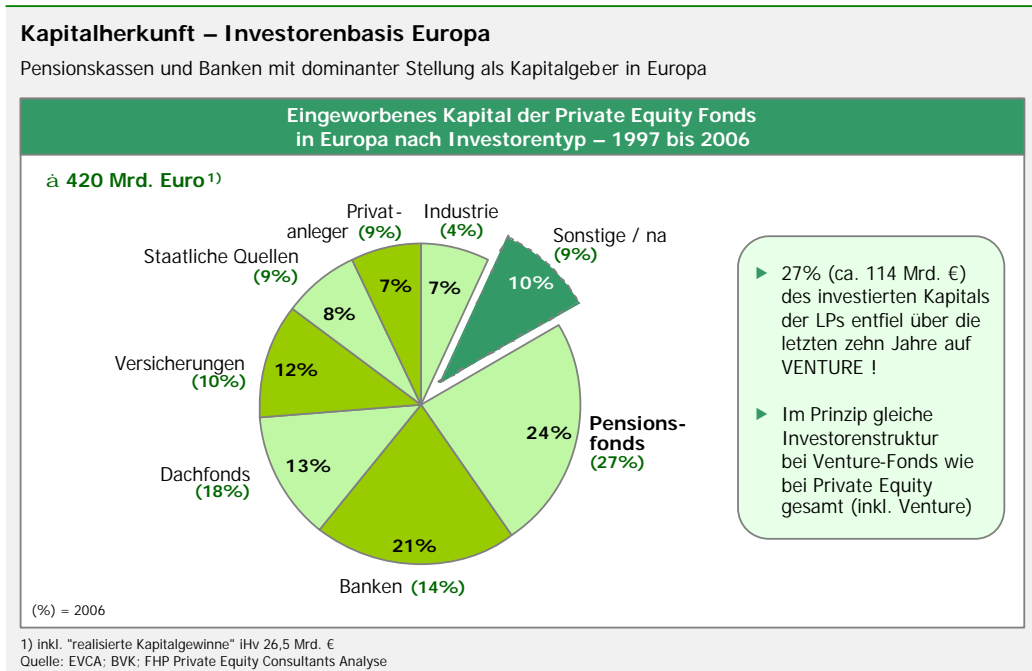


Quelle: EVCA; BVK; FHP Private Equity Consultants Analyse

Über die letzten zehn Jahre wurden europaweit insgesamt 420 Mrd. Euro in Private-Equity-Fonds investiert – davon etwa 27% (ca. 114 Mrd. Euro) in Venture-Capital-Fonds. Im Jahr 2006 betrug der Anteil Venture nur noch 16% am europäischen Gesamtmarkt – ein

deutlicher Indikator für die europaweite Zurückhaltung der Investoren hinsichtlich Venture-Capital-Fonds. Bei der Investorenstruktur gibt es keine signifikanten Unterschiede zwischen Private-Equity als Gesamtmarkt (inkl. Venture Capital) und dem Subsegment Venture Capital.

Abb.: 4.17



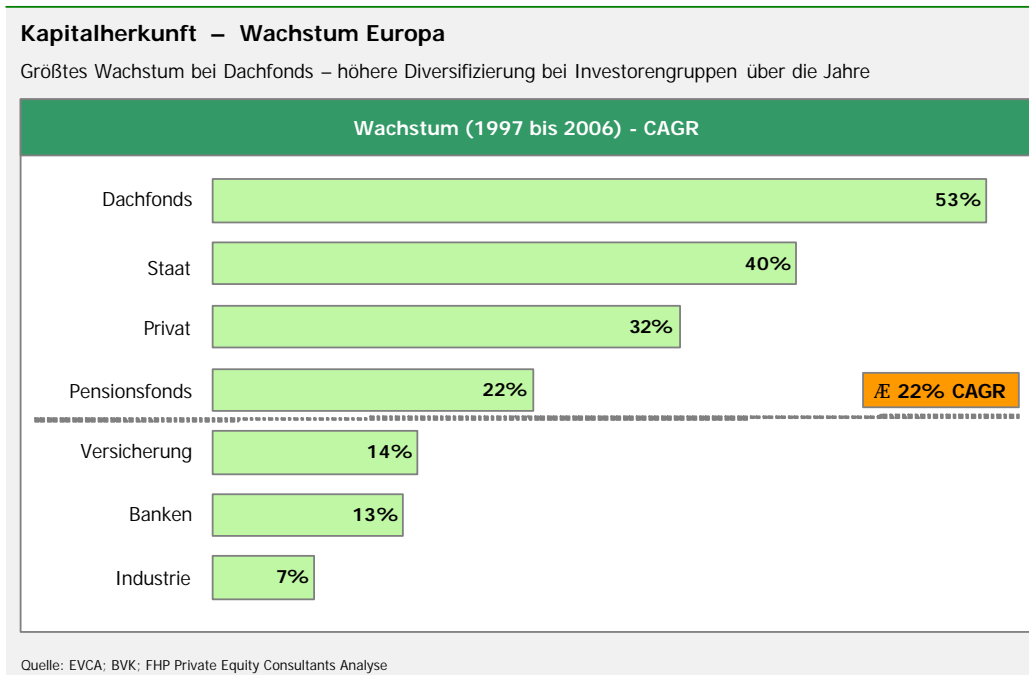
So dominieren institutionelle Anleger diese Anlageklasse – Zugangsbeschränkungen gibt es dagegen für Privatanleger durch hohe Mindestanlagesummen: Pensionskassen gehören in absoluten Zahlen laut den offiziellen Angaben des europäischen Branchenverbandes für Private Equity (EVCA) neben den Banken mit einem Anteil von insgesamt knapp 50% am Gesamtvolumen zu den bedeutendsten Investoren in europäische Private-Equity-Fonds. Es folgen mit Abstand die Versicherungen und Industrieunternehmen sowie Fund-of-Funds.

Über die letzten zehn Jahre zeigten sich Pensionsfonds und Banken für fast die Hälfte des gesamten Kapitalflusses verantwortlich, während nur etwa 7% der Gelder für Private-Equity-Fonds in Europa in den letzten zehn Jahren von Privatanlegern stammten. 13% der Gelder (ca. 55 Mrd. Euro) flossen über den „Umweg Dachfonds“ in die Anlageklasse Private Equity.

Das Wachstum ist unterdurchschnittlich. Insbesondere Pensionskassen/-fonds (6%) sind in Deutschland – auch im internationalen Vergleich – als Kapitalgeber für Private Equity oder Venture-Capital-Fonds signifikant unterrepräsentiert. Europaweit waren sie in den letzten zehn Jahren für immerhin für knapp ein Viertel der Private-Equity-Fondsgelder zuständig. So stellen Pensionsfonds eine wichtige Kapitalquelle vor allem im angelsächsisch geprägten

Raum dar und sind stark unterrepräsentiert in Kontinental-Europa, wo Banken jahrelang als Kapitalgeber dominierten.

Abb.: 4.18



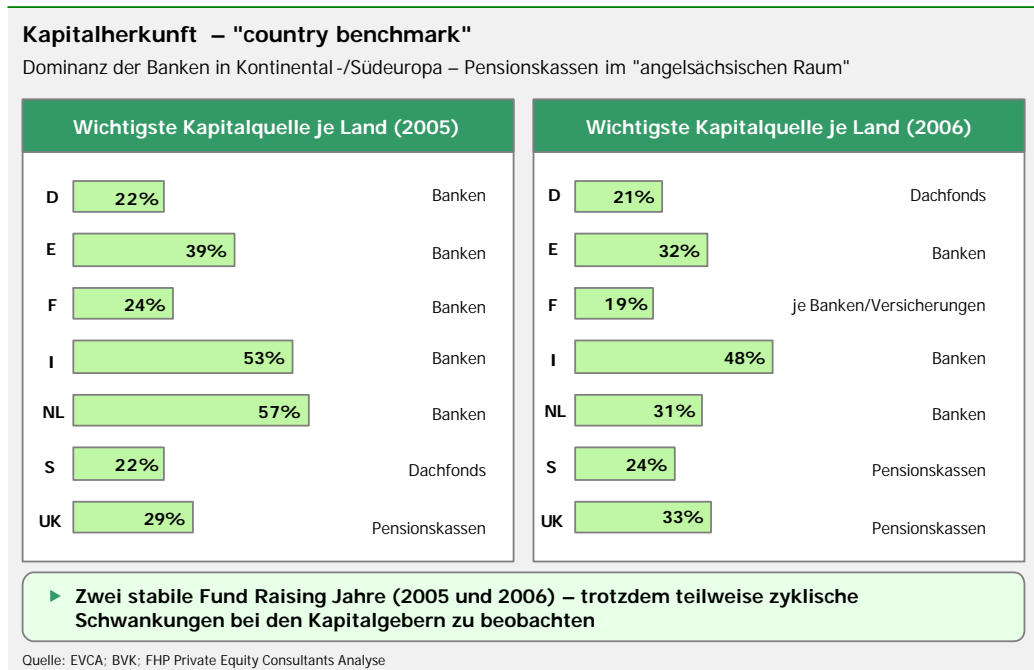
Banken gehören zu den Pionieren der Private-Equity-Kultur in Europa. Insofern überrascht es auch nicht, dass sie europaweit eine überdurchschnittlich lange Erfahrung als Investor in Private Equity aufweisen, aber vom Volumen her verlieren sie an Bedeutung. Banken waren historisch bedingt schon immer große Geldgeber gewesen – weisen daher aber auch eine relativ geringe Wachstumsrate auf. Neben Dachfonds haben auch staatliche Quellen und Privatanleger signifikant an Bedeutung gewonnen, kommen allerdings von kleiner Basis Ende der Neunziger. „Relativer Verlust“ an Bedeutung ist bei Industrieunternehmen zu beobachten – auch bei Versicherungen und Banken. Insgesamt ist aktuell eine deutlich stärkere Diversifizierung über die Gesamtheit an Investoren vorhanden als vor zehn Jahren – Private Equity hat als Anlageklasse in der Breite den Markt durchdrungen und VC-Manager müssen sich heute einer Vielzahl an Investorengruppen „andienen“.

Weitere Fakten:

- ▶ 80% der eingeworbenen Gelder gehen durchschnittlich zu unabhängigen Fonds („independent funds“) – 20% sind bankennahe Fonds („captive“-Fonds)
- ▶ 51% der Fondsmittel kommen im Durchschnitt von lokalen („domestic“) Investoren – die restlichen 49% teilen sich „17% within Europe“ und „32% outside Europe“ auf

- ▶ Wachsendes Interesse von außer-europäischen Investoren über die Jahre zu beobachten
- ▶ Über die letzten zehn Jahre flossen 67% der Gelder in Buyout-Fonds – 27% in Venture
- ▶ Im Jahr 2006 war das Verhältnis mit 75% zu 16% deutlich stärker zu Gunsten der Buyout-Fonds ausgeprägt

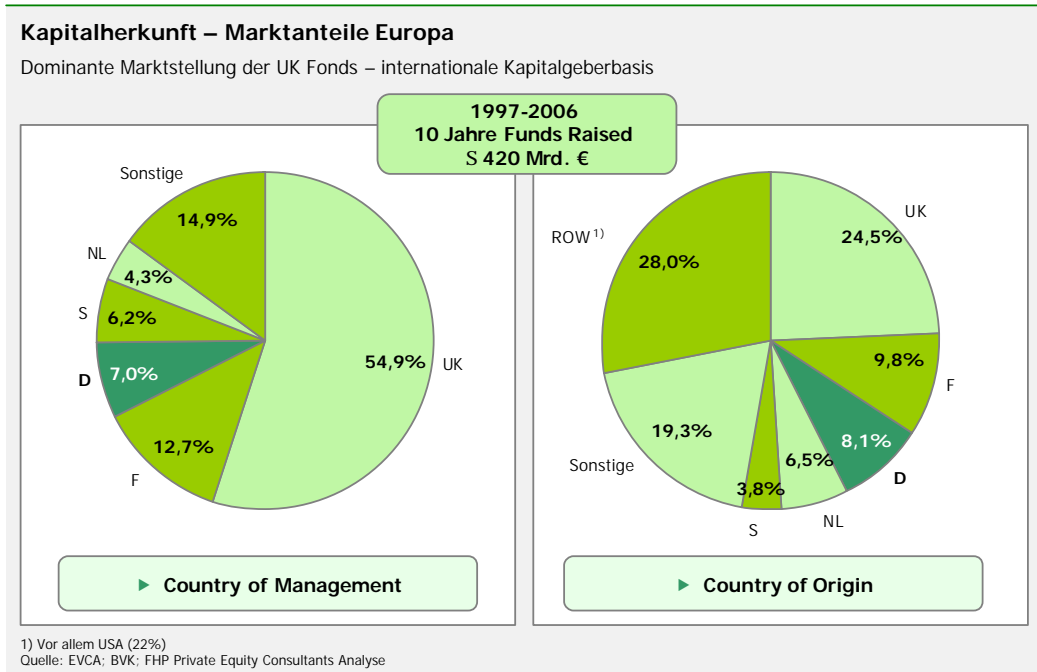
Abb.: 4.19



Was die regionalen Unterschiede betrifft, weisen die Investoren in Großbritannien die mit Abstand größte Erfahrung auf. Es folgen die Franzosen, bei denen Private Equity – auch aufgrund staatlicher Initiativen – bereits seit einigen Jahren fester Bestandteil im Portfolio eines institutionellen Investors ist. Auch die im Finanzumfeld sehr angelsächsisch orientierten Schweizer haben einen gewissen Erfahrungsvorsprung.

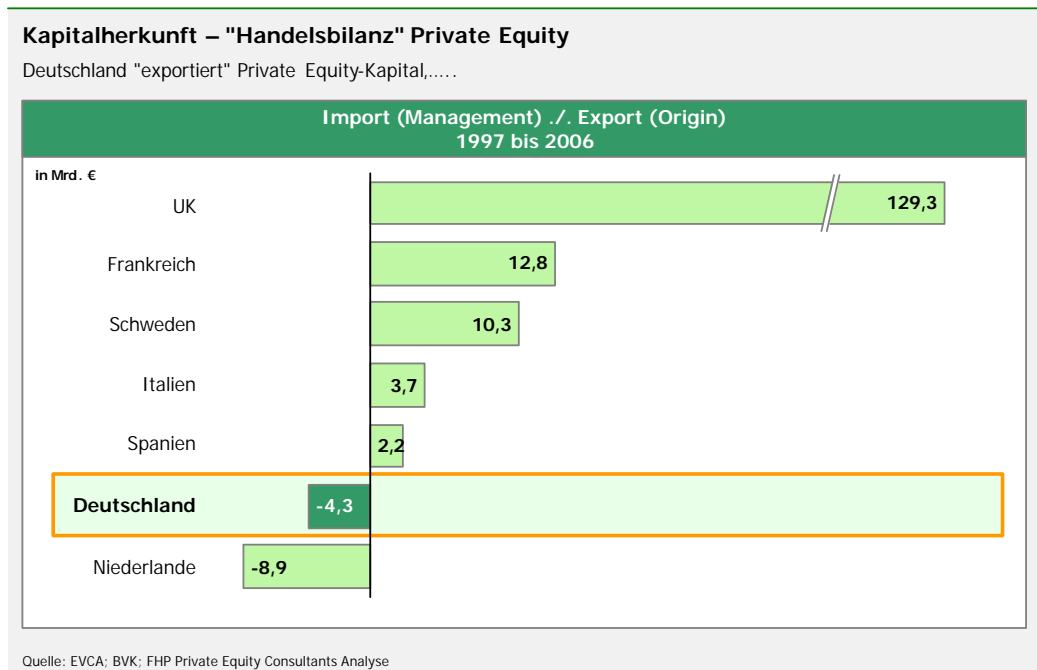
Der Nachholbedarf ist dagegen in Kontinental-Europa am größten. So weisen die deutschen Investoren im Durchschnitt einen geringeren Erfahrungshorizont auf. Bei der Betrachtung nach Ländern fällt das starke Gewicht der Banken in kontinentaleuropäischen Ländern wie Deutschland oder Frankreich und in südeuropäischen Ländern wie Spanien oder Italien auf. Dagegen sind in den nördlichen und eher angelsächsisch geprägten Ländern wie UK und Schweden die Pensionsfonds die wichtigste Kapitalquelle für Private-Equity-Fonds.

Abb.: 4.20



Marktführer in Europa ist und bleibt UK – über 50% der Gelder werden von UK-Fonds eingeworben.

Abb.: 4.21



Trotz seiner großen Potenziale im eigenen Land gehört Deutschland zu den „Exportländern“, was Private-Equity-Kapital betrifft. Über die letzten zehn Jahre wurden insgesamt 29,4 Mrd.

Euro von deutschen Fonds eingesammelt – Deutsche Kapitalgeber haben insgesamt 33,7 Mrd. Euro investiert. Somit ergibt sich ein „Handelsbilanzdefizit“ für Deutschland in Höhe von 4,3 Mrd. Euro. Das „Defizit“ ist auf Jahresbasis erst seit dem Jahr 2001 (nach dem Platzen der Blase) zu beobachten – vorab hatte auch Deutschland einen „Überschuss“, d.h. seit 2001 investieren lokale Investoren verstärkt in außer-deutsche Fonds. Verstärkt ist dieser Trend vor allem seit 2005 und 2006 zu beobachten.

4.7 Fazit und Ausblick

Innerhalb der „Venture-Allokation“ haben die Wachstumsfinanzierer (Later-Stage) eine starke Bedeutung erlangt. Die Struktur der Kapitalgeber ist naturgemäß ohne signifikante Unterschiede zwischen der gesamten Private Equity- und partiellen Venture-Capital-Allokation – Venture Capital wird im Rahmen der Private Equity-Allokation zur „Diversifizierung“ genutzt. Pensionskassen und Banken sind in Europa bis dato die dominierenden Geldgeber für Private Equity-Töpfe – aber es gibt signifikante regionale Unterschiede. Die zunehmende Bedeutung der Umwegsbeteiligungen über Dachfonds ist offensichtlich – dagegen schwindet die Bedeutung der Banken. Aktuell stehen VC-Fonds einer breiteren Investorenbasis als in der Vergangenheit gegenüber.

UK ist und bleibt dominanter „Marktplatz“ in Europa für Private Equity – sowohl auf der Fondsseite als auch auf der Kapitalgeber-Seite. Deutschland hinkt beim Wachstum „Fund Raising“ deutlich hinterher – eine signifikante „Unterkapitalisierung“ (Verhältnis Fund Raising zu Bruttoinlandsprodukt) lässt sich konstatieren. Deutsche Investoren investieren in absoluten Zahlen verstärkt im Ausland – daher weist Deutschland eine negative „Handelsbilanz“ auf.

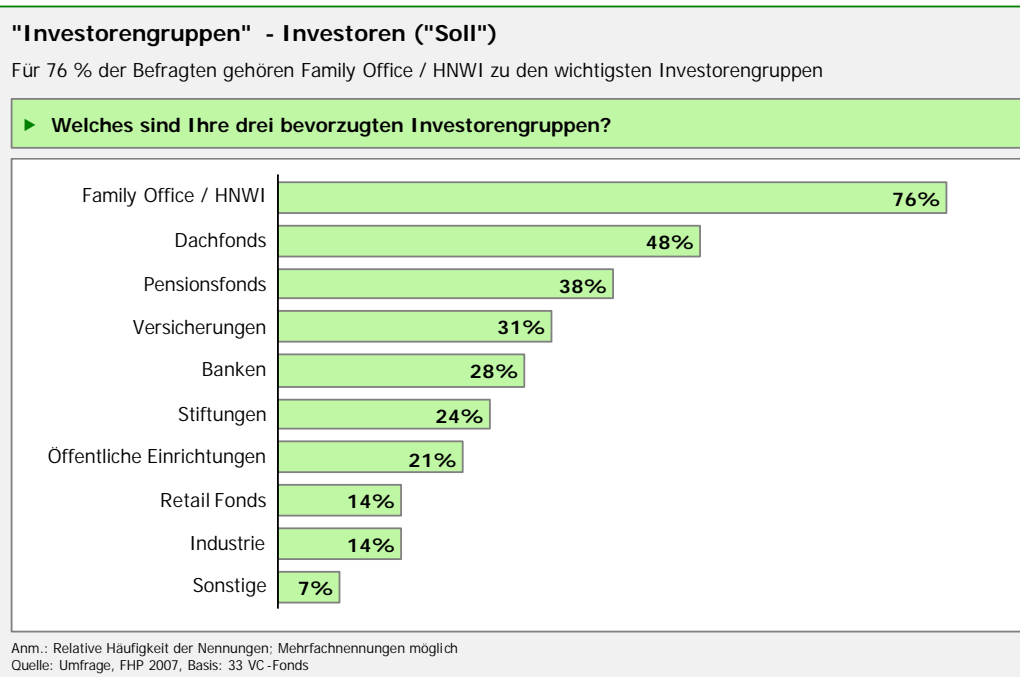
In Deutschland sind und waren die Banken seit eh und je die bedeutendste Kapitalquelle für lokale Fonds – stark unterrepräsentiert sind dagegen insbesondere Pensionseinrichtungen, Stiftungen und Versicherungen, obwohl zahlreiche Institutionen über das nötige Kapital für eine Portfolio-Diversifizierung verfügen. In diesem Kontext muss aber zunächst generelle Überzeugungsarbeit in Richtung der Anlageklasse Private Equity geleistet werden. Insbesondere in Deutschland ist eine zunehmende Bedeutung der Dachfonds und Privatanleger als Kapitalgeber für lokale Fonds zu beobachten.

Das Vertrauen dieser institutionellen Anlegerschaft (wieder) zu gewinnen, sehen wir gegenwärtig als größte Herausforderung für die Manager deutscher VC-Fonds. 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 aktuell offenbar Privatinvestoren: Sowohl die Vermögensverwaltungen erfolgreicher Unternehmerfamilien, so genannte Family Offices, als auch Kleinanleger haben die Chancen von Venture Capital vor der Haustür 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 (HNWI) als bevorzugte Investorengruppe an – möglicherweise ein Wunsch, der aus der Not geboren ist. Industrielle (strategische) und Retail-Investoren sind dagegen weniger gefragt.

