

Diese Chancen stecken in Early Stage-Wagniskapital

Januar 2019

Über Wagniskapital (Venture Capital, VC) ergeben sich Anlagechancen in wegweisenden Unternehmen, die das Potenzial besitzen, ganze Branchen zu revolutionieren. Dabei gibt es jedoch einiges zu berücksichtigen. Unserer Erfahrung nach sind 20 % der Unternehmen für 80 % der Erträge verantwortlich. Erfolg hängt also von der Zugänglichkeit zu den besten Chancen ab. Mithilfe eines durchdachten Ansatzes bei der Portfoliokonstruktion stehen die Chancen gut für Sie.

Einige der größten Technologieerfolge unserer Zeit wurden mit Wagniskapital finanziert.

Wagniskapital kann auf eine reiche Geschichte zurückblicken. Es hat Anlegern hohe Renditen beschert und Early-Stage-Unternehmen dazu verholfen, ihr Potenzial zu realisieren.

Zu den Beispielen für die Erfolgsgeschichten von Wagniskapital bzw. Venture Capital (VC) zählt etwa Apple als erstes börsennotiertes US-Unternehmen mit einem Wert von über 1 Bio. US-Dollar sowie weitere bekannte Namen wie Microsoft, Amazon, Facebook und Google mit einem Marktwert von jeweils über 500 Mrd. US-Dollar. Wagniskapital hat ganze Branchen auf den Kopf gestellt. Die Musik-, Zeitungs- und Medienbranche wurden auf diese Weise revolutioniert. Des Weiteren konnten mit Wagniskapital finanzierte Healthcare-Unternehmen Medikamente zur wirkungsvollen Bekämpfung von zuvor unheilbaren Krankheiten entwickeln. Andere Unternehmen sind dagegen in der Krebsforschung tätig, um die Krankheit eines Tages zu heilen. Die Aussage, dass Wagniskapital vielen lebensverändernden Entwicklungen zugrunde liegt, ist daher keineswegs übertrieben.

Aus Anlegersicht ermöglicht Wagniskapital Zugang zu den Wachstumsserien von morgen¹ und bietet eine Erfolgsbilanz hoher und langfristiger Renditen. Der Cambridge Associates US Venture Capital Index hat in den vergangenen 30 Jahren bis 2017 eine Rendite von 19 % pro Jahr erwirtschaftet, nach Abzug aller Gebühren und Kosten². Es ist außerdem ein wichtiger Teil der Investitionslandschaft – der Sektor Wagniskapital/Wachstum macht rund ein Drittel der jährlichen Kapitalbeschaffungsmenge im Private-Equity-Bereich aus.

¹ An den öffentlichen Märkten ist die Auswahl der Unternehmen hingegen immer größer und ausgereifter, da Unternehmen ihren Privatstatus heute länger beibehalten. Weitere Informationen können Sie dem Artikel "What is the point of the equity market?" (Welche Rolle spielt der Aktienmarkt?) entnehmen. Schroders, April 2018.

² Der Cambridge Associates LLC US Venture Capital Index® basiert auf Daten, die über 1.794 US-Wagniskapitalfonds (1.150 Early-Stage-, 210 Late-Stage/Wachstums- und 434 Multi-Stage-Fonds) erhoben wurden, darunter vollständig liquidierte Partnerschaften, die zwischen 1981 und 2017 gegründet wurden. Die angegebene Rendite ist nach dem zusammgelegten internen Zinsfuß (IZF) berechnet und versteht sich nach Abzug von Gebühren, Aufwendungen und Carried Interest.

Steven Yang
Leiter Global Venture
Investments,
Schroder Adveq

Michael McLean
Investment Director,
Schroder Adveq

Duncan Lamont, CFA
Leiter Research und
Analyse, Schroders



Dennoch wurde es auch schon als „hochriskantes Pokern“ beschrieben.³ Wird die Risikofinanzierung falsch angegangen, kann dies einen schmerzlichen Kapitalverlust zur Folge haben, und einige Investoren haben sich in der Vergangenheit die Finger verbrannt. Auch die Kursstürze von Technologieaktien während der Dotcom-Blase spuken noch in den Köpfen einiger Anleger. Wer in minderwertige Fonds investiert, kann einen Großteil, ja sogar sein gesamtes Kapital verlieren!

Der vorliegende Artikel ist in zwei Teile unterteilt. Im ersten Teil werden einige kontraintuitive Erkenntnisse über Wagniskapitalinvestitionen dargelegt. Viele weit verbreitete Einwände stellen sich bei genauerem Hinsehen als Irrtümer heraus. Im zweiten Teil werden fünf Geheimnisse für eine erfolgreiche Wagniskapitalinvestition vorgestellt.

³ Michael Moritz, Sequoia Capital, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-10-17/sequoia-s-michael-moritz-q-a-venture-capital-is-high-risk-poker->

Die Grundlagen der Risikofinanzierung

Wagniskapital ist eine Frühfinanzierung für Start-ups, die sich einer Idee annehmen und versuchen, diese zu einem großen Unternehmen heranzuziehen. Die Tech-Unternehmen und Gesundheitsdienstleister, die in der Regel mit Wagniskapital finanziert werden, besitzen das Potenzial, ganze Branchen zu verändern und haben tiefgreifende Auswirkungen auf unsere Lebensweise.

Ein ausschließlich mit Wagniskapital finanziertes Unternehmen hat zum Zeitpunkt der Erstinvestition normalerweise nur wenige Mitarbeiter und Mitgründer sowie möglicherweise eine Beta-Version (früher Prototyp) ihres Produkts oder Service.

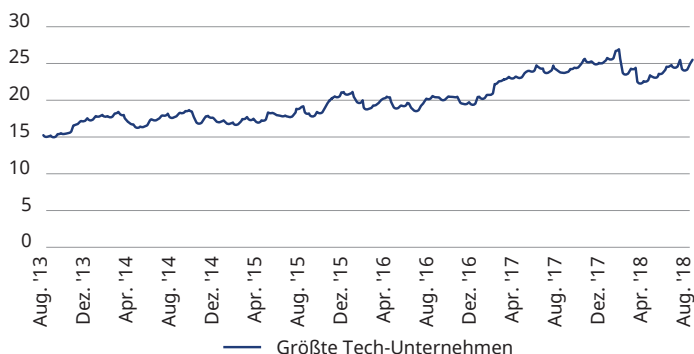
Wagniskapital kann es diesen Unternehmen ermöglichen, auf effiziente Weise zu wachsen. Der Zeitraum hierfür beträgt für gewöhnlich mehrere Jahre. Dank Wagniskapital kann nach dieser Frühphase der Zeitpunkt kommen, an dem sie Umsätze in Millionen- oder sogar Milliardenhöhe erwirtschaften.

Kontraintuitive Erkenntnisse über Wagniskapitalinvestitionen

Ein Timing von Wagniskapitalinvestitionen ist nicht erforderlich

Manche Investoren nehmen die hohen Bewertungen der börsennotierten Tech-Unternehmen zum Anlass für die Annahme, dass der Sektor überhitzt ist und es daher kein guter Zeitpunkt ist, um – aufgrund seines Technologieschwerpunktes – in Wagniskapital zu investieren.

