

STANDPUNKT

Venture Capital als Anlageklasse

Von Christoph Gerlinger

US-VC-Multi-Stage-Index im Betrachtungszeitraum über 1, 3, 5, 10, 20, 25 und 30 Jahre zwischen 12,3 und 21 Prozent im Jahr gewonnen und nur im Zeitraum über 15 Jahre eine einstellige Rendite von 4,6 Prozent im Jahr aufgewiesen.

In Europa macht es aufgrund des heftigen Platzens der New-Economy-Blase Sinn, sich die jüngeren Zeiträume anzuschauen. So hat zum Beispiel der European Investment Fund (EIF), ein etablierter Player im europäischen Venture-Capital-Markt mit Spezialisierung auf die Risikofinanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen nach einer mündlichen Präsentation im Zeitraum von 2007 bis 2014 mit dem besten Quartil ihrer Fondsanlagen Renditen in der Spanne von 15 bis über 50 Prozent im Jahr erzielt.

Die Risiken, dass wir im Venture-Capital-Bereich derzeit wieder in eine ähnliche Bewertungsblase wie im Jahr 2000 hineinlaufen, erscheinen dabei überschaubar. Viele Bewertungen von jungen Internetunternehmen lassen sich mit herkömmlichen Bewertungsmethoden vernünftig rechnen. So betrug das Umsatzmultiple der amerikanischen Tech-Börsengänge 2015 nur 5,5, während es 1999 noch 26,5 waren. Auch zeigen sich die Finanzierungsvolumina heute deutlich moderater und die Zielmärkte deutlich gereifter als noch vor mehr als 15 Jahren. Das

Finanzierungsvolumen junger amerikanischer Technologieunternehmen belief sich 2015 auf 4,1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (1999: 10,5 Prozent). Exit-Bewertungen, wie die von Instagram in Höhe von einer Milliarde Dollar im Jahre 2012 und von Whatsapp von 19 Milliarden Dollar im Jahre 2014, die seinerzeit als Indiz für drastische Überbewertungen wahrgenommen wurden, gelten heute gemessen am Wert, den sie für ihren Käufer Facebook entfalten, als sehr günstig.

Offensichtlich wird immer öfter ein Großteil des Werts für die Eigentümer geschaffen, während die jeweiligen Unternehmen noch nicht börsennotiert sind, also sich noch in Privatbesitz der Gründer und Venture-Capital-Investoren befinden. Technologieunternehmen, die in den achtziger und neunziger Jahren an die Börse gingen, wie etwa Apple, Oracle, Microsoft oder Amazon, erzielten einen Großteil, oft mehr als drei Viertel, ihres Wertzuwachses nach dem Börsengang. Im Vergleich dazu sind in den Jahren nach 2010 Technologieunternehmen nach ihrem Börsengang nur geringe Wertsteigerungen gelungen. Der Großteil der Wertschöpfung erfolgte hingegen, wie zum Beispiel bei Facebook, vor dem Börsengang. Dazu passt, dass junge Unternehmen zum Zeitpunkt des Börsengangs heutzutage laut SVB Analytics im Durch-

schnitt 11 Jahre alt sind, während sie zur sogenannten New-Economy-Zeit nur 4 Jahre alt waren.

In Folge der ersten großen Exits und vieler Markterfolge der jüngsten deutschen Gründergeneration hat sich in Berlin ein regelrechter Gründerboom entwickelt, der sogar das Pendel der Berliner Arbeitskräftebilanz seit Jahren ins Positive wendet. Berlin hat 2015 London den Rang als europäische Start-up-Hauptstadt abgelassen. Viele Meinungsbildner in der Technologiebranche wie der deutschstämmige Silicon-Valley-Milliardär Peter Thiel sprechen davon, dass die prosperierende Berliner Tech-Szene den zweitbesten Ort der Welt nach dem Silicon Valley darstellt, um Start-ups zu gründen und aufzubauen. Auch sogenannte „Unicorns“ gibt es nicht nur in den Vereinigten Staaten.