Abb.: 4.22



Erste vorläufige Statistiken belegen, dass im Jahr 2007 in Deutschland und Europa ähnliche Zahlen erreicht wurden wie 2006. So wurden 2007 weltweit nur 2% weniger Kapital eingesammelt als 2006 (Quelle: *Private Equity Intelligence*). Das weltweit von Private Equity-Fonds eingesammelte Kapital ging im Jahr 2007 somit nur leicht zurück und lag wieder bei mindestens 500 Mrd. Dollar – mit Schwerpunkt auf Buyout. Der Ausblick auf 2008 schaut allerdings aufgrund der seit Jahresmitte 2007 umgreifenden Kreditkrise verhalten aus. Obwohl zunächst nur Buyout-Finanzierungen aufgrund ihres Fremdkapitalanteils potenziell betroffen sind und die Krise somit indirekt für Venture Capital spricht, ist auf Seiten der Anleger eine generelle Verunsicherung zu spüren. Dies führt dazu, dass Private-Equity-Anlagen,

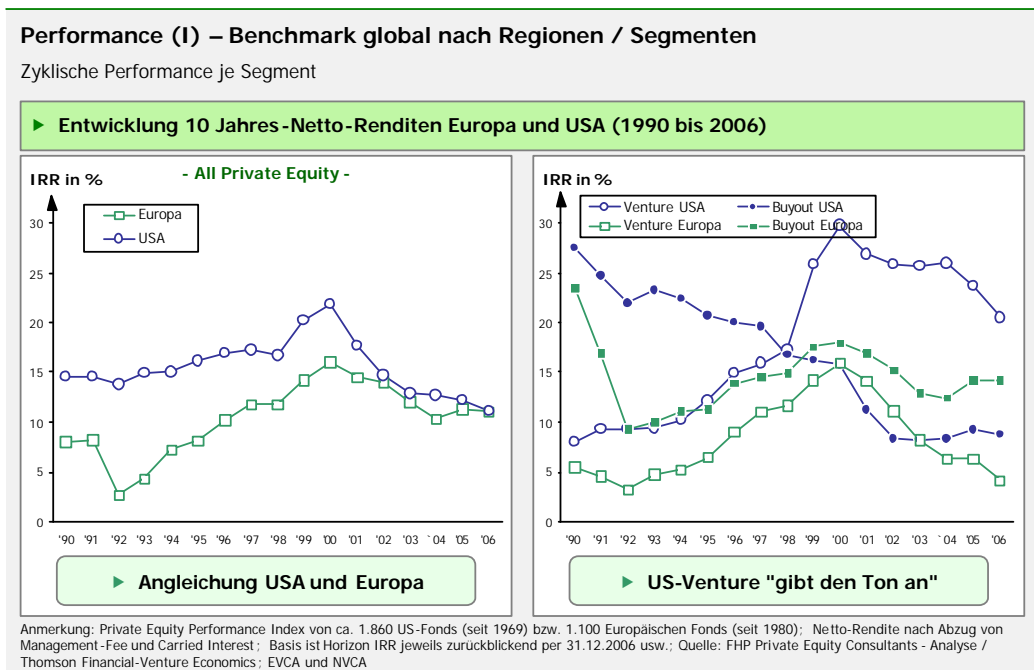
inklusive dem Segment Venture, zunächst zurückgestellt werden. Bekräftigt wird dieser Umstand durch die Tatsache, dass knapp 60 Prozent des Volumens im 1. Halbjahr eingesammelt wurde und das ansonsten „starke“ zweite Halbjahr bereits „schwächelte“. Das Jahr 2008 kann somit durchaus als erneute Herausforderung, insbesondere für Venture Capital-Fonds, angesehen werden.

4.8 Exkurs: Performance (deutsches) Venture Capital

Um möglichst realitätsnahe Performance-Angaben für Private Equity zu erhalten, sollten nur Langfrist-Renditen von zehn Jahren und mehr – also typischer Fondslaufzeiten hinweg – ins Kalkül gezogen werden. Investoren müssen für Private Equity einen langen Atem haben. Kurzfristige (Spekulations-) Gewinne wie an der Börse sind hier nicht realisierbar. Wird eine langfristige Perspektive gewählt, so kann in der Anlageklasse Private Equity aufgrund verfügbarer Statistiken mit einer Gesamttrendite von durchschnittlich 13% p.a. (globale Performance seit Auflegung) ausgegangen werden.

Betrachten wir die jeweils zurückliegenden 10-Jahres-Renditen auf der Zeitachse von 1990 bis 2006 können wir eine bis zum Jahr 2000 stetige Verbesserung der Renditeergebnisse beobachten. Auch fällt die zunehmende Angleichung der Renditen zwischen den US-Fonds und den europäischen Pendanten auf. Die aktuelle Analyse zeigt auf, dass die besten Renditen in den Bereichen US-Venture und Europa-Buyout erzielt wurden. Im Vergleich dazu waren die Fonds aus den Segmenten US-Buyout und Europa-Venture weniger erfolgreich.

Abb.: 4.23



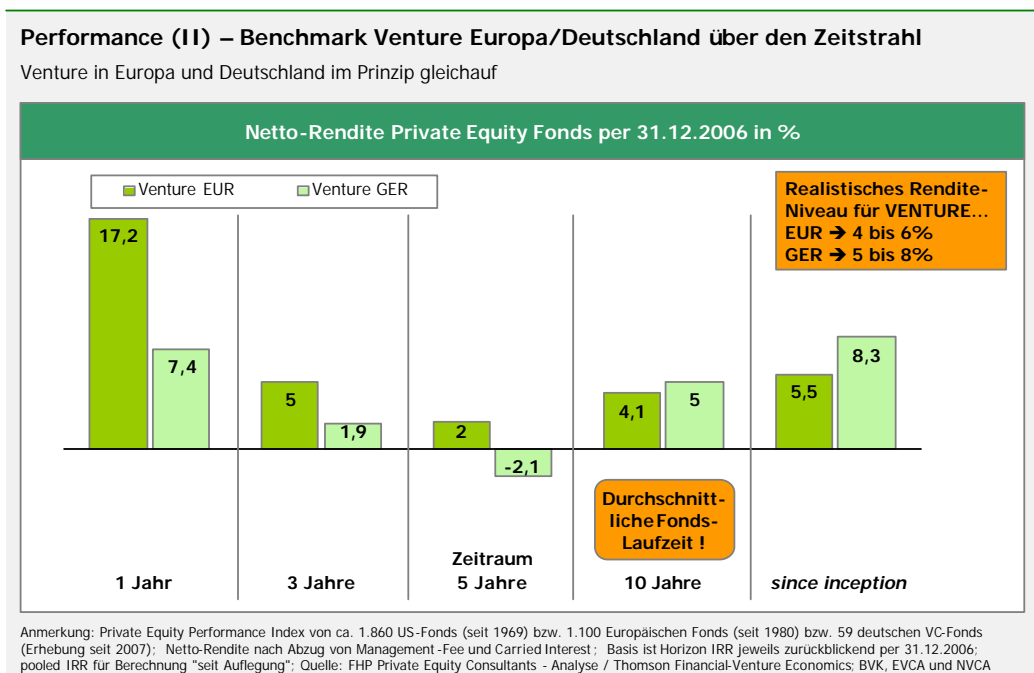
Interessantes Detail am Rande: Hat sich die Performance von US-Venture über die Jahre kontinuierlich verbessert, sehen wir den umgekehrten Trend im US-Buyout-Bereich. In Europa können sowohl die Venture Capitalisten als auch die Buyout-Finanzierer eine stetige Verbesserung ihrer Performance vorweisen.

Wie haben sich die Renditen für Venture Capital nun über einen 10-jährigen Zeithorizont bzw. seit Fondsauflegung zurückblickend entwickelt?

Insgesamt liegen die im Marktdurchschnitt erzielten Renditen für Venture Capital in Europa mit vier bis sechs Prozent langfristig deutlich unter dem Zielkorridor, den uns die befragten Institutionen als Zielrendite (Venture 20% IRR) genannt haben. Trotz dieser eher ernüchternden Performance wäre es vollkommen verfehlt, diese Anlageklasse deshalb pauschal zu verurteilen.

So bewegen sich die langfristig durchschnittlichen Renditen für Private Equity (inkl. Venture Capital im Rahmen der Diversifizierung) 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%. Grundsätzlich hat sich der hier dargestellte interne Ertragssatz (IRR = Internal Rate of Return) als Standard-Messgröße für die Performance-Messung durchgesetzt. Die IRR entspricht dem internen Zinsfuß und wird als die realisierte Netto-Rendite nach Abzug von Management-Fee und Carried Interest kalkuliert.

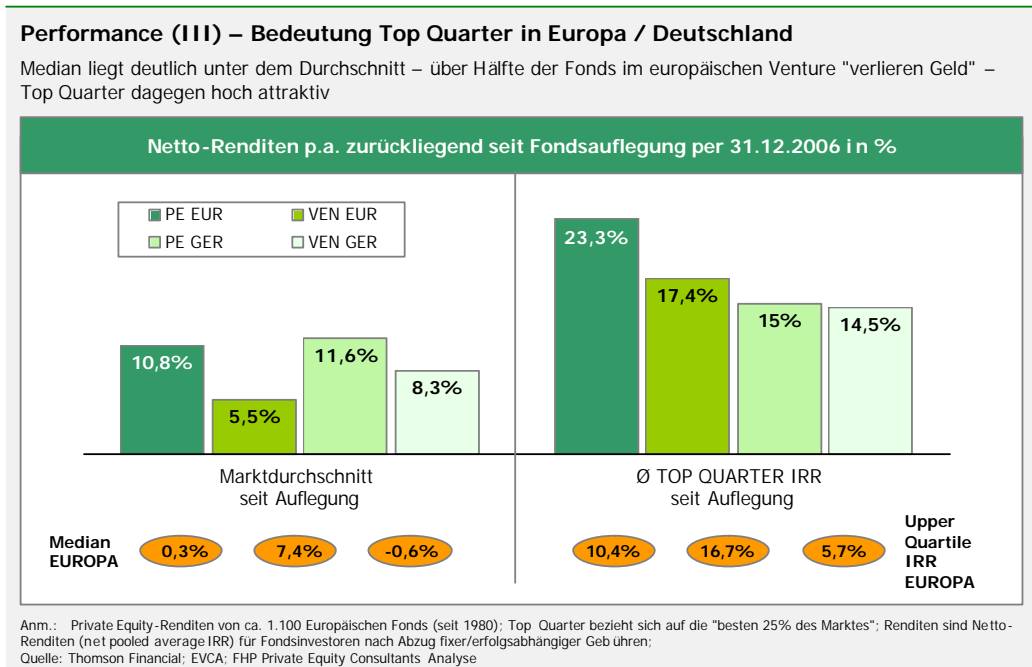
Abb.: 4.24



Europäisches sowie deutsches Venture Capital sind bis dato in der Masse (Durchschnitt) mit „ungenügender“ Performance. Eine extrem hohe Bedeutung kommt somit der Selektion zu – so liegen die Top-Quarter-Fonds im Durchschnitt bei 15 (VC) bis 25% (Private Equity gesamt). Eine attraktive Performance inkl. der gewünschten Risikoprämie seitens der Investoren ist somit ausschließlich im Top-Quarter zu beobachten, was in der Natur des Geschäftes liegt.

Das in der Vergangenheit auch in Deutschland erfolgreich Fonds aufgelegt wurden, geht aus der Betrachtung der Renditen seit der Auflegung aller Fonds (since inception) hervor. Diese Betrachtung enthält auch die Leistungsbilanzen bereits geschlossener, aber sehr erfolgreicher Fonds.

Abb.: 4.25



Bis dato gab es so gut wie keine länderspezifischen Performance-Auswertungen. Der BVK e.V. hat aktuell – und mit auf Initiative von FHP – erstmalig eine Performance-Erhebung unter deutschen Private-Equity-Gesellschaften durchgeführt.

Auch wenn der Rücklauf noch relativ gering war und tendenziell auch eher die erfolgreichen Fonds geantwortet haben, so haben sich insbesondere im Segment Venture eine hinreichend große Anzahl von Fonds (59) beteiligt: Dieser Benchmark für Performance „German Venture Capital“ im Vergleich zu europäischen und US-Venture ist unbedingt von Nöten, um mehr Transparenz zu schaffen. Und das Ergebnis bestätigt, dass deutsches VC sich im europäischen Vergleich nicht „verstecken muss“, auch wenn hier keine US-Verhältnisse

erreicht werden. Aber nur so – neben Einzelfondsbeispielen – kann das Argument „fehlender Track Record“ entkräftigt werden. So zeigte bereits eine Einzelfondsbetrachtung (*im Rahmen des FHP VC-Panels*) auch positive Performance-Beispiele führender deutscher VC-Fonds.

5 Gesetzliche Rahmenbedingungen

Institutionelle Investoren können hinsichtlich der Herkunft des anzulegenden Kapitals und der daraus resultierenden Anlagepolitik unterschieden werden. Die größte und wichtigste Gruppe sind Investoren, die das Kapital Dritter verwalten und auf Basis ihrer Kapitalanlage Versorgungsansprüche bzw. Rückzahlungsansprüche erfüllen müssen. Konkret gehören hierzu Versicherungen, Pensionsträger sowie Banken und Sparkassen. Diese Investoren unterliegen fest definierten Anlagevorschriften und werden in der Regel durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigt. Zu einer weiteren Gruppe gehören Investoren wie die Vermögensverwaltungen sehr wohlhabender Privatpersonen (Family Offices) und Stiftungen. Diese Gruppe investiert im Wesentlichen eigenes Kapital und ist in ihrem Anlageverhalten in der Regel weniger stark reglementiert.

5.1 Unterschiedliche Pensionssysteme

Angelsächsische Länder mit Kapital gedeckten Pensionssystemen weisen deutlich höhere Private-Equity-Investitionen auf als Länder mit Umlage finanzierten Pensionssystemen. Zurückzuführen ist dies vor allem auf die Pensionsfonds, die zu den größten Private-Equity-Investoren überhaupt gehören. In Deutschland wird die traditionelle Umlage finanzierte Altersversorgung zunehmend durch eine Kapital gedeckte Finanzierung ergänzt. Diese Entwicklung birgt somit auch ein erhebliches Potenzial für Private Equity. Entscheidend wird jedoch die Möglichkeit sein, ob die Träger des Versicherungssystems Rahmenbedingungen vorfinden, die Investitionen in Private Equity und damit auch in das Segment Venture Capital erlauben.

Die heutige Altersvorsorge setzt sich aus dem so genannten „Drei Säulen Modell“ zusammen: Als erste Säule wird die gesetzliche Vorsorge bezeichnet. Hierzu gehört vor allem die gesetzliche Rente, die durch Pflichtbeiträge im Umlageverfahren finanziert wird. Träger sind die Bundesversicherungsanstalt für Angestellte (BfA), die Landesversicherungsanstalten (LVA), die Bundesknappschaft für die Beamtenversorgung und die berufsständischen Versorgungswerke, die schon heute oftmals als Private-Equity-Investoren auftreten.

Als zweite Säule wird die ergänzende erwerbsbasierte Alterssicherung bezeichnet. Sie wird im Wesentlichen durch die betriebliche Altersvorsorge und die Zusatzversorgung des öffentlichen Dienstes umgesetzt. Die betriebliche Altersvorsorge kann heute auf fünf verschiedenen Wegen durchgeführt werden: 1. Direktzusage, 2. Pensionskasse, 3. Pensionsfonds, 4. Unterstützungskasse und 5. Direktversicherung. Vor allem die Pensionseinrichtungen gelten als wichtige Private-Equity-Investoren. Während es sich bei

Pensionskassen um rechtlich gesehen selbstständige Versicherungsunternehmen handelt, sind die erst seit dem Jahr 2002 zugelassenen Pensionsfonds selbstständige Versorgungseinrichtungen mit deutlich höheren Freiheiten bei der Kapitalanlage.

Die dritte Säule umfasst schließlich die private Vorsorge. Hierzu zählt die eigenverantwortliche Ansparung von Kapital durch Investmentfonds-Sparplänen, die Riester- oder Rürup-Rente, Lebensversicherungen und Immobilienbesitz. Träger sind hier u.a. Lebensversicherer und Banken.

5.2 Anlagevorschriften

Der rechtliche Rahmen für die Nutzung von Private Equity als Asset-Klasse wird durch diverse Anlagevorschriften und Gesetze für die einzelnen Investoren bestimmt.

Versicherungen und Pensionskassen: Die Kapitalanlage wird von Versicherungen und Pensionskassen, die aufsichtsrechtlich den Lebensversicherungsunternehmen gleichgestellt sind (Versicherungsvereine auf Gegenseitigkeit), durch das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) und die Anlageverordnung (AnIV) bestimmt. Darüber hinaus bestehen je nach Versicherungsunternehmen noch interne Anlagevorschriften. Diese können unter Umständen auch ganze Anlageklassen ausschließen.

Die Anlagevorschriften unterscheiden zwischen dem gebundenen und dem freien Vermögen der Versicherung. Während das freie Vermögen hinsichtlich der Anlageklasse keinen Einschränkungen unterliegt, wird die Anlage des gebundenen Vermögens (Deckungsstock und übriges Vermögen) durch den §54 des VAG reglementiert. Private Equity wird dabei zusammen mit anderen risikobehafteten Anlageklassen, wie beispielsweise Aktien, Genussscheinen und nachrangige Verbindlichkeiten einer Risikokapitalquote zugeordnet. Die Risikokapitalquote wird durch die AnIV quantifiziert und beläuft sich auf maximal 35% des gebundenen Vermögens. Für Anlagen in einem nicht organisierten Markt und somit auch im Bereich Private Equity gilt ein maximaler Anteil von 10% am gebundenen Vermögen. Weitere Spielraum ergibt sich durch die so genannte Öffnungsklausel (§1 AnIV). Diese erlaubt, dass 5% des gebundenen Vermögens frei angelegt werden können und somit auch für Private-Equity-Anlagen zur Verfügung stehen. Mit einer Genehmigung der Aufsichtsbehörde ist sogar eine Ausweitung der Öffnungsklausel auf 10% möglich, so dass in diesem Fall theoretisch sogar bis zu 25% in Private Equity angelegt werden könnten.

Private Equity und andere risikobehafteten Anlagen, wie Aktien stehen aufgrund der Risikokapitalquote in einem „Wettbewerb“. So könnte beispielsweise durch eine Ausweitung der

Aktienquote auf über 25% weniger „Risikobudget“ für Private Equity resultieren. Nachdem die Aktienquote deutscher Versicherer in 2006 nur 10,4% und die Private Equity Quote 0,4%⁴ betrug, ist auf absehbare Zeit mit keiner gegenseitigen Verdrängung zu rechnen.

Ferner besteht für die Beteiligung an Einzelunternehmen eine Begrenzung auf maximal 10% vom Grundkapital des Unternehmens. Bei Anteilen an einem Unternehmen, dessen Zweck das Halten von Anteilen an anderen Unternehmen ist, bezieht sich die 10% Grenze auf die durchgerechneten gehaltenen Anteile bei den anderen Unternehmen. Höhere Beteiligungen, insbesondere im Fall von Fondsinvestments, kommen aus Gründen der Risikodiversifizierung in der Praxis jedoch so gut wie nicht vor, so dass diese Grenze unserer Einschätzung nach kein Hindernis darstellt.

Einschränkungen könnten sich aus den Restriktionen für Anlagen außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) ergeben. Die Anlagegrenze für Aktien, Sondervermögen und andere Anlagevermögen liegt hier bei nur 10%. Nachdem viele Private-Equity-Fondsgesellschaften außerhalb des EWRs angesiedelt sind, könnte diese Grenze schon früher zu einem „Verdrängungswettbewerb“ führen als im EWR. Auch hat diese Beschränkung dazugeführt, dass Private-Equity-Investments in der Praxis häufig über Vorschaltgesellschaften vorgenommen werden, die ihrerseits im EWR ansässig sind. Nach Informationen der BaFin liegt in diesem Punkt jedoch ein Beschluss zur Änderung vor: Künftig soll die Anlagegrenze von 35% für den gesamten OECD-Raum gelten.

Neben den quantitativen Grenzen sind zudem alle Institutionen, die in Private Equity investieren möchten, verpflichtet, eine eigene Expertise, das heißt ein spezialisiertes Anlagemanagement aufzubauen⁵. Konkret erfordert dies die Aus-/Weiterbildung des bestehenden Personals oder aber die Einstellung weiterer Mitarbeiter – selbst wenn die Private-Equity-Anlagen an einen externen Anlagemanager (Dachfonds) ausgelagert sind bzw. werden. Dieser administrative Aufwand wird nach Meinung der BaFin in der Regel nur für größere Institutionen wirtschaftlich darstellbar sein.

Eine weitere Auswirkung auf ein Private-Equity-Engagement ergibt sich durch die Eigenkapitalanforderungen, die für die Kapitalanlage erfüllt werden müssen. Nachdem früher nur Erstversicherer und damit auch Pensionskassen betroffen waren, sind seit dem 01.01.2005 auch Rückversicherer eigenkapitalunterlegungspflichtig. Private-Equity-Anlagen werden bei der Risikoklassifizierung derzeit wie Aktienanlagen behandelt: In Stresstests werden Kursverluste von 35% simuliert und unterstellt, dass es zu keiner Erholung der Kurse

⁴ Jahresbericht BaFin, (2006)

⁵ BaFin Rundschreiben R15 (2005)

kommt. Dem Diversifizierungseffekt und der geringen Volatilität von Private Equity wird dabei nicht Rechnung getragen. Mit dem europäischen Projekt SolvencyII wird derzeit eine grundlegende Reform (Rahmenrichtlinie) für das europäische Versicherungsaufsichtsrecht, insbesondere hinsichtlich der Solvabilitätsvorschriften, vorbereitet. Ziel ist es, durch die Einführung von Risikofaktoren für einzelne Anlageklassen zu einer anlagenspezifischen Eigenmittelunterlegung zu kommen, um so das tatsächliche Risiko eines Portfolios zu bemessen. Bei Einsatz dieses Modells kann es Versicherungsunternehmen unter Umständen möglich sein, weniger Eigenkapital zu hinterlegen als bisher. Für Private Equity wurden – nicht zuletzt aufgrund fehlender historischer Werte über das Risikoprofil – bisher noch keine Risikofaktoren definiert. Auch hier soll das Risiko wie das von Aktien behandelt werden. Eine Ausweitung der Private-Equity-Allokation würde somit, wie auch bei einer Ausweitung der Aktienquote, mehr Eigenkapital zur Unterlegung erfordern.

Die Beschaffung von Eigenkapital kann bei Pensionskassen mit Verkauf von Aktienbeständen oder einer Erhöhung der Beiträge erfolgen. Versicherungen haben darüber hinaus die Möglichkeit, das Kapital auch vom Kapitalmarkt aufzunehmen und wären bei der jetzigen Regelung weniger stark betroffen. Für Pensionskassen würde aus heutiger Sicht die Einführung von Solvency II zu einer Verschlechterung der Rahmenbedingungen führen. In jedem Fall spricht die Erfordernis zu einer verstärkten Eigenkapitalunterlegung gegen Private-Equity-Anlagen und führt auch hier zu einem latenten „Wettbewerb“ zwischen Private Equity und Aktien. Eine eigene (adäquate) Risikoklassifizierung für Private Equity könnte sich hier vorteilhaft für die Anlageklasse auswirken.