Abbildung 1: Die Bewertungen von börsennotierten Technologietiteln sind explosionsartig angestiegen



Geschätztes Kurs-Gewinn-Verhältnis.*

*Hinweis: zeigt den Mittelwert des geschätzten KGV für Apple, Facebook, Google, Amazon, Microsoft und Intel an. Quelle: Thomson Reuters.

Auch wenn die Bedenken der Anleger verständlich sind, so sind sie doch unangebracht. Erstens ist es für Early-Stage-Wagniskapital charakteristisch, dass die Bewertungen von den innovativen Ideen, der Entwicklungsstufe, dem Managementteam, der Wahrscheinlichkeit eines kommerziellen Erfolges sowie weiteren Faktoren, die für öffentliche Märkte irrelevant sind, in die Höhe getrieben werden.

Zweitens handelt es sich bei Venture Capital und Private Equity ganz allgemein um langfristige Anlagen. Das Kapital wird im Voraus gewährt, wobei die Inanspruchnahme erst einige Jahre später erfolgt und Desinvestitionen wiederum erstmals einige Jahre später stattfinden. Durch diese zeitliche Abfolge aus Inanspruchnahme und Realisierung wird das Risiko begrenzt, dass Anleger aufgrund von Investitionen zu einem scheinbar ungünstigen Zeitpunkt Verluste erleiden.

Drittens bedeutet die Tatsache, dass Wagniskapitalanlagen wahrscheinlich bis zu zehn Jahre gehalten werden, bevor ein Exit erfolgt, heißt, die heutigen Bewertungen der öffentlichen Märkte sind nahezu irrelevant.

Um ein Extrembeispiel zu nennen: Selbst viele Anleger, die 1999 – als die Dotcom-Hysterie ihren Höhepunkt erreichte – in Wagniskapital investierten, kamen relativ unbeschadet davon. Der interne Zinsfuß (IZF) des (zusammengelegten) durchschnittlichen Wagniskapitalfonds war mit -0,9 % p. a. geringfügig negativ, während Top-Quartile-Fonds positive Renditen erzielten (+3,2 %). Bottom-Quartile-Verwaltern erging es mit einem Verlust von -11,4 % p. a. verständlicherweise deutlich schlechter.⁴ Es mag so manchen Leser überraschen, dass Anlagen auf dem Gipfel der größten Technologieblase der Geschichte für VC-Investoren gar nicht allzu schmerzhaft waren, solange die Anlagen mit der schlechtesten Wertentwicklung gemieden wurden. Fonds, die vor der Finanzkrise aufgelegt wurden, schnitten sogar noch besser ab. Der (zusammen-

4 Quelle: Cambridge Associates, Schroder Adveq. Angaben zu den Rangfolgen und der Wertentwicklung beziehen sich auf die Wertentwicklung in der Vergangenheit, die keine Garantie für zukünftige Ergebnisse ist.

gelegte) Mittelwert des Jahres 2006 lag bei 9 % p. a., wobei Top-Quartile-Fonds eine Rendite von 13 % p. a. erzielten. Anlegern, die aus Angst vor möglichen Aktienmarkttrübgängen zurückschreckten, entgingen Gewinne.

Darüber hinaus ist es wichtig, zwischen den heutigen wohl bekannten Tech-Riesen und dem Technologiesektor bzw. VC-Universum allgemein zu unterscheiden. In den USA, die in der Vergangenheit den größten Markt für Wagniskapital darstellten,⁵ erhalten durchschnittlich rund 1.000 Unternehmen pro Jahr eine Erstrundenfinanzierung aus Wagniskapital.⁶ Selbst auf dem Tiefpunkt der Finanzkrise lag die Gründung von Start-ups, dem Lebenselixier von Wagniskapital, klar im grünen Bereich. Des Weiteren ist die Zahl der Wagniskapital-Anwärter, wie wir nachfolgend erläutern werden, rapide gestiegen. Chancen bestehen also zur Genüge.

Es ist möglich, Zugang zu den besten Wagniskapitalfonds und den mit Wagniskapital finanzierten Unternehmen zu erlangen

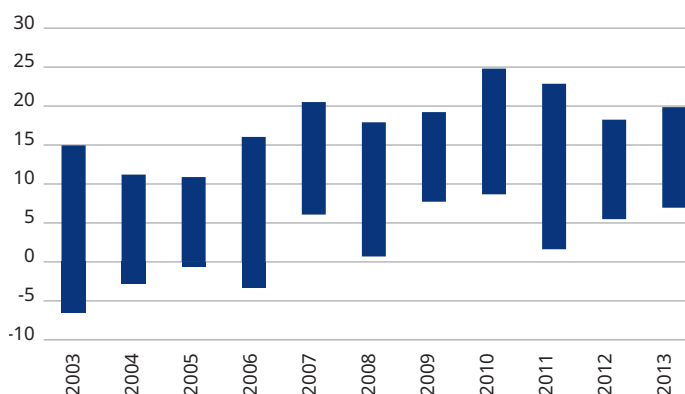
Es ist nicht zu bestreiten, dass der Zugang zu den besten Fonds und Unternehmen entscheidend für den Erfolg mit Wagniskapital ist.

Es ist jedoch ein Irrtum, dass ein Zugang zu diesen Titeln unmöglich ist. Die Differenz zwischen den Gewinnern und Verlierern ist besonders ausgeprägt. Etwa 20–30 % der mit Wagniskapital finanzierten Unternehmen scheitern, doch rund 20 % sind am Ende mehr als 250 Mio. US-Dollar wert.⁷ Diese 20 % sind für mehr als 80 % der Renditen verantwortlich. Bei vielversprechenden Aussichten sollte man in Fonds mit entsprechendem Wertpotenzial investieren. Nur dann hat man die besten Erfolgchancen.

Die Bedeutung der Fondsauswahl schlägt sich in den Performancedaten nieder. In den Jahren 2003–13 (aktuellere Jahre werden ausgeschlossen, da es in der Regel fünf Jahre dauert, bis sich ein Wagniskapitalportfolio entwickelt), schnitten solche Top-Quartile-Fonds um 14,5 % besser ab als Bottom-Quartile-Fonds. Berücksichtigt man die gesamte Lebensdauer eines Wagniskapitalfonds von 10–12 Jahren, ist der Unterschied sogar noch deutlicher.

Abbildung 2: So wichtig ist der Zugang zu den besten Fonds

Quartilabstand für Wagniskapitalfonds nach Kalenderjahr (IZF)



Quelle: Cambridge Associates, Schroder Adveq.

Es ist zwar allgemein anerkannt, dass man bei Vermögensverwaltern mit hervorragender Leistung und einem ausgezeichneten Ruf investieren sollte, doch sind solche Verwalter nicht immer leicht zugänglich. Die Auswahl ihrer Partner ist häufig

5 Durchschnitt der Jahre 1997–2017 = 1.020 Dies wurde nicht zuletzt durch den Dotcom-Boom beeinflusst: Durchschnitt der Jahre 2004–17 = 1.001.