Alein in Deutschland haben United Internet, Zalando, Delivery Hero, Teamviewer und hybris einen solchen Status erlangt, wurden also mit mehr als einer Milliarde Dollar bewertet oder dafür verkauft – die Letztgenannten von der Öffentlichkeit fast völlig unbemerkt. Eine ganze Reihe sehr erfolgreicher deutscher Start-ups steht in den Startlöchern, sich zu Unicorns zu entwickeln, darunter nach Ansicht des anerkannten Online-Magazins „Tech.eu“ unter anderem SoundCloud, Mister Spex und Auctionata.

Anders als in den Vereinigten Staaten, ist der deutsche Markt für Venture Capital, gemessen am Bruttoinlandsprodukt, strukturell je nach Auswertung deutlich unterfinanziert. Damit stellt er für Investoren einen sehr interessanten Käufermarkt dar. Und damit ist er auch künftig für Überbewertungen längst nicht so anfällig wie zum Beispiel in den Vereinigten Staaten, wo eine Schwemme von Venture Capital einer begrenzten Anzahl von Start-ups hinterherläuft. Nach einer Studie von Roland Berger liegt der Gesamtwert aller amerikanischen Unicorns rund sechsmal so hoch wie der aller europäischen Unicorns.

Die geringe Verbreitung der hochrentierlichen und überraschend gering oder gar negativ korrelierten Asset-Klasse Wagniskapital spricht dafür, dass deutsche Anleger dessen Wert für die Konstruktion eines chancen- und risikoeffizienten Portfolios noch nicht erkannt haben, erst recht nicht den von deutschem Venture Capital. Möglichkeiten, über den Kapitalmarkt in den unabhängigen, nicht von Rocket Internet geprägten Teil der deutschen Start-up-Landschaft zu investieren, sind leider begrenzt, aber dennoch vorhanden.

Neben herkömmlichen geschlossenen und nicht notierten Fonds und eher komplizierten Direktinvestments in Start-ups gibt es eine Handvoll börsennotierter Beteiligungsgesellschaften, über die Investoren an deutschen Start-ups partizipieren können – und damit auch im aktuellen Marktumfeld Wertsteigerungen erzielen und das Risiko des Gesamtportfolios verringern können.

Der Verfasser ist Gründer und Vorstandsvorsitzender der German Startups Group.

In einem Umfeld der monetären Verwässerung, in dem die Preise für Anlagen in vielen Anlageklassen in der Breite überhöht erscheinen – seien es Immobilien, Aktien oder Anleihen –, stehen Anleger vor der Herausforderung, Assets mit Bewertungen zu finden, die noch eine positive Performance erwarten lassen. Die Verzinsung sicherer Anlagen beträgt erstmals in der jüngeren Menschheitsgeschichte über längere Zeit null Prozent. Rendite lässt sich daher nur erzielen, wenn man bereit ist, Risiken einzugehen.

Auch heute gilt die Anlageklasse Venture Capital – in Deutschland auch als Wagniskapital bezeichnet – zwar als chancenreich, aber auch extrem riskant und prozyklisch. Einiges spricht jedoch dafür, dass Investoren diese Einschätzung auf den Prüfstand stellen sollten. Nassim Nicholas Taleb, Autor von *The Black Swan*, stufte schon im Jahr 2012 Wagniskapital als negativ mit anderen Anlageklassen korreliert ein und damit als geeignet, ein Portfolio stabiler und effizienter zu machen.

Der Chef-Aktienstrategie der amerikanischen Fondsgesellschaft Fidelity, Dominic Rossi, bezeichnete Wagniskapital kürzlich sogar als „Notausgang aus der Wachstumsschwäche“. Wieso? Weil unter anderem nach Ansicht des anerkannten Zukunftsforschers Lars Thomsen bei Anlagen in Venture Capital für die Eigentümer Wert durch Innovationen geschaffen wird – und damit unabhängig von Konjunktur, Zentralbankpolitik, Zinsen, Aktienindizes oder Rohstoffpreisen.

In den Vereinigten Staaten erwirtschaftet Venture Capital schon seit längerer Zeit signifikante zweistellige Renditen im Jahr. So hat der Cambridge Associates