Pensionsfonds: Die seit dem Jahr 2002 zugelassenen Pensionsfonds sind ebenfalls dem VAG unterstellt. Die Pensionsfonds verfügen jedoch im Vergleich zu den Pensionskassen bzw. Versicherungen über einen größeren Freiraum bei der Kapitalanlage. Es gilt die Pensionsfonds-Kapitalanlagen-Verordnung. Quantitative Grenzen, auch für Anlagen in risikoreichere Asset-Klassen wie Private Equity, bestehen nicht. Auch ist die dauernde Erfüllbarkeit (Solvabilität) der Zahlungsverpflichtungen nicht erforderlich. Derzeit sind in Deutschland 24 Pensionsfonds zugelassen. Das noch relativ junge Instrument der Altersvorsorge erfreut sich dabei eines hohen Wachstums: Die gesamten Kapitalanlagen stiegen in 2006 um 680% auf rund 8.3 Mrd. Euro⁶. In den nächsten Jahren ist mit weiterem Wachstum zu rechnen. Neben dem Ausbau der kapitalgedeckten Altersvorsorge gilt als eine der wichtigsten wachstumstreibenden Kräfte die Auslagerung von Pensionsrückstellungen aus deutschen Unternehmen. Diese belaufen sich in Deutschland auf rund 250 Mrd. Euro⁷.

⁶ Jahresbericht BAFIN (2006)

⁷ Keese/Langohr-Plato, S-Pensionsmanagement GmbH (2007): Sonderbeilage Börsenzeitung: Deutscher Sparkassentag 2007

Banken, Sparkassen und andere Kreditinstitute: Banken werden durch das Kreditwesengesetz (KWG) reglementiert. Hieraus ergeben sich zunächst keine unmittelbaren Einschränkungen für Private-Equity-Allokationen, sofern das Kreditinstitut jederzeit über genügend Zahlungsmittel verfügt, um seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommen zu können. Erforderlich ist jedoch, wie bei Versicherungen, die risikoadäquate Unterlegung von Private-Equity-Investments mit Eigenkapital – die so genannte „Eigenkapital-Unterlegung“. Um so besser die Eigenkapitalausstattung der Bank, um so leichter tut sie sich mit Private-Equity-Investments. Insbesondere unterliegen Banken den (qualitativen) Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) und müssen den Einstieg in die Anlageklasse Private Equity in der Regel durch einen strukturierten Einführungsprozess dokumentieren.

Die Anlagen von Eigenmitteln (Depot A) sind im Wesentlichen nur durch individuelle Verordnungen (z.B. regionale Sparkassenverordnungen) oder interne Anlagerichtlinien in Verbindung mit dem Risikomanagement eingegrenzt, die u. a. auch Obergrenzen für bestimmte Anlageformen vorsehen können. Anlagen für das Depot A müssen „spezialfondsfähig“ sein – dies wird tw. von Investment-Banken oder anderen Anbietern angeboten, ist aber in der Regel mit Aufwand und Kosten verbunden (WKN, Schaffung von Liquidität, Glättung des J-curve Effektes, etc.). Den Banken und Sparkassen bereitet insbesondere die Langfristigkeit der Anlage und im Speziellen der J-Curve-Effekt „Sorgen“, da keine laufenden ordentlichen Zinserträge erzielbar bzw. verbuchbar sind. Hier besteht sicherlich noch ein Nachholbedarf. Alternativ – und eher bei kleineren Volumina – wird Private Equity aus dem Bereich „Beteiligungen“ strategisch angegangen. Häufig werden Private-Equity-Anlagen auch durch Tochterunternehmen abgebildet, die zugleich strategische Interessen verfolgen. Ein standardisierter Weg aus dem Anlagevermögen (Treasury) heraus besteht nach Auskunft der Banken nicht. Nachdem Banken innerhalb der letzten Jahre vorwiegend als Fremdkapitalgeber für strukturierte Buyout-Finanzierungen aufgetreten sind, wurde das Engagement auf der Eigenkapitalseite tendenziell zurückgefahren. Auch haben einige Banken negative Erfahrungen mit deutschem Venture Capital gemacht.

Stiftungen: Ziel der Kapitalanlage von Stiftungen ist die reale Erhaltung des vom Stifter eingebrachten Kapitals. Es werden lediglich die Erträge der Kapitalanlage zur Erfüllung des Stiftungszwecks verwendet. Die Anlage des Kapitals erfolgt langfristig. Im Vordergrund stehen häufig steuerliche Gesichtspunkte, nachdem die meisten Stiftungen den Status der Gemeinnützigkeit haben und somit steuerbefreit sind. Gesetzliche Anlagevorschriften bestehen nicht, jedoch erfolgt eine Beaufsichtigung durch die jeweilige Stiftungsaufsichtsbehörde der Bundesländer. Diese geben Richtlinien zur Anlage des

verwalteten Vermögens vor. Der Bemessungsspielraum ist von Behörde zu Behörde unterschiedlich. Darauf aufbauend verfassen die Stiftungen interne Anlagerichtlinien. Die Stiftungen sind dabei angehalten, das Kapital möglichst risikofrei anzulegen und für einen realen Kapitalerhalt durch so genannte „ordentliche Erträge“ zu sorgen. Erträge aus Private Equity gehören a priori nicht zu den „ordentlichen Erträgen“ und werden aufgrund eines vermeintlich hohen Risikos von einigen Stiftungen explizit ausgeschlossen. Ferner unterliegen gemeinnützige Stiftungen der Aufsicht des lokalen Finanzamtes. Einem Engagement in einer neuen Asset-Klasse geht somit meist eine verbindliche Auskunft vorher, ob die jeweilige Asset-Klasse mit dem Status der Gemeinnützigkeit harmoniert. Dieser Prozess ist den betroffenen Stiftungen zu Folge sehr aufwendig. Von 14000 in Deutschland zugelassenen Stiftungen verfügen neun Stiftungen über ein Vermögen von jeweils mehr als 500 Mio. Euro und verwalten insgesamt 22 Mrd. Euro.

Family Offices: Die Vermögensverwaltungen wohlhabender Unternehmerfamilien gehören in Deutschland zu den wichtigsten Private-Equity-Investoren. Nachdem das Vermögen dieser Familien oftmals selbst aus unternehmerischem Handeln hervorgegangen ist, verstehen diese Investoren das Private-Equity-Geschäft aus eigener Erfahrung und sehen es sogar oftmals als eine Art „moralische Verpflichtung“, sich in der Unternehmensfinanzierung zu engagieren. Gesetzliche Reglementierungen bestehen nicht; im Vordergrund steht oftmals die steueroptimierte Verwaltung des eigenen Vermögens. Anlagen werden teilweise opportunistisch und nicht immer entlang einer konsequenten Anlagestrategie vorgenommen. In Deutschland leben 2700 High-Net-Worth-Individuals (HNWI) mit einem liquiden Vermögen von jeweils über 20 Mio. Euro⁸. Insgesamt verfügt diese Gruppe über ein Vermögen von mehr als 400 Mrd. Euro.

5.3 Rechtsformen für Private Equity

Für alle Gruppen von institutionellen Investoren ist die Wahl einer adäquaten Rechtsform für die Abbildung von Private-Equity-Investments von entscheidender Bedeutung. Da das investierte Kapital langfristig gebunden und in der Regel nicht fungibel ist, sind Steuer- und Rechtssicherheit die Grundlage der strategischen Private-Equity-Planung. Änderungen in den Rahmenbedingungen können im Allgemeinen nicht geheilt werden und haben unter Umständen gravierenden Einfluss auf die gesamte Anlagestrategie. Besonders gilt dies für die Steuerbefreiung von Pensionskassen, Unterstützungskassen und gemeinnützigen Stiftungen. Um den Status der Steuerbefreiung zu erhalten, muss eine gewerbliche Infizierung auch langfristig grundsätzlich vermieden werden. Neben der Stabilität der

⁸ The Boston Consulting Group (2007): Tapping Human Assets to Sustain Growth: Global Wealth 2007

Rahmenbedingungen werden aus Investorensicht konkrete Anforderungen an eine Rechtsform gestellt: Hierzu gehört zunächst die transparente Besteuerung, das heißt auf Ebene der Anleger – sowohl für nationale als auch internationale Investoren. Weiterhin ist für internationale Investoren die Vermeidung von Betriebsstätten in dem Land, in dem investiert werden soll wichtig; andernfalls droht eine Doppelbesteuerung. Ferner sollten dem Fondsmanagement keine Restriktionen in der Anlagestrategie auferlegt sein. Private Equity ist ein sehr selektives Geschäft; die Suche nach den besten Beteiligungsmöglichkeiten erfolgt dabei grenzüberschreitend und oftmals opportunistisch. Einschränkungen, sei es hinsichtlich der Region oder der Art und Größe von Zielunternehmen, könnten sich negativ auf die Rendite des Fonds auswirken.

In Deutschland gilt die vermögensverwaltende GmbH & Co. KG als die gebräuchlichste deutsche Rechtsform für die Auflegung von Private-Equity-Fonds. Der Status der Vermögensverwaltung wird in einem Erlass des Bundesministeriums für Finanzen vom 16.12.2003 (BMF-Schreiben) geregelt. In dem Erlass sind zahlreiche Merkmale definiert, nach denen die Tätigkeit des Fonds als vermögensverwaltend oder gewerblich eingeordnet werden kann. Eine ausführliche Diskussion dieser Regelungen und deren Auswirkungen erfolgte in einer Studie der TU-München aus dem Jahr 2006⁹ und soll hier nicht näher beleuchtet werden. Die Erfüllung der Kriterien des BMF-Schreibens ermöglicht, dass Fonds in der Rechtsform der GmbH & Co. KG die von institutionellen Investoren erforderte steuerliche Transparenz respektive Befreiung von der Gewerbesteuer darstellen können. Nachdem jedoch viele dieser Kriterien einen großen Spielraum für die Auslegung zulassen und deren Erfüllung erst im Nachhinein beurteilt werden, bleibt eine – wenn auch zunächst nur theoretische – Rechtsunsicherheit. In der Praxis führte dies dazu, dass institutionelle Investoren von direkten Investitionen in solche gewerblich entprägten GmbH & Co. KGs oftmals absehen.

Um dem „Damoklesschwert“ der Gewerblichkeit zu entgehen, auch durch Beteiligungen an ausländischen Fonds, wurden in den letzten Jahren für die Abbildung von Private-Equity-Investments vorwiegend so genannte Specialized-Investment-Funds (SIV) nach Luxemburger Recht gewählt. Die Ausgestaltung erfolgte zumeist in der Rechtsform des FCP (Fonds Commun de Placement), SICAV (Société d'Investissement à Capital Variable) oder SICAF (Société d'Investissement à Capital Fixe). Neben der Abschirmwirkung gegenüber gewerblichen Einkünften bieten Specialized-Investment-Funds die Möglichkeit, als Dachfonds (Umbrella-Fonds) andere alternative Anlageklassen wie Hedgefonds oder Real-Estate zu bündeln. Nachteil dieser Konstruktion sind jedoch die insgesamt hohen Kosten für Strukturierung und Unterhaltung (Administration) der Fonds. Branchenexperten zufolge wird

⁹ Kaserer/Achleitner/von Einem/Schiereck (2006): Private Equity in Deutschland

ein wirtschaftlich vertretbares Kosten-Nutzenverhältnis erst ab einem dreistelligen Millionenanlagebetrag erreicht. Im Umkehrschluss und unter der Prämisse, dass eine Institution bis zu 10% des verwalteten Anlagevermögens in alternative Anlagen investiert, setzt dies ein gesamtes Anlagevermögen von mindestens einer Mrd. Euro voraus. Die Nutzung eines SIV kommt damit nur für vergleichsweise große Institutionen in Frage. Für kleine Anleger und somit die Mehrzahl der Institutionen kommt diese Lösung aus wirtschaftlichen Gründen nicht in Betracht.

5.4 Entwicklungen im Bereich der Rahmenbedingungen

Eine viel versprechende Entwicklung zeichnet sich mit dem im November 2007 verabschiedeten Investmentänderungsgesetz ab. Das Gesetz liberalisiert die Anlagevorschriften und senkt die administrativen Anforderungen der in Deutschland zugelassenen Spezialfonds. Mit der neu eingeführten Fondsgattung „sonstige Sondervermögen“ bringt das Gesetz ein neues Fondstyp, mit denen auch Private-Equity-Investitionen in einer steuertransparenten Dachfondskonstruktion möglich werden. Jedoch bestehen auch innerhalb dieser Fondsgattung Anlagegrenzen für Private Equity in Höhe von derzeit 25% des Sondervermögens und 5% pro Einzelunternehmen. Diese Grenzen sind unserer Einschätzung nach tendenziell zu niedrig. Sollte es gelingen, für diese Grenzen einen Spielraum einzuräumen, die Kosten für die Errichtung und Unterhaltung dieser Fonds niedrig zu halten sowie eine unbürokratische Verwaltungspraxis zu etablieren, könnten deutsche Spezialfonds eine Alternative zu den Luxemburger Spezialfonds werden. Insbesondere kleineren Institutionen würde dann ein leichter Zugang zu der Anlageklasse Private Equity eröffnet werden.

Eine weitere Erleichterung könnte durch die Möglichkeit eines direkten Einstiegs – ohne Vorschaltgesellschaften – in die Anlageklasse Private Equity erreicht werden. Hierzu wäre eine eigene Rechtsform erforderlich, die insbesondere die oben genannten Kriterien erfüllt. Mit dem Ziel die rechtlichen Rahmenbedingungen für eine dedizierte Jurisdiktion zu definieren, liegt derzeit ein Referentenentwurf eines Gesetzes zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen (MoRaKG) zur Entscheidung vor. Das MoRaKG übernimmt im Wesentlichen die Anforderungen, die in dem BMF-Schreiben an die vermögensverwaltende Tätigkeit der GmbH & Co. KG gestellt werden. Zusätzlich werden weitere Kriterien formuliert und das Gesetz nur auf Venture-Capital-Gesellschaften (Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften) bezogen.

Aus Sicht der institutionellen Anleger ist die gesetzliche Verankerung der steuerlichen Transparenz bzw. Vermögensverwaltung positiv zu bewerten. Fraglich ist jedoch, inwieweit die Einführung des Gesetzes in dieser Fassung zu einem positiven Impuls für die

Rahmenbedingungen von Investoren tatsächlich beitragen kann. Venture Capital ist in der Regel nur eine kleine Beimischung zu der gesamten Private-Equity-Allokation. Die Umsetzung einer Private-Equity-Strategie ausschließlich durch Venture Capital ist aus Gründen der Risikodiversifizierung unwahrscheinlich und in der Praxis nicht bekannt. Um zu mehr Venture-Capital-Investitionen zu kommen, müssen somit in erster Linie weitere, auch kleinere, Institutionen überhaupt erstmals in Private Equity investieren. Es geht letztlich darum neue Investoren für die Anlageklasse zu gewinnen. Dies erfordert wiederum ganzheitliche Lösungen (Anlage-Vehikel), die allgemein Private-Equity-Investitionen und dann in einem zweiten Schritt auch Investitionen in das Subsegment Venture Capital unter der gebotenen Rechtsicherheit erleichtern.

Von Bedeutung könnten die Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften (WKBG) zunächst für Investoren werden, die bereits in Private Equity investiert sind, entsprechende Erfahrung aufweisen und ihr Private-Equity-Portfolio durch Venture-Capital-Investments arrondieren möchten. Diese Investoren könnten Anlagen in deutsche Venture-Capital-Fonds künftig direkt vornehmen. Voraussetzung für eine breite Akzeptanz der WKBG, sowohl auf Seiten der Investoren als auch der Seite der Fondsmanager, wäre eine internationale wettbewerbsfähige Ausgestaltung.

In diesem Zusammenhang kommt der Frage der Auflagen, die ein vermögensverwaltender Venture-Capital-Fonds schon heute und zukünftig noch verstärkt in der Rechtsform der geplanten WKBG erfüllen muss, besondere Bedeutung zu: Auflagen, die zu einer Einschränkung der Anlagestrategie des Fonds führen, könnte sich nachteilig auf die erzielbaren Renditen auswirken. Für institutionelle Anleger ist die Anlagestrategie eines Fonds, neben der Leistungsbilanz und der persönlichen Qualifikation des Fondsmanagements, ein entscheidender Indikator für das Renditepotenzial eines Fonds. Sollten sich in diesem Punkt Wettbewerbsnachteile abzeichnen, dürften ausländische Fonds mit liberaleren Anlagevorschriften im Zweifel den Vorzug bei der Einwerbung von Investorengeldern (Fundraising) erhalten. Eine Umfrage durch unser Haus unter 40 unabhängigen VC-Gesellschaften hat ergeben, dass einige der Auflagen als eine solche Einschränkung von der Mehrzahl der befragten VC-Gesellschaften wahrgenommen werden. Konkret handelt es sich dabei um die vorgesehenen Investitionseinschränkungen hinsichtlich der Region (EWR-Raum), auf der Rechtsform (Kapitalgesellschaften) und der Höhe der Eigenkapitalausstattung (maximal 20 Mio. Euro) der Zielunternehmen. Entsprechende Modifikationen könnten zu einer deutlich höheren Akzeptanz der neuen Rechtsform führen.

5.5 Ergebnisse der EVCA-Studie – Rahmenbedingungen Deutschland

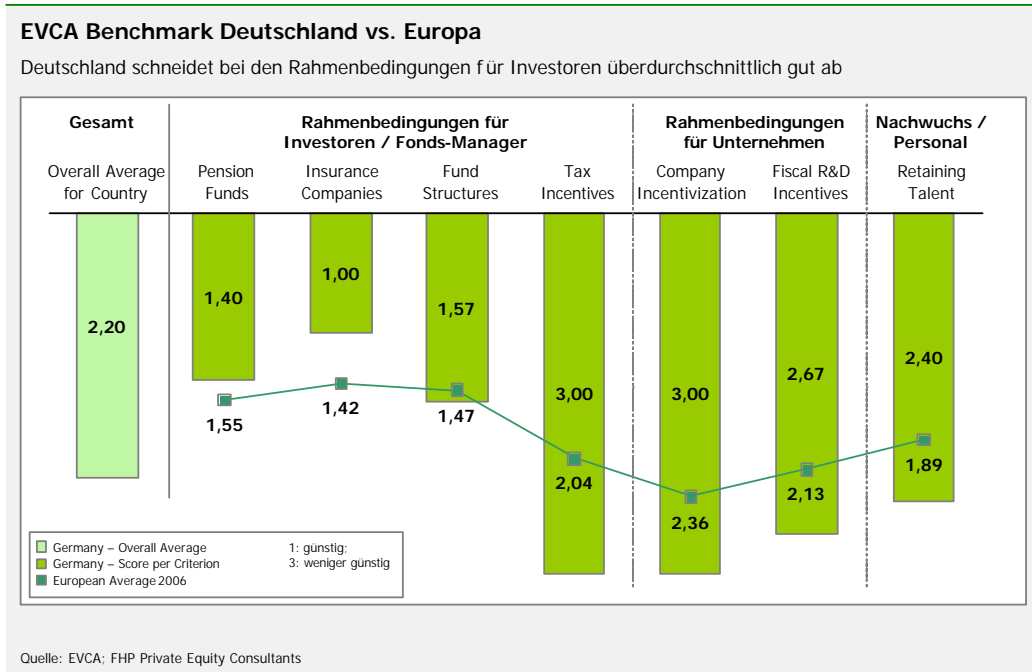
Der Europäische Venture Capital und Private Equity Verband (EVCA) untersucht seit dem Jahr 2004 in der Studie „Benchmarking European Tax and Legal Environments“¹⁰ die steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen für Private Equity. Im Jahr 2006 (Stichtag: 01.07.2006) wurden 25 Europäische Länder betrachtet. Konkret wurden dabei die Rahmendbedingungen für drei Gruppen von Marktteilnehmern in insgesamt sieben Kriterien analysiert:

1. Manager von Private-Equity-Fonds (General Partners) und Fondsinvestoren (Limited Partners): Für Versicherungen und Pensionskassen wurden unter den Kriterien „Pension Funds“ und „Insurance Companies“ die rechtlichen Rahmenbedingungen und mögliche Einschränkungen für Private Equity Beteiligungen analysiert. In dem Punkt „Fund Structures“ wurde die Verfügbarkeit einer geeigneten Gesellschaftsform für Private-Equity-Fonds bewertet. Insbesondere die transparente Besteuerung, das heißt auf Ebene der Anleger sowohl für inländische als auch ausländische Fondsinvestoren stand dabei im Vordergrund. Aber auch die Belastung des Fondsmanagements durch Mehrwertsteuer auf vergütete Managementleistungen (Managementfee) und auf Ergebnisbeteiligungen (Carried Interest) floss in die Bewertung mit ein. Weiterhin wurde mit dem Kriterium „Tax Incentives for Private Equity and Venture Capital“ das Vorhandensein von Anreizen jeglicher Art für ein Private-Equity-Engagement honoriert.
2. Potenzielle Zielunternehmen: Anhand der beiden Kriterien „Company Incentivation“ und „Fiscal R&D Incentives“ wurden einerseits Anreize für Unternehmensgründungen sowie für Forschung und Entwicklung und andererseits steuerliche Rahmenbedingungen respektive steuerliche Vergünstigungen für junge Unternehmen untersucht. Nicht in die Bewertung eingeflossen sind staatliche Finanzierungsquellen für Unternehmensgründer.
3. Personal und Mitarbeiter hinsichtlich ihrer Verfügbarkeit für Zielunternehmen und Private-Equity-Fonds: Bewertet wurden die Möglichkeiten eines Landes qualifizierte Unternehmer, Mitarbeiter aber auch Fonds-Manager für lokale Gesellschaften zu gewinnen und zu binden. Es wurden dazu die zwei Kriterien „Retaining Talent in Investee Companies“ und „Retaining Talent in Fund Management Companies“ herangezogen. Im Rahmen des ersten Kriteriums wurde die allgemeine Besteuerung privater Personen, aber auch speziell die Besteuerung von Kapitalerträgen und erfolgsabhängigen Anreizen (z.B. Stock Options) betrachtet. Im zweiten Kriterium

¹⁰ Loizaga, European Private Equity and Venture Capital Association (2006): Benchmarking European Tax and Legal Environments

wurde die Möglichkeit einer leistungsbezogenen Vergütung (z.B. Carried Interest) sowie deren Besteuerung analysiert. Nicht zur Berücksichtigung kamen Aspekte, wie der allgemeine Ausbildungsstand oder spezielle Qualifikationen von Mitarbeitern in dem jeweiligen Land.

