

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

Herausgeber: Prof. Dr. Detlev Hummel

Holger Seidel

Innovative Venture Capital-Investments über Dachfonds



Verlag Wissenschaft & Praxis



Innovative Venture Capital-Investments über Dachfonds

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

herausgegeben von
Prof. Dr. Detlev Hummel

Band 17

Holger Seidel

**Innovative Venture Capital-Investments
über Dachfonds**

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-89673-600-0

© Verlag Wissenschaft & Praxis
Dr. Brauner GmbH 2011

D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6
Tel. +49 7045 93 0093 Fax +49 7045 93 0094
verlagwp@t-online.de www.verlagwp.de

Druck und Bindung: Esser Druck GmbH, Bretten

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Geleitwort

Die Finanzierung junger, innovativer Unternehmen ist Basis für eine nachhaltige Sicherung des Wohlstandes in Deutschland und Europa. Neue Technologien und innovative Produkte sollten im Fokus der unternehmerischen Kreativität stehen. Darin liegen große Chancen wie auch Herausforderungen, denn dies muss langfristig Arbeitsplätze sichern.

Das Finanz- und Bankensystem Deutschlands ist mit strukturellen Merkmalen behaftet, welche eine privatwirtschaftliche Finanzierung von Innovationen, teilweise auch deren öffentliche Förderung, nicht optimal sicherstellen. Der Technologiemarkt braucht die Mobilisierung von mehr privatem Kapital. Eine bessere Versorgung von Eigenkapital für Unternehmen, insbesondere für innovative junge Unternehmen, ist das zentrale Anliegen der Dissertation.

Wertpapierbörsen können diese Aufgaben nur unterstützen, wenn der vorbörsliche Markt ausreichend entwickelt ist. So genanntes Venture Capital – also speziell finanzierte Entrepreneurship – ist seit Jahrzehnten Gegenstand der wissenschaftlichen, politischen und finanzpraktischen Diskussion. Der besondere Fokus der Arbeit liegt nun darin, neue Wege der Akquise von Venture Capital (VC), deren Perspektive und Herausforderungen als eigenständige Asset Klasse, insbesondere über die Finanzintermediation mittels Dachfonds, zu erforschen.

Seidels Ansatz bezieht sich auf die Anlageklasse Private Equity, welche Kapital in Fonds zusammenführt. Ziel dabei sind sowohl Diversifikationseffekte wie auch überdurchschnittliche Renditen. Die Notwendigkeit und Chance dafür ergibt sich aus dem besonderen Risiko junger Unternehmen. Es sollen die besonderen Möglichkeiten mit VC gezeigt werden. Dafür ist ein erheblicher Ressourceneinsatz notwendig. Deshalb ist der hier präferierte Lösungsweg, so die Hypothese der Arbeit, die optimale Strukturierung und breitere Nutzung so genannter Dachfonds.

Seidel wendet sich dabei vor allem an institutionelle Investoren, welche volkswirtschaftlich relevante Größenordnungen bewegen und mit dem Ansatz Diversifikation nicht- oder geringkorrelierter Anlagen suchen. Dachfondskonstruktionen sowie deren Rolle als Finanzintermediäre sind daher ein wichtiger Schwerpunkt der Forschungsarbeit. Gezeigt werden deren Möglichkeit, die oben genannten strukturellen Schwächen des deutschen Universalbankensystems, d.h. auch die vorrangig bankorientierten Finanzierung des Mittelstandes mit mehr Beteiligungskapital, zu stärken.

Als Investoren für Dachfonds werden die Möglichkeiten und Investmentkalküle unterschiedlicher Institute der Finanzdienstleistungsbranche, wie Kreditinstitute, Pensionsfonds, Stiftungen und Versicherungsunternehmen, untersucht. Alles in

alles, ein theoretisch anspruchsvoller, sehr praxisrelevanter sowie aktueller Untersuchungsgegenstand, welcher insbesondere nach der globalen Krise der Finanzmärkte teilweise völlig neue Fragestellungen der Regulierung und Finanzmarktstabilität einschließt.

Die vorliegende Arbeit wurde als Dissertation an der Universität Potsdam erfolgreich verteidigt und ist in verschiedenen Abschnitten Teil eines Forschungsprojektes „Innovationsfinanzierung“.

Der Herausgeber wünscht dem geneigten Leser viele Anregungen und ist für Hinweise und weiterführende Diskussionsvorschläge dankbar.

Potsdam, im Mai 2011

Prof. Dr. Detlev Hummel

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand als externer Doktorand am Lehrstuhl für Finanzierung und Banken an der Universität Potsdam und wurde im Frühjahr 2011 von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät als Dissertation angenommen.

Es wurde untersucht, warum und für wen Innovationsfinanzierungen über Venture Capital-Dachfonds sinnvoll sind. Dabei ist auch ausführlich darauf eingegangen worden wie Innovationen finanziert werden und welchen Beitrag Venture Capital-Dachfonds leisten. Ferner wurde herausgearbeitet, welche Erfolgsfaktoren bei der Auswahl von Venture Capital-Dachfonds zu berücksichtigen sind.

An dieser Stelle möchte ich all jenen Menschen, die zur Entstehung dieser Arbeit beigetragen haben, meinen herzlichen Dank aussprechen.

Ein besonderer Dank gilt meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Detlev Hummel, der die bereits begonnene Arbeit übernommen und mir einen großen Vertrauensvorschuß entgegengebracht hat. Seine Betreuung und die interessanten wie konstruktiven Diskussionen haben meine Untersuchung maßgeblich gefördert.