6 Venture Source, 2018.

7 Venture Source und Schroder Adveq, 2018.

eingeschränkt. Sie ziehen in der Regel die Zusammenarbeit mit stabilen und zuverlässigen, beschränkt haftenden Teilhabern (Limited Partners, LPs) vor, die seit Jahrzehnten im Geschäft sind, und das über mehrere Anlagezyklen hinweg. Diesem Ansatz liegt eine stichhaltige Argumentation zugrunde. Es bedarf viel Mühe, sich eines Early-Stage-Unternehmens anzunehmen und ihm zu Wachstum zu verhelfen. Die Vermögensverwalter wenden für jedes einzelne Investment jede Menge Zeit und Energie auf. Persönlich haftende Teilhaber (General Partners, GPs) neigen dazu, für jedes Unternehmen die Rolle eines Aufsichtsrates einzunehmen und investieren viel Zeit, um Unternehmen zu beraten und ihnen zu Wachstum zu verhelfen. Die besten persönlich haftenden Teilhaber sorgen für Mehrwert und ziehen daher tendenziell die besten Unternehmen an.

Es ist jedoch ein Irrtum, dass nur erfahrene Investoren mit Wagniskapital erfolgreich sind. Selbst Anfänger können Zugang zu hervorragenden Fonds erlangen, solange sie mithilfe des richtigen Partners investieren. Macht man sich die Referenzen eines erfahreneren, beschränkt haftenden Teilhabers zunutze, etwa durch ein Co-Investment oder eine Anlage in einen Dachfonds, so kann man ganz vorne mit dabei sein. Andernfalls riskieren Anleger, dass ihnen nicht nur die besten VC-Unternehmen, sondern auch ein bedeutender Prozentsatz an Renditepotenzial am Markt für Wagniskapital entgehen.

Wagniskapitalinvestitionen sind weniger riskant als Sie glauben

„Die meisten mit Wagniskapital finanzierten Unternehmen scheitern. In Wagniskapital zu investieren, ist also zu riskant. Seht nur, was während der Dotcom-Blase passiert ist.“

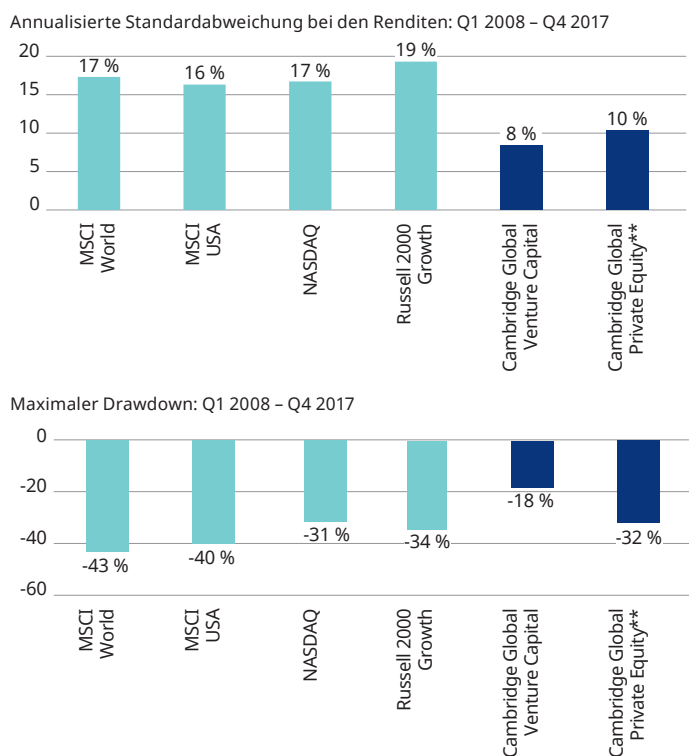
Dies ist eine gängige Meinung zu Wagniskapital, die uns jedoch in vielerlei Hinsicht falsch erscheint. Wie bereits erwähnt ist es richtig, dass ein beträchtlicher Prozentsatz von Unternehmen mit VC-Finanzierung nicht überleben. Andere hingegen bieten Renditen von mehreren hundert oder sogar tausend Prozent. Da alle Anlagen individuell verschieden sind, kann diese Streuung auf Portfolioebene für erhebliche Vorteile sorgen. Wagniskapitalfonds umfassen in der Regel etwa 30 Unternehmen, die über mehrere Teilsektoren des Technologiebereichs verteilt sind. Mithilfe dieser breiten Unternehmens- und Sektordiversifizierung kann das Risiko gemindert werden. So werden auch die Volatilität und Verluste begrenzt. Portfolios von Wagniskapital-Dachfonds sind in der Regel sogar über mehrere hundert Unternehmen hinweg diversifiziert, wodurch das Risiko weiter verringert wird.

Daraus ergibt sich: Anders als einzelne Wagniskapitalanlagen sind Wagniskapitalportfolios nicht riskanter als Anlagen in Aktienmärkten. Vielmehr war Wagniskapital in den vergangenen zehn Jahren, also auch während der Finanzkrise, weniger volatil als öffentliche Märkte. Auch die Verluste während der Krise fielen geringer aus.

Man könnte dieser Analyse nun entgegenhalten, dass Wagniskapitalinvestitionen nicht immer regelmäßig neu bewertet werden, sodass das tatsächliche Risiko möglicherweise nicht korrekt wiedergegeben wird.

Um dies mit einer Simulationsanalyse zu widerlegen, haben wir das Wagniskapitalrisiko mithilfe der realisierten Einstiegs- und Exit-Bewertungen für Unternehmen, in die Schroder Adveq investiert hat, quantitativ analysiert (weitere Informationen siehe Kasten rechts). Da sie tatsächliche Transaktionspreise widerspiegeln, sind sie frei von Bedenken in Bezug auf die Bewertungen. Diese Analyse belegt, dass das Risiko mit zunehmendem Portfolioumfang rapide sinkt – wengleich einzelne Wagniskapitalinvestitionen sehr riskant sind. Dies zeigt, dass zwischen den einzelnen Investments niedrige Korrelationen bestehen, wodurch erhebliche Diversifizierungsvorteile erzielt werden. Folglich sind Wagniskapitalportfolios entgegen der landläufigen Meinung weit weniger riskant, als man annehmen könnte.

Abbildung 3: Wagniskapital war in der Vergangenheit weniger riskant als die breiteren Aktienmärkte



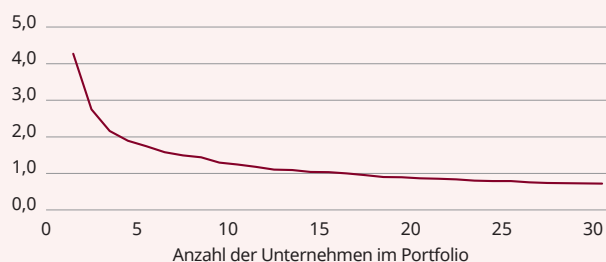
**Umfasst sowohl Buyout- als auch Wachstumsstrategien. Sämtliche Analysen basieren auf vierteljährlichen Renditen. Quelle: Bloomberg, Cambridge Associates und Schroder Adveq. Nur zur Veranschaulichung. Die dargestellten Fonds und Indizes stellen keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Wertpapiers dar. Andere Fonds hätten hiervon abweichende Ergebnisse erzielt.