Abb.: 5.1



Deutschland schneidet im Bereich der gesetzlichen und steuerrechtlichen Rahmenbedingungen für Investoren und Fonds-Manager überdurchschnittlich gut ab. Hervorgehoben werden die lokale Investorenlandschaft und deren weitgehend liberale Regulierung. Als Rechtsform für Private-Equity-Fonds wurde die GmbH & Co. KG unter der Prämisse der Erfüllung aller Kriterien des BMF-Schreibens betrachtet. Also in einem idealtypischen Szenario ohne die Berücksichtigung der rechtlichen Unsicherheit. Die Bewertung des Kriteriums „Fund Structures“ fiel in dieser Konstellation leicht unterdurchschnittlich aus. Zurückzuführen ist die abschlägige Bewertung lediglich auf den Umstand, dass sowohl auf die Management Fee als auch auf den Carried Interest Mehrwertsteuer anfallen kann. Die Tatsache, dass in Deutschland keine direkten steuerlichen Anreize bestehen, um institutionelle Investoren zu Private-Equity-Anlagen zu bewegen, wurde ebenfalls negativ bewertet.

Deutliche Abstriche mussten in dem Kriterium Rahmenbedingungen für Unternehmen hingenommen werden. Das Fehlen von speziellen, steuerlichen Vergünstigungen für junge Unternehmen, insbesondere vor dem Hintergrund einer vergleichsweise hohen durchschnittlichen Steuerbelastung deutscher Unternehmen, führte zu einer negativen

Bewertung. Gleiches gilt für Forschung und Entwicklung: Nicht vorhandene Anreize, bis auf die steuerliche Abzugsfähigkeit von F&E-Ausgaben, wirkten sich nachteilig auf die Bewertung aus.

Zu einer unterdurchschnittlichen Bewertung kam es auch in dem Punkt Nachwuchspersonal („Retaining Talent“). Moniert wurden die allgemeine und noch immer hohe steuerliche Belastung von Privatpersonen sowie die steuerliche Behandlung von Stock-Options. Insbesondere aber die Besteuerung von Kapitalgewinnen aus Unternehmensbeteiligungen, die über 1% hinausgehen, wurde als kritisch angesehen.

Alles in allem kommt Deutschland in der Studie auf eine Bewertung von 2,15 und platziert sich somit nur auf Platz 20 des gesamten Rankings der 25 Länder. Angeführt wird das Ranking von Irland, Frankreich und Großbritannien. Während Irland und Großbritannien auch schon in den Jahren 2003 und 2004 zu den führenden Nationen gehörten, konnte sich Frankreich 2006 erstmals in der Spitzengruppe platzieren. Frankreich gehört damit zu den wenigen Ländern Europas, die im Sinne der Studie innerhalb der letzten Jahre erhebliche Verbesserungen im Bereich der gesetzlichen und steuerrechtlichen Rahmenbedingungen vollzogen haben. Der direkte Vergleich zu Deutschland zeigt, dass die bessere Positionierung vor allem aus der Bewertung der Rahmenbedingungen für Unternehmen (2) hervorgeht. Frankreich bietet jungen Unternehmen umfangreiche Steuererleichterungen und gehörte in Europa zu den ersten Ländern, die ein eigenes Steuermodell für junge Unternehmen eingeführt haben. Dieses sieht vor, dass neu gegründete Unternehmen bis zu einem Einkommen von 38.120 Euro pro Jahr nur mit 15% besteuert werden. Weiterhin werden zahlreiche Förderungen für Forschungsprojekte zur Verfügung gestellt. Eine bessere Bewertung besteht auch in der Kategorie Nachwuchspersonal (3). Dass die Besteuerung von Stock-Options erst zum Zeitpunkt der Ausübung erfolgt, führte in dieser Kategorie zu einer positiven Bewertung. Hinsichtlich der Rahmenbedingungen für Investoren (1) liegt nur eine geringfügig bessere Bewertung Frankreichs vor. Diese ist im Wesentlichen auf die Umsatzsteuerbefreiung des Carried Interest und der Management Fee in der französischen Fondskonstruktion (FCPR) zurückzuführen.

Fazit: Für Investoren in Deutschland, angefangen von 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. Einige Institutionen müssen sich an quantitative Anlagegrenzen für Private-Equity-Investitionen halten; diese 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.

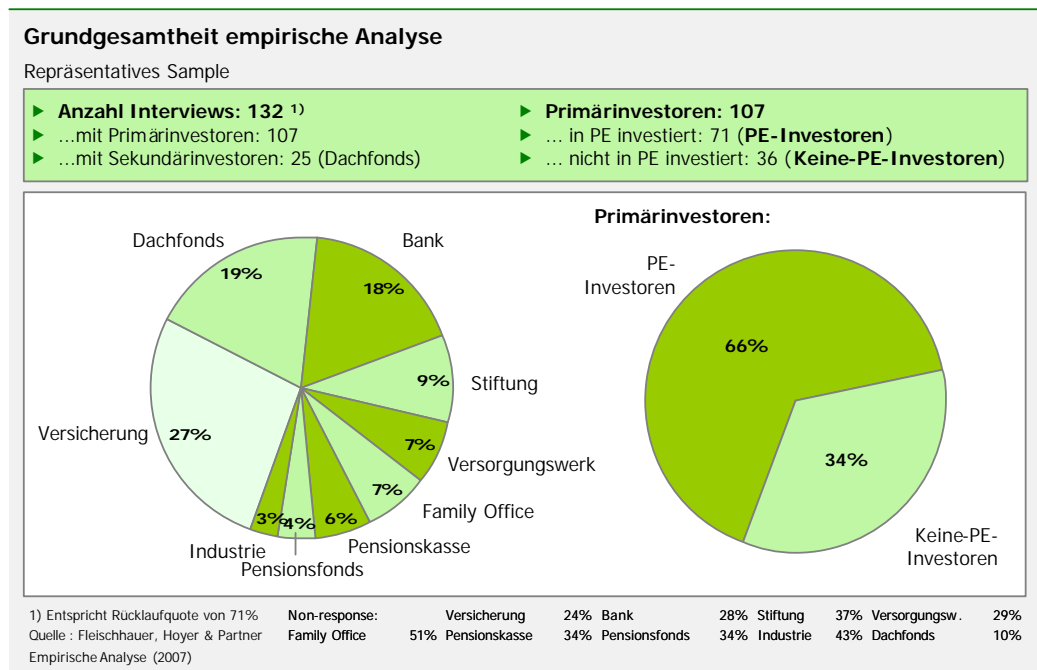
Das größte Problem liegt für institutionelle Investoren in dem rechtssicheren und gleichzeitig wirtschaftlichen Zugang zu der Anlageklasse Private Equity. Die vermögensverwaltende GmbH & Co. KG garantiert nicht von vorneherein die Vermeidung einer gewerblichen Prägung. Gleiches gilt unter Umständen auch 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 gebündelt. Dieser Weg erfordert hohe Kosten, einen erheblichen organisatorischen Aufwand und ist somit nur für große Institutionen wirtschaftlich umsetzbar. Zu einer Alternative könnten sich deutsche Spezialfonds mit der Fondsgattung „Sonstige Sondervermögen“ entwickeln. Letztlich wird die Akzeptanz und damit die Verbreitung dieser Fonds von der konkreten Ausgestaltung abhängen.

Zu einer positiven Bewertung des Umfeldes von institutionellen Investoren in Deutschland kommt im Grundsatz auch der Europäische Venture-Capital- und Private-Equity-Verband (EVCA) in seiner Studie „Benchmarking European Tax and Legal Environments 2006“. Die unterdurchschnittliche Platzierung Deutschlands ist in dieser Studie in erster Linie auf die Rahmenbedingungen für Unternehmen und Mitarbeiter zurückzuführen und nicht auf das Umfeld für institutionelle Investoren. Die Rechtsunsicherheit der vermögensverwaltenden GmbH & Co. KG wurde in diesem Kontext jedoch außer Acht gelassen. Ferner muss betont werden, dass die Studie keine gesamtheitliche Betrachtung aller Rahmenbedingungen vornimmt und dies auch nicht für sich beansprucht. Wichtige Aspekte, wie beispielsweise die Qualifikation der Menschen, staatliche Finanzierungsprogramme oder aber die Möglichkeiten für die Veräußerung von Private-Equity-Beteiligungen (Exitmärkte) werden nicht betrachtet. Die Studie basiert auf sieben Kriterien aus dem Bereich der gesetzlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen. Diese Kriterien sind jedoch international vergleichbar, so dass das Studienergebnis durchaus wichtige Rückschlüsse auf die relative Attraktivität der einzelnen Private-Equity-Standorte zulässt.

6 Empirische Analyse des Investitionsverhaltens institutioneller Investoren

Den Kern dieser Studie bilden die Interviews mit institutionellen Investoren. Im Rahmen der empirischen Analyse wurden insgesamt 107 Interviews mit institutionellen Investoren (Primärmarktinvestoren) in Deutschland geführt. Ergänzend wurden 25 europäisch führende Dachfonds mit in die Empirie einbezogen, um die Bedeutung von indirekten Beteiligungen (Umwegsbeteiligungen) zu eruieren. Insgesamt teilen sich die 132 Interviews wie folgt auf:

Abb.: 6.1



Die größte Gruppe bei den Primärinvestoren stellen Versicherungen mit 27% der Interviews, gefolgt von der Gruppe der Banken mit 18% und Pensionseinrichtungen zusammen genommen (Pensionskassen, Pensionsfonds und Versorgungswerke) mit 17%. Die Teilnahmebereitschaft war mit Ausnahme der Family Offices und Industrie außerordentlich hoch. Vergleicht man die Investorengruppenzugehörigkeit der Respondenten mit Verteilung in der Ziehungsgesamtheit, ergeben sich nur kleine Abweichungen - ein wichtiges Indiz, dass die Befragungsgruppe repräsentativ ist.

Von den 107 Primärmarktinvestoren sind zwei Drittel (71) in Private Equity investiert – ein Drittel ist bis dato nicht investiert. Wiederum sind 58 der 71 aktiven Private-Equity-Investoren auch in dem Subsegment Venture Capital investiert. Lediglich zwei, vorwiegend strategisch motivierte Investoren, sind ausschließlich in Venture Capital investiert und belegen als „Ausnahmeerscheinung“, dass Venture-Capital-Investitionen als integraler

Bestandteil einer ganzheitlichen Private-Equity-Strategie zu verstehen sind (vgl. auch Kapitel 4 Investoren-Struktur in Deutschland/Europa). Ferner haben 54 der PE-Investoren (76%) mindestens auch einmal indirekt, also über einen Dachfonds, in die Anlageklasse Private Equity investiert.

Abb.: 6.2

PE-Investoren: VC-Beteiligungen nach Institutionen

82% der PE-Investoren sind auch in dem Subsegment VC investiert; 76% nutzen (auch) Dachfonds für die Abbildung ihres PE-Engagements

| Institution | Anzahl Primär-Investoren | Anzahl in PE investiert | ..davon auch in VC investiert | auch über FoF investiert |
|-----------------------|--------------------------|-------------------------|-------------------------------|--------------------------|
| Banken | 24 | 17 | 14 | 8 |
| Family Office | 9 | 8 | 7 | 5 |
| Industrie | 4 | 4 | 4 | 3 |
| Pensionsfonds/-kassen | 13 | 3 | 3 | 4 |
| Versorgungswerk | 9 | 5 | 4 | 5 |
| Stiftungen | 12 | 5 | 4 | 3 |
| Versicherungen | 36 | 29 | 22 | 26 |
| Summe | 107 | 71 | 58 | 54 |

Leseprobe: Von 29 in Private Equity (PE) investierten Versicherungen sind 22 auch in dem Subsegment Venture Capital investiert – 26 Versicherungen nutzen auch Dachfonds (FoF) für ihre Private-Equity-Beteiligungen

- Anm.: 1. Lediglich zwei Institutionen sind ausschließlich in Venture investiert
 2. Nur 31 der 58 VC-Investoren sind auch in deutschen VC-Fonds engagiert

Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner: Empirische Analyse (2007)

Als „kritische Größe“ für die Anlageklasse Private Equity ergibt sich aus der empirischen Analyse ein Anlagevermögen von etwa 1 Mrd. Euro. Als Ansprechpartner für die Interviews dienten uns in erster Linie die „Leiter Private Equity bzw. Alternative Investments“ oder die Geschäftsführer bzw. Vorstände der einzelnen Institutionen.

Die Interviews wurden in der Zeit vom September bis Dezember 2007 durchgeführt. Die große Mehrheit der Interviews erfolgte telefonisch. Ergänzend wurden mit ausgewählten Investoren (15) persönliche Expertengespräche durchgeführt, um über das Spektrum des Fragebogens hinausgehende Aspekte zu diskutieren und ergänzende Eindrücke über die Denkweise und Empfehlungen zu erhalten.

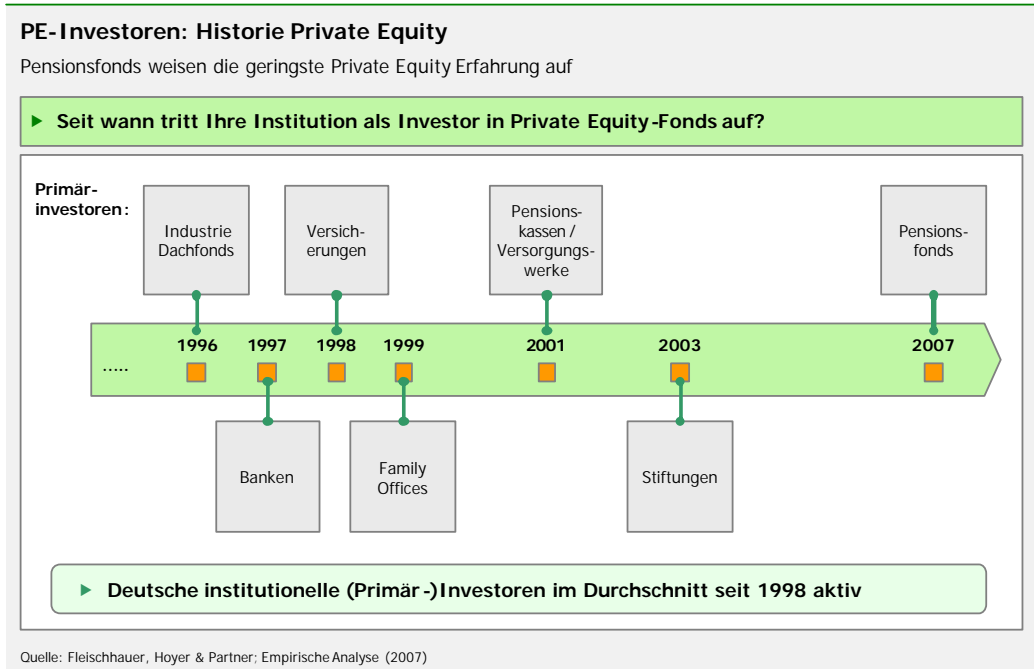
6.1 PE-Investoren

Erfahrung

Die durchschnittliche Erfahrung der lokalen Investoren liegt aktuell bei etwa zehn Jahren – betrachtet man die unterschiedlichen Investorengruppen so fällt die weitgehende Erfahrung der Versicherungen/Pensionskassen und Banken auf – neu ist das Thema noch bei

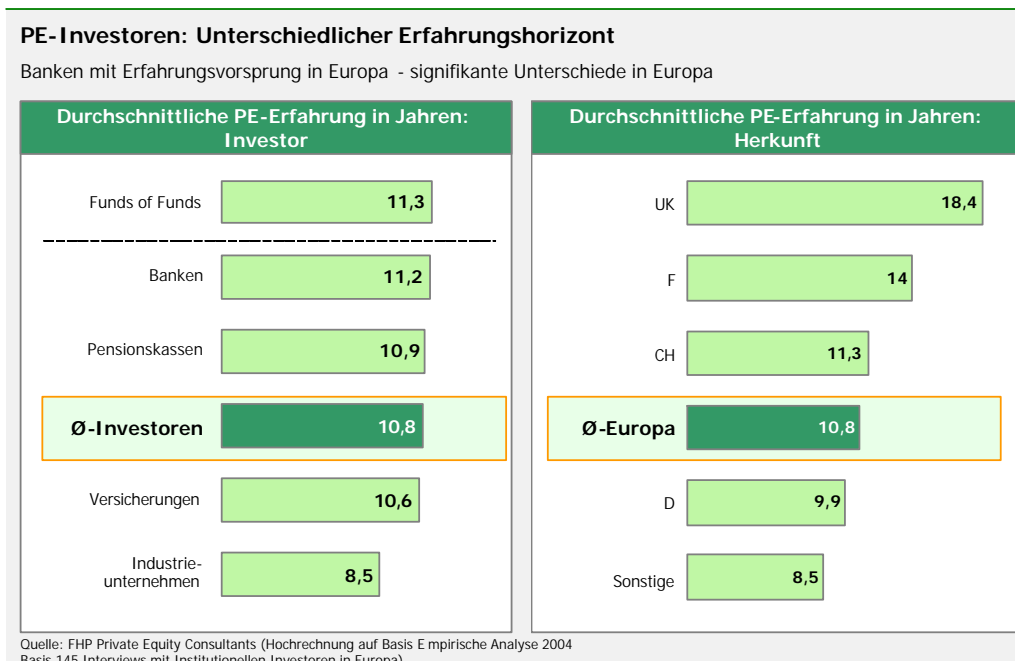
Stiftungen und den erst in 2002 zugelassenen Pensionsfonds – hier herrscht auch der höchste Nachholbedarf (vgl. *Kapital Fund Raising Deutsche Investorenbasis im internationalen Vergleich*).

Abb.: 6.3



Eine Studie aus dem Hause FHP aus dem Jahre 2004 auf europäischer Ebene verdeutlichte bereits den geringeren Erfahrungshorizont der deutschen Investoren im internationalen Vergleich, insbesondere im Vergleich zu den angelsächsischen Investoren.

Abb.: 6.4



Organisatorische Verantwortung

Strategisch liegt die Zuständigkeit für Private Equity allein und ganz im Verantwortungsbereich des Vorstandes. Somit muss die strategische Grundsatzentscheidung getroffen werden, Private Equity langfristig als Anlageklasse aufnehmen zu wollen. Der Leiter der Kapitalanlagen ist für die operative Umsetzung und das „Tagesgeschäft“ verantwortlich.

Bei den persönlichen Expertengesprächen kam auch immer wieder zum Vorschein, dass viele Leiter der Kapitalanlage gerne überhaupt in bzw. mehr in Private Equity investieren möchten, aber das Thema oft auch im Vorstand scheitert. So können Personenwechsel auf Vorstandsebene auch strategische Entscheidungen immer wieder mal „untergraben“ und ursprünglich getroffene Entscheidungen pro Private Equity zurücknehmen.

Kontraproduktiv sind in so einem Zusammenhang – neben der sowieso vorhandenen Intransparenz dieser Branche – die „Heuschrecken-Diskussion“, die keine sachliche Diskussion erlaubt, sondern die Anlageklasse per se in ein schlechtes Licht stellt. Zielsetzung der Politik kann somit nur sein, das Thema auf Vorstandsebene (wieder) „salonfähig“ zu machen und in diesem Kontext auch die volkswirtschaftliche Bedeutung, insbesondere von Venture Capital, für Deutschland hervorzuheben.

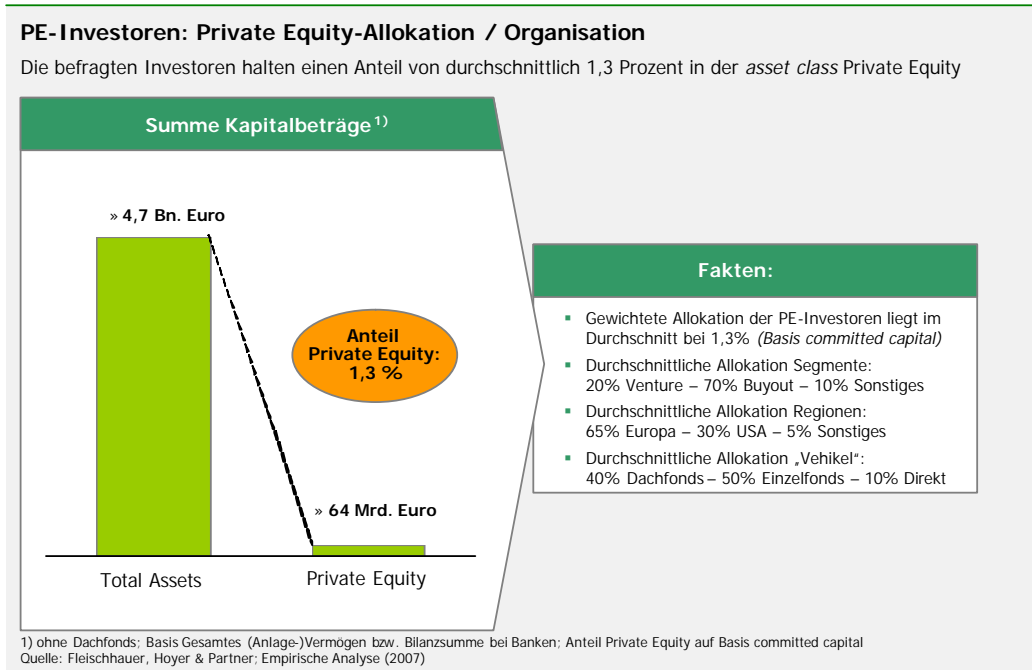
Im Durchschnitt beschäftigen die institutionellen Investoren meist nur ein kleines Team von etwa 3 Mitarbeitern, die sich für Private Equity (mit) verantwortlich zeigen oder in Teilen dort operativ tätig sind. Somit ist das Thema auf der operativen Ebene – entsprechend der geringen Allokation – eher gering besetzt. Da die BaFin-Regularien in diesem Zusammenhang auch noch dedizierte Inhouse-Expertise verlangen, ergibt sich aufgrund der fehlenden Expertise im eigenen Hause eine weitere Hemmschwelle für deutsche institutionelle Investoren.

Dabei verwalten sie in der Regel das Kapital mehrerer Investoren – im Durchschnitt sind die Primärinvestoren für das Kapital von sieben Institutionen (Investoren) verantwortlich. So bündeln vor allem mehrere kleine Institutionen wie im Falle von mittelständischen Versorgungswerken oder Stiftungen ihre Anlagegelder in einer großen Kapitalsammelstelle – bei Versicherungen werden unterschiedliche Gesellschaften bzw. Sparten von einer Anlagegesellschaft betreut.

Private-Equity-Allokation

Das gesamte Anlagevermögen der befragten Investoren (Grundgesamtheit 107) beträgt 4,7 Billionen Euro – davon sind etwa 64 Mrd. Euro in Private Equity gezeichnet (committed). Somit liegt die Allokation der deutschen institutionellen Investoren (Primärinvestoren) auf Basis „committed capital“ gewichtet bei durchschnittlich 1,3%.

