



Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät  
Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbes. Finanzierung und Investition

**Professor Dr. Raimund Schirmeister**

Universitätsstr. 1, 40225 Düsseldorf  
Gebäude 23.31, Ebene 00.68  
Tel.: 0211/81-14655, Fax 0211/81-15157  
E-mail: Raimund.Schirmeister@uni-duesseldorf.de  
www.infi.uni-duesseldorf.de

Abstract zur Diplomarbeit

**Performance-Messung bei Venture Capital-Fonds –  
eine Analyse des Rendite-Risiko-Profiles von Venture Capital-Portfolios**

vorgelegt von cand. rer. pol. **Bastian Hauschild**

zur Einreichung für den David-Kopf-Preis 2009

Wie misst man die Performance eines Venture Capital-Fonds? Ist mit Performance eine risikoadjustierte Rendite gemeint, bleibt die Antwort unbefriedigend, weil leistungsfähige Konzepte nicht existieren. Diese gibt es allerdings einerseits für Aktienportefeuilles, andererseits – mit einer deutlich anderen Intention – für Kreditportefeuilles. Zugleich ist empirisch verschiedentlich belegt, dass Manager mehr oder weniger erfolgreich einen Venture Capital-Fonds zu gestalten vermögen, was den Gedanken nahe legt, hier eine stärkere Objektivierung anzustreben, mithin Überlegungen hinsichtlich der Performance-Messung anzustellen. Dem widmet sich Herr *Bastian Hauschild* in der vorliegenden Arbeit: Immanente Risiken eines VC-Fonds sind der Erfolg bzw. Misserfolg der finanzierten Geschäftsmodelle der Portfoliounternehmen sowie Zeitpunkt und Erlös der Auflösung der Beteiligung. Diesbezüglich erinnert die zu bearbeitende Aufgabe eher an ein Kreditportefeuille, bei dem der Ausfall eines Kunden ebenfalls das dominierende Risiko bezeichnet, mithin in der Ausfallquote des Fondskapitals seine Entsprechung findet. In Bezug auf die Fondsrendite bietet sich hingegen die Analogie zum Aktienportefeuille an, dessen Erfolgchance ebenfalls nach oben nicht begrenzt ist: Entsprechend der Tobin-Separation liegt der Gedanke nahe, auch die Rendite eines VC-Fonds aus einer risikolosen Verzinsung und einer Risikoprämie zusammensetzen. Dies erlaubt (zumindest) eine ex post Performance-Messung der am Markt realisierter Daten mit dem Ziel, das Fondsmanagement anhand einer Maßgröße beurteilen zu können.

Die *Aktualität* des gewählten Themas zeigt sich in der derzeitigen Finanzkrise: Die eingeworbenen Mittel der VC-Fonds sind in Deutschland – wie auch in den USA, dem wichtigsten Markt der VC-Branche – stark gesunken. Obwohl VC-Anlagen eine vermeintlich geringe Korrelation mit klassischen Investments in Aktien oder Rentenpapieren aufweisen, sind deren Mittelzuflüsse zyklischen Schwankungen unterworfen. Gründe hierfür sind in der Intransparenz der den VC-Fonds immanenten Risiken sowie bezüglich des tatsächlichen Anlageerfolgs zu sehen. Daraus leitet sich die Notwendigkeit einer performanceorientierten Beurteilung von VC-Fonds ab.

Herr *Hauschild* gliedert seine Ausführungen in drei Hauptteile, die von einer pointiert entwickelten Problemstellung und einem fokussierten Fazit eingerahmt werden. Ausgehend von den Charakteristika eines VC-Fonds arbeitet er zunächst die zentralen *Risiken* einer derartigen Beteiligung heraus, wie sie bereits angesprochen wurden. Mit Hilfe der Dreiteilung in „Wertschaffer“, „Wertabschmelzer“ und „Wertvernichter“ kategorisiert er die Portfoliounternehmen und konstruiert darauf aufbauend die Ausfallquote als zentrales Risikomaß für einen VC-Fonds: Dies gelingt im ersten Schritt über die Einführung eines Zwei-Zeitpunkt-Modells, das eine Auswertung hinsichtlich der Ausfallquote sowohl an Portfoliounternehmen als auch anhand des Fondskapitals zulässt. Im zweiten Schritt führt er exogen einen Soll- und einen Habenzinssatz ein, die ihm die Vereinheitlichung der zeitverschiedenen Zahlungen durch Ab- resp. Aufzinsen erlaubt, mithin einen realitätsnahen Zahlungsstrom eines VC-Portfolios abbildet. Ergänzt um die Veräußerungserlöse der einzelnen Unternehmen entstehen auf diese Weise aussagekräftige Kennziffern, die eine umfassende Einschätzung der *Fondsrendite* – investitionsrechnerisch begründet ausgewählt – wie des *Fondsrisikos* ermöglichen.

In der Literatur diskutierte und empirisch belegte Investitionsstrategien für VC-Fonds aufgreifend leitet sich hieraus die Notwendigkeit einer *risikoadjustierten Vorteilhaftigkeitsmessung* ab. Hier wechselt der Autor in die Modellwelt der Wertpapieranalyse über und grenzt zunächst einmal in einem zweidimensionalen Rendite-Risiko-Modell ineffiziente Fonds durch Dominanzüberlegungen aus. Für ein Portfolio, bestehend aus dem risikolosen Zins und dem VC-Portfolio, konstruiert er in Analogie zum CAPM die „Kapitalmarktlinie“ und hieraus – entsprechend dem Sharpe-Maß – die Fondsperformance als deren Steigung. Diese erlaubt eine ordinale Einstufung verschiedener VC-Fonds, mithin die Realisierung der formulierten Aufgabenstellung. Bei aller Ausnutzung vorhandener Entsprechungen werden die nicht-übertragbaren Begrenzungen (wie die limitierte Verschuldung oder die Einbindung gespaltener Marktzinssätze) gesehen und im Aussagegehalt des Modells bedacht.

Die Arbeit erfüllt den in der Ausgangsthese formulierten Anspruch, ein Performance-Maß für Venture Capital-Fonds zu entwickeln, womit eine spezifizierte und intersubjektiv nachvollziehbare Bewertung des Anlageerfolgs von VC-Fonds möglich ist.