Ebenso danke ich Herrn Prof. Dr. Christoph Rasche für seine Anregungen und die Erstellung des Zweitgutachtens, Frau Prof. Dr. Katharina Hölzle für die freundliche Übernahme des Vorsitzes der Prüfungskommission im Rahmen der Disputation sowie dem Lehrstuhlteam von Professor Hummel für die gute Zusammenarbeit und den wissenschaftlichen Austausch. Herrn Prof. Dr. Günther Strunk bin ich dankbar für seine Bereitschaft, die Arbeit ursprünglich zu betreuen und so den Beginn dieses Projektes möglich gemacht zu haben.

Vor allem schulde ich Herrn Dr. Andreas Odefey großen Dank für seine Anregung, mein schon lange geplantes Vorhaben einer Promotion aufzunehmen und diese Arbeit zu beginnen. Zudem haben er und Herr Aman Miran Khan als meine Geschäftsführerkollegen bei der BPE Fund Investors G.m.b.H. mir durch die Gewährung von Freiräumen ermöglicht, dieses Projekt parallel zu meiner beruflichen Tätigkeit fertigzustellen.

Meinem Schwager, Herrn Dr. Michael Schaumann, danke ich für den fachlichen Austausch sowie für seine motivierende Unterstützung.

Meine Eltern haben – über die wertvollen Korrekturarbeiten hinaus – nicht nur durch ihre materielle Unterstützung meine Ausbildung gefördert, sondern mir mit ihrer Erziehung und Liebe eine Basis geschaffen, für die ich sehr dankbar bin und ohne die diese Arbeit nicht möglich gewesen wäre.

Ganz besonderer Dank gebührt meiner Frau Christina für ihre unendliche Liebe, ihre große Zuversicht, ihre ständige Motivation, die mir geschaffenen Freiräume und die vielen wertvollen inhaltlichen Diskussionen zu meiner Arbeit. Auch meinen Kindern Felicia, Lavinia und Nicholas danke ich für ihre Geduld und den teilweisen Verzicht auf Ihren am Schreibtisch sitzenden Vater.

Ich hoffe, daß die nachfolgenden Ausführungen dazu beitragen, die Anlageklasse Venture Capital und das enorme Renditepotential von Investments in innovative Unternehmen vermehrt – vor allem bei institutionellen Investoren – als sinnvolle Ergänzung und Bestandteil eines diversifizierten Portfolios anzusehen. Zudem trägt die Arbeit – nachdem die Entscheidung zu Gunsten von Venture Capital-Investments gefallen ist – hoffentlich dazu bei, Dachfonds als effizienten, risikoadjustierten und diversifizierten Zugang zu dieser „Asset“-Klasse zu nutzen.

Hamburg, im Juni 2011

Holger Seidel

INHALTSVERZEICHNIS

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	XIV
TABELLENVERZEICHNIS	XV
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	XVI
I. EINFÜHRUNG	1
1. Einleitung	1
2. Untersuchungsgegenstand und Gang der Untersuchung	6
II. GRUNDLAGEN UND STRUKTURIERUNGSMERKMALE VON VENTURE CAPITAL-DACHFONDS	9
1. Einordnung von Venture Capital und Private Equity	9
1.1. Definition und Beschreibung.....	9
1.2. Entwicklung der Branche in USA und Europa.....	13
2. Besonderheiten der „Asset“-Klasse	24
2.1. Renditechancen.....	25
2.2. Korrelation zu anderen Anlageklassen.....	29
2.3. Risiken	34
3. Entstehungsgründe und Klassifizierung von Dachfonds	38
3.1. Dachfonds als Zugangsmöglichkeit zur Anlageklasse	38
3.1.1. Dachfonds-, Fonds- oder Direktinvestment.....	38
3.1.2. Venture Capital- und Private Equity-Dachfonds	41
3.2. Transaktionskosten- und Prinzipal-Agent-Theorie als theoretische Grundlage für die Entstehung von Dachfonds	42
3.2.1. Grundlagen der Transaktionskosten- und Prinzipal-Agent-Theorie.....	42
3.2.1.1. Neue Institutionenökonomik	42
3.2.1.2. Transaktionskosten-Theorie	44
3.2.1.3. Prinzipal-Agent-Theorie	46
3.2.2. Für Venture Capital-Dachfonds relevante Aspekte der Transaktionskosten- und der Prinzipal-Agent-Theorie	49
3.2.2.1. (Dach-)Fonds als Finanzintermediäre	49
3.2.2.2. Investments in der Anlageklasse Private Equity verursachen Kosten – Eine Erklärung der Entstehung von Dachfonds anhand der Transaktionskostentheorie	51
3.2.2.3. Prinzipal-Agent-Theorie und Vorteile von Dachfonds, die zu einer Interessengleichrichtung von Investor und Fondsmanager führen	53