Abb.: 6.5



Die Allokation ist im internationalen Vergleich weiterhin sehr gering. Insbesondere unter Berücksichtigung der Tatsache, dass etwa nur 60/70% dieses committed capitals am Ende auch investiert sein wird – damit würde die effektive Investitionsquote langfristig bei unter einem Prozent liegen.

Auch lassen sich signifikante Unterschiede bei der Allokation feststellen: Überproportional hoch ist der Anteil Private Equity bei Family Offices – dagegen haben zahlreiche Institutionen wie Versicherungen, Pensionseinrichtungen und Banken auch nur eine „Mikro-Allokation“ von nur etwa ein Prozent.

Stiftungen sind bis dato zwar kaum als Investoren vertreten, doch wenn sie sich zur Aufnahme von Private Equity entschlossen haben – was mit viel Aufwand verbunden ist (*siehe Abschnitt Stiftungen in Kapitel fünf und sechs*) -, fahren sie mit 5% in der Regel eine durchaus höhere Private-Equity-Allokation, als unser empirisches sample aufweist.

Sofern eine Institution in Private Equity investiert hat, erfolgt in den meisten Fällen (82%) auch eine Allokation im Venture-Segment. Die Bandbreite des Venture-Anteils reicht von 16% (Banken) bis zu 25% (Family Offices) und ist somit wesentlich homogener verteilt als die Private-Equity-Allokation selbst.

Abb.: 6.6

PE-Investoren: Private Equity/Venture Capital-Allokation nach Institutionen
 Versicherungen und Banken haben die größten PE-Anlagen – Family Offices und Stiftungen die höchste prozentuale Allokation

| Institution ¹⁾ | Kapitalanlagen [Mrd. €] | PE-Anlagen [Mrd. €] | PE-Allokation [%] | davon VC [Mrd. €] | Anteil VC an PE [%] |
|--------------------------------------|-------------------------|---------------------|-------------------|-------------------|---------------------|
| Banken | 2.513,8 | 28,8 | 1,1 | 4,61 | 16 |
| Family Office | n.a. | n.a. | 11,8 | n.a. | 25 |
| Industrie | n.a. | 1,2 | n.a. | 0,32 | n.a. |
| Pensionsfonds | 17,0 | 0,2 | 1,0 | 0,03 | 18 |
| Pensionskassen/Versorgungswerk | 76,1 | 0,7 | 0,9 | 0,14 | 21 |
| Stiftungen | 4,6 | 0,3 | 5,5 | 0,06 | 23 |
| Versicherungen | 2.162,6 | 31,9 | 1,5 | 7,02 | 22 |
| Summe / gewicht. Durchschnitt | 4.774,1 | 63,0 | 1,3 | 12,18 | 19 |

1) Ohne KfW; Basis: Gesamtes (Anlage-)Vermögen bzw. Bilanzsumme bei Banken; Anteil Private Equity auf Basis committed capital
 Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner; Empirische Analyse (2007)

Eine dominante Rolle bei der Allokation spielen die Umwegbeteiligungen über Dachfonds – 43% der Private-Equity-Anlagen werden im Durchschnitt über Dachfonds investiert (siehe hierzu auch nachfolgend „Rolle der Dachfonds“), 48% via Einzelfonds und 9% als Co-Investment-Opportunitäten bzw. Direkt-Investments genutzt. Das meiste Kapital ist mit 70% für Buyout „committed“ (Zeichnungskapital), Venture Capital ist mit durchschnittlich rund 20% im Portfolio der deutschen Investoren vertreten. Die restlichen zehn Prozent werden von sonstigen Segmenten wie Mezzanine, Special-Situations (Restrukturierung) oder Secondary-Investments (Zweitmarkt) abgedeckt.

Betrachtet man die geographische Allokation fällt das starke Gewicht Europas (67%) im Vergleich zu den USA (30%) bei den deutschen Investoren auf, was aufgrund der lokalen Nähe zum europäischen Markt als auch aufgrund des Währungsrisikos bei Dollar-Investments nicht überrascht.

Dennoch muss man hier zu bedenken, dass die USA das „Mutterland“ des Private Equity ist und insbesondere im Segment „Venture Capital“ einen großen Erfahrungsvorsprung hat, der sich auch in überdurchschnittlichen Renditen bis dato niedergeschlagen hat.

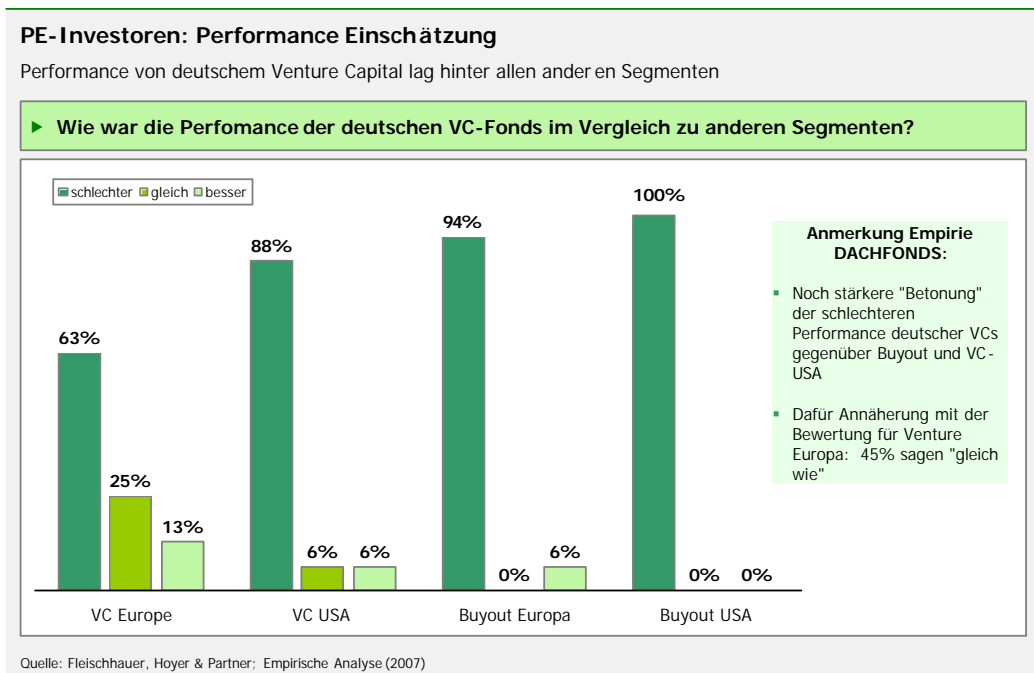
Ein Blick nur auf die Venture-Capital-Allokation zeigt, dass der Anteil des Venture Capitals in Europa mit 50% im Vergleich zum Gesamtmarkt leicht unterrepräsentiert ist – bei Venture-Capital-Allokationen schauen die lokalen Investoren verstärkt nach Übersee. Auch liegt der Anteil der Venture-Capital-Investitionen über Dachfonds leicht über der Durchschnittsallokation – für das risikoreichere Venture-Capital-Geschäft werden also verstärkt Dachfondsvehikel in Anspruch genommen. Die angestrebte Rendite liegt bei Private Equity im Durchschnitt bei 15% – für Venture Capital wird eine zusätzliche Risikoprämie in Höhe von 500 Basispunkten und somit eine IRR von 20% erwartet.

Im Durchschnitt sind die deutschen Investoren nur in einer sehr begrenzten Zahl an Venture-Fonds investiert. Es befinden sich nur 37 deutsche VC-Fondsinvestments in den Portfolios der lokalen Investoren – im Vergleich zu den knapp 340 VC-Fonds entspricht dies einer Relation von 1:10, d.h. nur jedes zehnte VC-Fondsinvestments wird seitens der deutschen Investoren im eigenen Land getätigt. Von den 107 Primärinvestoren sind 62 überhaupt in Private Equity investiert – somit hat jeder deutsche Private-Equity-Investor statistisch gesehen gerade einmal nur einen „halben“ VC-Fonds im Portfolio. Ein weiterer Beleg für die geringe Investitionsbereitschaft lokaler Investoren in Venture Capital im eigenen Land.

Erfahrungen

Keine aussagekräftigen, quantitativen Aussagen sind uns zur Performance möglich, da die Grundgesamtheit der Antworten speziell für diese Frage zu gering ist. Auch scheuen sich einige institutionelle Investoren Fragen nach der Performance zu beantworten:

Abb. 6.7

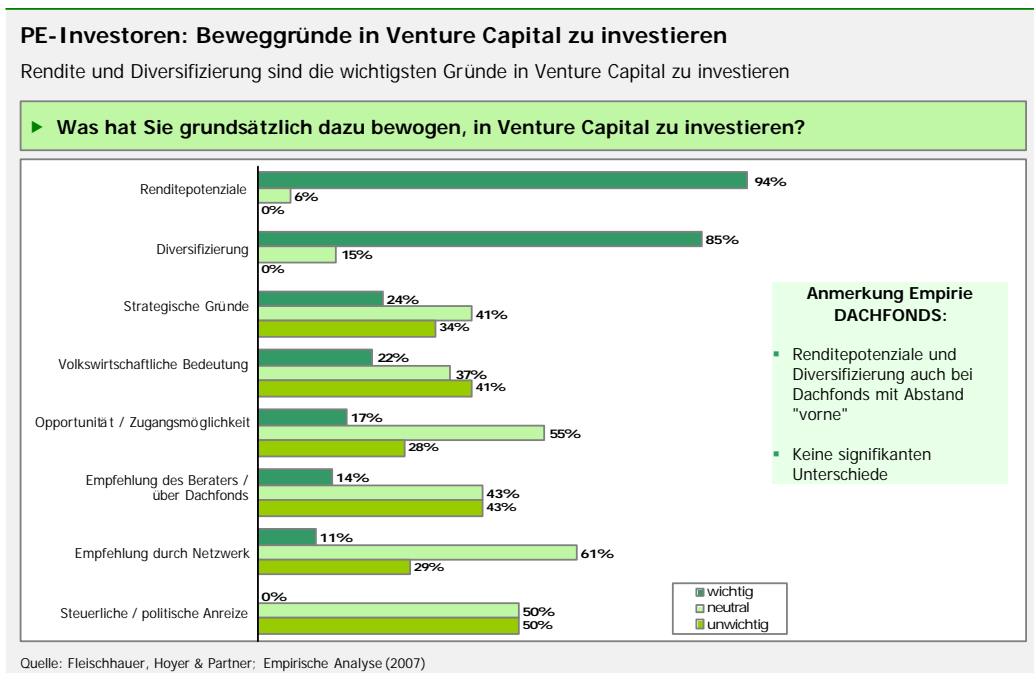


Qualitativ lässt sich aber feststellen, dass sich die Renditeerwartungen mit Venture Capital in Deutschland bis dato mehrheitlich nicht erfüllt haben, so denkt mit 87% die überwältigende Mehrheit der deutschen Investoren. Und im Benchmark zu anderen Subsegmenten hat Venture Capital in Deutschland bei der Mehrzahl der deutschen Investoren schlechter „performt“ als in Europa oder in den USA bzw. als das Buyout-Segment insgesamt. Knapp zwei Drittel der deutschen Investoren behaupten, dass die Performance von Venture Capital in Deutschland sogar schlechter war als von europäischem VC – diese Aussage überrascht, insbesondere wenn man sich die Fakten einer aktuellen Performance-Befragung durch den BVK anschaut (s. Abschnitt „Performance“ in Kapitel 4.21). Dieser Analyse zufolge braucht sich deutsches VC nicht hinter Europa zu verstecken. Die Erfahrungen der PE-Investoren decken sich aber im hohen Maße mit den Dachfonds, die sicherlich noch über einen weitaus größeren Vergleichsmaßstab (Benchmark) bzw. mehr Transparenz auf globaler Ebene verfügen und deren Erfahrungen noch „kritischer“ im Vergleich zu Venture Capital in den USA oder Buyout ausfallen. Immerhin denkt aber knapp die Hälfte der Dachfonds, dass die Performance von VC in Deutschland im europäischen Kontext mithalten kann, so auch unsere Erkenntnis aus jahrelanger Recherche im Venture-Capital-Markt.

Beweggründe

Was hat Investoren nun dennoch grundsätzlich dazu bewogen, in Venture Capital zu investieren? Die Renditepotenziale als auch das Streben nach Diversifizierung im Rahmen der Private-Equity-Allokation sind die Hauptbeweggründe in Venture Capital zu investieren.

Abb.: 6.8



Somit wird anerkannt, dass Venture Capital im Zuge der Diversifizierung der bereits vorhandenen Private-Equity-Allokation und aufgrund der potenziellen Renditepotenziale eine wichtige Rolle spielt. Die Anlageklasse Venture Capital kann somit nicht isoliert betrachtet werden, sondern als Bestandteil einer zumeist global ausgerichteten Private-Equity-Strategie über alle Segmente hinweg. In diesem Kontext führt eine Erhöhung der gesamten Private-Equity-Anlagen auch gleichzeitig zu einer Erhöhung der Venture-Capital-Anlagen.

Strategische Gründe stehen bei Industrieunternehmen und Banken etwas stärker im Blickfang, aber auch bei Family Offices, die eine hohe Affinität zu „Entrepreneurship“ und junge Unternehmen aufweisen. Immerhin gibt auch gut jeder sechste Investor die „volkswirtschaftliche Bedeutung“ als Beweggrund an – dieses Kriterium wird vor allem von Großinvestoren, sprich Pensionskassen/Versorgungswerke, Versicherungen oder bedeutende Industrieunternehmen, die eine gewisse volkswirtschaftliche Verantwortung tragen und auch aus diesem Grund Venture Capital gegenüber offen sind.

Die spontan genannten wichtigsten Gründe für die geringe Investitionsbereitschaft bzw. Abneigung hinsichtlich deutschem VC sind – nach Priorität geordnet – die unzureichenden historischen Renditen, das (vermeintliche) hohe Risiko sowie eine geringe Markttransparenz verbunden mit hohen Unsicherheiten über die richtige Einordnung der Anlageklasse (steht im Zusammenhang mit den Anfangsverlusten einer Private-Equity-Anlage (J-Curve-Effekt)).

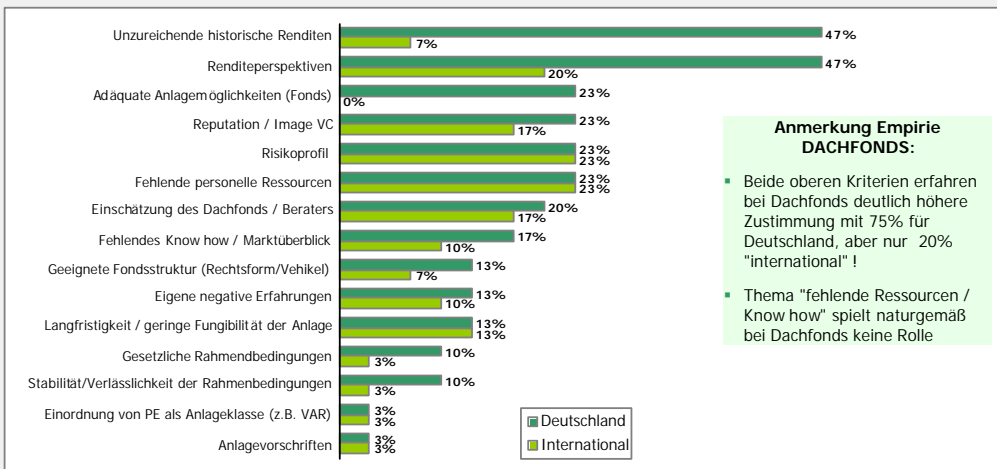
Diese spontanen Äußerungen werden auch durch unsere geschlossene Frage bestätigt:

Abb.: 6.9

PE-Investoren: Ablehnungsgründe gegenüber Venture Capital

Fehlendes Renditepotenzial hält Investoren von Venture Capital Investitionen ab

► Was hat Sie bis dato davon abgehalten in, bzw. verstärkt in Venture Capital respektive in deutsche Venture Capital -Fonds zu investieren?



Anmerkung Empirie DACHFONDS:

- Beide oberen Kriterien erfahren bei Dachfonds deutlich höhere Zustimmung mit 75% für Deutschland, aber nur 20% "international" !
- Thema "fehlende Ressourcen / Know how" spielt naturgemäß bei Dachfonds keine Rolle

Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner; Empirische Analyse (2007)

Die unzureichenden historischen Renditen (Track Record) in Verbindung mit den einhergehenden Renditeperspektiven werden als Negativargumente für deutsche Venture Capital-Fonds mit Abstand hervorgehoben. Hier fällt auf, dass die Investoren zwischen Deutschland und internationalem VC unterscheiden. Auf internationaler Ebene kommen andere Argumente zum Tragen: So sind die fehlenden personellen Ressourcen beispielsweise ein wichtiger Faktor für eine nicht höhere internationale VC-Allokation – die Renditeperspektiven für Venture Capital werden dagegen implizit auf internationaler Ebene besser eingeschätzt.

Deckungsgleich sind die beiden Renditekriterien auch an vorderster Stelle bei den Dachfonds – allerdings erfahren beide Kriterien mit 75% eine deutlich höhere Zustimmung, was deutsches Venture Capital betrifft. Wieder zeigt sich, dass die Dachfonds die Unterschiede der Renditeperspektiven zwischen deutschem und internationalem Venture Capital noch stärker zu Lasten deutscher VC-Gesellschaften betonen.

Versicherungen, Stiftungen und Sparkassen sowie auch Versorgungseinrichtungen heben insbesondere das hohe Risikoprofil von Venture Capital als einen Hauptgrund hervor, keine oder keine höhere Allokation in diesem Segment zu tätigen – Institutionen, die somit auch als erste Adressaten für Risiko mindernde Maßnahmen zu sehen sind.

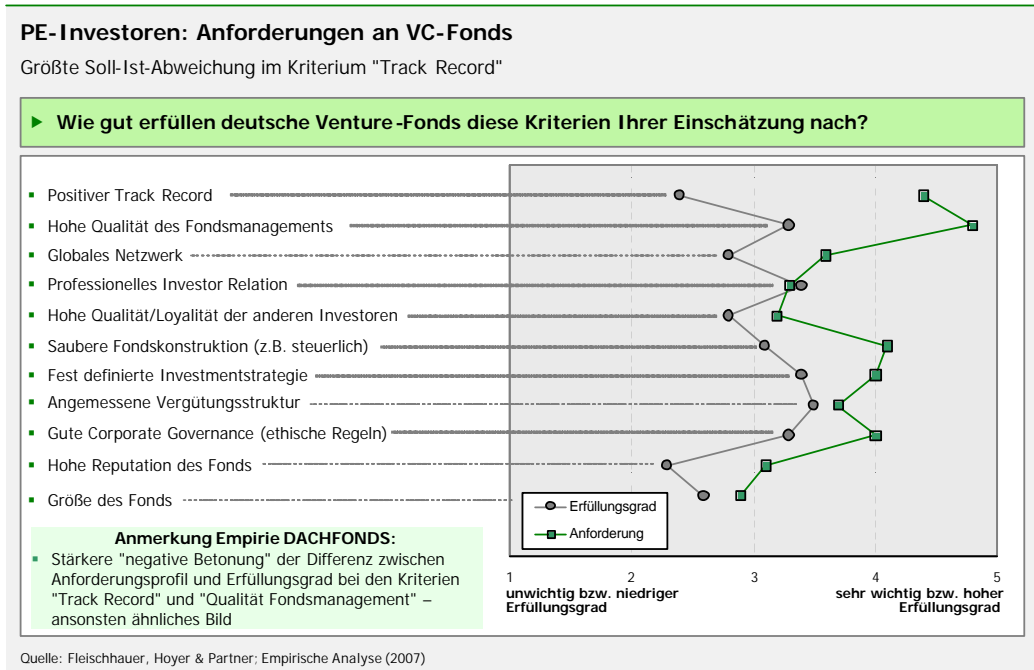
Kommt man auf die Gründe der Zurückhaltung gegenüber Venture Capital im Detail zu sprechen, so liegt es eigentlich kaum an gesetzlichen und/oder steuerrechtlichen (externen) Rahmenbedingungen. Einzelne Nennungen heben zwar die Frage der Rechtsformen (Vehikel) hervor, doch liegen die Beweggründe eher „intern“ bzw. in der Anlageklasse „VC-Deutschland“ per se. Denn dank Luxemburger Strukturen und Vehikel bzw. dort vorhandener Infrastruktur ist für viele deutsche Institutionelle im Bereich Alternative Investments „alles möglich“, deutsche Strukturen sind dagegen zu komplex und vor allem zu unwägbare – und Rechtsunsicherheit ist „Gift“ für jegliche Art von Finanzanlagen, so ein Interviewpartner.

Bei einzelnen Institutionen kommt Venture Capital aufgrund interner Anlagevorschriften (Risikoprofil) nicht zum Zuge, bei anderen passt das Risikoprofil nicht in die internen Anlagevorschriften. Venture Capital hat eine ausgeprägte J-Curve – die Langfristigkeit der Anlageklasse erschwert so mancher Versicherung o.a., sich dort verstärkt zu engagieren.

Immer wieder wird auch das Argument der fehlende Inhouse-Expertise bzw. des fehlenden Markt Know-how/Marktüberblick hervorgehoben – das geht einher mit fehlenden Ressourcen. Hier bedarf es noch viel (objektiver) Aufklärungs- bzw. Überzeugungsarbeit in

Richtung Private Equity, sowohl seitens des Staates und des Verbandes als auch von Intermediären und den Produkthanbietern selbst.

