

Januar 2003 # 1
www.cepres.de

Autoren:
Prof. Dr. Mark Wahrenburg
Daniel Schmidt
Gabor Toth

Kritische Erfolgsfaktoren bei Venture Capital Investments – eine empirische Analyse

Venture Capital wurde in den letzten Jahren zunehmend als Kapitalanlage entdeckt, hat sich zu einer eigenständigen Anlagekategorie entwickelt und stellt aufgrund des damit verbundenen Ertragspotentials und der Diversifikationsmöglichkeiten eine interessante Alternative zu den klassischen Anlageinstrumenten dar. Ein Engagement in Venture Capital wird jedoch immer noch als spekulativ und intransparent angesehen.

Die Gründe dafür sind vielfältig. Der Venture Capital-Markt hat privaten Charakter und Informationen unterliegen strengen Geheimhaltungsverpflichtungen. Darüber hinaus gestaltet sich die Ertrags- und Risikomessung gegenüber börsengehandelten Anlageinstrumenten mit täglichen Marktpreisen weitaus aufwendiger. Es kommt somit zu einer Intransparenz hinsichtlich der Erfolge und der Risiken von Venture Capital-Anlagen. Die Renditemessung beispielsweise sollte den Investoren bei ihrer Anlageentscheidung als wichtiges Beurteilungskriterium für die Leistung der Venture Capital Gesellschaft (besonders bei Folgefonds) und innerhalb des Managementprozesses als Steuerungs- und Kontrollinstrument dienen. Die heute weltweit angewandte Methode zur Berechnung der Performance, die durchschnittliche jährliche interne Verzinsung (Internal Rate of Return, IRR)¹,

ist jedoch nur begrenzt aussagekräftig, da sie erhebliche Gestaltungsspielräume eröffnet. Der Vergleich der auf Grundlage der IRR berechneten Renditen mit denen anderer Kapitalanlagen stellt aus mehreren Gründen Probleme dar:

- Während der Laufzeit eines Venture Capital Fonds können keine präzisen Angaben über die Performance des Fonds gemacht werden. Definitive Angaben sind erst nach vollständiger Liquidation möglich.
- Ist der Fonds zum Bewertungszeitpunkt noch nicht abgeschlossen, sind zur Berechnung der Rendite die gegenwärtigen Fondsbestände zu bewerten. Die Bewertung des Nettovermögens stellt aufgrund der damit verbundenen Gestaltungsspielräume ein schwerwiegendes Problem dar.
- Das Grundproblem der Renditemessung auf Basis der IRR besteht in der eingeschränkten Möglichkeit, Volatilitäten zu messen und damit der mangelnden Berücksichtigung des mit einer Investition verbundenen Risikos.

Weitgehend ungeklärt ist außerdem, welche Kriterien (z.B. unternehmens- oder managementspezifischer Art) den Erfolg von Venture Capital-Investments erhöhen, da überzeugende, veröffentlichte Befunde vorangegangener Untersuchungen dazu nur wenig Anhaltspunkte liefern. Ein erfolgversprechendes Investment in Venture Capital-Fonds bedarf deshalb gegenüber anderen Anlagekategorien umso mehr einer professionellen Due Dilligence und eines erfahrenen Anlagemanagements. Der vorliegende

1) Die IRR stellt die Standardmethode für die Performanceberechnung bei Venture Capital-Investments dar und wird weltweit angewendet.

quantitative Ansatz versucht, empirische Abhängigkeiten der Performance von anderen Faktoren aufzuzeigen und dadurch zu einer höheren Markttransparenz beizutragen.

Empirische Studie

Als Basis für die empirische Untersuchung konnte eine in Umfang und Qualität repräsentative Stichprobe erhoben werden. Der Datensatz enthält detaillierte Angaben über die erwirtschafteten Beteiligungsrenditen aus 27 Fonds, die von 9 in den USA und Europa ansässigen Venture Capital Gesellschaften gemanagt wurden. Die Stichprobe umfasst 680 realisierte Investments im Zeitraum von 1971 bis 2001. Der Einzelerfolg der analysierten Beteiligungsunternehmen war Beurteilungskriterium.

Deskriptive Statistiken der Tabelle 1 stellen die Renditen tatsächlich realisierter Beteiligungen dar, die somit nicht allen oben aufgezeigten Problemen der Renditemessung unterliegen. Die Performance der in dem Datensatz enthaltenen Einzelbeteiligungen variiert zwischen einer realisierten Rendite von -100% (Abschreibungen) und 3570%. Die Zahl der Abschreibungen beläuft sich auf 168, was einer Ausfallquote von 24,7% entspricht. Die durchschnittliche Performance als arithmetisches Mittel der Einzelbeteiligungen beträgt 26,20% (hier ungewichtete Betrachtung aller Beteiligungsrenditen). Betrachtet man die Performance der einzelnen Fonds unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Beteiligungsvolumen in die einzelnen Investments, beläuft sich die Durchschnittsrendite sogar auf

58,42% (kapitalgewichtete pooled IRR). Vergleicht man diese Renditen mit zeitgleichen Renditen anderer Anlagekategorien, so scheint Venture Capital anderen Anlageinstrumenten überlegen zu sein.²

Tabelle 1

Performancevergleich	Min.	Max.	Mittelwert	N
IRR ³	-100,00%	3570,00%	26,20%	680
Pooled IRR (gross)	-25,25%	149,39%	58,42%	27

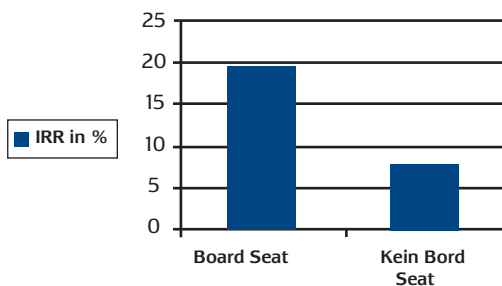
Neben der reinen Finanzierungsfunktion definiert sich Venture Capital auch als Managementunterstützung der Beteiligungsunternehmen. Die Qualität eines Venture Capitalisten und damit die Aussicht auf hohe Beteiligungsrenditen wird deswegen oftmals an Faktoren wie beispielsweise einer Vertretung im „Board“ des Portfoliounternehmens festgestellt. Bei einer Vertretung der VC-Gesellschaft im Aufsichtsrat eines Portfoliounternehmens (Board Seat), können Informations- und Kontrollaktivitäten zur Verhinderung von Misserfolgen beitragen und dadurch den Erfolg einer Beteiligung erhöhen. Zur Überprüfung dieser Vermutung haben wir die Performance für Portfoliounternehmen mit und ohne „Board Seat“ gegenübergestellt (Abbildung 1). Die Ergebnisse stehen im Einklang mit den Annahmen:

- Investments mit einer Vertretung im „Board“ weisen eine signifikant höhere Performance gegenüber Beteiligungen ohne Vertretung der VC-Gesellschaft auf.

2) Zu den Renditen anderer Anlagekategorien siehe Fenn / Liang (1995), S. 26 f.; Bader (1996), S. 183 ff.

3) Bei einer Betrachtung der Performance von Einzelbeteiligungen kann es zu sehr hohen Ausreißern kommen. Dies kann mehrere Gründe haben. Neben wenigen Beteiligungen überdurchschnittlicher Güte sind hohe IRRs oftmals auch auf die Maßzahl „IRR“ als Berechnungsgrundlage zurückzuführen. Ein hoher „Multiple“, beispielsweise, erzielt in einer extrem kurzen Haltedauer, kann zu einer überproportionalen jährlichen Verzinsung führen.

Abbildung 1



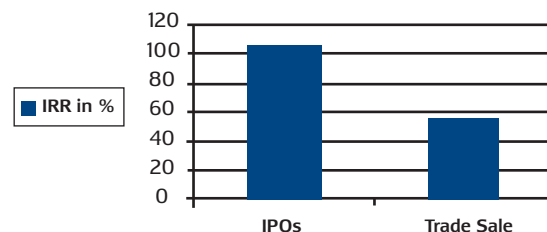
Empirische Erkenntnisse untermauern jedoch auch die Relevanz einer detailgenauen Fondsanalyse über rein quantitative Merkmale hinweg. Bestehende Anreizmechanismen für den Venture Capitalisten werden als entscheidende Faktoren für die Erzielung einer angemessenen Fondsrendite gesehen.⁴ Marktbeobachter zweifeln, dass die monetären Anreize der Gewinnbeteiligung bei sehr großen Fonds überhaupt noch ausreichend sind. Große Fondsvolumina bescheren den Venture Capitalisten sowieso ohne jegliche Gewinnerzielung hohe absolute fixe Management Fee Zahlungen. Statistische Tests belegen dies teilweise: Ausschließlich bei Later Stage-Finanzierungen kann gezeigt werden, dass unter den untersuchten Variablen die Fondsgröße den stärksten Einfluss auf die Performance hat. So zeigen die statistischen Auswertungen für die vorliegende Stichprobe:

- Bei Beteiligungen in späteren Finanzierungsphasen ist mit steigender Fondsgröße ein geringerer Beteiligungserfolg verbunden.