3.3.	Investments in Venture Capital-Dachfonds als Konsequenz	60
3.3.1.	Aspekte: Zugang und Ressourcen	60
3.3.2.	Aspekt: Kosten.....	61
3.3.3.	Aspekte: Diversifikation und Risiko	63
3.3.4.	Ergebnis: Wachsende Bedeutung von Dachfonds.....	65
4.	Ausgestaltung und Ablauf von Venture Capital-Finanzierungen.....	68
4.1.	Beteiligungsform: Venture Capital als Eigenkapitalfinanzierung.....	69
4.2.	Finanzierungsphasen	71
4.2.1.	„Early Stage“.....	74
4.2.2.	„Late Stage“.....	76
4.2.3.	Exkurs: Buyout und „Special Situations“.....	77
4.3.	Ablauf von Venture Capital-Finanzierungen	86
4.3.1.	„Staged Financing“.....	86
4.3.2.	Transaktionsphasen.....	90
4.4.	Typische Vertragsklauseln bei Venture Capital-Finanzierungen.....	92
4.5.	Desinvestment („Exit“).....	99
4.5.1.	„Exit“-Varianten.....	100
4.5.2.	Ausschüttungen der „Exit“-Erlöse („Distributions“).....	105
4.6.	Sonderfall: „Secondary“.....	107
5.	Strukturierungsmerkmale von Venture Capital-(Dach-)Fonds.....	113
5.1.	Plazierungsdokumente („PPM“ und „LPA“).....	113
5.2.	Typische Fonds-/Strukturierungsmerkmale	115
5.2.1.	Organisation und Fondsverwaltung.....	115
5.2.2.	Investmentfokus.....	116
5.2.3.	Fondsvolumen.....	116
5.2.4.	„Managementfee“ und andere Gebühren.....	117
5.2.5.	Gewinnanteil des Fondsmanagements („Carried Interest“).....	119
5.2.6.	Weitere Regelungen.....	122
6.	Fonds-„Performance“ und deren Quantifizierung	124
6.1.	Berechnung der Rendite als „Internal Rate of Return (IRR)“ und „Multiple“...	125
6.2.	„Benchmarking“.....	130
7.	Rechtliche und steuerrechtliche Aspekte hinsichtlich Rechtsform und Konzeption ...	135
7.1.	GmbH & Co. KG.....	136
7.2.	Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH).....	139
III. INNOVATIONSFINANZIERUNG ÜBER VENTURE CAPITAL-DACHFONDS UND INVESTORENGRUPPEN		141
1.	Venture Capital-Dachfonds und Innovationsfinanzierung	141
1.1.	Einführung.....	141
1.2.	Volkswirtschaftliche Bedeutung von Venture Capital	144

1.2.1.	Venture Capital als Innovationsfinanzierung	144
1.2.2.	Venture Capital als Treiber von technologischem Fortschritt und Strukturwandel.....	146
1.2.3.	Venture Capital schafft Arbeitsplätze.....	148
1.3.	Bedeutung von Universitäten bei Invention und Innovation.....	151
1.4.	Situation des Innovationssystems in Deutschland im Vergleich zu den USA ...	153
1.5.	Beitrag von Venture Capital-Dachfonds auf die Innovationskraft bzw. -fähigkeit einer Volkswirtschaft	158
2.	Investorengruppen.....	159
2.1.	Investoren der Anlageklasse Private Equity	159
2.1.1.	Versicherungen	163
2.1.1.1.	Ziele und Herausforderungen bei der Vermögensanlage	163
2.1.1.2.	Anforderungen durch Regulierung (Anlagebeschrän- kungen, Versicherungsaufsicht, Solvency II etc.).....	165
2.1.1.3.	Konsequenzen für die Anlageklasse Private Equity.....	170
2.1.2.	Pensionskassen und (US-amerikanische) Pensionsfonds	171
2.1.2.1.	Ziele und Herausforderungen bei der Vermögensanlage	171
2.1.2.2.	Anforderungen durch Regulierungen	176
2.1.2.3.	Beispiel CalPERS als größter US-Pensionsfonds	177
2.1.2.4.	Konsequenzen für die Anlageklasse Private Equity.....	181
2.1.3.	Stiftungen/US-amerikanische „Endowments“.....	182
2.1.3.1.	Einführung	182
2.1.3.2.	Rechtsformen und Grundlagen der Vermögensanlage.....	184
2.1.3.3.	Konsequenzen für die Anlageklasse Private Equity.....	186
2.1.3.4.	Stiftungen („Endowments“) in den USA am Beispiel von Yale.....	188
2.1.3.5.	Was können deutsche Stiftungen aus dem Yale-Modell lernen?	194
2.1.4.	Banken	195
2.1.5.	„Family Offices“/„High Net Worth Individuals“	197
2.1.6.	„Business Angels“	200
2.1.7.	Corporate Venture Capital (CVC)	201
2.2.	Ergebnis und Unterschiede zwischen deutschen und US-amerikanischen Investoren im Hinblick auf Venture Capital	204
3.	Dachfondskonzepte für unterschiedliche Investorengruppen	208
3.1.	„Retail“-Dachfonds vs. Dachfonds für den Vertrieb an institutionelle Investoren	208
3.2.	„Retail“-Produkte für private Investoren.....	209
3.2.1.	Einführung	209
3.2.2.	Strategie: Tendenz zur Diversifikation.....	210

3.2.3. Besonderheit: „Weiche“ Kosten	210
3.3. Konzepte für institutionelle Investoren	211
3.3.1. Einführung	211
3.3.2. Strategie: Tendenz zur Spezialisierung	212
3.3.3. Besonderheiten im Vergleich zu „Retail“-Fonds	213
IV. ERFOLGSFAKTOREN VON VENTURE CAPITAL-DACHFONDS.....	215
1. Portfoliozusammenstellung („Commitment“-Struktur) als Erfolgsfaktor	216
1.1. Prozeß und Art der Portfoliozusammenstellung.....	217
1.1.1. Fondsauswahl	217
1.1.2. Dachfondsvolumen	218
1.1.3. „Blind-pool“-Risiko.....	218
1.2. Portfoliodiversifikation.....	219
1.2.1. Diversifikationsmöglichkeiten	219
1.2.1.1. Sektor/Phase	220
1.2.1.2. Branche.....	220
1.2.1.3. Regional.....	221
1.2.1.4. Jahrgang („Vintage Year“).....	222
1.2.1.5. Fondsmanager.....	222
1.2.2. Risiko und quantitative sowie qualitative Diversifikation.....	223
1.3. Zugang als Erfolgsfaktor	226
1.3.1. „Closed shop“-Problematik bei renommierten Fonds	226
1.3.2. „Timing“-Faktor	227
1.3.3. Rechtliche Aspekte	228
1.4. Investmentfokus	228
2. Zielfondsauswahl als Ergebnis einer sorgfältigen Prüfung („Due Diligence“)	229
2.1. Managementteam	229
2.1.1. Qualifikationen	230
2.1.1.1. Managementenerfahrung und „Value Add“.....	231
2.1.1.2. Managementressourcen	235
2.1.1.3. Persönlicher „Track Record“ der Teammitglieder	236
2.1.1.4. „Exit“-Erfahrung	236
2.1.2. Kontinuität und Nachfolgeplanung.....	236
2.1.2.1. Dauer der Zusammenarbeit der Teammitglieder.....	237
2.1.2.2. Bindungsmechanismen der Teammitglieder an den Fonds („Vesting“)	237
2.1.2.3. Generationswechselproblem und Gründe für das Ausscheiden von Teammitgliedern	238
2.1.2.4. „Key Man Clause“.....	240

2.2.	„Track Record“	240
2.3.	Fondsgröße	243
2.4.	Fondskosten	246
2.4.1.	Einfluß der „weichen Kosten“ auf die Investitionsquote	246
2.4.2.	Einfluß von „Managementfee“ und „Carried Interest“	247
2.4.3.	Sonstige Kosten	250
2.5.	Weitere Due Diligence-Aspekte	250
3.	Optimale „Commitment“-Struktur	252
3.1.	Herausforderung des Erreichens der optimalen „Commitment“-Struktur	252
3.2.	Allokationsmanagement	255
3.2.1.	Problematik der Renditeverwässerung	255
3.2.2.	Allokationsmanagement und „Overcommitment“-Strategie	255
3.3.	Liquiditätsmanagement	260
3.3.1.	Problem und Ziel	260
3.3.2.	Cashflow-Prognosen: Vorgehen und Auswirkungen des Timings der Kapitalabrufe auf die Rendite	261
3.3.3.	Zwischenanlage der nicht in Private Equity investierten Mittel	266
3.4.	Abweichungsmanagement	269
4.	Fremdwährungsproblematiken bzw. -risiken	270
4.1.	Investments in Fremdwährung	270
4.1.1.	Auswirkungen von Währungsschwankungen auf die „Commitment“-Struktur und die Rendite	270
4.1.2.	Fremdwährungsinvestments der Zielfonds und Fondsreporting	275
4.2.	Absicherung von Zahlungsströmen in Fremdwährung	276
4.2.1.	Absicherungsinstrumente	276
4.2.2.	Einzahlungsverpflichtungen aus „Commitments“	278
4.2.3.	Rückflüsse („Distributions“)	278
5.	Steuerliche Aspekte als spezielle Erfolgsfaktoren	279
5.1.	Notwendigkeit der Einbeziehung steuerlicher Überlegungen bei Dachfondsinvestments	279
5.2.	Venture Capital-(Dach-)Fonds in der Rechtsform der GmbH & Co. KG – Abgrenzung der privaten Vermögensverwaltung vom Gewerbebetrieb („Private Equity-Erlaß“, BMF-Schreiben vom 16. Dezember 2003)	282
5.3.	Venture Capital-(Dach-)Fonds in der Rechtsform der GmbH	298
V.	SCHLUSSBETRACHTUNG	301
	LITERATURVERZEICHNIS	315

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1:	Einordnung von Venture Capital.....	11
Abbildung 2:	Übersicht über die Anlageklasse „Alternative Investments“	12
Abbildung 3:	„Top Quartile-Performance“ von US-Venture Capital	28
Abbildung 4:	Effizienzkurve nach Markowitz	30
Abbildung 5:	Median „Pre-Money“-Bewertungen nach Finanzierungsrunden	32
Abbildung 6:	Verbesserung der Risiko-Rendite-Struktur	34
Abbildung 7:	Varianten für Anlagen in die „Asset“-Klasse Private Equity.....	38
Abbildung 8:	Arten von Verhaltensunsicherheiten	54
Abbildung 9:	Bewertungsmatrix für Investments als Direktinvestment über eigenes Team vs. Investments über Dachfonds.....	61
Abbildung 10:	Finanzierungsphasen	72
Abbildung 11:	Phasen von Venture Capital-Transaktionen	91
Abbildung 12:	„J-Curve“	111
Abbildung 13:	„J-Curve“ bei „Secondary“-Investments	111
Abbildung 14:	Typische GmbH & Co. KG-Struktur eines Venture Capital-/ Private Equity-Fonds.....	137
Abbildung 15:	Allokation US-amerikanischer Investoren in die „Asset“-Klasse Private Equity absolut und relativ zu den Gesamtanlagen (kumuliert per 31.12.2009).....	162
Abbildung 16:	Stiftungserrichtungen (Neugründungen p. a.) 1990 bis 2009 in Deutschland	182
Abbildung 17:	Wertsteigerung der zehn finanzstärksten amerikanischen Universitäten von 2004 auf 2005 in Prozent.....	189
Abbildung 18:	Yale’s Private Equity-„Outperformance“	192
Abbildung 19:	„Asset“-Allokation deutscher Stiftungen in 2005	194
Abbildung 20:	Dachfondsvarianten (Extrempositionen).....	209
Abbildung 21:	Typischer Cashflow-Verlauf eines Venture Capital-/Private Equity-Fonds aus Sicht des Investors.....	253
Abbildung 22:	Modellierte kumulierte Cashflow-Verläufe von Private Equity-Fonds	264
Abbildung 23:	Modellierte Auszahlungen an und Rückflüsse von Private Equity-Fonds	264
Abbildung 24:	EUR/USD-Kursentwicklung für den Zeitraum Januar 1990 bis Dezember 2009.....	271