Abb.: 6.10

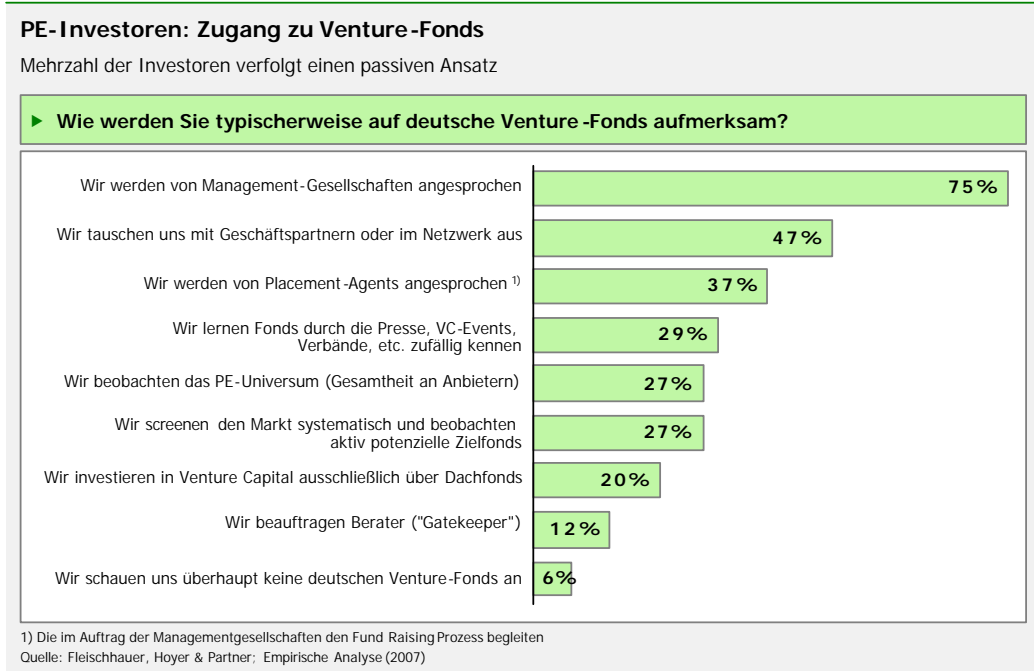


Schaut man sich die Kriterien an, die ein Venture-Capital-Fonds erfüllen muss, bevor ein institutioneller Investor sich für ein Engagement entscheidet, so schließt sich hier der Kreis der „fehlenden Performance“ aus Sicht deutscher VC-Fonds: Positiver Track Record und hohe Management-Qualität (geht einher mit fehlender unternehmerischer Erfahrung) werden mit Abstand als Auswahlkriterien hervorgehoben – zwei Kriterien, wo die deutschen VC-Fonds in der lokalen Investorenlandschaft als auch insbesondere bei Dachfonds, wie vorab aufgeführt, sehr wenig Vertrauen genießen und extrem schlecht abschneiden. Eine saubere Fondskonstruktion (z. B. steuerlich) zeigt auch eine höhere Abweichung zwischen Anforderungsprofil und Erfüllungsgrad auf.

Und die Qualität und „Performance“ von Fonds spricht sich schnell rum – ein Herdentrieb tritt in Kraft, denn institutionelle Investoren tauschen sich regelmäßig auch untereinander über potenzielle Zielfonds aus, so immerhin knapp die Hälfte der befragten Investoren. Entsprechend verfolgen auch nur wenige einen pro-aktiven Ansatz, um Zielfonds zu identifizieren – mehrheitlich befinden sie sich in der passiven Rolle und werden immer wieder von Management-Gesellschaften (oder auch von Placement Agents), die auf der Suche nach Kapital sind, angesprochen.

Letztendlich sind es die erfahrenen Investoren aus dem Umfeld der Versicherungen oder Versorgungseinrichtungen als auch Family Offices, die auch einen aktiveren Ansatz bei der Auswahl der Zielfonds verfolgen – signifikante Unterschiede zwischen den einzelnen Investorengruppen sind ansonsten nicht aufgefallen.

Abb.: 6.11



Dabei spricht das Marktumfeld durchaus für Venture Capital in Deutschland. Insbesondere werden mit deutlicher Mehrheit, über alle Investorengruppen hinweg, die in Deutschland existierenden Technologie- und Marktpotenziale hervorgehoben. Unserer Einschätzung nach deutlich zu negativ bewertet, ist die Qualifikation des Fondsmanagement.

Viele der deutschen Manager haben innerhalb der letzten Jahre – in einem außerordentlich herausfordernden Umfeld – erheblich an Erfahrung hinzugewonnen. Der Professionalisierungsgrad der Branche ist heute größer denn je.

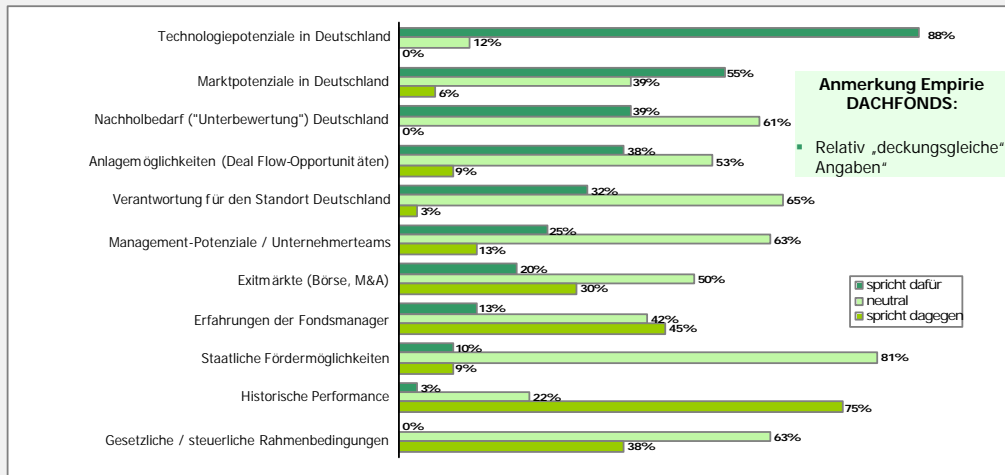
Deckungsgleich verhalten sich hier die Angaben der Dachfonds, die allerdings noch stärker auf den Nachholbedarf von deutschem Venture Capital im internationalen Vergleich hinweisen und das Argument der Renditen negativ hervorheben.

Abb.: 6.12

PE-Investoren: Marktumfeld für Venture Capital in Deutschland

Vor allem Technologiepotenziale sprechen für Venture Capital in Deutschland

► Was spricht aus Ihrer Sicht für "Venture Capital in Deutschland"? 1)



1) Mehrfachnennungen möglich
 Quelle: Fleischhauer, Hoyer & Partner; Empirische Analyse (2007)

Ausblick

Private Equity ist noch eine junge Anlageklasse. Somit überrascht es nicht, dass auch die Mehrheit der PE-Investoren (53%) ihre Private-Equity-Allokation in den nächsten zwei Jahren prozentual weiter erhöhen möchte – und das bei wachsendem Anlagevermögen. Nur 10% gaben an, diese Allokation in den nächsten Jahren zurückzufahren – knapp 40% wollen sie konstant halten.

Durchschnittlich soll die Allokation langfristig auf 2,5% ansteigen. Allerdings wird Venture Capital, so die Angaben der Befragten, weiterhin „stiefmütterlich“ behandelt und das vermehrt investierte Kapital schwerpunktmäßig dem Buyout-Bereich oder anderen Segmenten zu Gute kommen. Mehrheitlich soll die aktuell geringe VC-Quote im Rahmen der gesamten Private-Equity-Allokation in den nächsten Jahren prozentual sogar noch weiter zurückgefahren werden. Eine absolute Zunahme der Venture-Capital-Investitionen kann also somit vor allem durch eine überproportionale Ausweitung der Private-Equity-Quote erreicht werden. Sollte die Private-Equity-Quote tatsächlich auf 2,5% ansteigen, würde dies auch eine Zunahme der absoluten VC-Investitionen bedeuten. Regional würde dabei vor allem Europa profitieren, so die Investoren.

Die Zielrenditen bewegen sich dabei mittlerweile in einem realistischen Korridor – im Vergleich zu der von FHP im Jahr 2004 durchgeführten europäischen Analyse

(durchschnittliche Zielrendite lag bei 18%) wird sie aktuell für Private Equity mit 15% (und für Venture Capital mit 21%) niedriger angegeben, was u.U. aber auch an einer eher konservativen Renditeeinschätzung deutscher Investoren liegt.

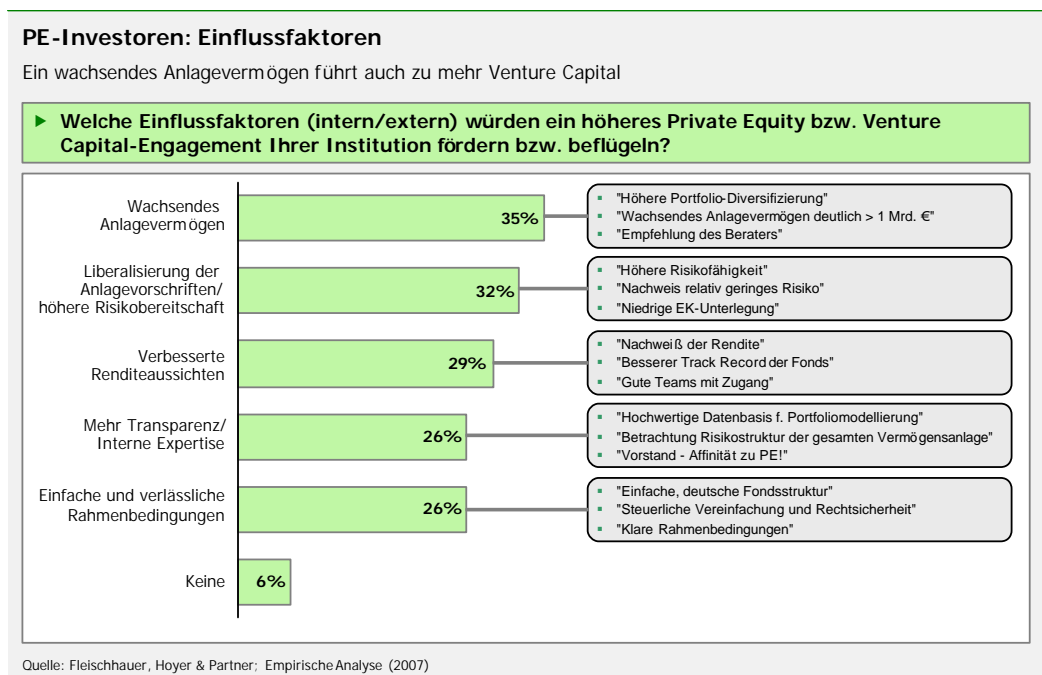
Handlungsempfehlung

Bei der (offenen) Frage nach den Handlungsempfehlungen kommt das Thema meist sehr fokussiert auf die folgenden drei Themenbereiche zu sprechen:

- Risikoeingrenzung
- Standardisierung der Rechtsformen bzw. Rahmenbedingungen
- Kommunikation/Transparenz/Image,

die im Kapitel „Handlungsempfehlungen“ im Detail aufgegriffen und vertieft werden.

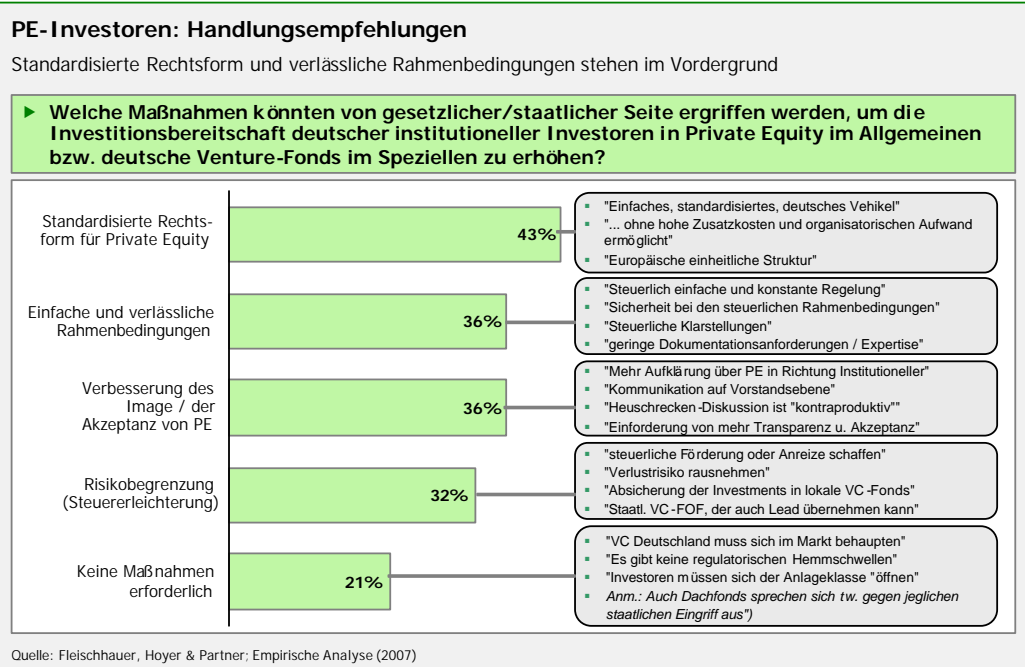
Abb.: 6.13



Positive Einflussfaktoren für eine höhere VC-Allokation ergeben sich aus einem wachsenden Anlagevermögen generell, von dem – trotz prozentualer niedriger Allokation – auch Venture Capital in absoluten Zahlen profitieren würde sowie auch aus einer intern höheren Risikobereitschaft bzw. Risikotragfähigkeit. Auch verbesserte Renditeaussichten, sprich also der Nachweis einer funktionierenden deutschen VC-Infrastruktur mit entsprechenden Ergebnissen auf der Performance-Seite, als auch höhere Transparenz bzw. höhere interne Expertise zur Evaluierung der Investitions-Opportunitäten im deutschen Venture Capital

würde eine höhere VC-Allokation mit sich bringen, so die Angaben der Befragten. Auch spricht jeder Vierte generell von verbesserten bzw. einfacheren externen Rahmenbedingungen.

Abb.: 6.14



So gehen auch die Handlungsempfehlungen für den Gesetzgeber in diese genannte Richtung:

- Einfachere Rechtsform für PE bzw. Standardisierung
- Rahmenbedingungen
- Akzeptanz/Image
- Risikobegrenzung

Immerhin gibt auch jeder Fünfte in etwa an, dass keine Maßnahmen seitens des Staates erforderlich sind, da der Venture-Capital-Markt in Deutschland sich international von selbst behaupten muss bzw. institutionelle Investoren sich dieser Anlageklasse einfach stärker öffnen müssen, da es faktisch keine regulatorischen Hemmschwellen gibt. Insbesondere Dachfonds zeigen sich skeptisch gegenüber staatlichen Eingriffen.

Insgesamt ist jeder Zweite (Primärmarktinvestor) in Dachfonds investiert, was die Bedeutung der Dachfonds unterstreicht. Ein Drittel der Institutionen nutzt sogar ausschließlich die Dachfonds-Variante, um im Bereich Private Equity (indirekt) zu investieren. Dementsprechend wurde diese spezifische Anlageform in die Empirie mit einbezogen und separat ausgewertet.

6.2 Dachfonds

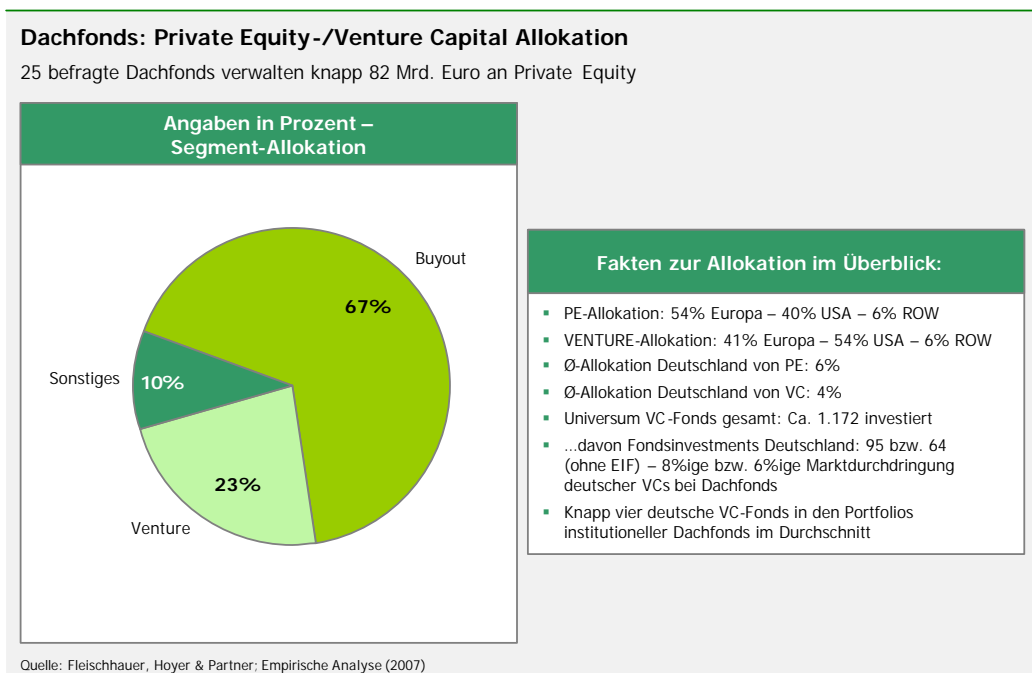
Im Rahmen des vorherigen Kapitels (Empirie der PE-Investoren) wurde aus Benchmark-Gründen immer wieder auch auf Ergebnisse der Befragung der Dachfonds verwiesen. Im Folgenden sollen die wesentlichen empirischen Erkenntnisse unter den Dachfonds mehr im Detail beschrieben werden:

Status Quo

Die durchschnittliche Erfahrung der Dachfonds liegt bei über zehn Jahren – somit noch immer eine relative „junge Industrie“. Die eher erfahrenen Investoren kommen dabei aus dem angelsächsischen Raum. Allerdings sind die Dachfonds in kurzer Zeit stark angewachsen. Die von uns befragten 25 institutionellen Dachfonds (*davon drei ausschließlich bzw. schwerpunktmäßig im Privatkunden-Segment (Retail) aktiv*) verwalten ein Anlagevermögen von insgesamt 144 Mrd. Euro, davon 68 Mrd. Euro Private Equity. Im Durchschnitt verwaltet jeder Dachfonds somit knapp 3 Mrd. Euro an Private-Equity-Geldern und hat etwa 72 Kunden (Investoren). Im Prinzip fließt bei allen Dachfonds (zu 93%) das gesamte Kapital in Einzelfonds – in Einzelfällen werden auch Direktbeteiligungen angegangen, dann aber meist als ausschließliche Co-Investment-Variante in Kooperation mit ausgewählten Einzelfonds.

Das Gesamtportfolio der von uns befragten Dachfonds stellt sich nach Sektoren wie folgt dar:

Abb.: 6.15



Auch Dachfonds folgen dem „mainstream“-Gedanken und sind zu gut zwei Drittel in Buyout investiert – die Venture-Capital-Allokation liegt bei 23%.

Venture-Capital-Allokation

Vergleicht man die Private-Equity-Allokation mit der Venture-Capital-Allokation der Dachfonds hinsichtlich geographischer Streuung, so fällt das starke Gewicht Europas bei Private Equity insgesamt auf, die geringere Bedeutung von Europa bei der VC-Allokation und die verschwindend geringe Allokation in deutsches Venture Capital. Im Rahmen der Venture-Capital-Allokationen haben die befragten Dachfonds „nur“ etwa vier Prozent in deutsches Venture Capital gezeichnet.

Da wir vorhin die (wachsende) Bedeutung der Dachfonds als Investitionsvehikel für deutsche institutionelle Investoren betont haben und deren bedeutende Rolle als „Meinungsmacher“ aus der eigenen praktischen Erfahrung kennen, überrascht die geringe Venture-Allokation bzw. das geringe Vertrauen der institutionellen Investoren in lokales Venture Capital nicht.

Die Dachfonds sind durchschnittlich in 47 VC-Fonds investiert – davon kommen drei bis vier aus Deutschland. Also ein sehr geringer Marktanteil deutscher VC-Fonds bei institutionellen Dachfonds.

Erfahrungen

Auch die Erfahrungen mit deutschen VCs aus Sicht der professionellen Dachfonds sind eher ernüchternd: Auf aggregierter Ebene liegt die Netto-IRR im Durchschnitt bei gut zwei Prozent – das Netto-Multiple (netto Rückfluss als Vielfaches des eingesetzten Kapitals) mit 1,1 ist nur knapp im positiven Bereich.

Auch wenn für es für endgültige Bewertungen der Rendite teilweise noch zu früh ist, da Fondszyklen bzw. Dachfondsprogramme noch laufen, handelt es sich hierbei um Performance-Zahlen, die weder international noch gegenüber den Dachfonds-Investoren zu vertreten sind. Dementsprechend machen viele international agierende Dachfonds aktuell einen „großen Bogen“ um deutsche VC-Fonds.

So schneidet deutsches VC aus Sicht der Dachfonds schlechter ab als VC in den USA und als Buyout global – verhält sich von der Performance aber ähnlich wie europäisches Venture Capital. Daraus kann man ableiten, dass die geringe VC-Allokation Deutschland auch im europäischen Kontext zu sehen ist. Keine quantitativen Aussagen sind uns zur Performance

möglich, da die Grundgesamtheit dafür zu klein ist, was auch in der jungen Historie begründet liegt. Die Renditeerwartungen mit Venture Capital in Deutschland haben sich bis dato aber einstimmig nicht erfüllt, so die einhellige Meinung der befragten Dachfonds.

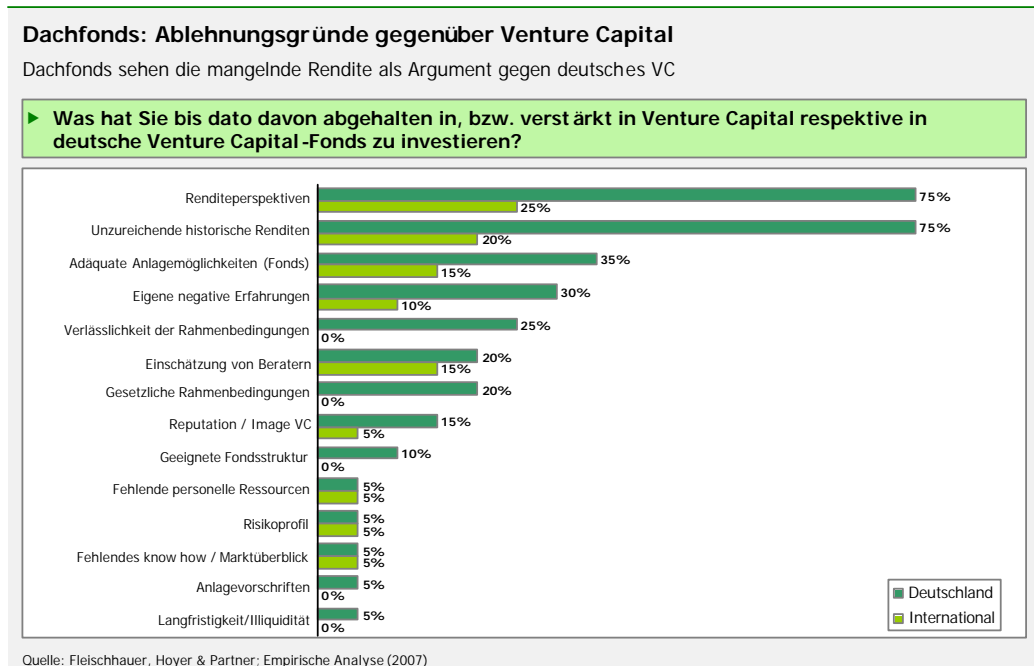
Beweggründe

Die wichtigsten Antworten auf die offene Frage nach der geringen Investitionsbereitschaft bzw. Abneigung hinsichtlich deutschem VC sind nach Priorität:

- Fehlender Track Record
- Fehlende Exitmärkte (Zugang)
- Keine Syndizierungsfähigkeiten
- Attraktivere Anlageoptionen in USA oder Wachstumsregion Asien

Bei der geschlossenen Frage nach Ablehnungsgründen werden insbesondere die Renditen aus der Vergangenheit als auch abgeleitet daraus die Renditeperspektiven für deutsches Venture Capital in Zukunft negativ gesehen – hier fällt der Unterschied zwischen „internationalem“ und „deutschem“ VC signifikant auf.