Erläuterung unserer Simulationsanalysen

Wir haben die Renditeschwankungen von Tausenden synthetischen Portfolios mit Tausenden zugrunde liegenden Wagniskapitalinvestitionen von unterschiedlicher Größe analysiert. Abbildung 4 zeigt eine Messung der Renditeschwankungen der einzelnen Portfolios. Ein hoher Wert auf der Längsachse bedeutet, dass hohe Renditeunterschiede zwischen Portfolios mit einer bestimmten Anzahl von Investments bestehen. Die Grafik zeigt die Veränderung, die durch die Erhöhung der Anzahl der Portfolio-unternehmen eintritt.

Abbildung 4: Das Risiko von Wagniskapital sinkt rapide, wenn die Anzahl der Investitionen in einem Portfolio steigt

Standardabweichung des TVPI (total value to paid-in capital) für 10.000 Portfolios



Quelle: Schroder Adveq, 2018. Spiegelt gleichgewichtete Portfoliosimulationen des TVPI wider. Wichtige Informationen zu den Simulationen finden Sie am Ende des Artikels.

Fünf Geheimnisse einer erfolgreichen Wagniskapitalinvestition

Wagniskapital ist nicht so riskant, wie Anleger denken; es ist möglich, Zugang zu den besten Fonds/Unternehmen zu bekommen, und das Timing ist nicht entscheidend. Wenn man all das berücksichtigt, wie baut man also ein erfolgreiches Wagniskapitalportfolio auf?

1. Ein globaler Ansatz ist entscheidend

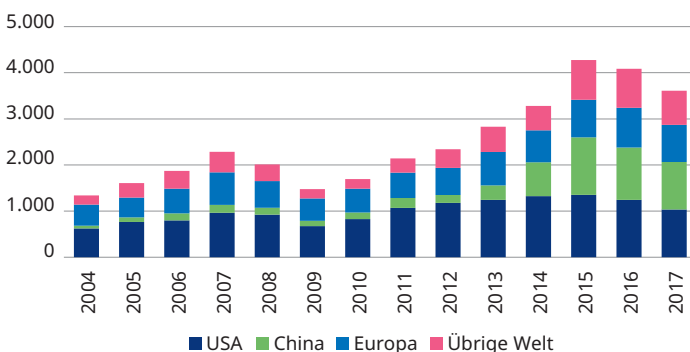
Das Silicon Valley in den USA, die größte Innovationsschmiede in Bezug auf weltweite Unternehmensgründungen, ist vermutlich der bekannteste Markt für Wagniskapital. Doch tatsächlich ist die Branche mit zehn Innovationsstandorten in den USA, Europa und Asien wesentlich weltumspannender.⁸

Zwar waren die USA in der Vergangenheit der größte Markt für Wagniskapital und sind weiter gewachsen, doch lag der Haupttreiber für das Branchenwachstum in den vergangenen zehn Jahren in Wirklichkeit woanders (Abbildung 5). Das höchste Wachstum ist in Asien, insbesondere in China zu verzeichnen. Auch in Europa und der übrigen Welt ist das Volumen gestiegen.

Diese Entwicklung spiegelt sich in der Zusammensetzung der Fondsbranche wider. In den vergangenen zehn Jahren kamen insbesondere asiatische Verwalter von Wagniskapital hinzu.

Abbildung 5: Globales Chancenspektrum für Wagniskapital

Anzahl der Erstrundenfinanzierungen nach Region



Quelle: Venture Source, 2017.

Unterschiedliche Regionen und Drehkreuze besitzen unterschiedliche Stärken. Das Silicon Valley ist aufgrund der hohen Konzentration von Fachexperten in der Region ein so erfolgreicher Standort für Technologie und Gesundheitswesen und wird von den hervorragenden Universitäten dort stetig versorgt. Doch auch andere Metropolen in den USA, wie etwa Los Angeles, Boston und New York, zählen zu den wichtigsten Standorten. In Asien liegen die Innovationszentren in Peking, Shanghai und Tokio. China hat sich in bestimmten Bereichen zum Technologieführer entwickelt, z. B. bei den Elektro- und autonomen Fahrzeugen, im Bereich Gaming und zunehmend auch in der Biotechnologie. Der Motor hinter Chinas Weiterentwicklung zum Technologieführer sind seine 750 Millionen mobilen Internetnutzer – mehr als doppelt so viele wie die gesamte US-Bevölkerung. China ist also ein großer Markt zum Testen und Ankaufen von Produkten. Auch Indien wird künftig aufgrund der hohen Einwohnerzahl, die zunehmend auf Technologie zurückgreift, eine wichtige Region darstellen. In Europa sind Berlin, London und Paris die wichtigsten Technologiestandorte.

⁸ Silicon Valley, Los Angeles, Boston, New York, Peking, Shanghai, Tokio, Berlin, London und Paris.

Würde man sich lediglich auf eine Region konzentrieren, so würde man potenziell bahnbrechende Chancen an anderen Orten der Welt verpassen. Die Globalisierung und die sich daraus ergebende Verteilung von Technologiefachkräften auf der ganzen Welt machen dies zu einem noch dringlicheren Thema. Aus diesem Grund ist ein globaler Ansatz bei Wagniskapitalinvestitionen so wichtig.

2. Fokus auf die Themen der Zukunft

Die zwei Hauptbereiche, auf die wir uns bei Wagniskapital konzentrieren, sind Technologie und Gesundheitswesen. Die besten Wagniskapitalverwalter werden in die Thematiken der nächsten Generation investieren, die sich allerdings stetig ändern; manche Themen kommen und gehen.

Der rasche, anhaltende Anstieg der Rechenleistung, den das Mooresche Gesetz⁹ vor über 50 Jahren vorhersagte, war die treibende Kraft hinter der schnellen Verbreitung und dem immer rasanteren Tempo technischer Neuerungen. Heute verfügen unsere Mobiltelefone über 50 Mal mehr Rechenleistung als der Supercomputer Deep Blue, der im Jahr 1997 erstmals einen Schachweltmeister besiegte. Sie sind außerdem 120 Millionen Mal schneller als die Supercomputer, die 1969 einen Menschen auf den Mond sandten. Vor zehn Jahren konzentrierten sich die Top-Manager von Wagniskapital auf damals aufkommende Themen wie soziale Netzwerke, Cloud Computing und Software as a Service. Diese Themen haben jedoch mittlerweile größtenteils ausgedient. Heute richten Wagniskapitalverwalter ihren Fokus in erster Linie auf folgende Themen: selbstfahrende Fahrzeuge, künstliche Intelligenz (AI), Genom-Editierung, Krebsheilung, Elektrofahrzeuge, Blockchain und digitale Gesundheitsdienste. Zwei der derzeit am meisten beachteten Basistechnologien sind die Genom-Editierung und AI/maschinelles Lernen. Die Genom-Editierung besitzt das Potenzial, die Heilung von Krankheiten voranzutreiben, für die es aktuell keine wirksame Therapie gibt. Ein Anwendungsgebiet sind Arzneimittel zur Therapie verschiedener Krebsarten, ebenso wie seltene Krankheiten und Störungen des zentralen Nervensystems. In den letzten Jahren spielte Wagniskapital eine wesentliche Rolle bei der Therapie von Erkrankungen wie Hepatitis C, Netzhautdystrophie, Leukämie sowie weiteren Krankheiten. All das wurde durch Durchbrüche in der Biotechnologie ermöglicht, wie etwa die Entwicklung neuer Medikamente und die Genom-Editierung.

AI und Maschinenlernen (ML) dürften den Prognosen nach tiefgreifende Auswirkungen auf das Tempo des technologischen Fortschritts haben. Die Rechenleistung (gemessen in Rechenoperationen pro Sekunde) ist exponentiell gewachsen, und bis 2050 sollen Verbraucher ein Gerät mit der Rechenleistung der gesamten Menschheit kaufen können – zum heutigen Preis eines Kühlschranks. Dieses Datum ist als technologische Singularität bekannt.

AI und ML sind in der Lage, mehrere Branchen zu revolutionieren, darunter: Finanzwesen, Recht, Regierung, verarbeitendes Gewerbe, Landwirtschaft, Energie, Transport, Versicherungen und Kundenservice. Die künstliche Intelligenz war beispielsweise die treibende Kraft hinter den Fortschritten autonomer Fahrzeuge, die wir in den letzten Jahren beobachten konnten. Mehrere Automobilunternehmen haben mit Wagniskapital finanzierte Unternehmen übernommen, um technische Entwicklungen schneller voranzutreiben. Im Versorgungswesen verkürzen ML-Algorithmen bereits die Markteinführung von zahlreichen Programmen zur Arzneimittelentwicklung und helfen dabei, gesundheitliche Anomalien bei vielen Erkrankungen

⁹ Die Vorhersage, dass die Anzahl der Transistoren eines Computerchips sich alle zwei Jahre verdoppelt, was wiederum alle zwei Jahre zu einer Verdopplung der Rechenleistung führt.

effizienter zu erkennen als Ärzte. Das Internet der Dinge hat sich in den letzten Jahren stark ausgebreitet, und die künstliche Intelligenz ermöglicht es, dass die entsprechenden Geräte miteinander kommunizieren und erweiterte Analysen sowohl für den Energiesektor als auch für den Einzelhandel liefern.

Es ist eine aufregende Zeit, um in Technologie zu investieren, und Wagniskapital ist die treibende Kraft hinter der Technologie, die ein exponentielles Wachstum von AI ermöglicht.

3. Die „Qualitätsdichte“ eines Portfolios maximieren

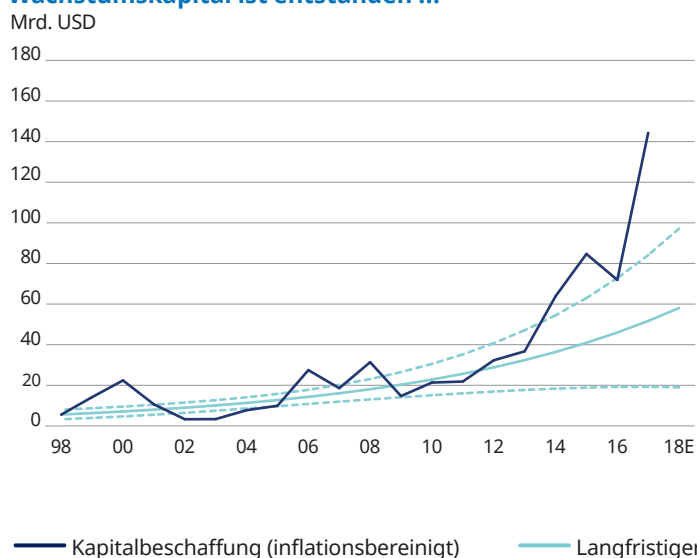
Die statistische Verteilung, dass die besten 20 % der Unternehmen für etwa 80 % der Gesamtergebnisse am Markt für Wagniskapital sind, ist seit mehreren Jahrzehnten unverändert gültig.¹⁰ Wenn Anleger kein konzentriertes Portfolio mit diesen besten 20 % halten, werden die Renditen von den Verlierern im Portfolio geschwächt. Aus diesem Grund ist Qualitätsdichte bei Wagniskapital so wichtig.

Bei der Investition in Early-Stage-Wagniskapital ist es wie bereits erwähnt äußerst wichtig, sich auf etablierte, persönlich haftende Teilhaber mit normalerweise eingeschränktem Zugang zu konzentrieren. Die persönlich haftenden Teilhaber des Top-Quartils haben tendenziell den Dealflow mit der höchsten Qualität und ziehen Top-Unternehmen an, die wiederum die höchsten Erträge bieten. Zu ihren Eigenschaften zählen unter anderem ein starker Markenwert mit einer wiederholbaren Erfolgsbilanz von verschiedenen hochinteressanten, bahnbrechenden Unternehmen, und der offenkundige Mehrwert, den sie in ihren Portfoliounternehmen erbracht haben.

Abgesehen von der Konstruktion eines Kernportfolios aus den besten persönlich haftenden Teilhabern mit eingeschränktem Zugang ist es ebenfalls wichtig, vereinzelt neue Teilhaber aufzunehmen, die das Potenzial besitzen, in den nächsten Jahren zu den besten 20 VC-Unternehmen zu zählen. Diese verfügen tendenziell über Erfahrung mit den besten Wagniskapitalfonds oder waren bereits erfolgreiche Unternehmer/Akteure in einem großen Tech-Unternehmen.

10 Quelle: Studie von Schroder Adveq zu Unternehmen in einem Wagniskapitalportfolio aus dem Jahr 1994.

Abbildung 6: Ein Überangebot an Late-Stage-/Wachstumskapital ist entstanden ...



Late-Stage-/Wachstumskapital umfasst 50 % des SoftBank Vision Fund und Investitionstätigkeiten aus nicht traditionellen Kapitalquellen (beispielsweise Unternehmensinvestoren). Quelle: Preqin, Pitchbook, Zero2IPO, Schroder Adveq 2018.

4. Bleiben Sie mit beiden Beinen auf dem Boden und seien Sie vorsichtig, was überschäumende Marktsegmente angeht

Wir haben zuvor argumentiert, dass die Struktur von Private-Equity-Fonds bedeutet, dass Wagniskapitalanleger sich durch hohe Bewertungen im börsennotierten Technologiesektor nicht einschüchtern lassen sollten. Das bedeutet allerdings nicht, dass sie blind gegenüber der am Private-Equity-Markt herrschenden Dynamik sein dürfen.