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1:	Durchschnittliche jährliche US Private Equity-Renditen per 30.9.2009 („US Private Equity Performance Index (PEPI)“)	27
Tabelle 2:	Vergütungen von Fondsmanagern	57
Tabelle 3:	Kostenvergleich: Eigenaufbau eines „In-house“-Programms vs. Dachfonds	62
Tabelle 4:	Vergleich der Risikoprofile	64
Tabelle 5:	Venture Capital-Finanzierungsmodell der späten 90er Jahre vs. „Old Fashioned“	88
Tabelle 6:	Schrittweise Finanzierung („Staged Financing“): Niedrige vs. hohe Erstrundenfinanzierungsbeträge	89
Tabelle 7:	IRRs (netto) US-amerikanischer Venture Capital-Fonds unterschiedlicher „Vintage“-Jahre; Stand 30.9.2009	132
Tabelle 8:	Struktur des „Fundraising“ in Europa 2002 bis 2008	161
Tabelle 9:	Struktur des „Fundraising“ in Deutschland 2002 bis 2008	161
Tabelle 10:	Kapitalanlagen der deutschen Erstversicherungsunternehmen per 31.12.2009	163
Tabelle 11:	Verwaltetes Vermögen von Pensionsfonds im internationalen Vergleich per 31.12.2008	172
Tabelle 12:	CalPERS „Asset Allocation“ per 30.6.2010	178
Tabelle 13:	CalPERS „AIM Program Performance“ per 31.12.2009	179
Tabelle 14:	Die größten 15 deutschen Stiftungen nach Vermögen	183
Tabelle 15:	Portfolioallokation der Yale Universitätsstiftung 1996 bis 2009	191
Tabelle 16:	Matrix zur Festlegung der regionalen Diversifikation	221
Tabelle 17:	Einfluß „weicher“ Kosten auf Investitionsquote und Rendite	246
Tabelle 18:	Vereinfachtes Beispiel zur Auswirkung unterschiedlicher „Managementfee“-Prozentsätze	248
Tabelle 19:	Vereinfachtes Beispiel zur Auswirkung unterschiedlicher „Carried Interest“-Prozentsätze	249
Tabelle 20:	Allokation ohne „Overcommitment“	257
Tabelle 21:	Allokation mit „Overcommitment“	258
Tabelle 22:	Modellierte Cashflow-Szenarien von Private Equity-Fonds unter Berücksichtigung der nicht in Private Equity investierten Mittel	265
Tabelle 23:	Beispielhafte Auswirkung von der EUR/USD-Kursentwicklung auf verschiedene Cashflow-Szenarien	273

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

a. A.	andere Ansicht
a. F.	alte Fassung
Abb.	Abbildung
ABS	Asset Backed Securities
Abs.	Absatz
Abschn.	Abschnitt
AG	Aktiengesellschaft
AIFM	Alternative Investment Fund Manager
AIM	Alternative Investment Management Programme
AktG	Aktiengesetz
ALM	Asset Liability Management
AMEX	American Stock Exchange
AnlV	Anlageverordnung
Anm.	Anmerkung
AO	Abgabenordnung
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs Berater (Zeitschrift)
Beschl.	Beschluß
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
Bil.	Billionen
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BITKOM	Bundesverband Informationswirtschaft, Telekommunikation und neue Medien e. V.
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (Zeitschrift)
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMWi	Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie
BR	Bundesrat
BStBl.	Bundessteuerblatt (Zeitschrift)
BVCA	British Venture Capital Association (Britischer Venture Capital- und Private Equity-Verband)
BVerfG	Bundesverfassungsgericht
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Private Equity and Venture Capital Association e. V.
bzw.	beziehungsweise

ca.	circa
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CFO	Chief Financial Officer
COO	Chief Operating Officer
CVC	Corporate Venture Capital
d. h.	das heißt
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
Diss.	Dissertation
dpn	Deutsche Pensions- & Investmentnachrichten (Zeitschrift)
Drs.	Drucksache
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
EBITDA	Earnings before Interest and Taxes, Depreciation and Amortization
EBO	Employee Buyout
Erg.	Ergänzung
ERISA	Employee Retirement Income Security Act
Erl.	Erlaß
erw.	erweitert
ESt	Einkommensteuer
EStG	Einkommensteuergesetz
EStR	Einkommensteuer-Richtlinien
etc.	et cetera
EU	Europäische Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EVCA	European Private Equity & Venture Capital Association (Europäischer Venture Capital- und Private Equity-Verband)
evtl.	eventuell
F&E	Forschung und Entwicklung
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FB	Finanz Betrieb (Zeitschrift)
FMV	Fair Market Value
FR	Finanz-Rundschau (Zeitschrift)
FTD	Financial Times Deutschland (Zeitung)
GbR	Gesellschaft des bürgerlichen Rechts
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
gem.	gemäß
GewSt	Gewerbsteuer
GewStG	Gewerbsteuergesetz
ggf.	gegebenenfalls