Abb.: 6.16



Kommt man auf die Gründe zu sprechen, so werden kaum gesetzliche und/oder steuerrechtliche (externen) Rahmenbedingungen genannt. Einzelne befragte Dachfonds heben zwar das Thema der „Vehikel“ hervor, doch liegen die Beweggründe eher „intern“

bzw. in der Anlageklasse „VC-Deutschland“ per se, so die Meinung der Dachfonds warum deutsche Investoren so gering in deutschem Venture Capital investiert sind:

Der Zugang zu Top Managern, vorwiegend in den USA, ist deutschen Investoren so gut wie nicht möglich, sprich die attraktiven VC-Fonds sind in den USA bzw. im US-\$ Raum zu Hause.

Schaut man sich die Kriterien näher im Detail an, die ein Venture-Capital-Fonds erfüllen muss, bevor ein Dachfonds sich für ein Engagement entscheidet, so kommt hier das Argument „people business“ zum Tragen: Die Qualität des Ziel-Fonds-Managements ist von ausschlaggebender Bedeutung und wird mit Abstand am höchsten bewertet (Wert 4,9 von maximal 5,0), wird aber nur in geringem Maße erfüllt – hier ist die größte Diskrepanz zwischen Anforderungsprofil und Erfüllungsgrad. Ähnlich sieht es beim Track Record der deutschen Venture Capitalisten aus. Insgesamt ist das Meinungsbild der Dachfonds noch kritischer als das der PE-Investoren.

Dabei spricht das Marktumfeld, insbesondere die Technologiepotenziale durchaus für Venture Capital in Deutschland, so auch die Meinung der Dachfonds.

Und anerkannt wird auch, dass Venture Capital im Zuge der Diversifizierung und aufgrund der potenziellen Renditepotenziale und Opportunitäten eine wichtige Rolle im Rahmen der Private-Equity-Allokation spielt. Dachfonds erkennen aber selbst an, dass sie dabei eine wesentliche Rolle als „Meinungsmacher“ spielen.

Ausblick

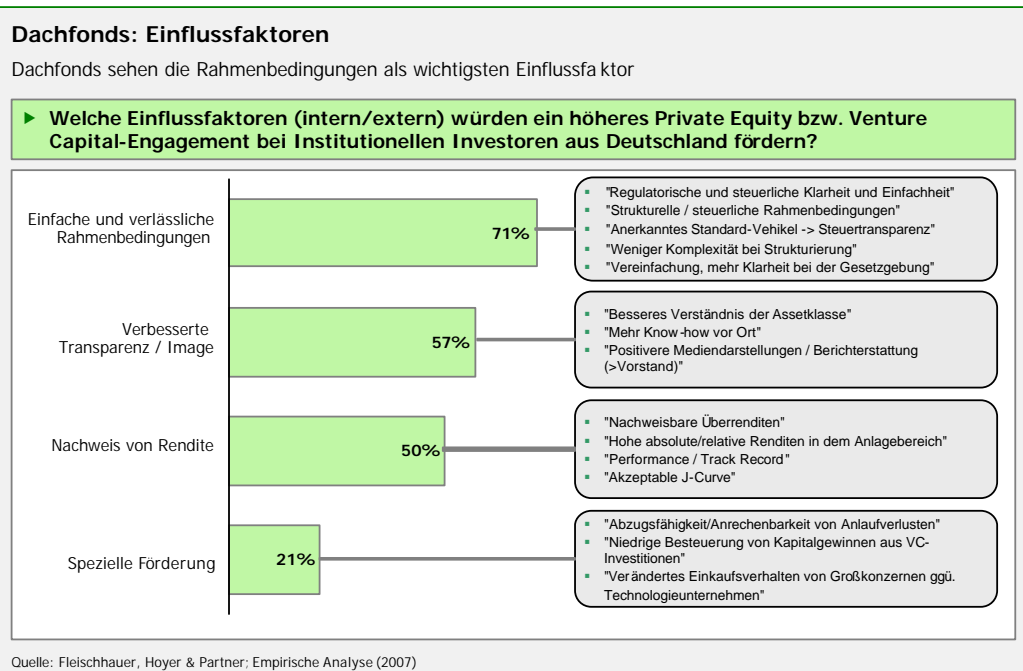
Im Fahrwasser der geplanten höheren Allokation der deutschen Institutionen wollen auch die Dachfonds in den nächsten zwei Jahren noch kräftig wachsen. Das verwaltete Private-Equity-Vermögen soll auf durchschnittlich gut vier Mrd. Euro (4,4 von aktuell 3,3) ansteigen, was aber natürlich zum großen Teil durch die steigende Nachfrage ausländischer Investoren getrieben wird, aber auch durch die Ausweitung des Anlagepotenzials. Die Venture-Capital-Allokation wird aber laut der Dachfonds im Gesamtkontext keine signifikante Erhöhung erfahren – wobei hohes Wachstumspotenzial für Venture Capital sich die Dachfonds aktuell vor allem in den Wachstumsregionen Asiens (emerging markets) versprechen.

Auch die Zielrenditen der Dachfonds haben sich etwas nach unten angenähert und liegen durchschnittlich für Private Equity bei 20% und für VC bei 25%.

Handlungsempfehlung

Ein höheres Engagement der institutionellen Investoren wird, so der Glaube der Dachfonds, zunächst durch ein „gesundes Kerngeschäft“ getrieben, aber auch zunehmend durch mehr und mehr vorzeigbare Renditen und Rückflüsse der vorhandenen Private-Equity-Anlagen. Die Reduzierung des J-curve-Effektes stellt dabei eine der größten Herausforderungen für die Branchen dar. Dazu kommen weiche Faktoren wie das bessere Verständnis für die gesamte Anlageklasse bei deren Kunden, sprich institutionelle Investoren. Auch einfachere Rahmenbedingungen (Vehikel, etc.) würden, so die Dachfonds, institutionelle Investoren verstärkt in die Anlageklasse Private Equity treiben.

Abb.: 6.20



Bei der Frage nach den Handlungsempfehlungen in Richtung Gesetzgeber, liegen die Antworten, ähnlich wie bei den institutionellen Investoren, meist in drei Bereichen: Steuererleichterungen, verbesserte/verlässliche Rahmenbedingungen und Standardisierung sowie höhere Transparenz bzw. besseres Image.

Steuererleichterungen stehen naturgemäß immer auf der Wunschliste von Dachfonds, insofern würden wir dieses Kriterium stark relativieren.

Von höherer Bedeutung erscheint uns der Wunsch nach lokalen Strukturen, insbesondere für die Bündelung von Private-Equity-Fonds-Investments, wie sie international vorherrschen. Gerade Dachfonds mit einer internationalen Kundenbasis haben eine hohe Transparenz wie

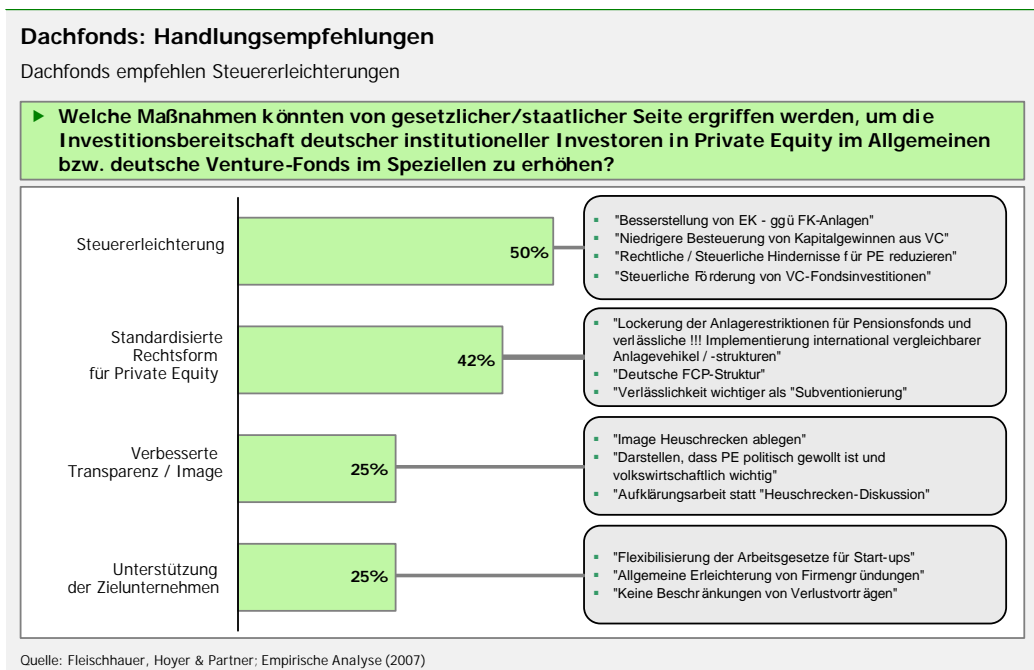
einfach bzw. schwer sich institutionelle Investoren aus den unterschiedlichen Regionen bzw. Ländern tun.

Darüber hinaus fordern auch Dachfonds mehr Aufklärung über die Anlageklasse. Parallel ist ein besseres allgemeines Image von Private Equity in Deutschland von Nöten, wo auch die Politik gefragt ist, so die Meinung der befragten Dachfonds.

Erforderlich sei aus Sicht der Dachfonds eine verlässliche Implementierung international anerkannter bzw. vergleichbarer Anlagevehikel/-strukturen wie sie beispielsweise in Luxemburg vorherrschen, d.h. steuertransparente Strukturen. Dem Faktor „Bündelung der Anlagegelder“ in verlässlichen, lokalen Strukturen kommt in diesem Kontext auch eine besondere Bedeutung zu.

Dem Thema „Förderung“ oder anderer staatlicher Eingriffe in die lokale VC-Landschaft stehen die Dachfonds – wir würden allerdings sagen „naturgemäß“ – eher negativ gegenüber.

Abb.: 6.21



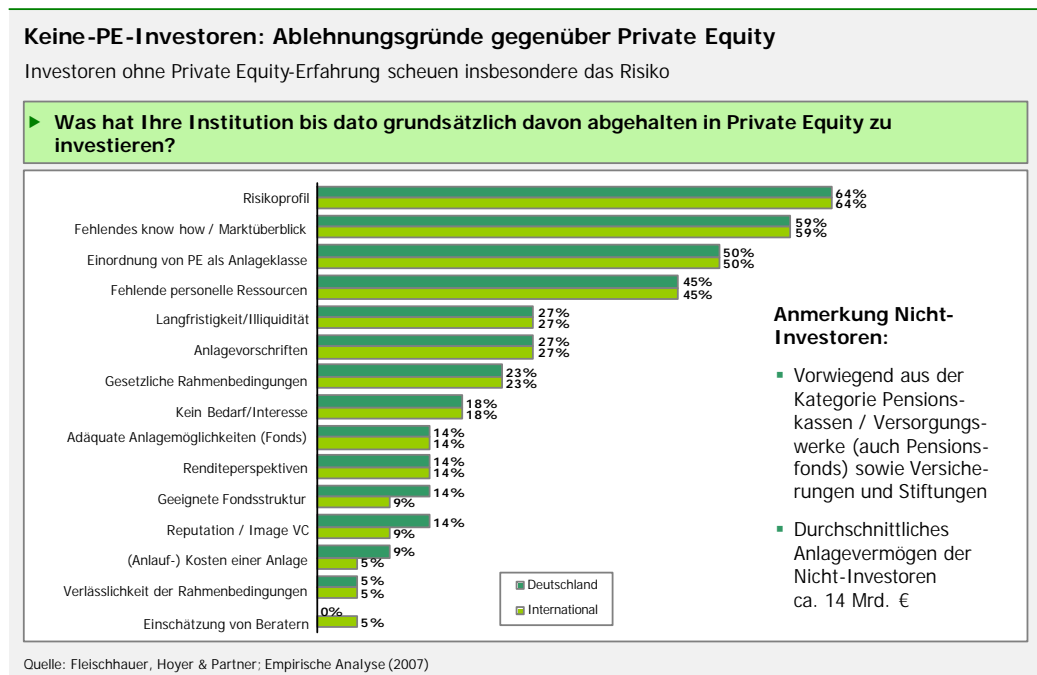
Dachfonds sind das bevorzugte „Vehikel“ für Neueinsteiger in Private Equity. Somit dürften die gegenwärtig nicht in Private Equity investierten Investoren vorzugsweise die Alternative Dachfonds evaluieren, um sich doch dieser Anlageklasse zu öffnen. Dachfonds spielen hier – neben unabhängigen Consultants – als „Vertriebskanal“ und Produkthanbieter für Private

Equity eine signifikante Rolle, um entsprechende „Überzeugungsarbeit“ in Richtung der bis dato nicht aktiven Institutionen im Bereich Private Equity zu leisten:

6.3 NICHT-PE-Investoren

Von den insgesamt 107 befragten Institutionen sind bis dato 33% nicht in der Anlageklasse investiert. Vorwiegend sind dies Pensionskassen, Pensionsfonds und Stiftungen. Die Gründe hierfür konzentrieren sich auf folgende Themenfelder:

Abb.: 6.22



Die nicht in Private Equity investierten Investoren führen vor allem ein vermeintlich hohes Risikoprofil von Private Equity und Venture Capital im Besonderen an. Eng verknüpft dürfte diese Meinung mit der Aussage sein, dass vielen Investoren das nötige Know-how fehlt. Die Tatsache, dass ein ausreichend diversifiziertes Private-Equity-Portfolio nur eine minimale Ausfallwahrscheinlichkeit hat bzw. die Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes nicht besteht¹¹, dürfte den meisten potenziellen Investoren nicht bekannt sein. Die Betrachtung von Private Equity als besonders risikoreiche Anlageklasse führt somit in der Praxis immer wieder zu einer Ablehnung von Private Equity seitens der Anleger, die eine grundsätzlich konservative Anlagestrategie verfolgen.

¹¹ Weidig (2004): The risk profiles of Private Equity

Fehlendes Know-how und Markttransparenz führen ferner dazu, dass die Umsetzung eines Private-Equity-Programms einen erheblichen (personellen) Zusatzaufwand mit sich bringt. Schnell ergibt sich hieraus bei kleineren Anlagebeträgen ein wirtschaftlich nicht vertretbares Nutzen-Aufwand-Verhältnis.

In dem gleichen Kontext ist die Ablehnung von Private Equity aufgrund des fehlenden Wissens über die adäquate Einordnung und Behandlung als Anlageklasse zu sehen. Ähnlich wie bei aktiven Private-Equity-Investoren herrschen große Unsicherheiten im Bereich des Risikomanagements. Dieses Problem ist somit nicht nur auf die fehlende Expertise zurückzuführen. Es bestehen grundsätzliche Defizite bei der angemessenen Risikobehandlung von Private Equity. Zurückzuführen ist dies einerseits auf eine unzureichende wissenschaftliche Basis und andererseits auf fehlende oder nicht Private Equity spezifische Regularien (*vgl. auch Kapitel Rahmenbedingungen*).

Die bemängelte Langfristigkeit und geringe Liquidität der Anlageklasse sind hingegen Charakteristika, die typisch für die Private Equity sind und sich auch nicht verändern lassen. Für Institutionen mit einem zeitlich beschränkten Anlagehorizont, wie z.B. ältere Pensionseinrichtungen mit hohen, kurzfristigen Zahlungsverpflichtungen, ist Private Equity somit keine geeignete Anlageklasse.

Gleiches gilt für Institutionen, die aufgrund ihres geringen Anlagevermögens noch nicht den Bedarf respektive wegen fehlender Mindestanlagevolumina die Möglichkeit haben, zu diversifizieren. Konkret gilt dies für die Mehrzahl der Pensionsfonds. Die seit 2002 zugelassenen Pensionsfonds befinden sich noch immer im Aufbau und werden erst in den nächsten Jahren über Anlagevolumina von deutlich mehr als einer Milliarde Euro verfügen. Erst dann wird es für diese Gruppe von Investoren interessant sein, sich der Anlageklasse Private Equity zu öffnen. So überrascht es auch nicht, dass das Anlagevolumen der befragten PE-Investoren bei durchschnittlich 76 Mrd. Euro liegt, während das der nicht aktiven Investoren nur 14 Mrd. Euro beträgt.

Im Vergleich zu den Angaben der PE-Investoren fällt auch auf, dass die Ablehnungsgründe vorwiegend „weicher“ Natur sind. Das von den PE-Investoren genannte Argument der fehlenden historischen Renditen wurde beispielsweise kaum genannt. Offensichtlich wurde sich in den meisten Fällen allenfalls nur ansatzweise mit Private Equity beschäftigt. Gleiches gilt für die rechtlichen Rahmenbedingungen, die pauschal gerne als Hinderungsgrund genannt werden. So ist es zwar richtig, dass in den meisten Fällen die (internen) Anlageverordnungen explizit keine Private-Equity-Investitionen vorsehen, sie jedoch aber auch nicht ausschließen. Gleiches gilt für die externen Rahmenbindungen. In jedem Fall

besteht in der Praxis aber auch kein standardisierter Weg, ein Private-Equity-Engagement zu realisieren. Zusätzlicher organisatorischer und damit auch zeitlicher und finanzieller Aufwand sind die Konsequenz und schrecken viele potenzielle Investoren ab.

Im Zuge der Experteninterviews wurde auch immer wieder deutlich, dass bei unerfahrenen Investoren das Image von Private Equity eine große Rolle spielt. Durchaus werden die Chancen von Private Equity auf Ebene des (operativen) Anlagemanagements erkannt. Sobald jedoch für strategische Entscheidungen der Vorstand oder aufsichtrechtliche Gremien (z.B. Anlegervertreter) mit einbezogen werden, kann es zu Vorbehalten kommen. Häufig ist der Informationsstand auf dieser Ebene durch die derzeit negative öffentliche Diskussion („Heuschrecken-Debatte“) geprägt. In Folge dessen werden intern getriebene Ansätze in Richtung Private Equity oftmals zurückgestellt.

Fazit: Zu den nicht in Private Equity investierten Institutionen gehören vor allem Pensionskassen, Pensionsfonds und Stiftungen. Bei den Ablehnungsgründen überwiegen weiche, nicht immer rationale Gründe. Vielmehr steht eine geringe Kenntnis über die Anlageklasse und fehlende Expertise für die Umsetzung von Private-Equity-Strategien im Vordergrund. Private-Equity-Engagements werden dabei als hoch risikoreich angesehen und gelten als zunächst nicht mit einer konservativen Anlagestrategie vereinbar. Konkrete gesetzliche Hinderungsgründe konnten nicht genannt werden. Doch gilt der hohe organisatorische Aufwand als abschreckend. Stiftungen sind beispielsweise dazu angehalten ein Private-Equity-Engagement mit dem zuständigen Finanzamt abzustimmen – unter Umständen droht der Verlust der Gemeinnützigkeit.

Auch ist bei vielen kleineren Investoren das verwaltete Anlagevolumen noch nicht groß genug, um in alternative Anlageklassen investiert zu werden. Diese Institutionen, wie z.B. Pensionsfonds, weisen aber ein beachtliches Wachstum ihres verwalteten Kapitals auf. Kurzfristig wird auch für diese Investoren Private Equity als Anlageklasse in Frage kommen. Das Potenzial dieser Anleger ist enorm. Allein der Kreis der von uns befragten Institutionen, die noch nicht in Private Equity investiert sind, verwaltet 400 Mrd. Euro; dies entspricht einem Potenzial von gut 1. Mrd. Euro für die Venture-Capital-Allokation. Um dieses Potenzial zu gegebener Zeit nutzen zu können, sind aus Sicht der Befragten vor allem ein besserer Kenntnisstand sowie ein einfacher, standardisierter Zugang zu der Anlageklasse Private Equity erforderlich.

Fazit der Empirie

Anleger suchen nach neuen Ertragsquellen. Dies erfolgt oftmals im Spannungsfeld zwischen langfristiger Vermögensstrukturierung und einer kurzfristigen oftmals zyklischen Anlagestrategie. In Deutschland ist eine eher „konservative Vermögensstruktur“ mit hoher Quote an Anleihen zu beobachten. („Psychologische“) Auswirkungen von Finanzkrisen aber auch aktuelle Trends auf das Anlageverhalten der institutionellen Investoren sind zu beobachten. Für die Erreichung einer durchschnittlichen Zielerrendite in Höhe von 6% p.a. müssen die Anleger stärker diversifizieren – und zwar über das klassische Engagement in Anleihen und hinaus. Private Equity mit seinem Subsegment Venture Capital gewinnt vor diesem Hintergrund immer mehr an Bedeutung. Um das aktuelle Engagement und die künftige Private-Equity-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. Ergänzend wurden 25 europäisch führende Dachfonds befragt.

Deutsche Institutionen sind durchschnittlich seit etwa zehn Jahren in Private Equity aktiv. 1,3% des Anlagekapital entfällt auf Private Equity (committed capital). Innerhalb der einzelnen Investorengruppen weisen Family Offices mit 12% die größte Allokation und Pensions-/Versorgungseinrichtungen mit weniger als 1% die niedrigste Allokation auf. In 82% der Fälle ist eine Institution, die in Private Equity investiert ist, auch in Venture Capital investiert. Investoren, die ausschließlich in Venture Capital investieren, bilden die Ausnahme (3%) und haben vor allem strategische Gründe für ihr Engagement. Eine (ganzheitliche) Private-Equity-Strategie ist folglich also eine Voraussetzung für Venture-Capital-Investitionen. 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 Fondsstruktur) nur ungenügend erfüllen.

Die Ablehnungsgründe institutioneller Anleger gegenüber Venture Capital respektive Private Equity zwischen Private-Equity-erfahrenen und -unerfahrenen Anlegern unterscheiden. 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 gegen deutsches Venture Capital aufgrund einer zu geringen Rendite 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 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 gesetzlicher 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.