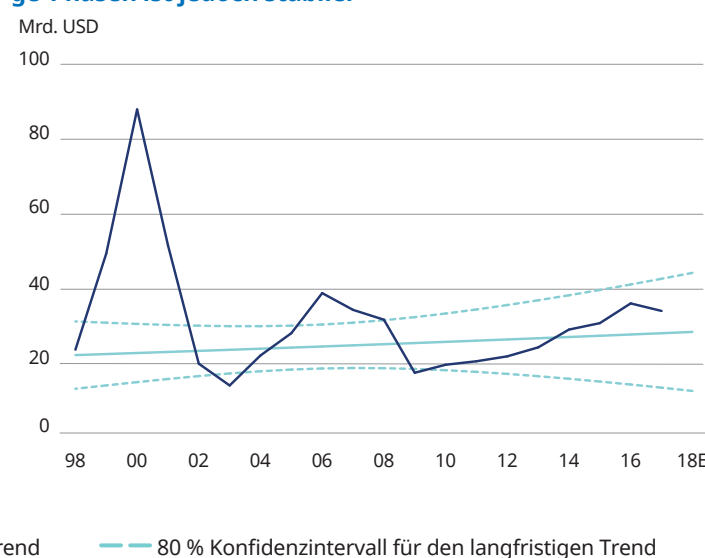
Unser Research¹¹ hat ein statistisch signifikantes inverses Verhältnis zwischen den beschafften Kapitalmengen und der künftigen Performance ergeben. Dies ist aus intuitiver Sicht schlüssig. Hohe Kapitalbeschaffungen führen zu mehr trockenem Pulver, verschärftem Wettbewerb bei Übernahmen, höheren Kaufpreisen und in der Folge geringeren Renditen. Im Umkehrschluss gilt aber auch: Verhaltene Phasen der Kapitalbeschaffung gehen einer besseren Wertentwicklung voraus. Wir haben dieses Verhältnis im Schroder Adveq Fund Raising Indicator (FRI; Kapitalbeschaffungsindikator) quantifiziert und formalisiert.¹² Dabei werden Kapitalbeschaffungszyklen und das Ausmaß der zyklischen Über- oder Unterschreitungen bei der Beschaffung so normalisiert, dass Vergleiche zwischen Regionen und Sektoren möglich werden. Auf diese Weise kann der Indikator eingesetzt werden, um Marktbereiche zu identifizieren, die wahrscheinlich höhere Renditen erwirtschaften werden, sowie solche, die es am besten zu vermeiden gilt.

Der Schroder Adveq FRI deutet derzeit darauf hin, dass am Markt für Late-Stage-Wagniskapital aufgrund der hohen Summen, die in den vergangenen Jahren beschafft wurden, ein Überhitzungsrisiko besteht (Abbildung 6), und das bei einer Steigerungsrate, die deutlich über dem langfristigen Trend liegt. Die Bewertungen von Late-Stage-Wagniskapitalanlagen sind ebenfalls in die Höhe geschneit – in den USA ist der durchschnittliche Mittelwert eines Late-Stage-Unternehmens sechs Mal höher als noch vor fünf Jahren.

11 In welchen Private-Equity-Bereich sollten Sie jetzt investieren?, Schroder Adveq, September 2018.

12 Siehe Fußnote 10.

... die Beschaffung von Wagniskapital für Early-Stage-Phasen ist jedoch stabiler



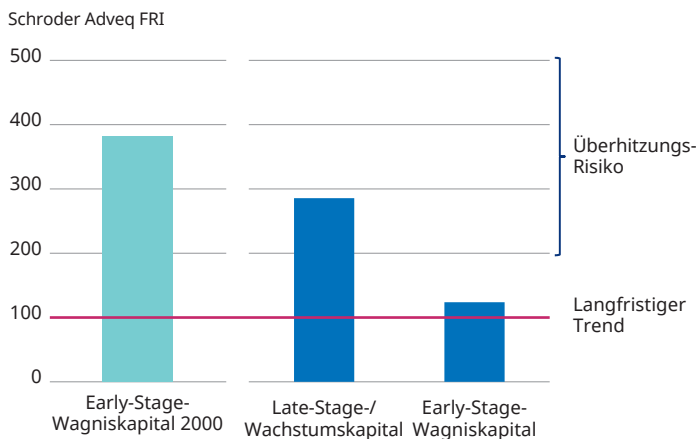
Wie ist es dazu gekommen?

Zum einen behielten mit Wagniskapital finanzierte Unternehmen ihren Privatstatus länger bei: Bis zu einem Liquiditätsereignis (Börsengang oder Verkauf an einen anderen Finanz- bzw. Unternehmensinvestor) vergehen im Mittel rund zehn Jahre, während dieser Zeitraum in der Vergangenheit rund fünf bis sechs Jahre betrug. Viele dieser Technologie- bzw. technologiegestützten Unternehmen erzielten ein starkes Wachstum und Umsätze von über 1 Mrd. US-Dollar, verzichteten jedoch auf die öffentlichen Märkte. Dies führte zu einer Ausbreitung sogenannter „Einhörner“, also mit Wagniskapital finanzierten Unternehmen mit einem Wert von über 1 Mrd. US-Dollar. Weltweit existieren aktuell 258 dieser „Einhörner“, während es vor einigen Jahren nur eine Handvoll waren.

Dadurch besteht die Nachfrage nach höheren Summen zur Late-Stage-Finanzierung als in der Vergangenheit. Früher stellte der öffentliche Markt einen Großteil davon zur Verfügung, doch zuletzt kam der Markt für Late-Stage-Wagniskapital hierfür auf. Auch die Anleger strömten in den Sektor und hofften, etwas von dem Wachstum abzubekommen. Angesichts der Größe dieser Unternehmen haben die Finanzierungsrunden vor dem Börsengang, ein Schwerpunkt von Late-Stage-Wagniskapital, deutlich zugenommen. Sowohl die Angebots- als auch die Nachfrageseite spielten beim schnellen Marktwachstum eine Rolle.

Im Gegensatz dazu blieben Kapitalflüsse für Early-Stage-Investments relativ stabil und die mittleren Pre-Money-Bewertungen in den USA, Europa und Asien sind nur leicht gestiegen. Der Schroder Adveq FRI bestätigt, dass Early-Stage-Wagniskapital für hohe Renditen besser positioniert ist als der stärker umkämpfte Late-Stage-Markt (Abbildung 7).

Abbildung 7: Für Late-Stage-Wagniskapital besteht ein Überhitzungsrisiko, doch der Early-Stage-Markt ist besser positioniert



Quelle: Schroder Adveq, 2018.

Während das Wachstum des Late-Stage-Marktes den Anleger außerdem vor Herausforderungen stellt, ist es für den Early-Stage-Markt ein positiver Faktor. Es schafft einen größeren Kapitalpool für Early-Stage-Anleger, in den als Exit-Möglichkeit verkauft werden kann, zusätzlich zum Börsengang oder einer Fusion/Übernahme, oder für eine weniger verwässerte Anschlussfinanzierung.

Aufgrund des langfristigen Charakters von Private-Equity-Anlagen ist das Markt-Timing weniger von Bedeutung als an öffentlichen Märkten. Dennoch können Portfolios verbessert werden, indem neue Engagements in die weniger umkämpften Marktbereiche gesteuert werden. Anleger begeistern sich leicht für Unternehmen, die die Schlagzeilen beherrschen; ein

disziplinierterer Ansatz verspricht jedoch mehr Erfolg. In dieser Hinsicht ist der Markt für Early-Stage-Wagniskapital dem Late-Stage-Markt derzeit voraus.

5. Kombination aus Primärinvestitionen, Sekundärinvestitionen und Co-Investments

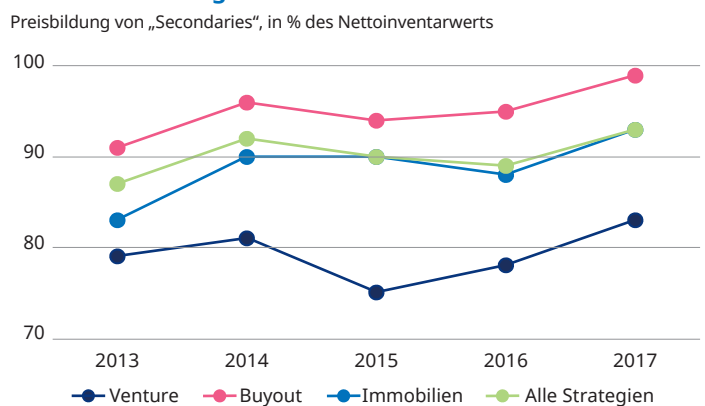
Investitionen bei den besten Wagniskapitalverwaltern sind ein notwendiger Schritt, um ein Portfolio mit starker Performance aufzubauen. Dennoch sind im Anschluss weitere Verbesserungen möglich.

Angesichts der deutlichen Streuung der Renditen halten wir einen Portfolioansatz mit mehreren persönlich haftenden Teilhabern für geeignet. So kann das Risiko verringert werden, und es besteht mehr Sicherheit hinsichtlich der Renditen. Die Spezialisierung eines Großteils der persönlich haftenden Teilhaber von Wagniskapital bedeutet auch, dass ein auf diese Weise diversifiziertes Portfolio verschiedene Branchen, Themen und Regionen besser abdecken kann – ohne Abstriche bei der Qualitätsdichte zu machen.

Anlagen in Sekundärfonds (Fonds, die Anteile an bestehenden Fonds von LPs kaufen) und Co-Investments (bei denen ein LP an der Seite eines GP anstelle einer Fondsstruktur in spezifische Transaktionen investiert), können ebenfalls erheblichen Mehrwert schaffen.

Sekundärtransaktionen am Private-Equity-Markt werden in der Regel zu einem Abschlag auf den Nettoinventarwert (NIW) des jeweiligen Anteils realisiert. Das ist der Preis, den ein verkaufswilliger Anleger für den frühen Ausstieg aus einer illiquiden Anlage zahlen muss. Der durchschnittliche Abschlag dieser Sekundärinvestitionen am Wagniskapitalmarkt lag in den vergangenen fünf Jahren in einem Bereich zwischen 17 % und 25 % (Abbildung 8). Er war damit viel höher als an anderen Märkten. Die attraktiven Abschläge bei Wagniskapital-Sekundärtransaktionen helfen, den J-Kurven-Effekt¹³ zu mindern, der bei Investitionen in Wagniskapital naturgemäß auftritt.

Abbildung 8: VC-Sekundärtransaktionen bieten einen höheren Abschlag als anderswo üblich



Quelle: Greenhill, Dezember 2017.

Co-Investments erfüllen eine andere, aber ebenso wertvolle Funktion – sie können die Qualitätsdichte eines Portfolios erhöhen (siehe oben). Durch das „Verdoppeln“ der Gewinner im Portfolio der besten Wagniskapitalverwalter können Anleger mehr Kapital für sich arbeiten lassen und in die wegweisenden Unternehmen der Zukunft im Technologie- und Gesundheitssektor investieren. Mithilfe dieser Strategie kann die Konzentration innerhalb der besten 20 % erhöht werden, womit auch das Ertragspotenzial steigt.

¹³ Der Prozess, durch den es mehrere Jahre dauern kann, bis ein Private-Equity-Fonds positive Renditen erwirtschaftet.

Fazit

Wagniskapital stellt eine attraktive Anlageklasse dar, da es frühen Zugang zu den potenziellen Marktführern von morgen bietet und für Anleger hohe Renditen bei vergleichsweise niedrigem Risiko erwirtschaften kann. Engagements in den besten Wagniskapitalfonds sowie den besten VC-Unternehmen sind möglich, sodass Zugang zu Top-Quartile-Renditen besteht. Wagniskapital ist darüber hinaus nicht so zyklisch wie die meisten Anleger denken und bietet daher über die verschiedenen Marktzyklen hinweg durchweg hohe Renditen. Innerhalb des Wagniskapitalmarktes sind derzeit die Early-Stage-Marktbereiche am interessantesten.

Anleger sollten ihren Fokus auf etablierte Fondsmanager mit in der Regel stark eingeschränktem Zugang richten. Dabei sollten Fondsmanager bevorzugt werden, die in die Themen der Zukunft investieren und Zugang zu hochwertigen Dealflows und Top-Unternehmen besitzen. Bei Wagniskapitalinvestitionen ist ein globaler Ansatz wichtig, da immer mehr wegweisende Unternehmen außerhalb des Silicon Valley entstehen, etwa in Asien und Europa. Schlussendlich sollte ein erfolgreiches Wagniskapitalportfolio unseres Erachtens aus einer Kombination aus Investitionen in Primärfonds, direkten Co-Investments und Sekundärinvestitionen bestehen.

Erläuterung zu simulierten Resultaten

Alle aufgeführten simulierten Resultate sollten lediglich als ungefähre Darstellung der Wertentwicklung des Portfolios betrachtet werden und nicht als Indikator dafür, wie sich das Portfolio in der Vergangenheit entwickelt hätte bzw. in Zukunft entwickeln wird. Es handelt sich dabei um die Ergebnisse statistischer Modellierungen, die auf einer Vielzahl von Annahmen beruhen, und die nachträgliche Rekonstruktion von Performanceergebnissen auf Basis von in der Vergangenheit erzielten Entwicklungen unterliegt einer Reihe von wesentlichen Einschränkungen. So werden beispielsweise Handelskosten oder Liquiditätsprobleme, welche die Performance der Strategie beeinflusst hätten, möglicherweise nicht berücksichtigt. Zudem würden die Brutto-Renditen geringer ausfallen, wenn die Verwaltungsgebühren und Auslagen in der Berechnung berücksichtigt wären. Es kann nicht gewährleistet werden, dass diese Wertentwicklung mit den zum entsprechenden Zeitpunkt verfügbaren Tools und Daten tatsächlich erreicht worden wäre. Weiterhin werden keine Zusicherungen gemacht, dass die jeweilige Kombination aus Investments zum Startdatum ausgewählt worden, für die Dauer des dargestellten Zeitraums gehalten worden, oder die Wertentwicklung erreicht worden wäre. Diese Daten werden Ihnen lediglich zu informativen Zwecken mit Stand des hierin angegebenen Datums zur Verfügung gestellt und sollten nicht als Grundlage für eine Prognose der möglichen zukünftigen Wertentwicklung herangezogen werden.

Wichtige Hinweise

Die hierin geäußerten Ansichten und Meinungen geben die Auffassung der Autoren zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich aufgrund von Markt- und sonstigen Bedingungen ändern. Die Einschätzungen und Meinungen stimmen nicht zwangsläufig mit denen überein, die in anderen Veröffentlichungen, Strategien oder Fonds von Schroders zum Ausdruck kommen.

Dieses Dokument ist nur für Informationszwecke bestimmt. Das Dokument stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf eines Finanzinstruments oder Wertpapiers oder zur Verfolgung einer bestimmten Anlagestrategie dar. Die bereitgestellten Informationen sind nicht als Anlageberatung, Anlageempfehlung oder Anlageresearch zu verstehen und berücksichtigen nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Das Dokument ist weder als Beratung in buchhalterischen, rechtlichen oder steuerlichen Fragen gedacht und sollte nicht für diese Zwecke genutzt werden.

Die hierin enthaltenen Angaben werden als verlässlich erachtet. Schroders gibt jedoch keine Zusicherung und übernimmt keine Gewähr für ihre Vollständigkeit oder Richtigkeit. Schroders, seine leitenden Angestellten, Mitarbeiter oder Vertreter übernehmen keine Verantwortung oder Haftung für fehlerhafte Angaben oder Meinungen oder für jegliche Verluste, die sich aus der Verwendung aller oder eines Teils der Informationen in diesem Dokument ergeben. Die Ansichten und Informationen in diesem Dokument sollten nicht als Grundlage für einzelne Anlage- und/oder strategische Entscheidungen dienen. Schroders ist nicht verpflichtet, Empfänger zu benachrichtigen, sollten sich hierin enthaltene Informationen ändern oder nachträglich unzutreffend werden. Sofern von Schroders nicht anderweitig autorisiert, ist die Vervielfältigung aller oder eines Teils der Informationen in diesem Dokument untersagt.

Alle in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen von Quellen, die wir als zuverlässig erachten. Schroders hat diese Daten nicht von unabhängiger Seite überprüft oder validiert. Sie sollten vor einer weiteren Veröffentlichung oder Verwendung von unabhängiger Seite überprüft werden. Schroders gibt keine Zusicherung und übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit solcher Daten.

Investieren ist stets mit Risiken verbunden. Dazu gehört unter anderem der mögliche Verlust des investierten Kapitals.

Die Daten Dritter sind Eigentum des Datenlieferanten oder von diesem lizenziert und dürfen ohne die Genehmigung des Datenlieferanten nicht reproduziert, extrahiert oder für andere Zwecke verwendet werden. Sie werden ohne jegliche Gewähr zur Verfügung gestellt. Der Datenanbieter und Herausgeber des Dokuments haften nicht für Daten von Drittanbietern; www.schroders.com beinhaltet weitere Rechtshinweise, die auf Daten von Drittanbietern zutreffen.

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Maßstab für zukünftige Ergebnisse und lässt sich möglicherweise nicht wiederholen. Der Wert der Anlagen und der damit erzielten Erträge kann sowohl steigen als auch fallen. Zudem erhalten die Anleger den ursprünglich investierten Betrag möglicherweise nicht in vollem Umfang zurück. Wechselkursschwankungen können dazu führen, dass der Wert von Anlagen in Fremdwährungen steigt oder fällt. Dieses Dokument kann „zukunftsgerichtete“ Informationen wie Prognosen oder Vorhersagen enthalten. Bitte beachten Sie, dass solche Informationen keine Garantie für die Wertentwicklung in der Zukunft darstellen und es keine Gewissheit gibt, dass sich die Prognosen oder Vorhersagen als richtig erweisen.

Europäische Union/Europäischer Wirtschaftsraum:

Herausgegeben von Schroder Investment Management Limited, 1 London Wall Place, London EC2Y 5AU, Großbritannien. Registriert in England unter der Nummer 1893220. Zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Conduct Authority.

Hinweis für Leser in Australien: Herausgegeben von Schroder Investment Management Australia Limited, Level 20, Angel Place, 123 Pitt Street, Sydney NSW 2000 Australien. ABN 22 000 443 274, AFSL 226473.

Hinweis für Leser in Hongkong: Schroder Investment Management (Hong Kong) Limited, Level 33, Two Pacific Place 88 Queensway, Hongkong. Central Entity Number (CE-Nr.) ACJ591. Reguliert von der Securities and Futures Commission.

Hinweis für Leser in Indonesien: PT Schroder Investment Management Indonesia, Indonesia Stock Exchange Building Tower 1, 30th Floor, Jalan Jend. Sudirman Kav 52-53 Jakarta 12190, Indonesien. Registrierungs-/Unternehmensnummer per Erlass des Vorsitzenden der Bapepam Nr.: KEP-04/PM/MI/1997 vom 25. April 1997 über die Anlageverwaltungsaktivitäten und reguliert durch Otoritas Jasa Keuangan („OJK“), ehemals Capital Market and Financial Institution Supervisory Agency („Bapepam dan LK“).

Hinweis für Leser in Japan: Schroder Investment Management (Japan) Limited, 21st Floor, Marunouchi Trust Tower Main, 1-8-3 Marunouchi, Chiyoda-Ku, Tokyo 100-0005, Japan. Registriert als Financial Instruments Business Operator, reguliert durch die japanische Finanzaufsichtsbehörde. Lokales Finanzamt Kanto (FIBO) Nr. 90.

Hinweis für Leser in der Volksrepublik China: Schroder Investment Management (Shanghai) Co., Ltd., RM1101 11/F Shanghai IFC Phase (HSBC Building) 8 Century Avenue, Pudong, Shanghai, China, AMAC-Registrierungsnr. P1066560. Reguliert von der Asset Management Association of China.

Hinweis für Leser in Singapur: Schroder Investment Management (Singapore) Ltd, 138 Market Street #23-01, CapitaGreen, Singapore 048946. Firmenregistrierungs-Nr. 199201080H. Reguliert von der Monetary Authority of Singapore.

Hinweis für Leser in Südkorea: Schroders Korea Limited, 26th Floor, 136, Sejong-daero, (Taepyeongno 1-ga, Seoul Finance Center), Jung-gu, Seoul 100-768, Südkorea. Registriert und reguliert durch den Financial Supervisory Service of Korea.

Hinweis für Leser in der Schweiz: Schroder Investment Management (Switzerland) AG, Central 2, CH-8001 Zürich, Postfach 1820, CH-8021 Zürich, Schweiz. Unternehmens-Identifikationsnummer (UID) CHE-101.447.114, Referenznummer CH02039235704. Zugelassen und reguliert von der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA).

Hinweis für Leser in Taiwan: Schroder Investment Management (Taiwan) Limited, 9F, 108, Sec. 5, Hsin-Yi Road, Hsin-YI District, Taipei 11047 Taiwan, R.O.C. Registriert als Securities Investment Trust Unternehmen und reguliert vom Securities and Futures Bureau der Financial Supervisory Commission, R.O.C.

Hinweis für Leser in den Vereinigten Arabischen Emiraten: Schroder Investment Management Limited, 1st Floor, Gate Village Six, Dubai International Financial Centre, PO Box 506612, Dubai, Vereinigte Arabische Emirate. Registriert in England unter der Nummer 1893220. Zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Conduct Authority.