GIPS	Global Investment Performance Standards
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	GmbH-Gesetz
GmbHR	GmbH-Rundschau (Zeitschrift)
GmbH-StB	GmbH-Steuerberater (Zeitschrift)
GrS	Großer Senat
h. M.	herrschende Meinung
HGB	Handelsgesetzbuch
Hinw.	Hinweis
Hrsg.	Herausgeber
i. d. R.	in der Regel
i. e. S.	im engeren Sinn
i. S. d.	im Sinne des/der
i. V. m.	in Verbindung mit
i. w. S.	im weiteren Sinn
IBO	Institutional Buyout
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
InvG	Investmentgesetz
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
IStR	Internationales Steuerrecht (Zeitschrift)
Jg.	Jahrgang
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau/KfW Bankengruppe
KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kapitalgesellschaft auf Aktien
KPCB	Kleiner Perkins Caufield & Byers (US-amerikanische Venture Capital-Gesellschaft)
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Kreditwesengesetz
L.L.C.	Limited Liability Company
L.P.	Limited Partnership
lat.	lateinisch
LBO	Leveraged Buyout
LPA	Limited Partnership Agreement (Gesellschaftsvertrag)
LSE	London Stock Exchange
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
M&A (Review)	Mergers & Acquisitions (Review) (Zeitschrift)
MAC	Multi Asset Class

max.	maximal
MBI	Management Buy-in
MBO	Management Buy-out
min.	minimal
mind.	mindestens
Mio.	Millionen
MIT	Massachusetts Institute of Technology
Mrd.	Milliarden
n. F.	neue Fassung
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NAV	Net Asset Value
NIÖ	Neue Institutionenökonomik
NJW	Neue Juristische Wochenzeitschrift (Zeitschrift)
No.	Number
Nr.	Nummer
NVCA	National Venture Capital Association (US-amerikanischer Venture Capital- und Private Equity-Verband)
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (Zeitschrift)
o. J.	ohne Jahrgang
o. O.	ohne Ort
o. V.	ohne Verfasser
OFD	Oberfinanzdirektion
OHG	Offene Handelsgesellschaft (§ 105 HGB)
p. a.	per annum
PEIGG	Private Equity Industry Guidelines Group
PEPI	US Private Equity Performance Index
PFKapAV	Pensionsfonds-Kapitalanlageverordnung
PIPE	Private Investment in Public Equity
PPM	Private Placement Memorandum (Platzierungsprospekt)
Rn.	Randnummer
Rz.	Randzeichen/Randziffer
S & P	Standard & Poor's
s. o.	siehe oben
S.	Seite/Satz
SBIC	Small Business Investment Companies
SBO	Shareholder Buyout
Schr.	Schreiben
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission

SICAR	Société d'Investissement á Capital Risque (geschlossener Investmentfonds)
SICAV	Société d'Investissement á Capital Variable (offener Investmentfonds)
sog.	sogenannt
SolZ	Solidaritätszuschlag
Stbg	Die Steuerberatung (Zeitschrift)
StSenkG	Steuersenkungsgesetz
StVergAbG	Steuervergünstigungsabbaugesetz
Tz.	Textziffer
u. a.	unter anderem
u. U.	unter Umständen
überarb.	überarbeitet
UPMIFA	Uniform Prudent Management Of Institutional Funds Act
UmwStG	Umwandlungssteuergesetz
Urt.	Urteil
USA	United Staates of America (Vereinigte Staaten von Amerika)
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VC	Venture Capital
VCOC	Venture Capital Operating Company
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
Vorb.	Vorbemerkung
WPg	Die Wirtschaftsprüfung (Zeitschrift)
z. B.	zum Beispiel
ZEV	Zeitschrift für Erbrecht und Vermögensnachfolge (Zeitschrift)
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Zeitschrift)
ZfbF	Zeitschrift für Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung (Zeitschrift)
ZfgK	Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen (Zeitschrift)
zit. b.	zitiert bei

I. Einführung

1. Einleitung

Mit der Aussage „navigare necesse est“ haben die Römer die Seefahrt damals als entscheidenden Faktor für Wachstum und Erfolg herausgestellt. Heute müßte es heißen „Venture Capital ist notwendig“, besser noch „Innovationsfinanzierung ist unabdingbar“, denn der Wirtschaft in Deutschland – wie auch weltweit – stellen sich viele Herausforderungen zu deren Bewältigung Innovationen einen wichtigen Beitrag leisten können. Der technologische Wandel schreitet unaufhaltsam voran und muß vor allem finanziert werden.

Die Bereitstellung von Eigenkapital für Unternehmen, insbesondere für innovative junge Unternehmen, ist und bleibt ein zentrales Anliegen jeder Volkswirtschaft. Die „öffentlichen“ Kapitalmärkte, also die Börsen, können diese Aufgabe nur für wenige Segmente lösen. Daher sind private Kapitalmärkte bzw. -geber notwendig, um die Finanzierung mit Eigenkapital sicherzustellen.

Gerade hinsichtlich der Kapitalbereitstellung nimmt die USA eine Vorreiterrolle ein. Dort gibt es schon seit vielen Jahren die nötige Infrastruktur sowie Institutionen, die Eigenkapital zur Verfügung stellen, um Unternehmen zu gründen.¹ Firmen wie Amazon.com, Apple, Cisco, Compaq, Facebook, Google, Intel, Microsoft, MySpace, Oracle, Yahoo oder YouTube wurden – auch in wirtschaftlich schwierigen Zeiten – mit Venture Capital finanziert.²

Schon 1992 haben *William D. Bygrave* und *Jeffry A. Timmons*³ in ihrem Buch „Venture Capital at the Crossroads“ anhand vieler Beispiele aufgezeigt, daß Venture Capital-finanziertes „Entrepreneurship“ die „Geheimwaffe“ der amerikanischen Wirtschaft ist. Durch schnell wachsende, von Entrepreneuren gegründete Unternehmen sind in den 80er Jahren Millionen von Arbeitsplätzen geschaffen worden, und Venture Capital war für die Entstehung vollständig neuer Industrien wie Mikroelektronik, PCs und Biotechnologie verantwortlich. Venture Capital ist Innovationskapital!

Auch in Deutschland können Gründungen von innovativen Unternehmen einen wichtigen volkswirtschaftlichen Beitrag leisten und die Wirtschaftsentwicklung

¹ Vgl. dazu z. B. *Kuemmerle* (2001), *Comparing Catalysts of Change*, S. 50, der davon ausgeht, daß das Entwicklungsstadium der Private Equity-Branche in Europa den USA um ca. 15 bis 20 Jahre hinterherhinkt.

² Vgl. *Bygrave/Timmons* (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, S. 95ff.; *Leitinger/Strohbach/Schöfer/Hummel* (2000), *Venture Capital und Börsengänge*, S. 29.

³ Vgl. *Bygrave/Timmons* (1992), *Venture Capital at the Crossroads*, S. 95ff. u. 227ff.

fördern. Innovationen als wichtiger Faktor im Kampf um Marktanteile und Wettbewerbsvorteile werden daher immer wichtiger.⁴ Venture Capital ist eine der möglichen Antworten auf diese Herausforderungen, denn der unternehmerische Erfolg hängt auch entscheidend von der Finanzierung ab – vor allem vom Eigenkapital.⁵

Vor allem aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist die Versorgung von Unternehmen mit Eigenkapital äußerst bedeutsam, gerade die oftmals schlechte Eigenkapitalausstattung stellt eine ernsthafte Belastung der Zukunftsfähigkeit von Unternehmen dar.⁶ Besonders der Bereich Forschung und Entwicklung – und damit auch die Umsetzung von Ideen – ist auf Eigenkapital angewiesen. Während in der Gründungsphase eines Unternehmens die Innenfinanzierung⁷ aus dem laufenden Cash-flow kaum in Frage kommt, ist eine Finanzierung durch Aufnahme eines Bankkredits als Außenfinanzierung⁸ grundsätzlich geeignet, allerdings erweisen sich bei einer Finanzierung mit Fremdkapital laufende Zins- und Tilgungsleistungen als nachteilig, und die erforderlichen banküblichen Sicherheiten können regelmäßig nicht erbracht werden. Als Lösung zur Eigenkapitalbeschaffung bietet sich daher Venture Capital bzw. Private Equity an.⁹

Auf dem „Referenzmarkt der Branche“¹⁰, den USA, wird Venture Capital schon lange als wichtiger Faktor zur Steigerung der Innovationsleistung und des Wirtschaftswachstums angesehen, es beschleunigt nachweislich wirtschaftlichen Strukturwandel und technologischen Fortschritt.¹¹ In den letzten Jahrzehnten wären Technologien wie z. B. der PC oder das Internet ohne Venture Capital nicht so schnell oder gar nicht eingeführt worden.¹² Venture Capital kann also nicht nur quantitative Erfolge in Form von überdurchschnittlichen Renditen hervorbringen,

⁴ Vgl. z. B. *Grothe/Mackewicz* (2004) in *BVK* (Hrsg.), Jahrbuch 2004, S. 34.

⁵ Vgl. dazu z. B. *Albach/Hunsdiek* (1987), Zeitschrift für Betriebswirtschaft 1987, 562ff.; *Mackewicz* (2003) in *Wiedmann/Heckemüller* (Hrsg.), Ganzheitliches Corporate Finance Management, S. 129.

Dies bestätigt auch der Vorsitzende des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften *Dr. Peter Terhart* mit seiner Aussage „unser Land braucht mehr Eigenkapital.“; vgl. *Terhart* (2010) in *BVK* (Hrsg.), Jahrbuch 2010, S. 10.

⁶ Vgl. dazu Abschnitt III.1.2.

⁷ Vgl. zum Begriff „Innenfinanzierung“ z. B. *Drukarczyk* (2003), Finanzierung, S. 5.

⁸ Vgl. zum Begriff „Außenfinanzierung“ z. B. *Drukarczyk* (2003), Finanzierung, S. 5.

⁹ Vgl. *Kaserer/Diller* (2007), Investitionen in Private Equity, S. 34; *Kußmaul/Richter* (2000a), DStR 2000, S. 1155f.

¹⁰ *Jugel* (2003) in *Jugel* (Hrsg.), Private Equity Investments, Vorwort.

¹¹ Gem. der *DRI-WFA/NVCA* (2002), Measuring the Importance and its Benefits to the United States Economy, S. 118, haben Venture Capital-finanzierte Unternehmen in den USA in 2000 zu 11 % des Bruttoinlandsproduktes der USA beigetragen.

¹² Venture Capital- bzw. Private Equity spielt somit nicht nur hinsichtlich der generellen Rahmenbedingungen für Unternehmensgründungen, sondern vor allem auch bei Forschungs- und Entwicklungsprozessen eine große Rolle, denn staatliche Förderungen betreffen vor allem die Grundlagenforschung und können die Umsetzungsprozesse mit ihren hohen Risiken kaum allein finanzieren; vgl. *Dahmann* (2004) in *BVK* (Hrsg.), Jahrbuch 2004, S. 49ff.

auch die gesamtwirtschaftliche Bedeutung auf den Gebieten der Innovationsförderung und -finanzierung darf nicht unterschätzt werden.¹³

Die Begriffe „Venture Capital“¹⁴ und „Private Equity“ stammen aus den USA und sind bis heute nicht eindeutig definiert.¹⁵ Im US-amerikanischen Sprachraum wird Private Equity als Oberbegriff für jegliche außerbörsliche Beteiligung verwendet, soweit das zur Verfügung gestellte Eigenkapital (im englischen als „Equity“ bezeichnet) – in Abgrenzung zu Fremdkapital, das in aller Regel von Banken zur Verfügung gestellt wird – nicht über den Kapitalmarkt (durch den Begriff „Public“ repräsentiert) eingeworben wird, sondern aus „privaten“ Quellen stammt.¹⁶ Private Equity umschreibt also die Beteiligung am haftenden Eigenkapital von Unternehmen ohne Börsenzugang.¹⁷ Typischerweise betrifft Venture Capital davon jedoch nur einen Ausschnitt, nämlich die Finanzierung von Gründung, Anfangsentwicklung und Wachstum eines jungen, meist hochinnovativen Unternehmens.¹⁸ Gemäß dieser Definition ist Venture Capital ein Teilsegment von Private Equity. Oft werden die Begriffe jedoch synonym verwendet.¹⁹ Auch im Rahmen dieser Arbeit finden beide Begriffe Verwendung, wobei der Term „Venture Capital“ im Hinblick auf den Fokus dieser Arbeit im Vordergrund steht. Der Begriff „Private Equity“ wird nur dann verwendet, wenn es um allgemeine Aussagen zu dieser Finanzierungsform geht.²⁰

Venture Capital dient aber nicht nur als Beteiligungskapital aus Sicht des zu finanzierenden Unternehmens, sondern stellt eigene Anlageklasse („Asset“-Klasse) dar.²¹ Es zählt zur Anlageklasse der „Alternative Investments“, welche das Spek-

¹³ Beispielsweise geht *Leopold* davon aus, daß „der ‚Economic Impact‘ der Erfindung der elektrischen Glühbirne, des Telefons, des Automobils, der Antibiotika, der Kernspaltung, des Computers, der Gentechnik“ nicht einzig in Börsenkapitalisierungen gemessen werden kann; vgl. *Leopold* (1999), DStR 1999, S. 471.

¹⁴ In der Literatur finden sich oftmals die deutschen Synonyme „Risikokapital“, „Wagniskapital“, „Beteiligungskapital“ und (viel zu selten) „Innovationskapital“; vgl. z. B. *Bader* (1996), Private Equity als Anlagekategorie, S. 4, 6; *Schüppen/Ehlermann* (2000), Corporate Venture Capital, S. 2, sowie *Kußmaul/Richter* (2000a), DStR 2000, Fn. 17 m. w. N.

¹⁵ Vgl. *Jessen* (2002), Venture Capital in Deutschland und in den USA, S. 57.

¹⁶ Vgl. *Herzig/Gocksch* (2002), DB 2002, S. 600 m. w. N. in Fn. 2; *Weitnauer* (2001), FB 2001, S. 258; *Werner* (2000), Venture-Capital-Politik in Deutschland, S. 29.

¹⁷ Vgl. *Leopold/Frommann* (1998), Eigenkapital für den Mittelstand, S. 1. Vgl. dazu auch Abschnitt II.1.1.

¹⁸ Vgl. *Bader* (1996), Private Equity als Anlagekategorie, S. 9; *Geigenberger* (1999), Risikokapital für Unternehmensgründer, S. 1f.; *Kollmann* (2008), Private Equity als Kapitalanlage deutscher Lebensversicherungsunternehmen, S. 43; *Pfeifer* (1999), BB 1999, S. 1665ff.; *Weitnauer* (2001), FB 2001, S. 258. Anders *Pratt* (1988) in *Pratt/Morris* (Hrsg.), Pratt’s Guide to Venture Capital Sources, S. 7, der den Begriff „Venture Capital“ für alle Phasen des Lebenszyklusses der Portfoliounternehmen verwendet.

¹⁹ *Werner* (2000), Venture-Capital-Politik in Deutschland, S. 30.

²⁰ So auch *Helwing* (2008), Qualitative Bewertung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften, S. 25f.

²¹ Vgl. dazu auch die Überlegungen von *Meyer/Mathonet* (2005), Beyond the J-curve, S. 9f.