Weitere Ergebnisse im Überblick:

- Für unsere Stichprobe konnte kein signifikanter Einfluss des insgesamt für PE Investitionen vorgesehenen Kapitals im Markt und somit einer hohen Wettbewerbsintensität um qualitativ hochwertige Beteiligungen auf die durchschnittliche Performance der Einzelinvestments statistisch nachgewiesen werden.
- Die Befunde der Studie zeigen, dass mit fortschreitender Haltdauer eines Investments (Langläufer) der durchschnittliche jährliche Beteiligungserfolg (IRR) zurückgeht.
- Es besteht ein positiver Zusammenhang zwischen IPO-Umfeld (hier gemessen durch die Anzahl der IPOs am Markt zum Exitzeitpunkt) und Beteiligungsrenditen. Dieses Ergebnis wird zusätzlich durch die im Vergleich zu anderen Exitmöglichkeiten höhere Rendite bei IPOs bestätigt und unterstreicht die Bedeutung eines gut funktionierenden Kapitalmarktes. Univariate Analysen zeigen durchschnittlich höhere Renditen bei Beteiligungen, die ihren Exit an der Börse gefunden haben (Abbildung 2). Für das Ergebnis ist es irrelevant, ob es sich beim

Abbildung 2



4) Vergleiche auch hierzu: Feinendegen/Schmidt/Wahrenburg. Die Vertragsbeziehungen zwischen Investoren und Venture Capital Fonds: eine empirische Untersuchung des europäischen Venture Capital Marktes, CFS Working Paper 2002/01.

Kritische Erfolgsfaktoren bei Venture Capital Investments – eine empirische Analyse

Autoren:
Prof. Dr. Mark Wahrenburg
Daniel Schmidt
Gabor Toth

Investment um eine Early oder Late Stage-Finanzierung handelt.

- Renditegesichtspunkte dürfen jedoch nicht als einziges Kriterium zur Wahl des Exitkanals gesehen werden. Oftmals spielen hier auch strategische, Aufwands- und Zeitgründe eine entscheidende Rolle.

Resümee – Das analysierte Mehrfaktorenmodell zeigt Unterschiede hinsichtlich der Performancesensitivität einzelner Venture Capital-Segmente. Die Identifizierung einzelner Einflussfaktoren und deren Korrelation untereinander eröffnet dem Fondsmanager die Möglichkeit, Portfolios zu bilden, die hinsichtlich ihres Exposures bezüglich der Risikofaktoren neutral sind. Das Gesamtportfolio lässt sich somit basierend auf empirischen Erkenntnissen gemäß den Markterwartungen optimal gestalten und diversifizieren. Die im Titel gestellte Frage nach den Erfolgsfaktoren bei Venture Capital-Investments kann aufgrund der vorliegenden Befunde jedoch nur zum Teil beantwortet werden. Es bleiben Faktoren, deren Einfluss entweder nicht oder nicht eindeutig erklärt werden konnte. Somit bietet dieses Themengebiet weiterhin großen Forschungsbedarf. Für den Bereich der Performancemessung wäre es wünschenswert, wenn neue Methoden mehr Möglichkeiten zur Vergleichbarkeit von Anlagekategorien bieten und somit die Transparenz erhöhen würden.

CEPRES ist eine Forschungs Kooperation im Bereich Private Equity von:



VCM Venture Capital
Management GmbH
Daniel Schmidt
Max-Joseph-Str. 7
80333 München
E-mail: daniel.schmidt@cepres.de



Goethe-Universität Frankfurt
Lehrstuhl für Bankbetriebslehre
Prof. Dr. Mark Wahrenburg
Postfach 11 19 32
60054 Frankfurt
E-Mail: wahrenburg@wiwi.uni-frankfurt.de