7 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 weitere differenzierte Handlungsoptionen entwickelt, die die genannten Problemfelder adressieren. Im Vordergrund standen dabei Maßnahmen, die direkt umsetzbar sind und nicht generelle Ansätze, wie beispielsweise die Frage des Steuersystems oder der allgemeinen Eigenkapitalkultur in Deutschland. Um die Ergebnisse hinsichtlich ihrer Wirksamkeit und Realisierbarkeit zu prüfen, wurden diese mit Investorenvertretern und Marktexperten immer wieder diskutiert. Insgesamt wurden von uns daraufhin sechs Handlungsoptionen entwickelt:

Abb.: 7.1

| Übersicht Maßnahmen zur Förderung des VC-Standortes Deutschland | | |
|---|--|---|
| Maßnahmen die kurz- bis mittelfristig zu mehr VC-Investitionen führen könnten | | |
| Hemmnisse | Maßnahmen | Handlungsoptionen |
| Rendite | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Kommunikation von erfolgreichen Einzelbeispielen; Benchmark-Studie: Deutschland vs. Europa (Top Quartile/Decile) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ "Aufklärungskampagne" (1) ▪ "Kapitalerhaltungs-Garantie" (2) |
| Risiko | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Risiko ist bei Diversifizierung gering ▪ Absicherungsinstrument für VC-Anlagen | <ul style="list-style-type: none"> ▪ "Aufklärungskampagne" (1) ▪ "Kapitalerhaltungs-Garantie" (2) |
| Transparenz / Expertise / Image | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Gezielte Information über Anlageklasse PE ▪ Bekenntnis durch Bundesregierung | <ul style="list-style-type: none"> ▪ "Aufklärungskampagne" (1) |
| Fehlende Anlageprodukte | <ul style="list-style-type: none"> ▪ FOF für deutsches/europäisches Venture Capital | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Dedizierter VC-Dachfonds/ Öffnung des EIF-Funds (3) |
| Investment Vehikel | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Etablierung einer Rechtsform in der PE-Anlagen entsprechend der Anforderungen inst. Investoren gebündelt werden können ▪ Standard-Rechtsform für PE-Fonds | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Neue Rechtsform / Erweiterung dt. Spezialfonds (4) ▪ Modifizierung/Verabschiedung MoRaKG (5) |
| Klassifizierung von PE als Anlageklasse | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Adäquate Behandlung der Anlageklasse PE (nicht wie equity) | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Angemessene Risikoklasse für PE bei Solvency II (6) |

() = Maßnahmenpaket Nr.

7.1 „Aufklärungskampagne“

Bedarf: Private Equity bzw. Venture Capital als Subsegment ist mit Missverständnissen, Vorurteilen und einem tendenziell negativen Image behaftet. Das Rendite-Risiko-Profil der Anlageklasse wird generell zu pessimistisch eingeschätzt. So hat beispielsweise eine Studie von Weidig et al¹² ergeben, dass die Wahrscheinlichkeit eines Verlustes (vergleichbar mit

¹² Weidig (2004): The risk profiles of Private Equity

dem Value-at-Risk aus der Kapitalmarkttheorie) bei einem breit diversifizierten Anlageportfolio bei unter 1% liegt. Verkannt wird auch, dass eine Venture-Beimischung innerhalb des Private-Equity-Portfolios zu einer weiteren Diversifizierung beitragen kann. Vor dem Hintergrund, dass Private Equity selbst bei aktiven Investoren immer nur eine untergeordnete Bedeutung im Vergleich zu anderen Anlageklassen einnimmt, fehlt vielen Investoren häufig eine fundierte Expertise und Entscheidungsbasis. Gleichzeitig stehen aber auch nicht ausreichende Ressourcen zur Verfügung, um diese aufzubauen. Expertise und personelle Kapazitäten sind jedoch essentiell (und auch von der BaFin gefordert), um eine Private-Equity-Strategie erfolgreich umzusetzen. Gleichzeitig ist die Einführung bzw. der Ausbau von PE-Engagements „Vorstandssache“. Nicht selten ist das Bild von Private Equity auf Vorstandsebene durch die öffentliche Wahrnehmung geprägt und somit zunächst nachteilig belegt.

Ziele und Umsetzung: Die Erstellung eines Datenpools, der u.a. Aufschluss über Private Equity spezifische Kennziffern des Anlagemanagements geben sollte, könnte als (unabhängige) Informationsquelle institutionelle Investoren unterstützen, eine Private-Equity-Strategie, inklusive Venture-Anteil, zielgerichteter zu entwickeln und umzusetzen. Bestehende Private-Equity-Anlagen könnten so angemessener verwaltet werden und zu mehr Sicherheit im Risikomanagement führen. Flankierend sollten Best-Practise-Beispiele kommuniziert werden, in denen die erfolgreiche Implementierung von Private-Equity-Strategien dargestellt wird. So erfordert beispielsweise ein Private-Equity-Engagement durch eine Stiftung zumeist einen individuellen Weg der Umsetzung, von dem andere Stiftungen wiederum lernen könnten. Die Aufgabe der Erstellung entsprechender Information und deren gezielte Kommunikation an Investoren, im Sinne eines „Investors Relations“, sehen wir insbesondere im Bereich der Verbände. Nicht zuletzt sollte das allgemeine Image der Anlageklasse verbessert werden. Hier sehen wir die Politik in der Verantwortung. In Frankreich konnte vor allem durch ein Bekenntnis der Politik zu mehr Private Equity, der Anlageklasse zu einem erheblichen Aufschwung verholfen werden. Insbesondere im Bereich der bis dato nicht in Private Equity aktiven Investoren und der Pensionseinrichtungen allgemein würden wir den größten Effekt dieser Maßnahme sehen.

7.2 „Kapitalerhaltungsgarantie“

Bedarf: Das Verlustrisiko von Venture Capital gilt als zentraler Ablehnungsgrund – insbesondere für Investoren, die bisher noch keine Berührungspunkte zu der Anlageklasse hatten. Aber auch bereits in Private Equity investierte Investoren decken ihre Anlagen teilweise ausschließlich durch Anlagen im Buyout-Segment ab. Bekräftigt wird die hohe Risikoeinschätzung durch die geringen Renditen der Vergangenheit und vereinzelte negative

Erfahrungen aus der New-Economy-Zeit. In dieser Phase wurden teilweise zu hohe Allokationen im Bereich Venture Capital angesetzt, und die Auswahl der Anlagen unterlag dabei nicht immer einem strukturierten Prozess. Bisweilen wurden sogar risikoreiche Direktinvestitionen in Einzelunternehmen vorgenommen. Demgegenüber steht eine grundsätzlich hohe Risikoaversion deutscher Investoren. Viele Institutionen, wie beispielsweise Pensionskassen und Stiftungen, sind dazu verpflichtet, ihr Kapital möglichst risikofrei anzulegen und mindestens einen realen Kapitalerhalt sicherzustellen.

Ziele und Umsetzung: Durch die Einführung einer staatlichen „Kapitalerhaltungsgarantie“ könnte der Risikoaversion entgegengetreten werden. In Analogie zu schon heute gängigen „Garantieprodukten“ müsste der Zeichnungsbetrag für einen deutschen VC-Fonds in der gleichen Höhe verzinst werden. Bei einer Verzinsung in Höhe von sechs bis sieben Prozent wäre nach einer VC-typischen Fondslaufzeit von gut 10 Jahren der Erhalt des gesamten eingesetzten Kapitals sichergestellt – selbst wenn das VC-Engagement keine Rendite erzielen würde. Voraussetzung für die Akzeptanz eines solchen Konzeptes auf Seiten der Investoren wären eine risikolose Verzinsung, die über dem aktuellen Niveau festverzinslicher Anlagen läge sowie eine unbürokratische Abwicklung. Anderenfalls könnte sich ein nicht akzeptables Nutzen-Aufwand-Verhältnis ergeben. Aus Marktsicht wäre eine Begrenzung des Gesamtvolumens der „versicherbaren“ VC-Anlagen wichtig, um einem zu hohen Kapitalzufluss vorzubeugen (Kapitalüberhang). Auch sollte ein hohes Augenmerk auf die Auswahl der Fonds respektive Investoren gelegt werden, um die Förderung qualitativ unzureichender Fonds zu vermeiden. Eine Fehlallokation an dieser Stelle würde letztlich wieder zu geringen Renditen oder Ausfällen führen und somit kontraproduktiv wirken. Sollte sich das Konzept bewähren und die Investoren erkennen, dass ein Venture-Capital-Engagement bei einer professionellen Umsetzung deutlich geringeren Risiken ausgesetzt ist als bisher gemeinhin angenommen, könnte der heute bestehende Vertrauensverlust abgebaut werden und auch die Fördermaßnahme wieder zurückgeführt werden.

7.3 „Venture-Capital-Dachfonds“

Bedarf: Häufig fehlt es Investoren, die in (deutsches) Venture Capital investieren möchten, an adäquaten Anlagemöglichkeiten. Die Zeichnung von Einzelfonds oder sogar Direktinvestitionen in einzelne Unternehmen ist in der Regel sehr aufwändig und bietet zunächst zu wenig Risikodiversifizierung. Die Mehrzahl der professionellen PE-Dachfonds meidet laut unserer Befragung hingegen deutsche Venture-Capital-Fonds. Institutionen, die also bereit wären, in deutsches Venture Capital zu investieren, stehen somit vor der Herausforderung, einen angemessenen Zugang zu der Anlageklasse zu finden.

Ziele und Umsetzung: Ein dedizierter Venture-Capital-Dachfonds respektive Programm für institutionelle Investoren könnte diese Angebotslücke schließen. Voraussetzung wäre jedoch eine konsequent renditeorientierte Anlagestrategie. Das Produkt müsste sich insbesondere an anderen im Markt angebotenen Private-Equity-Dachfonds messen lassen und würde zu diesen im Wettbewerb stehen. Vor diesem Hintergrund wäre es fraglich, ob eine Fokussierung nur auf Deutschland genügend Anlagemöglichkeiten bieten kann. Unserer Einschätzung nach sollte der Anlageraum auf ganz Europa bezogen sein. Die Umsetzung eines solchen Fonds könnte gegebenenfalls unter der Regie eines privaten Dachfondsmanager (z.B. in Form eines Managed Accounts) oder des ERP-EIF Dachfonds erfolgen. Für den bereits erfolgreich am Markt etablierten ERP-EIF Dachfonds würde neben Veränderungen auf der Investorenmseite auch eine Anpassung der Strategie erforderlich werden. Der bestehende Förderauftrag sollte entfallen. Um ein hinreichend großes Fondsvolumen sicherzustellen, wäre auch eine Beteiligung öffentlicher Investoren notwendig, die dann sukzessive durch private Investoren ergänzt werden könnte. Die Rolle der öffentlichen Investoren sollte sich auf die eines klassischen institutionellen Investors beschränken; also primär renditeorientiert und ohne strategischen Einfluss.

7.4 „Solvency II“

Bedarf: Die Behandlung von Private Equity im Rahmen des Risikomanagements von Versicherungen (ähnlicher Kontext wie Basel II für Banken) unterliegt heute keinem standardisierten Verfahren und führt immer wieder zu Unsicherheiten. Mangels verfügbarer Risikokennziffern (vgl. auch Punkt „Aufklärungskampagne“) wird Private Equity oft wie andere, vermeintlich ähnliche Anlageklassen (z.B. Aktien) eingestuft. Den spezifischen Eigenschaften von Private Equity, wie etwa die geringe Volatilität und Liquidierbarkeit, wird dabei nicht Rechnung getragen. Die Private-Equity-Quote steht somit oft in einem direkten Wettbewerb zu der Aktienquote, ohne dass der Diversifizierungseffekt auf die gesamten Anlagen berücksichtigt wird. Derzeit wird die Einführung von Solvency II als ein Asset-Klassen spezifisches Risikomanagementsystem (Säule II) im Jahr 2010 vorbereitet. Für Private-Equity-Anlagen wird derzeit im Rahmen von Solvency II als auch Basel II eine hohe Risikoklassifizierung und damit auch hohe Eigenkapitalunterlegung erwartet. Nachdem die Eigenkapitalunterlegung für Versicherer (als auch Banken) nur begrenzt möglich bzw. mit Kosten verbunden ist, kann die Regelung dazu führen, dass Private Equity an Attraktivität verliert und nicht weiter aufgebaut wird. Venture Capital als risikobehaftetes Subsegment von Private Equity wären davon umso mehr betroffen.

Ziele und Umsetzung: Die Risikogewichtung von Private Equity sollte tendenziell niedriger als die von Aktien (Public Equity) angesetzt werden, nachdem Private Equity eine geringere

Volatilität aufweist. Vor allem breit diversifizierte Private-Equity-Anlagen, also inklusive eines Venture-Anteils, können zu einer Diversifizierung des gesamten Anlagevermögens beitragen. Für Private-Equity-Anlagen, die auch Venture Capital als Bestandteil haben, sollte somit ein noch niedriges Risikogewicht verwendet werden. Venture Capital würde als Beimischung an Bedeutung und Attraktivität gewinnen. Darüber hinaus würde eine einheitliche Definition der Risikobehandlung die derzeit im Markt bestehenden Unsicherheiten entnehmen.

7.5 „Investment Vehikel“

Bedarf: Institutionelle Anleger bündeln ihre Anlagen in der Regel in spezialisierten Investmentfondsgesellschaften. Dies gilt vor allem für die steuerbefreiten Anleger wie Pensionseinrichtungen und Stiftungen. Die wichtigsten Anforderungen an diese Investment-Vehikel sind: 1. Steuerliche Transparenz; 2. Weitgehende Steuerfreistellung; 3. Möglichkeit von Umbrella-Strukturen; 4. Keine Beschränkung hinsichtlich der Anlageklassen. Die Realisierung solcher Vehikel erfordert mangels geeigneter deutscher Rechtsformen häufig den Gang ins Ausland (Luxemburg) und ist sehr kostenintensiv. Insbesondere kleinere Institutionen, das heißt mit einem verwalteten Anlagevermögen von unter einer Mrd. Euro, scheuen den organisatorischen Aufwand und die zusätzlichen Kosten. Als Ergebnis werden Private Equity- oder andere alternative Anlagen meist nicht umgesetzt.

Ziele und Umsetzung: Die Zulassung einer mit den Luxemburger Strukturen (FCP o.a.) vergleichbaren Rechtsform könnte den Umweg über das Ausland ersparen und den Zugang zu Private Equity auch für kleinere Institutionen wirtschaftlich ermöglichen. Basis könnte der deutsche Spezialfonds sein, der nach der Verabschiedung des Investmentänderungsgesetzes im November 2007 auch Private Equity vorsieht, jedoch mit limitierenden Anlagegrenzen. Eine weitere Liberalisierung der Anlagegrenzen sowie die Etablierung einer unbürokratischen Verwaltungspraxis könnten diese Fonds zu einer Alternative zu Luxemburger Fonds werden lassen.

7.6 „MoRaKG“ - „Gesetz zur Modernisierung der Rahmenbedingungen für Kapitalbeteiligungen“

Bedarf: In Deutschland besteht bislang keine eigene Rechtsform für Private-Equity-respektive Venture-Capital-Gesellschaften. Viele Fondsinitiatoren greifen daher auf ausländische und oftmals recht komplexe Strukturen zurück. Alternativ bietet sich als deutsche Rechtsform die vermögensverwaltende GmbH & Co. KG an. Die Voraussetzung für den Status der „Vermögensverwaltung“ und die damit verbundene Freistellung von gewerblichen Einkünften sowie die steuerliche Transparenz werden in einem Schreiben des

BMF vom Dezember 2003 definiert. Nachdem diese Kriterien einen großen Auslegungsspielraum zulassen und erst im Nachhinein (ex post) über ihre Erfüllung befunden werden kann, besteht eine signifikante Rechtsunsicherheit – sowohl bei Initiatoren als auch Investoren. Rechtssicherheit, auch über die durchschnittliche Fondslaufzeit eines Private-Equity-Fonds von zehn Jahren, ist jedoch von entscheidender Bedeutung. Solange eine entsprechende Rechtssicherheit nicht gegeben ist, ist davon auszugehen, dass institutionelle Investoren nicht direkt, also ohne zusätzliche Vorschaltgesellschaft, in derartige Fonds investieren werden. Mit dem Ziel, die Rahmenbedingungen gesetzlich zu manifestieren, soll nun das MoRaKG verabschiedet werden.

Ziele und Umsetzung: Die in dem Gesetz angestrebte 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. Profitieren würden zunächst Investoren, die bereits über ein Private-Equity-Portfolio verfügen und dieses durch direkte Investments in deutsche VC-Fonds arrondieren möchten. Auch kleineren Institutionen, wie beispielsweise Stiftungen, Family Offices oder Retail-Dachfonds könnte ein direkter Zugang, ohne Vorschaltgesellschaft, ermöglicht werden. Der derzeit diskutierte Gesetzesentwurf sieht jedoch Investitionsauflagen vor (*vgl. auch Kapitel 5 Gesetzliche Rahmenbedingungen*), die zu einem Wettbewerbsnachteil entsprechend organisierter Fonds (Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften) führen würden. Letztlich würde dies eine schlechtere Ausgangslage bei der Einwerbung von Investorengeldern (Fund Raising) mit sich bringen. Erst eine Beseitigung dieser Nachteile würde Voraussetzung für eine ausreichend hohe Akzeptanz seitens der Fonds-Manager sein und könnte zu der Aktivierung der genannten Investoren führen. Für eine breite Marktdurchdringung und die Gewinnung weiterer Investorengruppen wäre in einem zweiten Schritt auch eine Anwendbarkeit auf andere Private-Equity-Segmente erforderlich. Alle Investoren, die im Zuge einer professionellen Anlagestrategie in Venture Capital investieren, sehen ihre VC-Allokation als Beimischung und sind darauf angewiesen, auch andere Private-Equity-Anlagen rechtssicher darstellen zu können.

Fazit „Handlungsempfehlungen“: 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. Ein Standard-Vehikel für die Bündelung von Private-Equity-Beteiligungen würde die heute bestehenden Eintrittsbarrieren in die Anlageklasse zu einem Großteil abschwächen. Von der Einführung einer eigenen

Rechtsform auf Fondsebene („MoRaKG“) ist vor allem dann positive Wirkung zu erwarten, sofern diese vom Markt akzeptiert wird. Dies erfordert jedoch die genannten Modifikationen im Bereich der Investitionsauflagen. Eine adäquate Behandlung von Private Equity im Rahmen von „Solvency II“ (als auch Basel II) sehen wir als Voraussetzung, um die Rahmenbedingungen für Private-Equity-Anlagen nicht zu verschlechtern. Aufgrund des laufenden Einführungsprozesses wäre in diesem Fall ein sofortiges Eingreifen erforderlich. Die Errichtung von Instrumenten zur Kapitalsicherung oder sogar eines eigenen VC-Dachfonds würden hinsichtlich des konkreten Bedarfs und der Ausgestaltung noch weiterer Untersuchungen bedürfen. Bei diesen direkt in den Markt eingreifenden Instrumenten räumen wir der Möglichkeit einer „Kapitalerhaltungsgarantie“ den Vorzug ein. Diese Maßnahme würde das immer wieder von den befragten Investoren monierte Risikoprofil von Venture Capital direkt adressieren und ließe sich marktkonform ausgestalten.

Die genannten Maßnahmen adressieren grundsätzlich alle Investorengruppen. Die größte Wirkung würde aufgrund der hohen verwalteten Anlagevolumina vor allem von den Versicherungen ausgehen. International gesehen weisen Versicherrungen zudem einen hohen „Nachholbedarf“ auf. Stiftungen und Family Office verfügen in der Regel zwar über geringere Anlagevolumina, sind dafür aber, sofern sie in Private Equity investiert sind, umso höher in Venture Capital allokiert. Besonderes Augenmerk sollte auf die Versorgungseinrichtungen gelegt werden. Insbesondere die stark wachsenden Pensionsfonds werden in den nächsten Jahren über Anlagevolumina verfügen, die auch eine Diversifizierung in alternative Anlagen erfordern. Die Langfristigkeit der Zahlungsverpflichtungen, gerade der heute aufgelegten Kapital gedeckten Pensionspläne, prädestinieren Private Equity und somit auch Venture Capital als langfristige Anlage.

Literaturverzeichnis

BaFin Rundschreiben R15 (2005), www.bafin.de

BaFin Jahresbericht, (2006)

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften -
German Private Equity and Venture Capital Association e.V. (2007): Jahresstatistik 1994 -
2006

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften -
German Private Equity and Venture Capital Association e.V. (2007): Quartalsstatistik 1.-3.
Quartal 2007

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften -
German Private Equity and Venture Capital Association e.V. (2005): Der Einfluss von Private
Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft

Deloitte Touche Tomatsu (2006): Global Trends in Venture Capital 2006 Survey

Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V., Berlin (2007): Innovationsindikator
Deutschland 2007

Elser, T., Linklaters, Oppenhoff & Rädler (2007): Investment, Handbuch für das gesamte
Investmentwesen

European Private Equity and Venture Capital Association (2006): Benchmarking European
Tax and Legal Environments

European Private Equity and Venture Capital Association (2006): Corporate Venturing 2005 –
European Activity Update, 2006

European Private Equity and Venture Capital Association (2006): Private Equity Fund
Structures in Europe

European Private Equity and Venture Capital Association, (2007): Europe's Family Offices,
Private Equity and Venture Capital

European Private Equity and Venture Capital Association (2007): Yearbook 1999-2007

Fleischhauer, Hoyer & Partner (2004): Institutionelle Investoren und deren Aktivitäten im
Hinblick auf die alternative Anlageklasse Private Equity

Fleischhauer, Hoyer & Partner (2007): Venture Capital Panel (2002-2007)

JPMorgan Asset Management (2007): The Alternative Asset Survey 2007

Kaserer/Achleitner/von Einem/Schiereck (2006): Private Equity in Deutschland

Keese/Langohr-Plato, S-Pensionsmanagement GmbH (2007): Sonderbeilage Börsenzeitung:
Deutscher Sparkassentag 2007

Stemmer/Züchner (2006): Private Equity weniger riskant als angenommen,
Versicherungswirtschaft Heft 3/2006

Venture Capital Magazin (2002-2007): Dealmonitor, Going Public Verlag

Watson Wyatt (2006): The World's 300 Largest Pension Funds

Watson Wyatt (2007): Global Pensions Assets Study 2007

Weidig (2004): The risk profiles of Private Equity

Wiesbadener Private Equity Institut (Hrsg.) (2006): Case Studies Private Equity, Wiesbaden, 2006

ZEW (2005): Private Equity im Internationalen Vergleich

Gesetze /Verordnungen

Anlagenverordnung (AnIV)

Pensionsfonds-Kapitalanlagenverordnung

Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG)