

Figeac, Alexis

Working Paper

Socially Responsible Investment und umweltorientiertes Venture Capital

Working Paper, No. 33

Provided in Cooperation with:

IMB Institute of Management Berlin, Berlin School of Economics and Law

Suggested Citation: Figeac, Alexis (2007) : Socially Responsible Investment und umweltorientiertes Venture Capital, Working Paper, No. 33, Fachhochschule für Wirtschaft Berlin, IMB Institute of Management Berlin, Berlin

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/74317>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



Fachhochschule für
Wirtschaft Berlin
Berlin School of Economics

IMB Institute of Management Berlin

Working Papers

Socially Responsible Investment und umweltorientiertes Venture Capital

Author: Alexis Figeac

Section: Business & Management
Paper No. 33, 12/2007

Editors

Gert Bruche

Hansjörg Herr

Friedrich Nagel

Sven Ripsas

**Socially Responsible Investment
und
umweltorientiertes Venture Capital**

Alexis Figeac

Paper No. 33, Date: 12/2007

Working Papers of
the Institute of Management Berlin at the
Berlin School of Economics (FHW Berlin)
Badensche Str. 50-51, D-10825 Berlin

Editors:
Prof. Dr. Gert Bruche
Prof. Dr. Hansjörg Herr
Prof. Dr. Friedrich Nagel
Prof. Dr. Sven Ripsas

ISSN 1436 3151

- All rights reserved -

Bibliographic note:

Alexis Figeac is a practitioner in the field of venture capital. He has worked both as an investment professional in a corporate venture capital structure as well as in an independent venture capital fund. His interest in sustainability and his personal experience of investing in renewable energy since the mid-1990's led to his launching Axiom Venture Capital in 2003, an initiative to establish one of the first VC funds in Europe, investing solely in clean technologies.

He holds a B.Sc.(Hons.) in computer science from the University of Hertfordshire, a postgraduate certificate in Economics from Birkbeck College, University of London, a "Diplôme Grande Ecole" from ESCP-EAP Business School and a postgraduate certificate in Environment and Sustainability management from the Berlin School of Economics (FHW).

Alexis Figeac, Axiom Ventures GmbH, Bamberger Strasse 5, 10777 Berlin, Germany.

Email: af@axiomvc.com, Tel. + 49 (0)30 2363 1789

Abstract:

Socially Responsible Investors are concerned about social, ethical and especially environmental issues in enterprises. They invest mostly through investment vehicles officially labelled SRI funds, or if not, then with clear mandates to their investment managers to invest responsibly. The investment universe of such funds and managers is usually limited to publicly-listed enterprises. Yet innovation and especially those in the environment sector occur in young, non-quoted companies. Venture Capital can play a vital role in financing innovations in environmental and clean energy technologies. This is a departure from traditional Venture Capital and is seen as such by the investment community, thereby withholding allocations to such Venture Capital initiatives. Who better then, than Socially Responsible Investors to provide capital to environment-oriented VC funds?

Inhaltsverzeichnis

| | | |
|------|---|----|
| 1. | Einleitung | 4 |
| 2. | Venture Capital | 7 |
| 2.1. | VC als Unternehmensfinanzierung | 7 |
| 2.2. | VC als Business Model | 8 |
| 2.3. | VC als Assetklasse bzw. als Investmentprodukt | 12 |
| 2.4. | Umwelt-orientiertes Venture Capital | 15 |
| 2.5. | Akteure | 18 |
| 3. | Institutionelle Investoren | 21 |
| 3.1. | Was sind überhaupt Nachhaltigkeitsfonds und Socially Responsible Investment ("SRI") | 23 |
| 3.2. | Welche Rolle können und sollen SRI Investoren spielen? | 25 |
| 3.3. | Was kann man speziell im Bereich Cleantech mit SRI bewirken? | 27 |
| 3.4. | Weshalb gibt es angebotseitig kaum SRI in Private Equity? | 28 |
| 3.5. | IIGCC/INCR | 30 |
| 3.6. | Nachhaltigkeitsorientierte Banken | 31 |
| 4. | Lösungsansätze | 31 |
| 4.1. | Die Rolle öffentlicher Akteure | 31 |
| 4.2. | Börsennotiertes Venture Capital | 34 |
| 4.3. | Ausweitung der Offerte seitens der Asset Manager | 35 |
| 5. | Schlussfolgerung | 35 |
| 6. | Ausblick | 36 |
| 7. | Quellen | 36 |
| 7.1. | Durchgeführte Interviews (Sommer/Herbst 2006) | 36 |
| 7.2. | Profile der befragten Unternehmen & Personen | 37 |
| 7.3. | References | 41 |
| 8. | Working Papers des Institute of Management Berlin an der Fachhochschule für Wirtschaft Berlin | 44 |

1. Einleitung

Venture Capital („VC“), also Risikokapital, stellt ein wichtiges Medium zur Finanzierung von Innovationen und kleinen Unternehmen dar. VC ist eine Eigenkapitalfinanzierung, d.h. es ist Kapital, das einem Unternehmen ohne Gegenleistung zur Verfügung gestellt wird. Die VC-Geber bekommen hingegen Anteile am Unternehmen, d.h. ein Zukunftspotential. VC partizipiert somit am unternehmerischen Risiko. Dadurch unterscheidet sich VC vom Fremdkapital, also Darlehen und Kredite, wo eine Rückzahlung des Kapitals stets vorgesehen ist, meistens verzinst wird und durch Vermögen des Kreditnehmers besichert ist.

VC hat in den letzten 25 Jahren neue Branchen mitfinanziert bzw. hat maßgeblich dazu beigetragen, dass Innovationen marktfähig und kommerzialisiert wurden. Die Erfahrungen aus Silicon Valley sind bekannt, genauso wie das Wachstum der Branchen Informationstechnologie, Telematik und Biotechnologie, das dank VC beschleunigt wurde.

VC-Fonds sind für ihre Aktivität auf Gelder Dritter angewiesen. Sie rekrutieren sich aus den Reihen so genannter institutioneller Investoren. Diese umfassen Pensionskassen, Versicherungsunternehmen, Banken und „Asset Manager“ (Vermögensverwaltungen). Eine Anlage in einem VC-Fonds, die von einem institutionellen Investoren getätigt wird, erfolgt in ein für die Branche typisches Vehikel, nämlich ein geschlossener Fonds mit einer langen Laufzeit: 10 Jahre, wobei die Spanne etwa 7 bis 12 Jahre ausmacht. Die Laufzeit sowie die geschlossene Natur des VC-Fonds sind wichtig, insofern sie es dem Management des Fonds ermöglichen, unabhängig von Börsenmärkten zu agieren: Kapital abrufen, einsetzen und letztlich eine Beteiligung verkaufen, kann somit ohne die Einwirkung öffentlicher Börsenplätze stattfinden. Es ist bekannt, dass Börsen nicht rational agieren. Die Begleitung eines jungen Unternehmens erfordert dagegen, rationale und insbesondere geduldige Entscheidungen treffen zu können, ohne auf Börsen-Sentiment achten zu müssen.

Institutionelle Anleger, die in VC-Fonds investieren, befolgen strenge Regeln. Die Anlage-Kategorie Venture Capital bzw. Private Equity „PE“ ist die Kategorie mit der geringfügigsten Allokation in einem Anlage-Portfolio. VC/PE kann in Sachen Sicherheit, Fungibilität und Transparenz mit festverzinslichem Papier, Aktien und sogar Immobilien, nicht konkurrieren. Dagegen übertrifft die Rendite die jeglicher anderen Kategorie. Statistiken der European Venture Capital Association bezeugen, dass die Investoren, die in VC-Fonds über 10-20 Jahren investiert haben, eine Rendite zwischen 15 und 20 % erwirtschaftet haben. Warum wird dennoch für VC/PE im Durchschnitt unter 5 % eines Anlagevermögens allokiert? Die Konsequenz daraus ist, dass die Hürde für VC-Fonds, Kapital einzusammeln, extrem hoch ist.

Wenn VC *allgemein* sich so schwer tut, institutionelle Gelder einzusammeln, welche Chance bestünde dann für VC mit einer Umwelt-Orientierung?

Seit Anfang des 21. Jahrhunderts haben visionäre Finanziere festgestellt, dass alles, was mit dem Thema Umwelt zu tun hat, das Potential aufweist, um als erfolgreiches VC-Betätigungsfeld zu gelten:

- starke Innovationsbasis,
- stetig wachsende Nachfrage,
- Kongruenz mit verstärkter Wahrnehmung von Ökologie in der Gesellschaft

Insbesondere die Entwicklung und der Erfolg erneuerbarer Energien zeigen einen Weg für dediziertes VC auf. Seit 2004 hat sich der Begriff clean technologies, abgekürzt „Cleantech“, etabliert, um diesen Zweig von VC zu bezeichnen. Cleantech subsumiert sämtliche Technologien und Verfahren, die dazu führen, die Umwelt zu entlasten oder Ressourcen zu schonen:

- Regenerative Energien,
- industrielle Verfahren,
- Energie-Effizienz,
- weiße Biotechnologie (d.h. Enzyme, Bakterien, Kulturen, die Chemikalien substituieren)
- neue Werkstoffe

Cleantech VC verzichtet auf keine Eigenschaften des VC-Geschäftsmodells und ist somit kein minderwertiges Venture Capital.

Institutionelle Anleger, die sich besonders für das Thema Umwelt und Nachhaltigkeit interessieren, sind so genannte Ethische und Nachhaltigkeitsfonds, die man unter dem Begriff Socially Responsible Investment „SRI“ Fonds subsumieren kann. Diese werden als eigenständige Vehikel vermarktet und ihre Anteile sind jederzeit zeichen- und handelbar. Sie können als Privatanleger-geeignetes Investmentprodukt verkauft werden. Alternativ werden sie bei einem Mandat zur Vermögensverwaltung als Spezialfonds mit SRI-Komponente geführt.

Solche Fonds gibt es vorwiegend in Großbritannien und in der Schweiz. In geringerem Maße findet man sie in Deutschland, Frankreich und Holland vor. Um handelbar zu sein, ist eine Transparenz über die Aktiva des Fonds notwendig. Hierdurch wird überwiegend in Aktien investiert. Energie ist der Baustein sämtlicher ökonomischer Aktivitäten. Die Erzeugung von sauberem Strom bzw. biologischem Treibstoff wird somit zur höchst wichtigen Komponente der Nachhaltigkeit. Jene Produktionsanlagen werden jedoch in Europa i.d.R. nicht von

börsennotierten Firmen errichtet und betrieben, sondern von privaten. Bis solche Firmen börsennotiert sind, dürfen die meisten SRI-Fonds nicht investieren. Dabei entgeht der Nachhaltigkeit einer der bedeutendsten Hebel für ihren infrastrukturellen Ausbau. In der Tat wurden Windparks, Solaranlagen und Biomasse-Heizkraftwerke nicht von der Börse sondern von privaten Unternehmen und Anlegern finanziert. In Deutschland hat dies insofern funktioniert, dass erstens der Kapitalmarkt verglichen mit dem angel-sächsischen Bereich unterentwickelt ist, zweitens Unternehmer und Anleger ökologische Vorreiter waren.

Wie soll aber der europaweite oder gar weltweite Ausbau der regenerativen Energie Infrastruktur von Statten gehen ohne Zugriff auf die Kapitalmärkte? Ferner wie soll die Vorstufe, also Innovationen in Cleantech, finanziert werden, wenn die Kapitalquellen so ausgetrocknet sind? Jene Innovationen sind äußerst notwendig, um die Wirtschaftlichkeit und Robustheit neuer Energietechnologien voranzubringen. Sie geschehen wiederum durch Cleantech VC.

Hier liegt das Paradoxon: Kapitalmärkte haben soziale verantwortungsbewusste Produkte herausgebracht, damit jeder an der Nachhaltigkeit Anteil haben kann, insbesondere Pensionskassen, die für die Zukunft ihrer Beitragszahler sorgen. Gleichzeitig versperren sie sich gegen Investments in Projekten, Unternehmen oder VC-Fonds, die (noch) keinen Platz am Kapitalmarkt haben, und die jedoch Urkomponente der Nachhaltigkeit darstellen.

Welche Perspektiven ergeben sich dadurch?

Forcierung des Börsengangs für Cleantech Unternehmen, selbst wenn sie nicht börsenreif sind? Gibt es hybride Investment-Vehikel, die es dennoch schaffen Cleantech-Investments in private Projekte und Unternehmen mit Handelbarkeit und Transparenz zu vereinbaren? Sind sie das Modell künftiger SRI-Fonds? Werden wir eine Wiederholung des US-Phänomens sehen, in dem traditionelle VC-Fonds versuchen, Innovationen in Cleantech abzudecken? Wäre dies gut für die Unternehmen, die Risikokapital suchen? Kann Europa dadurch die Lissabon Vision einer nachhaltigen Wirtschaft umsetzen ?

Die Tatsache, dass die SRI-Fachverbände erst 2006 bzw. 2007 Studien zu nicht-börslichen Anlageinstrumenten bzw. nachhaltigem VC veröffentlichen, ist bezeichnend für den Informations- und Handlungsbedarf der SRI Investment Community und für die Aktualität unserer vorliegenden Arbeit¹.

¹ Siehe Bibliographie unter UKSIF und EUROSIF

2. Venture Capital

2.1. VC als Unternehmensfinanzierung

Venture Capital ist ein spezifisches Instrument der Unternehmensfinanzierung. Es handelt sich hierbei um Eigenkapital. Als Gegenleistung für haftendes, bar eingebrachtes Eigenkapital werden Anteile bzw. Aktien übernommen oder gekauft. Der VC-Geber wird somit Miteigentümer des Unternehmens und partizipiert dadurch auch am (Miss-) Erfolg des Wirtschaftens.

Ein VC-Geber geht insofern ein besonderes Risiko ein, dass erstens seine Eigenkapital-Einlage nicht besichert ist, zweitens die positive Entwicklung des Unternehmens nicht garantiert werden kann und drittens anstatt eines abschätzbaren und ggf. renditeorientierten Projektes ein gesamtes risikobehaftetes Vorhaben (Unternehmung) finanziert wird. Daher ist ein VC-Investment mittel- bzw. langfristig ausgelegt. Es wird gelegentlich als geduldiges („patient“) Kapital bezeichnet. Über den Investitionszeitraum muss das Unternehmen öfters nachfinanziert werden, insbesondere bei High-tech und jungen Unternehmen, die hohe Forschungs- und Entwicklungsausgaben sowie Expansionspläne haben.

Es ist üblich, weitere VC-Fonds ins Boot zu holen, die Co-Investoren genannt werden. Deshalb ist es wichtig, eine VC Landschaft mit zahlreichen Akteuren zu haben, die mit einer typischen langfristigen Fondsstruktur ausgestattet sind. Nur so kann VC als Investitionskapital ohne Rückzahlungsdruck betrachtet werden und somit im Sinne einer langfristigen Entwicklung des Beteiligungsunternehmens wirken.

Venture Capitalisten streben eine Veräußerung („Exit“) ihrer Beteiligung mit Zugewinn an. Solche Exits ermöglichen einen Kapital-Rückfluss an die Anleger der VC-Fonds. Ein Exit findet statt, wenn das gesamte Unternehmen veräußert wird. Ebenfalls wird dies durch die Handelbarkeit der Aktien ermöglicht, typischerweise im Rahmen einer Börsennotierung. Ein VC erwartet sein Capital-Gain nach 3 bis 7 Jahren.

Das sind – grob zusammengefasst – die Spielregeln des VC-Geschäftes. Venture Capital ist kein informelles Eigenkapital-Instrument sondern professionalisiertes Eigenkapital mit etablierter Praxis. Hierdurch unterscheidet es sich von Finanzierung durch Business Angels oder „Friends and Family“, die außerdem keiner Berufsorganisation angehören. VC Gesellschaften haben, sowohl national als international², ihren eigenen Verband.

² BVK (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften), EVCA (European Venture Capital Association)

| Venture Capital und kritische Unternehmensphasen | | | | | | |
|--|---|---|--|---|--|--|
| Venture Capital Phasen | Early-Stage | | | expansion stage | exit | |
| | seed financing | start-up financing | first stage financing | | | |
| Unternehmensphase | Erstellung des Produktkonzeptes | Gründung des Unternehmens | Aufnahme der Produktion | Aus- & Aufbau der Vertriebskanäle | | |
| | Ideenüberprüfung | Fortentwicklung des Produktes | Markteinführung | | | |
| | Unternehmenskonzeption | Produktionsvorbereitung | erste Verkaufserfolge | | Erweiterung des Produktions- und Vertriebssystems | |
| Gewinn | Marktanalyse | detailliertes Marketingkonzept | | | Ausnutzung des Marktpotentials | |
| Verlust | | <div style="border: 1px solid red; padding: 2px; display: inline-block;">Verlustphase</div> | | | | |
| Auftretende Probleme | Schwierigkeiten bei der Einschätzung von Idee & Markt | Suche geeigneter Führungskräfte | allgemeines Mißtrauen der Kapitalgeber | Suche nach geeignetem Fremdkapital | Aufkommen der Konkurrenz | |
| | | | Suche geeignetes Personals | Aufbau eines Images in der Öffentlichkeit | Organisationsschwierigkeiten beim Erreichen neuer Größenordnungen des Unternehmens | |

Abbildung 1: Phasen von Venture Capital (Quelle: NRW Bank)

Je früher eingestiegen wird, desto höher ist das Risiko für den VC-Geber. Für junge, innovative Unternehmen, die noch kein Produkt absetzen, ist VC das einzige „freie marktwirtschaftliche“ Finanzierungsmittel, was zugänglich ist. Solche Unternehmen bekommen kein Fremdkapital, weil keine regelmäßigen Cash-Zuflüsse erwirtschaftet werden, die den Kapaldienst bedienen könnten. Sie finanzieren sich häufig über Forschungs- und übrige Fördermittel. In diesem Kontext werden sie durch VC mit den Anforderungen der Privatmarktwirtschaft konfrontiert, oder gar diszipliniert. „Angel Capital“ stellt eine Alternative dar: es verläuft jedoch unstrukturiert und ad-hoc. Zur Finanzierung von Konzepten oder Geschäftsideen bis zur VC-Reife, kann jedoch Angel Capital einen sinnvollen Beitrag leisten (Benjamin 2005).

2.2. VC als Business Model

Warum ist VC wirtschaftlich überhaupt attraktiv? Wie von Kortum & Lerner (2000) sowie vielen anderen Quellen dokumentiert, trägt VC wesentlich zum ökonomischen Wachstum bei: EVCA (2004) ermittelte, dass VC in Europa zu 0,1% des europäischen Bruttosozialproduktes beitrug. Hierbei ist unter den Ländern zu differenzieren: Deutschland liege deutlich hinter Großbritannien, Schweden und Frankreich³, bis um das 7-fache weniger.

In USA ist die Bedeutung von VC noch ausgeprägter: die Rendite von VC Investments ist langfristig betrachtet, höher als bei börsennotierten Aktien. Das CISDM der University of Massachusetts⁴ zeigt deutlich auf, wie über den Zeitraum 1990-2005 der VC-Index den des S&P 500 um fast 100% übertrifft (CISDM 2006). Die Erfolge der VC-finanzierten IT Unternehmen Yahoo, Google, Apple, Sun, u.a. sind bekannt.

³ Börsenzeitung 29.4.2005

⁴ URL: <http://cisdm.som.umass.edu/> [20.11.2006]

Sicherlich ist Unternehmertum die Voraussetzung (Audretsch & Thurik 2001), aber dies wird aus makro-ökonomischer Sicht desto effektiver, wenn es von VC begleitet wird. Porter & Stern (2004) bestätigen, dass VC neben anderen Faktoren eine wichtige Rolle bei der Innovationsfähigkeit spielt, und dass Innovation bei der Wettbewerbsfähigkeit moderner Wirtschaften der Faktor schlechthin sei.

Neben makro-ökonomischen Betrachtungen sind es die intrinsischen Eigenschaften des Geschäftsmodells von VC, die es für seine Akteure attraktiv machen. VC finanziert Unternehmen, die

- a) sich in Wachstumsbranchen befinden; die Nachfrage nach deren Leistung oder Produkt wird immer stärker
- b) innovativ oder hoch-technologisch sind; dadurch entsteht ein Angebot, was vergleichsweise wettbewerbsfähiger ist, oder es wird sogar einen Markt ex nihilo kreiert
- c) Kostenstrukturen aufweisen, die nicht linear sind; eine Umsatzentwicklung zieht nicht gleich eine ähnliche Kostenentwicklung nach sich
- d) das Eigenkapital zwecks Schaffung von Intellectual Property, Know-How oder Marktanteile einsetzen.

Des Weiteren soll der Hebel einer VC-Finanzierung bedeutend sein: hier geht es nicht um Liquidität für das laufende Geschäft, sondern um die Bereitstellung von Kapital zu dem Zeitpunkt, an dem diese Kapitalspritze eine möglichst große Wirkung entfalten kann. Ein VC-Geber versucht gerade mit wenig Mitteln zum großen Sprung zu verhelfen. Inkrementelle Veränderung sind somit weniger attraktiv als radikale Innovationen oder Neuausrichtungen. Die besten VCs suchen die Geschäftsidee, die zum Paradigmenwechsel führen kann. Deshalb eignen sich Technologieunternehmen am besten für VC. Die größten Erfolge des VC-Geschäftes sind eben bislang in den Branchen IT, Telekommunikation und Biotechnologie zu finden. Durch VC konnten oligopolistische Strukturen jener Branchen aufgebrochen werden. So expandierten dank neuer Impulse die Branchen massiv. Genauso würde es in der Energiewirtschaft funktionieren, wenn umwelt-orientiertes VC zur Verfügung stehen würde (siehe Kapitel Umwelt-orientiertes VC).

Das VC-Geschäftsmodell erwartet für einen gegebenen Einsatz eine exponentielle anstatt lineare Wirkung. Üblicherweise gehört zum Modell, die Fertigstellung (und somit Besitz) von „Intellectual Property“ (geistiges Eigentum) im Beteiligungsunternehmen. Dieses Intellectual Property, und dies ist einer der Hauptattraktionen von VC, kann dann

- a) vom Beteiligungsunternehmen selbst eingesetzt
- b) an Dritte lizenziert, oder

c) veräußert,

werden.

Die Schaffung des Intellectual Property ist eines der grössten Ziele bei der Finanzierung eines Technologieunternehmens, da sie den Schlüssel zu obigen Optionen bildet. Das Unternehmen und seine Kapitalgeber bleiben dadurch flexibel, um sich an gewisse Konstellationen, die den Markt bzw. das Unternehmen betreffen, anzupassen.

Option a) erfordert das ganze Wagnis des Unternehmensaufbaus und entsprechenden Kapitalbedarf

Option b) ist eine duale Strategie, die es ermöglicht, Märkte direkt zu bearbeiten sowie diejenigen zu erschliessen, wo man selbst nicht präsent ist

Option c) ist das Pendant zu a), wodurch Risiken aber auch „Zukunftschancen“ minimiert werden; diese ist trotzdem eine verfolungswürdige Option, wenn wenig Aussichten auf Unternehmensaufbau gegeben sind (z.B. Forscher-Team ohne unternehmerische Fähigkeit).

Darüber hinaus spielt das zeitliche und ideelle Engagement des VC-Gebers eine wichtige Rolle in der Entwicklung eines jungen Unternehmens: im Rahmen der so genannten hands-on Betreuung des Venture Capitalisten bringt er

- strategische Überlegungen
- Management-Tools
- Rekrutierungsvorschläge
- Absatzpotential

und umfangreiches Business-Know How ein (Pümpin et al. 2005).

VC unterscheidet sich vom informellen Wagniskapital wie z.B. Business Angels, durch die Konstitution eines Portfolios, das der Risikodiversifikation dient. Dies ist besonders wichtig, wenn ein VC als Fonds operativ tätig ist. Dabei ist auf die Anlegerstruktur des Fonds zu achten. Professionelles VC ist fast immer als Fonds konzipiert, der Geld von Anlegern einsammelt und später, je nach Erfolg, wieder ausschüttet (Caselli 2004). Eine Ausnahme bildet „corporate venture capital“, d.h. VC das durch einen Konzern betrieben wird: hierbei werden Gelder des Konzerns und nicht das Geld fremder Dritter investiert.

Je nach Fondsvolumen strebt ein VC-Fonds ein Portfolio von 5 Beteiligungen aufwärts an; übliche Zahlen liegen zwischen 10 und 20. Diese Beteiligungen werden in der ersten Hälfte der Lebensdauer des Fonds eingegangen. Bei Frühphasen-Finanzierungen ist es nicht ungewöhnlich, dass die Beteiligung ausfällt bzw. völlig abgeschrieben wird. Dies wird

wiederum durch einen signifikanten Capital-Gain einzelner Portfolio-Unternehmen wettgemacht.

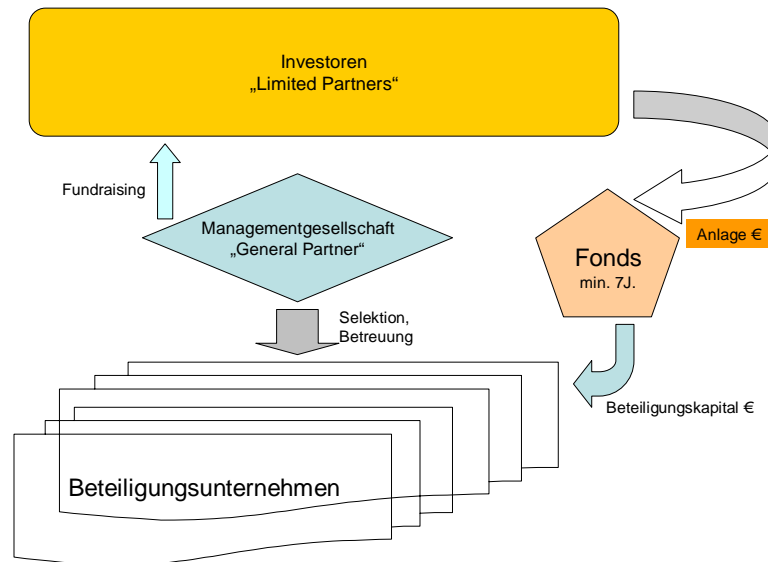


Abbildung 2: Struktur und Finanzierung eines VC-Fonds

Wichtig an dieser Stelle sind zwei Elemente:

- der Fonds ist geschlossen, d.h. die Anteile sind nicht fungibel; die Anzahl der Anleger sowie das Gesamtvolumen des Fonds sind begrenzt; es herrscht Transparenz über Namen und Anlagesumme der Investoren, die sich ohnehin vertraglich engagieren.
- Die lange Laufzeit ist für die Finanzierung von technologischen Innovationen erheblich, so dass diese die notwendige Marktreife sowie -penetration erzielen können. Das Eingehen der Beteiligungen findet normalerweise in der ersten Hälfte der Laufzeit des Fonds statt. Die zweite Hälfte der Lebensdauer des Fonds befasst sich mit weiterer Finanzierung der Beteiligungen bzw. mit ihrer Veräußerung. Das letztere ist die Voraussetzung für die Rückzahlung der Anlage. VC-Fonds lassen sich durch den „Capital Gains“ bzw. „Cash-on-Cash Return“ evaluieren; dies ist das Resultat folgender Gleichung:

$$\sum \text{Veräußerungserlöse} - \sum \text{eingesetztes Kapital} - \sum \text{Management-Gebühren}$$
 Dieses Resultat lässt sich durch das Fondsvolumen dividieren, um den sogenannten „Multiple“ zu ermitteln, d.h. der Faktor des eingesetzten Kapitals. Ein guter Fonds sollte mindestens einen Multiple von 3 ausweisen können.

Führende VC-Fonds schaffen es, mit einer oder zwei Beteiligungen das gesamte angelegte Capital zurückzuzahlen. Nur ein Portfolio-Ansatz kann von solchen Unwägbarkeiten bzw.

Geschäftspraktiken profitieren. Die Praxis der Syndizierung, d.h. dass Beteiligungen mit anderen VC-Fonds eingegangen werden, ermöglicht es, das Kapital des Fonds zu strecken und somit ein diversifiziertes Portfolio zu etablieren. Solche Co-Investments sorgen auch für eine Risikominimierung, insofern dass sich der VC-Fonds seine Investmententscheidung durch einen zusätzlichen VC bestätigen und einen Teil des Finanzierungsvolumen tragen lässt. Co-Investing ist eine Besonderheit des VC-Geschäftes, wo man gleichzeitig Partner und Konkurrent anderer VC-Fonds ist. Man braucht den anderen, um seine Beteiligung weiter zu finanzieren, dennoch versucht man sich durch besseren Zugang zu neuen Engagements („Deals“) oder durch Aushandlung besserer Konditionen, die die eventuelle Rendite vergleichsweise erhöhen sollte, von der Konkurrenz abzukoppeln.

VC-Investments bringen hohe Transaktionskosten mit sich: aufgrund des innovativen Charakters des zu finanzierenden Unternehmens bzw. der Schaffung neuer Märkte, müssen Evaluierungen mit nicht existierenden Daten umgehen. Individuelle Abschätzungen der VC-Geber zum Markt, Produkt, Technologie und Unternehmer tragen zu höheren Kosten als in etablierten (und transparenteren) Märkten bei (Schefczyk 2000). Während eine rationale Entscheidungsgrundlage angestrebt wird, z.B. durch Assoziation oder Analogie wenn keine Daten vorhanden sind, entscheiden manche erfahrene VCs auch nach „Bauchgefühl“. Der Portfolio-Ansatz ermöglicht ein solches Wagnis.

2.3. VC als Assetklasse bzw. als Investmentprodukt

Venture Capital wird unter dem Überbegriff Private Equity subsumiert, da es sich um nicht-öffentliches Eigenkapital handelt. Private Equity schließt ebenfalls Eigenkapital für reifere Unternehmen ein, das auch im Rahmen eines majoritären Erwerbs („Buy-outs“) sowie minoritärer Beteiligung investiert wird.

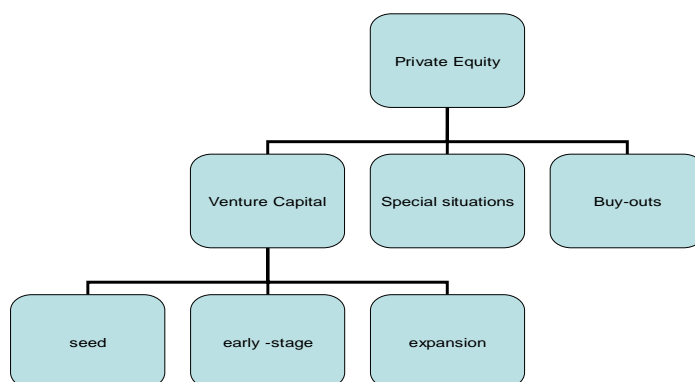


Abbildung 3: Segmentierung von Private Equity (nach Caselli 2004)

Jeder professionelle Anleger führt eine „Asset-Allokation“ durch, in welcher er sein Vermögen unter diversen Anlageformen („Assets“) verteilt. Jene Asset-Allokation soll der Finanzplanung des Anlegers angepasst werden. Sie soll Rendite sowie Risiken berücksichtigen (Reilly 2003). Mittlerweile ist die Diversifikation eines Asset-Portfolios nach der Theorie von Markowitz⁵ ein erforderlicher Grundsatz jedweder Anlagestrategie.

Assets werden nach ihren Sicherheits- und Fungibilitätseigenschaften eingestuft. Am oberen Ende der Skala befinden sich Bundesschatzbriefe, US Treasury Bills und am unteren Ende Private Equity. Dazwischen liegen Anleihen und Aktien.

Die Charakteristika von Private Equity als Assetklasse sind u.a. eine fehlende Fungibilität. Dies ist desto mehr der Fall, wenn Private Equity oder Venture Capital in Form eines geschlossenen Fonds angeboten wird. Da diese Assetklasse aus unternehmerischen Beteiligungen besteht, bietet sie ex-ante wenig Prognosesicherheit bezüglich Rendite. Die Historie der zwar relativ jungen Private Equity Branche (etwa 25 Jahre) zeigt jedoch, dass diese eine der renditestärksten Anlageformen ist.

Die Varianz ist allerdings bedeutend (vgl. EVCA Jahresberichte) und hängt von Faktoren ab wie

- Jahrgang der Auflage des Fonds („vintage“)
- Untergruppe (Venture Capital, Buy-out, Special Situations)
- Industriesektor (IT, Biotechnologie, old economy)
- Management team

Wer sind die typischen Anleger in dieser Assetklasse? Es sind institutionelle Investoren, die ausreichende Assets verwalten, so dass eine Allokation an Private Equity überhaupt in Frage kommt. Die Zeichnungssummen liegen üblicherweise im siebenstelligen Bereich. Daher investieren in VC/Private Equity keine Individuen, sondern Pensionsfonds, Versicherungsunternehmen, Banken, Vermögensverwaltungen und Stiftungen.

Erfolgreiche Anleger in dieser Assetklasse müssen daher die o.g. Faktoren richtig evaluieren können. Sie bestehen aus weichen Aspekten, die eine reine quantitative Analyse, wie sie sonst am Kapitalmarkt möglich ist, kaum erschließen kann.

Die Konsequenz aus den Charakteristika von Private Equity ist, dass dieser Assetklasse eine geringe Allokation zugewiesen wird. Selbst bei erfahrenen und hoch entwickelten US institutionellen Investoren macht sie 5 bis 10% eines gesamten Portefeuilles aus. In Deutschland ist die Allokation besonders gering, weil kulturell anders mit gewissen Assets umgegangen wird (z.B. deutsche Pensionskassen investieren nur 8% in Aktien verglichen mit 75% in Großbritannien), bzw. institutionelle Investoren mit strengen gesetzlichen

⁵ „Portfolio Selection: efficient diversification of investments“, 1959

Auflagen konfrontiert sind: bei Versicherungsunternehmen 20% Maximum für Aktien überhaupt (Reilly 2003). Wenn die Allokationsquoten für börsennotierte Aktien so niedrig sind, bleibt der Kapitalzugang für ausserbörsliche Anlagen wie VC Fonds äußerst schwierig.

Diese Kapitalunterdeckung am Anfang der Finanzierungskette in Deutschland, also beim Kapitaleinsammeln für VC-Fonds, breitet sich makroökonomisch aus, insofern dass viele innovative unternehmerische Vorhaben mangels Risikokapital schlichtweg nicht finanziert werden. Dabei ist die Assetklasse für Anleger nicht unattraktiv, insbesondere wenn sie diese Varianz durch eine Dachfondsstruktur mindern (Weidig 2004). Dabei wird in 5 bis 10 VC/PE Fonds durch einen Dachfonds investiert und das Risiko somit über mehrere Jahrgänge, Untergruppen und Management Teams gestreut. Weidig zeigt, dass das Risiko des totalen Ausfalls somit quasi null ist.

Des Weiteren ist das VC Geschäft zwar nicht so transparent wie im börsennotierten Bereich, es bestehen trotzdem Regeln, inklusiv „corporate governance“. Die Zeichnung eines VC-Fonds beinhaltet ein umfangreiches Vertragswerk und das Management hat Reportingpflichten zu erfüllen (mindestens halbjährlich). Beteiligungen werden meist mit Co-Investoren eingegangen, d.h. mit anderen VC-Fonds: hierdurch wird sichergestellt, dass ausreichendes Kapital ein gutes Unternehmen finanzieren kann und dass sich ein weiterer professioneller Investor für das Unternehmen einsetzt. Das Management eines VC-Fonds ist ohnehin daran interessiert, dass seine Erfolge bekannt gemacht werden. Dieses Marketing ist sowohl nach außen (Unternehmer) als auch nach innen (Investoren) gerichtet: durch lukrative Veräußerung seiner Engagements („Exits“) zeigt das Management des Fonds, dass sie

- 1.) das richtige Unternehmen identifiziert haben
- 2.) einen Beitrag zum Wachstum geleistet haben
- 3.) ein Return on Investment der Investoren erwirtschaftet haben

und erhofft sich dadurch einen besseren Dealflow einerseits und weiteres Kapital von institutionellen Investoren andererseits.

Ist die Börsennotierung sämtlicher Portfoliounternehmen eine Alternative?

Viele Gründe sprechen dafür, eine *geschlossene*, auf 7 bis 10 Jahren gerichtete Fondsstruktur, weiterhin zu verwenden:

- VC investiert zunächst in Firmen, die eben nicht börsenreif sind. Dafür braucht man einen langen Atem. Fast jedes VC-Portfolio wird mit insolventen Beteiligungen konfrontiert. Eine Fondsstruktur schützt insbesondere Kleinanleger.

- Solche Firmen haben hohe Forschungs- und Entwicklungsausgaben bzw. Marktausbaukosten, die dazu führen, dass sie etwaige Gewinne nicht auszuschütten, sondern reinvestieren müssen
- Der Unternehmenswert bei Firmen, die noch keine Produkte absetzen bzw. deren Potential in F&E liegt, ist schwierig abzubilden. Der Handel würde somit eingeschränkt werden.
- Den Reportingpflichten wären kleinen Unternehmen kaum gewachsen. Sie sind auf die Betreuung durch einen professionellen Investor angewiesen.

Alle jene Gründe sind mit Börsenanforderungen kaum kompatibel

Muss also diese Assetklasse so unfungibel bleiben? Es zeigt sich eine neue Tendenz am Markt, Private Equity dem Publikum zugänglich zu machen: Private Equity wird durch Managementgesellschaften oder durch Fonds an die Börse gebracht. Börsennotiertes Private Equity ermöglicht für beide Seiten einen leichteren Kapitalzugang: während Kleinanleger bislang kaum Zugang zu jener Assetklasse hatten, wird dies durch ein notiertes Vehikel möglich. Umgekehrt ist die Kapitalbeschaffung für einen Fonds dadurch erleichtert (Caselli 2004). Ein Paradebeispiel hierfür ist der Börsengang 2006 von KKR, eine der bekanntesten Fonds Management Gesellschaften für Buy-Outs. Buy-Out ist jedoch risikoarmer als VC, weshalb eine geschlossene Struktur für VC zu präferieren ist. Ein gelisteter VC-Fonds, also „evergreen“, birgt das Risiko, nur unzureichende Mittel vom Kapitalmarkt einholen zu können, um eine Beteiligung rechtzeitig weiterzufinanzieren. Wenn man seine Beteiligung bei Kapitalerhöhung verwässern lässt oder, schlimmer noch, bei akutem Kapitalbedarf mangels Liquidität Insolvenz anmelden muss, kann Wert vernichtet werden.

2.4. Umwelt-orientiertes Venture Capital

Nachdem nun grob die Regeln des VC-Geschäftes dargestellt wurden, ist die Frage nach der Besonderheit des umwelt-orientierten Venture Capitals zu stellen. Warum gibt es so wenig davon?

Bis 2004 richtete sich das Augenmerk im VC-Bereich auf Branchen wie IT, Telekommunikation und „Life Sciences“ (Biotechnologie und Medizintechnik). Venture Capital für Umwelt- und Energietechnik spielte eine Nebenrolle⁶.

Aufgrund tief liegender Veränderungen auf den Energie- und Rohstoffmärkten sowie eine gewisse Sättigung des IT-Bereiches, gewinnt dieses Segment für Risikokapital immer mehr

⁶ Seitdem hat sich diese Situation gewendet: Cleantech war im 3.Quartal 2006 in Nordamerika, der drittstärkste Bereich für VC Investments mit US\$ 840 Mio. von insgesamt US\$ 6800 Mio. investiert laut dem Cleantech Venture Network.

an Bedeutung. Das „Cleantech Venture Network“⁷ hat für den gesamten Bereich, in welchem Technologien und Verfahren, die dazu führen, die Umwelt zu entlasten oder Ressourcen zu schonen (Regenerative Energien, neue industrielle Verfahren, Energie-Effizienz, weisse Biotechnologie (d.h. Enzyme, Bakterien, Kulturen, die Chemikalien substituieren), neue Werkstoffe) den Begriff „Cleantech“ geprägt.

Eigentlich kann VC durch die Finanzierung von Innovationen und jungen Unternehmen das in diesem Segment bewirken, was es in anderen oligopolistischen Sektoren erreicht hat.

Folgende Abbildung⁸ illustriert die Rolle, die VC bei der Aufspaltung gewisser Industriesektoren gespielt hat. Dabei hat VC maßgebend zur Entstehung neuer Unternehmen und zum Wachstum neuer Branchen beigetragen.



Venture Capital will work

VC has been a catalyst for change in other industries:

| Industry | Agent for change | VC |
|------------------------|--|----|
| Pharmaceuticals | Biotechnology | ✓ |
| Telecommunication | De-monopolisation Privatisation Internet | ✓ |
| Information Technology | Moore's Law Internet | ✓ |
| Energy & Manufacturing | De-monopolisation Climate change Environmental impact Resource efficiencies | ✓ |

© 2006 Axiom Venture Capital
www.axiomvc.com

11

Prognostiziert wird, dass VC genauso ein Reagent im Cleantech-Sektor sein wird, wie es in den IT, Telekommunikation und Pharma-Branchen war. Regenerative Energien führen bereits einen Wandel der Energiewirtschaft herbei. Die „Research“ Abteilungen führender Banken sind sich darüber einig, welche Marktwachstumschancen für erneuerbare Energie bevorstehen⁹.

Das Cleantech-Segment wurde jedoch aufgrund diverser Mythen von der VC-Branche bisher vernachlässigt.

Mythos 1: „die Kapitalintensität sei überdurchschnittlich groß“

Gewiss ist die materielle Anforderung an Cleantech höher als an IT. Laborausstattung, Maschinen, sogar Reinräume erfordern mehr Kapital als das Programmieren von Software.

Im Umkehrschluss ist jedoch die Markteintrittsbarriere desto höher, so dass ein technologischer Vorsprung besser zu verteidigen sei.

⁷ URL: <http://www.Cleantech.com> [20.11.2006]

⁸ Auszug aus der Investor-Präsentation eines umwelt-orientierten VC-Fonds

⁹ Siehe Research-Berichte: Deutsche Bank, Bear Stearns und Dresdner Bank

Ferner, wenn die Aussage gegenüber IT stimmen mag, bleibt sie falsch verglichen mit Biotechnologie, insbesondere wenn man unter „Kapital“ Produktzulassungskosten subsumiert. Wesentliche Ausgaben der „Drug discovery“ liegen in den klinischen Studien, die über Jahren hinweg dauern können und die für die Zulassung unabdingbar sind. Zudem ist das Resultat solcher Studien insoweit etwas binär, dass die Studie zu einem positiven wie negativen Ergebnis kommen kann.

Mythos 2: „wenig Innovation in Cleantech“

Dies ist länderspezifisch zu unterscheiden. In „Ingenieur geprägten“ Ländern wie Deutschland besteht sehr viel Innovation in diesem Sektor. Darüber hinaus sollte Innovation qualitativ und nicht unbedingt quantitativ gemessen werden. IT oder sogar Internet Innovationen können sehr schnell entstehen; die Hauptfrage ist jedoch, wie dauerhaft sind sie? Innovation in Cleantech ist meistens das Resultat jahrelanger Forschung und öfters mit einem Patent oder Schutzrecht belegt. Daher wird jene Innovation dauerhafter sein als eine, die schnell aufgrund niedriger Eintrittsbarrieren repliziert werden kann.

Mythos 3: „unattraktives Business Modell“

Das Geschäftsmodell von Cleantech-Unternehmen, die Technologie zwecks Regenerative Energie-Erzeugung entwickeln, ist ganz im Gegenteil höchst attraktiv: anstatt nur Technologielieferant zu sein, können solche Unternehmen sobald sie ihre erste Anlage errichtet haben, eigentlich als Energieproduzent fungieren (und garantierte Vergütungen in Ländern mit EEG¹⁰ erhalten). Sie haben somit die Wahl welche Rolle sie einnehmen wollen (Lieferant versus Produzent). Des Weiteren können sie zur Finanzierung weiterer Anlagen auf „Project Finance“ zurückgreifen, und somit ihren Kapitalbedarf schonen; durch Project Finance trägt sich die Anlage selbst¹¹. Solche Unternehmen generieren somit sofort Umsatz ohne die Unwägbarkeiten des Marketing und Vertriebes beschreiten zu müssen, die außerdem viel Kapital verschlingen. Vgl. (Wuestenhagen, Boehnke 2006)

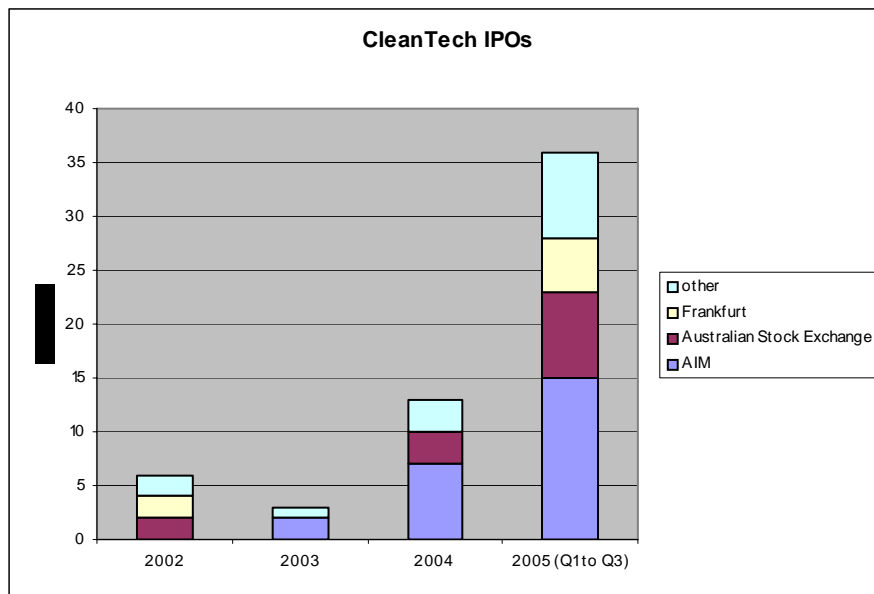
Mythos 4: „keine Exit-Kanäle“

Da die oligopolistische Struktur des Sektors aufgespaltet wird, ist man nicht mehr auf die wenigen Öl- und Energieversorgungsunternehmen als potentielle Käufer angewiesen. Ferner erweisen sich Börsenplätze als sehr geeignete Exitkanäle (siehe Grafik¹²).

¹⁰ Erneuerbare Energien Gesetz, die eine feste Vergütung dem Produzenten gewährleistet

¹¹ siehe Ocean Power Delivery Ltd URL: <http://www.opd.com> [20.11.2006]

¹² Basierend auf Daten von New Energy Finance u.a.



Manche Themen, die eine Umwelt- bzw. Nachhaltigkeitskomponente haben, wie „Lebensmittel mit Bio-Label“, „Gesundheit“, „fair-trade Handel“, werden außer Acht gelassen, weil sie sich für das VC-Geschäft kaum eignen.

Zusammenfassend kann über die Attraktivität von Cleantech als Investitionsfeld für VC in Europa folgendes gesagt werden:

Die Absatzmärkte sind die größten Märkte der Wirtschaft - allein Energieversorgung macht € 300 000 000 pro Jahr in der EU aus -, die Innovationsqualität ist signifikant, das Business-Modell ist attraktiv und die Exit-Kanäle sind vorhanden.

Cleantech VC sollte daher der Renner schlechthin sein!

Neben seiner finanziellen Attraktivität leistet Cleantech VC einen bedeutenden Beitrag zur Nachhaltigkeit. Wie sonst werden Erfolg versprechende Technologien, die die Umwelt entlasten, bis zur kommerzialisierbaren Reife finanziert? VC ist das effizienteste Instrument dafür (Plagge 2006). Energietechnologien sind einer der wichtigsten Faktoren einer Nachhaltigen Entwicklung im Norden wie im Süden. Gerade durch den Einsatz von „Solar Home Systems“ (solare Insel für geringen autonomen Strombedarf) erlangen dörfliche Bevölkerungen des Südens eine signifikante Erhöhung ihres Lebensstandards insbesondere was Gesundheit und Bildung anbetrifft.

2.5. Akteure

Bis Ende 2005 war die Anzahl reiner Cleantech VC Fonds in Europa äußerst gering. Darüber hinaus, muss man auf die Klassifizierung solcher Fonds und dabei auf ihre Unabhängigkeit achten.

Manche dürfen nicht als neutrale Akteure im VC Markt betrachtet werden: es sind

- so genannte corporate VC Fonds, d.h. ihr Kapital sowie Management Team entspringen einem Konzern (z.B. BASF VC)
- öffentlich finanzierte VC-Fonds (z.B. Carbon Trust)
- VC-Fonds im Familienbesitz

Solche Fonds sind nicht neutral, weil sie den üblichen Kriterien eines geschlossenen Fonds nicht unterliegen. Sie arbeiten im Interesse eines Konzerns bzw. einer Familie. Selbstverständlich bleiben sie für Kapitalmarkt-Anleger unzugänglich. Da sie ihr Kapital nicht von institutionellen Investoren einsammeln, haben sie nicht obligatorisch die Zwänge eine marktkonforme Rendite zu erwirtschaften.

Liste der Cleantech VC-Fonds in Europa:

[Cleantech PE funds in Europe \(31/12/2005\)](#)

| Manager | Location | Notes |
|-----------------------------|----------|---|
| SAM PE | CH | Generalist Cleantech |
| Good Energies | CH | Focus on Photovoltaic, family fund |
| Axiom Venture Capital | D | Generalist Cleantech, not yet operational |
| BASF VC | D | Corporate |
| Vattenfall Energy Ventures | D | Corporate |
| RWE Dynamics | D | Corporate |
| Target Partners * | D | Mostly IT |
| Technostart * | D | Partial focus |
| Siemens VC * | D | Corporate |
| E.on Venture Partners | D | Corporate |
| Conduit Ventures | GB | Focus on fuel cells |
| Carbon Trust | GB | UK government funded |
| Aloe group | GB | Focus on later stage, family fund |
| web ventures | GB | Generalist Cleantech, family fund |
| 3i * | GB | Some investments in Cleantech |
| Apax* | GB | Some investments in Cleantech |
| Zouk Ventures* | GB | Some investments in Cleantech |
| Environmental Technologies | GB | Generalist Cleantech, not yet operational |
| Planet Capital | NL | Generalist Cleantech, not yet operational |
| Triodos | NL | Corporate (bank) |
| Ecoventures | NL | Corporate |
| Sustainable Energy Ventures | B | Fully invested, non operational |
| Capricorn | B | Generalist Cleantech, not yet operational |
| TechFonds * | F | Partial focus |
| Demeter Partners | F | Generalist Cleantech, later stage only |
| Truffle Venture * | F | Focus on spin-offs |
| Emertec 3E | F | Generalist Cleantech, France only |
| BankInvest | DK | Corporate (bank) |
| Norsk Hydro Ventures | N | Corporate |
| Private Energy Market Fund | FIN | Renewable energy production |

Aus der Tabelle geht hervor, dass sich lediglich SAM Private Equity uneingeschränkt als unabhängiger „pure play“ geschlossener Fonds präsentieren konnte, der sich 100% auf „early-stage“ VC-Investments auf pan-europäischer Ebene konzentriert. Sämtliche anderen

VC-Players stellen kein dedizierte Cleantech-Orientierung dar, oder wenn doch, dann mit Einschränkungen (technologisch, geographisch oder nach Stage).

Hier wird insistiert auf professionelles VC. Im Markt gibt es auch einige seltene börsennotierte VC Gesellschaften, die aber ggf. unkonventionell agieren können und, die sich nicht den Maßstäben der institutionellen Investor Community unterziehen müssen. Ebenfalls betrifft dies VC Gesellschaften, die zwar als geschlossener Fonds fungieren, ihr Kapital jedoch von Privatanleger bekommen haben. Dabei haben sie sich auch keiner professionellen Untersuchung unterziehen müssen und sind nicht genehmigungspflichtig (Schneeweiss 1998). So versuchte zum Beispiel die Ökologik Ecovest AG, Cleantech VC mit wenig VC Kenntnissen zu betreiben, der letztlich zur Liquidation führte. Professionelle VC-Geber gewährleisten, dass der Usus der Branche angewendet wird.

Neben SAM PE versuchen neue VC Players in dieses Segment hineinzukommen: von den 4 aufgeführten Namen, sind 2 so genannte „First-time Funds“ und alle sowieso Neulinge in Cleantech. Jene „First-Time“ VC-Gesellschaften haben keinen kompletten Fonds-Zyklus (Auflegung, Investition, Veräußerung) hinter sich und können somit kein Erfolgsnachweis bringen.

Wenn also ein Investor in Cleantech VC investieren will, hat er lediglich die Auswahl zwischen SAM PE und Fonds, die zum ersten mal in Cleantech investieren. Viele lehnen jedoch das Risiko eines First-time Funds ab (European Venture Capital Journal 2002). Gleichzeitig beklagen sie sich paradoxerweise über fehlendes Angebot am Markt!

Die Schwierigkeiten für einen First-Time Fund, Kapital von Investoren einzusammeln, kumulieren sich mit dem Parameter Asset-Allokation. Von den potentiellen Investoren, die überhaupt Assets für VC/PE allokalieren, gehen nur die wenigsten das Risiko eines neuen Funds ein und dies außerdem in einem, was VC anbetrifft, neuen Segment.

Selbst eine Einrichtung wie der Europäische Investitions Fonds¹³, dessen Aufgabe es ist, in Venture Capital Fonds zu investieren, und der dafür Mittel der deutschen Bundesregierung sowie der EU erhalten hat, hatte bis Ende 2005 in noch keinen Cleantech VC fonds investiert. Die makroökonomische Fehlallokation ist eindeutig: Deutschland hat eine der stärksten Forschungslandschaft Europas, wenn nicht weltweit, in Cleantech. Die Mittelallokation aus institutionellen und staatlichen Quellen schaffen es jedoch nicht, einen dedizierten Cleantech VC Fonds auf die Sprünge zu helfen.

Wie kann man sonst Cleantech Venture Capital dazu verhelfen, Kapital einzusammeln damit cleantech Innovationen professionell finanziert werden können? Wie können junge Unternehmen und Nachhaltigkeit gefördert werden? Wer kann dazu beitragen die Lissabon Vision eines Europas als nachhaltige Wissensgesellschaft zu implementieren?

¹³ Jahresbericht 2006

Haben hier institutionelle Investoren nicht eine Rolle zu spielen?

3. Institutionelle Investoren

Institutionelle Investoren definiert man als Akteure der Finanzwirtschaft, die eine professionelle Verwaltung von Geldanlagen betreiben. Häufig gehören sie bzw. entspringen dem Bank- und Versicherungswesen. Ebenfalls können sie einer Branche angehören und den branchen- bzw. unternehmenszugehörigen Pensionsfonds verwalten.

Klassifizieren kann man sie wie folgt:

1. Institutionelle Investoren, die ihr Vermögen selbst verwalten („Asset owners“)
2. Institutionelle Investoren, die das Vermögen Dritter verwalten („Asset managers“)
3. Institutionelle Investoren, die Produkte auch für „nicht-professionelle“ Anleger offerieren, z.B. Publikumsfonds

Die Professionalität der letzten zwei liegt z. T. in der Fähigkeit, sowohl Verwaltungs- als auch Analysetätigkeiten durchzuführen. Sie betreiben ein aktives Portfoliomanagement neben der Analyse der Unternehmen und Märkte. Obige Akteure dürfen in Personalunion auch 2 und 3 gemeinsam betreiben: so erhält z.B. die schweizerische Bank Sarasin Mandate zwecks Verwaltung des (Teil-)Vermögens diverser Pensionsfonds und ist daneben auch Initiator und Manager des Fairinvest-Universal Publikumsfonds, der von jedermann gezeichnet werden kann.

Die Pensionswirtschaft ist neben dem Versicherungswesen einer der Hauptquellen des anzulegenden Vermögens. OECD-Länder haben Rentensysteme, die der Bevölkerung ein Einkommen im Rentenalter versprechen. Je nach Land wird dies öffentlich bzw. privatwirtschaftlich geregelt. Die private Vorsorge aus Zahlungen von Unternehmen sowie Einzelpersonen führt dazu, dass mächtige Pensionsfonds entstehen. Sie verwalten das Vermögen in Eigenregie oder vergeben - zwecks aktives Anlagemanagement - Mandate an Dritte. Mischformen existieren auch insofern je nach Assetklasse intern bzw. extern verwaltet wird. Die Pensionsfonds nehmen somit an oberster Stelle eine fiduziarische (treuhänderische) Rolle ein.

Wir erwähnen hierbei die besondere Bedeutung von Pensionsvermögen im Vergleich zu anderen Quellen, aufgrund 1. ihres Gewichtes (an erste Stelle), 2. ihre gesellschaftliche Zielsetzung, nämlich für die Zukunft zu sorgen. Letzteres ist besonders wahr bei staatlichen Pensionsfonds, die für die Zukunft einer gesamten Nation sorgen müssen. Selbst bei privaten Pensionsfonds, die sich primär um die Zukunft ihrer Beitragszahler kümmern, muss klar sein, dass jene in keinem hermetischen Umfeld leben werden.

Das Anlagevolumen aus Pensionsfonds betrug 2002 circa US\$ 7000 Milliarden in OECD Ländern und US\$ 2000 Milliarden in Europa¹⁴.

Kann man, angesichts der Milliarden, die für künftige Pensionsansprüche angelegt werden, ohne Rücksicht auf Nachhaltigkeit für die Zukunft investieren? Wenn Nachhaltigkeit nicht beachtet wird, womit werden dann die Pensionen in 30-40 Jahren bezahlt werden, und vor allem was wird man mit dem Einkommen noch machen können?

Gibt es daher unter den Institutionellen Investoren, welche, die die Nachhaltigkeit wahrnehmen und dementsprechend handeln? Mit welchen Instrumenten wird gehandelt?

Man muss zwischen nachfrageseitige und angebotsseitige *Akteure* unterscheiden:

1.) *Asset owners*, die Vermögen nach Nachhaltigkeitsprinzipien anlegen wollen; diese könnte man als *nachfrageseitiges* INSTITUTIONAL SRI bezeichnen.

Wie agieren sie?

- a. Einführung von SRI Prinzipien bei selbst verwalteten Anlagevermögen (z.B. *ethos*¹⁵, *ABP*¹⁶, *Universities Superannuation Scheme*¹⁷).
- b. Vergabe von Mandaten mit SRI Ausrichtung an klassische Asset Manager, die es dann unter gewissen Grundsätzen der Nachhaltigkeit anlegen

2.) *Asset managers*, die Vermögen Dritter unter Anwendung von Nachhaltigkeitsprinzipien managen; diese könnte man als *angebotseitiges* INSTITUTIONAL SRI bezeichnen

- a. ex-nihilo SRI-/Nachhaltigkeitsfondsmanager, z.B. *Triodos Bank*¹⁸, *SAM* (Sustainable Asset Management), die auch als Nachhaltigkeitspioniere oder „Pure Play“ zu betrachten wären
- b. traditionelle Asset Manager, die SRI-Mandate managen und, die ggf. ihre Offerte formalisiert haben und daraus ein Publikumsfonds entwickelt haben, z.B. *Henderson*
- c. „opportunistische“ Asset Manager, die ohne SRI-Mandat eines institutionellen Anlegers, ein Nachhaltigkeits-Publikumsfonds – aus Marketinggründen – etabliert haben, und die kein besonderes Nachhaltigkeitscredo aufweisen z.B. *Pioneer*

¹⁴ OECD Global Pension and Insurance statistics 2005

¹⁵ **Anlagenstiftung ethos für nachhaltige Entwicklung**

¹⁶ ABP Stichting Pensioen Fonds

¹⁷ URL: <http://www.usshq.co.uk> [20.11.2006]

¹⁸ URL: <http://www.triodos.nl>, www.sam-group.com [20.11.2006]

Darauf, dass die Definition von SRI Investment-Vehikel keineswegs leicht ist, weist selbst der europäische Dachverband, EUROSIF (European Social Investment Forum)¹⁹ hin. Er segmentiert sie wie folgt:

- „Mandates“
- „self-managed“
- „funds“, in welchen 90% des Anlagevolumens privater SRI Anleger zu finden

ist.

3.1. Was sind überhaupt Nachhaltigkeitsfonds und Socially Responsible Investment (“SRI”)?

SRI ist ein Mittel zum Zweck, nämlich Instrumente einer Anlagepolitik, um gleichzeitig eine Rendite zu erwirtschaften und die Nachhaltigkeit zu fördern.

SRI hat seine Wurzel in der ethischen Geldanlage: in den siebziger Jahren verlangten Anleger aus dem kirchlichen Bereich, dass ihr Vermögen, in gewisse Aktien nicht investiert wird. So entstanden die ersten „negativen Screenings“, die aus dem Anlageuniversum, Unternehmen der Branchen Rüstungsindustrie und Spirituosenherstellung ausschlossen. Heutzutage werden folgende Kriterien gewählt bzw. meist kombiniert, z.B. ethische Ausschlüsse UND „Best-in-class“:

Eine nützliche Übersicht liefert der folgende Auszug der EUROSIF „European SRI Study 2006“

| STRATEGY | DEFINITION |
|---|--|
| Ethical exclusions (ethische Ausschüsse) | This refers to exclusions where a large number of negative criteria and/or filters are applied (as opposed to just tobacco or weapons for example). |
| Positive screening | Seeking to invest in companies with a commitment to responsible business practices, or that produce positive products and/or services. Includes Best-in-class and Pioneer screening. |
| Best-in-class | Approach where the leading companies with regard to SEE ²⁰ criteria from portfolio.each |

¹⁹ Siehe European SRI Study 2006

| | |
|--|---|
| | individual sector or industry group are identified and included in the portfolio. |
| Pioneer screening /Thematic investment propositions | Thematic funds, based on ESG ²¹ issues such as the transition to sustainable development and a low carbon economy. May focus on sectors such as Water, Energy, etc. |
| Norms-based screening | Negative screening of companies according to their compliance with international standards and norms such as issued by OECD, ILO, UN, UNICEF, etc. |
| Simple screens / Simple exclusions | An approach that excludes a single given sector from a fund such as arms manufacture, publication of pornography, tobacco, animal testing, etc.). Simple screens also includes simple human rights screens (such as excluding Sudan or Myanmar) and Norms-based screening. |
| Engagement | Engagement is applied by some fund managers to encourage more responsible business practices and/or enhance investment returns. It relies on the influence of investors and the rights of ownership, and mainly takes the form of dialogue between investors and companies on issues of concern. Engagement may extend to voting practices. |
| Integration | The explicit inclusion by asset managers of CG / SEE-risk into traditional financial analysis. |

²⁰ „Social, environmental and ethical“ (soziale, umwelt- und ethische)

²¹ Environmental, social and corporate governance (ESG) bzw. Corporate Governance (CG)

Die Assetklasse, in welcher SRI-Portefeuilles angelegt werden, betrifft fast ausschließlich börsennotierte Aktiengesellschaften. Die Transparenz der öffentlichen Märkte sowie die Reporting und „Disclosure“-Pflichten, führen dazu, dass die oben genannten Kriterien leicht Anwendung finden.

Welche Aspekte der Nachhaltigkeit werden bei SRI-Vermögensanlagen berücksichtigt?

Es werden ethische, soziale und umweltrelevante Kriterien berücksichtigt. Eine Ausschau nach Unternehmen der Cleantech Branche könnte durch die Strategie „Pioneer screening“ bzw. „Positive screening“ erfolgen. Jene Strategiepfade zusammen mit ethischen Ausschlüssen sind diejenigen, wodurch Investments in Cleantech favorisiert werden könnten. Sie bilden das „Core SRI“. Es sind, laut EUROSIF, nunmehr € 105 Milliarden *Core SRI Assets*²², die aktiv in Europa gemanagt werden. In Deutschland beträgt die korrespondierende Zahl lediglich € 4,1 Milliarden, was weniger als 0,3% des gesamten verwalteten Anlagevolumens ausmacht. SRI Portefeuilles sind somit eine marginale Größe im Anlagengeschäft.

3.2. Welche Rolle können und sollen SRI Investoren spielen?

Mangels Literatur wurden Einblicke in die Strukturen und Denkweisen der SRI Community durch Interviews ausgewählter Akteure der Branche gewonnen (Liste im Anhang).

SRI Investoren beeinflussen sowohl das Verhalten börsennotierter Unternehmen als auch jenes der Finanzbranche (siehe Beispiele von Schneeweiss 1998²³). Manche Instrumente, die von SRI Investoren eingesetzt werden, z.B. Norms-based screenings, werden mittlerweile auch von traditionellen Finanzanalysten verwendet.

Durch ein Investment in Aktien können SRI-Investoren nur ex-post auf das Geschehen im Unternehmen reagieren. „Shareholder Engagement“ versucht aktiv an Themen heranzugehen, aber als 1% Aktionär oder ähnliches übt man zu wenig Einfluss aus. Als Vorreiter nachhaltiges Investieren im cotierten Anlagebereich, kann gewährleistet werden, dass Unternehmen, die als Modelle der Nachhaltigkeit fungieren, ausreichend finanziell versorgt werden. Eine Aktienanlage ist jedoch keine Kapitalzuführung. Letztere erfolgt im Rahmen von Kapitalerhöhungen: nachhaltige Unternehmen sind dann auf Kapitalmarkt-Investoren angewiesen, um frisches Kapital für ihre Entwicklung einzusammeln. Bei „Large Cap Stocks“²⁴ finden sie jedoch selten statt und dort wird aber das Gros des SRI-Vermögens

²² Zum 31.12.2005

²³ S.119-120

²⁴ Unternehmen mit einer Marktkapitalisierung > US\$ 5000 Million

angelegt²⁵. Solche Börsenwerte emittieren eher Anleihen, eine Assetklasse, in welcher SRI kaum präsent ist²⁶.

Dem Zweck, nachhaltige Unternehmen mit Kapital zu versorgen, wird somit kaum Rechnung getragen.

SRI-Investoren hätten jedoch eine essentielle Rolle bezüglich einer pro-aktiven Förderung der Nachhaltigkeit zu spielen. Mit den Milliarden, die derzeit eigentlich bloß „geparkt“ sind, könnte vieles, wenn sie pro-aktiv eingesetzt werden würden, bewegt werden:

Durch eine Anlagestrategie außerhalb der „Large Caps“ würde man das Wachstum des Anlageuniversums innerhalb der Börse herbeiführen: so entstünden mehr Börsentitel, die Best-in-class Kriterien zu erfüllen versuchen. Im britischen Markt sowie im deutschsprachigen Raum werden „small / „Mid-cap“ Aktien zunehmend ins Portefeuille aufgenommen (EUROSIF 2006).

Neben einer ausreichenden Finanzierung von nachhaltigen Unternehmen im cotierten Bereich, sollten SRI-Investoren dafür sorgen, dass neue nachhaltigkeitsorientierte Unternehmen überhaupt das Tageslicht erblicken. Hierbei geht es um die Bildung einer Pipeline von „sustainability stocks“, die an die Börse eingeführt werden (Figeac 2005). Je kleiner der öffentliche Kapitalmarkt, desto wichtiger ist der außerbörsliche Bereich. Daher müsste die SRI Investment Community den Weg auch im außerbörslichen Segment aufzeigen. Diesen Weg beschreitet z.B. der DAB Meridio Green Balance Fund, indem er bis 10% für Private Equity Beteiligungen allokiert; er hat somit in 3 außerbörsliche Unternehmen investiert, wovon 2 an der Börse eingeführt werden konnten.

Der Einfluss eines Finanzinvestors im außerbörslichen Segment (Private Equity) ist um einiges signifikanter als bei notierten Aktiengesellschaften: er fungiert durch die Höhe seiner Kapitalbeteiligung als einer der wesentlichen Gesellschafter des Unternehmens; an der Börse im Gegenteil sorgen Streubesitz, Transparenz und Fungibilität dafür, dass ein Finanzinvestor meist unwesentlicher Aktionär bleibt; selbst durch die Rolle des „shareholder Engagement“ kann er nicht das bewirken, was er als wesentlicher Gesellschafter kann. Im Sinne der Nachhaltigkeit kann somit ein Finanzinvestor darauf achten, dass Umwelt- bzw. Nachhaltigkeitsmanagementsysteme eingeführt werden. Schließlich finanziert er durch sein Beteiligungskapital solche Maßnahmen mit. Er ist bestens positioniert, um festzustellen, ob sein Beteiligungsunternehmen Corporate Social Responsibility Standards erfüllt und sich als solches verhält. Dies sollte auch bei einer Veräußerung seiner Anteile bzw. bei einer Börseneinführung ebenfalls förderlich sein, insofern, dass solche Managementsysteme

²⁵ Sogar zu 90% in Holland, Belgien und Spanien

²⁶ Belgien bildet hierbei eine Ausnahme: Anleihen werden systematisch von den SRI-Fonds in Betracht gezogen (Eurosif SRI Study 2006)

bereits implementiert worden wären und keine Ausgaben für deren Etablierung ex-nihilo entstehen würden²⁷.

ABER die Finanzierung junger Unternehmen und überhaupt außerbörslicher Aktivitäten lassen kaum SRI-Portefeuilles qua Statuten zu. Das Anlageuniversum ist so festgelegt, dass Fungibilität essentiell ist. SRI-Fondsmanager bieten Fonds Anteile zum An- und Verkauf täglich oder spätestens monatlich an. Somit ist kein Platz für einen Titel innerhalb des Portefeuilles, etwa einer Beteiligung an einem privaten Unternehmen oder gar an einem VC-Fonds bestehend aus 15 solcher Beteiligungen, dessen Wert durch komplexe und unterschiedliche Bewertungsverfahren zu ermitteln wäre. Eine Ausnahme bilden hier Luxemburg-cotierte SICAV (Fonds), die nach Genehmigung der örtlichen Börsenaufsichtsbehörde bis zu 10% in außerbörslichen Investments anlegen dürfen. Die Bewertung solcher Investments kann auch zum Buchwert erfolgen.

3.3. Was kann man speziell im Bereich Cleantech mit SRI bewirken?

Theoretisch könnte man auch bei Börsenunternehmen vieles bewirken, insbesondere wenn man außerhalb der Large Caps investieren würde. Viele Unternehmen aus der Branche Regenerative Energie (RE) sind in den letzten Jahren an der Börse aufgenommen worden, und benötigen frisches Kapital für die weitere Expansion. Diese Börsenwerte umfassen Fabrikanten (z.B. von Solarmodulen) sowie Betreiber von RE-Anlagen (z. B. Windparks).

Praktisch sieht es aber anders aus: mit nur 9% des SRI Volumens im deutschsprachigen Raum „rangieren Investitionen in Unternehmen und Branchen, die Pioniere in ökologischen und sozialen Fragen darstellen, auf dem letzten Platz der Anlagestrategien“²⁸.

Privatanleger bewirken eigentlich viel mehr durch die Zeichnung geschlossener Fonds, die ein RE-Vorhaben finanzieren (meistens Windparks): in Deutschland haben sie in den Jahren 1998 und 2004 im Durchschnitt € 290 Mio. in solchen Anlagen getätigt²⁹. Die steuerlichen Vergünstigungen geschlossener Fonds trugen gewiss dazu bei. Der Bereich Cleantech/RE spielt auch in diesem Bereich eine untergeordnete Rolle: weniger als 3% sämtlicher Platzierungserlöse.

²⁷ Dies wäre eine empirische Untersuchung wert, wie unter einem „Peer-Group“ von IPO-Unternehmen, Diskontierungen aufgrund fehlender Umweltmanagementsysteme vorgenommen werden

²⁸ „Statusbericht Nachhaltige Geldanlagen 2005“, s.8

²⁹ Verband Geschlossener Fonds e.V., Daten von 26 Initiatoren

3.4. Weshalb gibt es angebotseitig kaum SRI in Private Equity?

Wenn Nachhaltigkeitsfonds allein in Holland €47 Milliarden an Core SRI Assets³⁰ verwalten, warum entsteht konkret kein Angebot, um etwas davon an nachhaltiges PE/VC zu allokkieren?

Es entsteht natürlich eine Wechselwirkung zwischen Nachfrage und Angebot.

Nachfrageseitig sind institutionelle Anleger an das Produkt Private Equity nicht gewöhnt:

- Es macht zwischen 0 und 10% ihrer Asset Allokation aus.
- Das Instrumentarium für die Analyse und Auswahl der Offerte bzw. der Player weicht von jenem für öffentliche Kapitalmärkte signifikant ab. Die Transparenz und Segmentierung des Angebotes ist undurchsichtig. PE-Fondsmanager veröffentlichen keine Berichte für Dritte; nur die Anleger des jeweiligen Investmentvehikels erhalten den entsprechenden Fondsbericht. Somit haben Asset Owners wenig *Kompetenz* Private Equity Fonds zu evaluieren und dann auszuwählen.
 - Die Monitoringsaufgabe kommt hinzu: Engagements in solchen Fonds haben eine Lebensdauer von 7 bis 10 Jahren: es finden über die Zeit Kapitalabrufe sowie Rückzahlungen statt. Dies muss alles beim Anleger verwaltet werden und beansprucht eine Controlling-Stelle bzw. ein Back-Office.
 - Der Einstiegsbetrag ist relativ hoch (zwischen € 1 und € 5 Mio. pro Fonds); eine geeignete Streuung unter mehreren Fonds erfordert somit über € 10 bis € 20 Mio. allein für die Private Equity Assetklasse. Wenn diese Assetklasse 5% der Asset-Allokation ausmachen sollte, dann muss das gesamte Anlagevermögen mindestens € 200 Mio. betragen. Solche Volumina sind für viele Stiftungen z.B. nicht darstellbar. Ein Private Equity Dachfonds ermöglicht durch Aggregation den Einstieg bei niedrigerem Anlagevolumen. Die Offerte solcher Dachfonds beinhaltet aber wenig Nachhaltiges (Ausnahme Robeco, siehe unten).

Jene Faktoren bremsen somit die Nachfrage. Und wenn die SRI-Allokation der Asset owners für den *Aktienbereich* so gering ausfällt, wie soll sie überhaupt für Private Equity zustande kommen!

Diese Aussagen stützen sich auf Interviews mit bedeutenden Akteuren des SRI Fondsmanagements (Henderson, SAM, Generation IM, ethos, Ethik) bzw. mit Organisationen, die die Branche vertreten oder beraten (UKSIF, Mercer). Eine Liste der

³⁰ EUROSIF 2006, s.27

Interviews befindet sich im Anhang. Alle bestätigen auch die strukturellen Gegebenheiten solcher Institutionellen Investoren: Metiers im Asset Management seien stark unterschiedlich ... jede trage eine Verantwortung nach Produktparte (Anleihen versus Aktien versus Private Equity) und nicht nach einem Thema wie Nachhaltigkeit. Die Ausdehnung von SRI auf andere Assetklassen sei noch Zukunftsmusik. Um Asset Owners jedoch darauf zu sensibilisieren, veröffentlichte UKSIF (UK Social Investment Forum) neulich zwei Berichte hierüber:

Sowohl „*Discovering New SRI Institutional Investment Opportunities*“ als auch „*Responsible approaches to non-equity investments*“ zeigen auf, wie u. a. Cleantech Private Equity bzw. VC, ein geeignetes Anlageprodukt sein können.

Um eine europaweite Leserschaft unter SRI-Akteuren zu erreichen, veröffentlicht EUROSIF demnächst eine Studie zu *Venture Capital für die Nachhaltigkeit*³¹.

Die Diversifikation eines SRI-Portefeuilles über einen strikten Aktienansatz hinaus, würde zudem eine Risikoreduktion mit sich bringen. Die Ergänzung von Aktien durch festverzinsliche Papier sowie Private Equity würde den Risikodiversifikationsprinzipien von Markowitz entsprechen. Das Renditeprofil von Private Equity Investments ist von dem des Aktienbereiches dekorreliert bzw. moderat korreliert (CISDM 2006). Somit wäre es allein aus Renditeoptimierungssichten, empfehlenswert für SRI-Investoren in Private Equity zu investieren.

Selbst wenn die Nachfrage *prima facie* bescheidend war, hat Robeco, eine Tochtergesellschaft der großen niederländischen Rabobank, versucht, ihr etwas entgegenzusetzen, indem eine Offerte konzipiert wurde. Somit könnte sich Robeco auch von der Konkurrenz angesichts eines mageren Angebotes abheben.

Das Beispiel von Robeco ist aufschlussreich: Robeco als Asset Management Firma, offeriert eine breite Palette an Aktien und Rentenfonds, einschließlich Nachhaltigkeitsfonds in Aktien. Das Thema Nachhaltigkeit war ihnen wichtig genug, um ein Sustainability Fund-of Funds (Dachfonds) für die Assetklasse Private Equity zu lancieren. Dadurch konnten institutionelle Anleger, die die interne *Kompetenz* nicht hatten, einen Private Equity bzw. VC Fonds auszuwählen, über eine solche Dachkonstruktion mit professionellem Management, trotzdem in dieser Assetklasse präsent sein, darüber hinaus mit einem Nachhaltigkeitsansatz. Dieser Robeco Dachfonds³² investiert in mehrere Cleantech VC Fonds und diversifiziert nach geographischem Gebiet, Entwicklungsstadium und Technologieschwerpunkten.

³¹ Veröffentlichung 2007 erwartet – der Autor hat im Beirat der Studie mitgewirkt

³² URL: <http://www.robeco.com/Cleantech> [20.11.2006]

Dem Interview mit einem der Initiatoren³³ dieses Produktes ist zu entnehmen, dass letztendlich Nachhaltigkeit kein Argument für die Anleger war, sondern nackte Rendite. Und dies haben die Fondsmanager erst im 2. Jahr des Fundraisings verstanden, so dass fast 3 Jahre dafür nötig waren. Der Fonds ist nunmehr über € 200 Mio. schwer mit etwa 20 Zeichnern. Lediglich einer davon hatte ein SRI-Mandat

Wenn ein solches Angebot institutioneller Qualität so wenig Zuspruch unter den SRI-Investoren findet, trotz

- Risikostreuung durch den Dachfonds, was nie zum kompletten Ausfall führt (Weidig 2004)
- anerkannter Fondsaufleger
- positiver Prognosen der Zielmärkte (Cleantech),

welche Chancen bestünden dann für einen einzelnen Cleantech VC-Fonds, Geld von SRI-Investoren einzusammeln?

Die Realität der Finanzwirtschaft ist komplexer als man sie sich wünschte, wenn man sie von außen mit der Nachhaltigkeitsbrille anschaut.

3.5. IIGCC/INCR

Unter den institutionellen Investoren hat sich eine Gruppe hervorgehoben, die dem Klimawandel besondere Beachtung schenken wollen. Die „Institutional Investor Group on Climate Change“³⁴ umfasst sowohl Asset Owners als auch Asset Managers. Diese Gruppe versteht sich als Plattform für einen Erfahrungsaustausch über die Auswirkung des Klimawandels im Anlagengeschäft. Sie versuchen einen aktiven Dialog mit börsennotierten Unternehmen darüber zu führen, welche Maßnahmen umgesetzt werden, um auf den Klimawandel zu reagieren. Konkrete Pläne für eine erhöhte Allokation des Anlagevolumens für regenerative Energie oder gar Cleantech VC, gibt es nach Aussage des Sekretariats noch nicht³⁵.

Das amerikanische Pendant, „Investor Network on Climate Risk“³⁶, versprach dagegen schon 2005 ein Investmentbetrag von US\$ 1 Milliarde für „prudent (behutsame) business opportunities“, die zur Reduktion von klimaschädlichen Gasen führen (Ceres 2005 s.19).

³³ J-P Swaart, Robeco

³⁴ URL: <http://www.iigcc.org> [20.11.2006]

³⁵ Interview mit Stephanie Pfeifer, Secretary General

³⁶ URL: <http://www.incr.com> [20.11.2006]

3.6. Nachhaltigkeitsorientierte Banken

Könnten nachhaltigkeitsorientierte Banken in die Bresche springen und Cleantech VC-Fonds das nötige Geld zu Verfügung stellen?

Selbst eine umwelt-orientierte Bank wie die Ökobank hat zwar neben Kreditgeschäft in umwelt-orientierte Projekte, nicht aber in umwelt-orientiertes VC investiert (Lang 1995). Auch ihre Nachfolgerin, die Umweltbank, schreibt jene Geschäftspolitik fort. Sie initiiert und vermittelt Fonds zwecks Finanzierung von regenerativen Energieerzeugung, vernachlässigt dabei vorgelagerte Unternehmen und Innovationen aus diesem Bereich, die von Cleantech VC aufgespürt werden könnten. Da sie nur Privatkundengeschäft betreibt, legt sie kein VC-Produkt auf; die Beteiligungsfonds an RE-*Projekten* seien unternehmerisch genug.

Die GLS-Gemeinschaftsbank rief den GKG Beteiligungsfonds ins Leben und ging selbst Beteiligungen für regenerative Energie ein. Der Fonds war aber für Kunden der Bank nicht zeichenbar! Solche Engagements haben eher Beteiligungskapital oder gar *Project Finance* Charakter und weniger den des technologie-orientierten Risikokapitals samt intensiver Betreuung.

Weitere Banken wie Bank für Sozialwirtschaft oder die PAX-Bank stellen genauso wenig Kapital für Cleantech VC bereit.

Das Kompetenz Argument bezüglich der Auswahl VC-Manager spielt bei den nachhaltigkeitsorientierten Banken eine Rolle.

Selbst eine der größten Banken weltweit, die sich außerdem als erste „Null-Emission“ Bank positionieren will, und Unterzeichnende der „Equator Principles³⁷“ ist und die konzernweit eine Corporate Social Responsibility Kampagne implementiert, hat bislang kein Engagement in einem Cleantech VC Fonds³⁸.

Die Triodos Bank aus Holland investiert in keine VC-Fonds sondern betreibt Cleantech VC selbst (Triodos Innovation Fund).

4. Lösungsansätze

Nachdem die Schwierigkeiten des Kapitaleinsammelns für VC-Fonds nunmehr unterstrichen wurden und nachdem die SRI-Investment Community derzeit kaum in der Lage ist, dies zu beheben, welche Lösungsansätze gäbe es?

4.1. Die Rolle öffentlicher Akteure

Die Rolle des Staates ist angesichts des fehlenden Kapitals für neue VC Fonds und insbesondere für Cleantech VC äußerst wichtig:

³⁷ URL: <http://www.equator-principles.com> [20.11.2006]

³⁸ Siehe Novethic 2005 über HSBC

- effiziente Forschung und Entwicklung:

Da VC eindeutig effizientere Forschung und Entwicklung fördern kann als es betriebliche F&E, kommt Plagge (2006) zur Schlussfolgerung, dass Regierungen durch die Subventionierung von VC-gestützter F&E, Wirtschaftswachstum fördern können und dies erfolgreicher als durch die Subventionierung betrieblicher F&E³⁹.

- Ausstattung mit Fondsmitteln:

Die Gelder, die vom Europäischen Investitionsfonds (EIF), in VC-Fonds investiert werden (dazu zählt der ERP/EIF Dachfonds, der mit € 250 Mio. Bundesmittel ausgestattet wurde), werden qua Statuten und Investmentpolitik, lediglich *ergänzend* zu den Engagements der institutionellen Investoren eingezahlt. So können Bundes- bzw. EU-Mittel keine Impulsfunktion darbieten. Es entstehen hierdurch keine neuen privatwirtschaftlichen VC-Fonds. Und dies trotz des bereits erwähnten Beitrages von VC zu Innovation, Wirtschaftswachstum und Arbeitsplatzschaffung.

- Fondsschaffung:

Ein dedizierter öffentlicher Fonds hätte den Vorteil, eine hohe Visibilität für Cleantech Investments zu schaffen. Im Rahmen dessen könnte das Business Modell der Cleantech Unternehmen nachgewiesen werden. Das gleiche gilt für den Venture Capital-Zyklus in Cleantech. Nur Großbritannien hat bislang einen solchen Fonds geschaffen⁴⁰.

Nachdem die Bundesregierung einen High-Tech Gruenderfonds⁴¹ aus der Taufe gehoben hat, wäre es genauso wünschenswert einen Clean Tech Gründerfonds (als deutsches äquivalent des britischen Carbon Trusts) zu initiieren; dieser sollte Beteiligungskapital für Unternehmensgründungen im Bereich Umwelttechnik, Ressourcenschonung und regenerative Energie investieren⁴². Wuestenhagen und Burer sehen einen ähnlichen Bedarf in der Schweiz⁴³. In Kalifornien wurde ein innovatives Modell initiiert, in welchem professionelle VC Gesellschaften das Geld des California Clean Energy Funds investieren (UNEP SEFI 2006 ss.26-27).

- Steuerliche Anreize:

Kapitalanlagen in VC-Fonds sind in Deutschland keineswegs steuerlich absetzbar. Dies ist desto überraschender, denn es wurden vergleichsweise ökonomisch, nachhaltigkeits- und innovations- irrelevantere Branchen steuerlich gefördert. Neben fraglichen Medienfonds, die z.B. Hollywood Produktionen finanzieren, konnte die Schifffahrt-Branche im Jahr 2002 immer noch € 1,4 Milliarden (nach den € 4

³⁹ Plagge s.26

⁴⁰ Carbon Trust URL: <http://www.carbontrust.co.uk> [20.11.2006]

⁴¹ URL: <http://www.high-tech-gruenderfonds.de> [20.11.2006]

⁴² Diesen Vorschlag hat der Autor mehreren MdB unterbreitet

⁴³ "The Role of Government in Supporting the Emergence of Clean Energy Venture Capital Investing in Switzerland", s.29-30

Milliarden in 1998) von Privatanlegern einsammeln; ein wesentlicher Faktor dabei war die steuerliche Vergünstigung. Frankreich sowie Großbritannien haben dies längst erkannt und begünstigen Privatanleger, die Kapital in der VC-Branche anlegen wollen. Zwar unterlegen FCPI, FCPR⁴⁴ und VCT⁴⁵ gewissen Einschränkungen, sie ermöglichen nichtsdestotrotz einen Kapitalzufluss Richtung VC- Fonds.

- Ökologisierung der Wirtschaft bzw. der Finanzwirtschaft:
Gewisse Umweltabgaben oder Steuern (z.B. Kraftstoff) könnten „recycelt“ werden, indem sie Regenerative Energie Projekte zugute kommen bzw. die Zukunftstechnologien jener Branchen über den VC-Ansatz vorantreiben und kommerzialisieren lassen (vorher erwähnte F&E Effizienz Argument). Daneben wäre der Einbezug weiterer Branchen in den EU-ETS (Emissionenrechtehandel) zu forcieren. Durch das Einbeziehen der Verkehrsbranche beispielsweise, die circa 30% zum CO₂ Ausstoß in der EU beiträgt, würde die Attraktivität mancher cotierten Unternehmen an Wert verlieren und somit zu einer Umschichtung von Portefeuilles führen - und dies nicht nur bei SRI-Fonds, sondern in der gesamten Anlagebranche (schon jetzt können Aktienfonds-Manager auf Analysen zurückgreifen, die versuchen zu ermitteln, wie sich der Klimawandel auf manche Börsentitel auswirken wird; ein Beispiel dafür ist das Analyse-Tool „Carbon Beta“ von Innovest⁴⁶). Letztens wäre eine gewissenhaft implementierte Tobin-Steuer⁴⁷, in die Nachhaltigkeit zu recyceln; Projekte, Branchen, Manager müssten natürlich hierfür definiert werden.
- Schaffung eines Bewusstseins bei Entscheidungsträgern über die Notwendigkeit von VC als Innovations- und Wachstumsfaktor, bzw. als Instrument des Technologietransfers. Bezeichnend ist es, dass in einem Gutachten für das Bundesministerium für Bildung und Forschung über Spin-offs aus der öffentlichen Forschung (2002) das Wort Risikokapital in jenem 60-seitigen Papier EINMAL vorkommt⁴⁸! Bei den Parlamentariern ist man kaum besser bedient: Göppel et al.⁴⁹ appellieren für Ausgaben in dreistelligen Millionenhöhe für *Forschung* in Regenerative Energie und Umwelttechnik ohne ein Wort darüber zu verlieren, wie etwaige *Forschungsergebnisse* kommerzialisiert werden. Wenn ein Bruchteil dessen, was in die Forschung aus öffentlichen Mitteln investiert wird, bloß Richtung VC zwecks Seed und Early-Stage Finanzierung umverteilt werden würde, wäre der Nachhaltigkeitsnutzen, d.h. der Nutzen ökonomisch sowie ökologisch betrachtet, um einiges höher.

⁴⁴FCPI: Fonds Commun de Placement en Innovation, FCPR: Fonds Commun de Placement à Risque

⁴⁵VCT: Venture Capital Trust

⁴⁶URL: <http://www.innovestgroup.com> [20.11.2006]

⁴⁷von Prof. Tobin konzipierten Steuer auf Geldspekulationsgeschäfte

⁴⁸S.51 und dann wieder im Fazit!

⁴⁹Göppel J. et al. Die Zeit, Ausgabe 38/2006

Die Rolle der Staatengemeinschaft in Persona der Vereinten Nationen ist nicht zu vernachlässigen. Diverse Initiativen führen dazu, dass Nachhaltigkeitsansätze in der Finanzwirtschaft eine größere Verbreitung finden:

- UNEP FI (United Nations Environment Programme Finance Initiative) bemüht sich um neue und alternative Finanzierungsmöglichkeiten, die der Nachhaltigkeit dienen. Klimawandel und regenerative Energie sind Hauptthemen. Die Initiative stellt fest, mit welchen Hindernisse die Finanzierung von regenerativen Energie konfrontiert ist und hat dafür eigens ein separates Programm aufgelegt: SEFI (Sustainable Energy Finance Initiative) erstellt ein Verzeichnis der Akteure, die auf diesem Gebiet tätig sind, ob als VC-Geber oder sonstiger Finanzier⁵⁰. Somit ergäbe sich die Möglichkeit für nachhaltigkeitsorientierte Anleger, die entsprechenden Akteure zu identifizieren.
- UN PRI (United Nations Principles of Responsible Investment⁵¹) ist eine Initiative, die gemeinsam mit bedeutenden Pensionsfonds ins Leben gerufen wurde. Unterzeichnende bekennen sich zu jenen Prinzipien des verantwortungsvollen Investierens. Dabei spielen Prinzipien der Nachhaltigkeit die wichtigste Rolle. Ziel ist es, solche Grundsätze über das ganze Spektrum der Assetklassen auszudehnen. Private Equity sollte dabei eingeschlossen werden. Es kann daher lang dauern, wenn in der Private Equity Assetklasse zuerst mit Negativ-Screenings begonnen wird, bis ein Pioneer-Screening für Cleantech VC durchgesetzt wird.

4.2. Börsennotiertes Venture Capital

Venture Capitalisten können versuchen, das notwendige Kapital an der Börse zu beschaffen. Die größte Beteiligungsgesellschaft der Welt, 3i aus England, macht es tatsächlich so. Notwendig ist jedoch eine kritische Masse sowie eine Verteilung des Portfolios über das ganze Spektrum von Private Equity. Durch ein solches Portfolio inklusiv etablierter Firmen, die Dividenden ausschütten, kann man den Anforderungen der Börse gerecht werden. Bei mehr als 1000 Beteiligungen, die weltweit verteilt sind, sorgt die reine Wahrscheinlichkeitsstatistik dafür, dass im 3i Portfolio regelmäßig veräußert wird⁵². Aus den Erlösen kann man neue Engagements eingehen oder an die Aktionäre ausschütten.

Cleantech VC sieht aber ganz anders aus. Die betreuungsintensive Natur des Geschäftes führt dazu, dass die Anzahl der Beteiligungen eine Obergrenze zu erreichen hat. Cleantech VC-Geber investieren überwiegend in Unternehmen, die die Gewinnschwelle noch nicht erreicht haben und somit nichts auszuschütten haben. Außerdem ist das Risikoprofil der Investments höher als im normalen Beteiligungsgeschäft, wo Technologie und Märkte bereits

⁵⁰ URL: <http://www.sefi.unep.org/> [20.11.2006] <http://www.sef-directory.net/> [20.11.2006]

⁵¹ URL: <http://www.unpri.org/> [20.11.2006]

erprobt sind. Wenn Anleger solche Unwägbarkeiten in Kauf nehmen würden, dann stelle börsennotiertes VC eine Alternative zum geschlossenen Fonds dar. Die Hürde des Fundraisings könnte somit überwunden werden. Interessanterweise gibt es in Deutschland noch keine cotierte nachhaltigkeitsorientierte Beteiligungsgesellschaft. Dennoch ziehen Thema wie Private Equity und Cleantech Privatanleger stark an, so dass Potential für ein solches Vehikel gegeben wäre. Carbon Trust in Großbritannien versucht gegenwärtig ein börsennotiertes Vehikel an dem „AIM“ (Alternative Investment Market) zu etablieren, damit Anleger an ihrem Cleantech Portfolio Anteil haben dürfen.

4.3. Ausweitung der Offerte seitens der Asset Manager

Andere Asset Manager könnten aus dem Beispiel Robeco lernen, dass eine Nachfrage durch ein attraktives Angebot induziert werden kann. Wenn einige ähnliche Dachfonds entstehen würden, bekämen die Kapital suchenden VC-Fonds ausreichende Mittel. Es sind ja *derzeit* in Europa eine handvoll VC-Fonds, die sich auf Cleantech konzentrieren⁵³.

Es ist anscheinend noch zu früh ein solches Produkt als nachhaltigkeitsorientiert oder SRI zu vermarkten.

Initiatoren geschlossener Regenerative Energie Fonds aus Deutschland könnten ihre Offerte auf diese Assetklasse ausweiten; sie böte jedoch weder steuerliche Vorteile noch regelmäßige Ausschüttungen, also ein ganz anderes Risiko/Rendite Profil, als das, was bislang angeboten wurde. Die Frage der Kompetenz in der Auswahl der VC-Fonds Manager bliebe bestehen. Manche Initiatoren z.B. MPC Capital, König & Cie., haben mittlerweile Erfahrungen sowohl in der Emission geschlossener RE Fonds als auch in der von Private Equity Fonds, so dass sie durch die Kombination ihres Know-Hows eigentlich in der Lage wären, eine solche Offerte hervorzubringen.

5. Schlussfolgerung

Kapital für professionelle Cleantech VC-Fonds bei institutionellen Investoren einzusammeln, ist äußerst schwierig. SRI-Investoren können derzeit keinen Beitrag dazu leisten.

Rückgriff auf die Börse als alternative Kapitalquelle ist keine ideale Lösung für VC-Fonds aufgrund der Besonderheiten ihres Geschäftsmodells.

Privatanleger hätten Interesse an einer Cleantech VC-Fonds Offerte. In den meisten europäischen Ländern bleibt sie ihnen jedoch nicht zugänglich.

Socially Responsible Investment mag als Konzept attraktiv sein, es bleibt jedoch in den Gegebenheiten und der Trägheit der Finanzwirtschaft verstrickt. Die großen Institutionellen Investoren nehmen langsam die Themen der Nachhaltigkeit, einschließlich Klimawandel,

⁵² Es fanden 43 IPOs in den letzten 5 Jahren statt URL: <http://www.3i.com/media/faqs.html> [20.11.2006]

ernst. Ob den Worten Taten folgen werden, muss man abwarten. Die diversen Initiativen ihrerseits sind zunächst zu begrüßen. Insbesondere diejenigen der Social Investment Foren zeigen einen Weg auf, den der Autor bereits 2005 angeschnitten hatte (Figeac 2005).

Einige Pioniere des „Sustainable Investments“, wie SAM und Triodos, bleiben weiterhin Pionier, insofern, dass sie ihre Philosophie auf die Private Equity Assetklasse ausdehnen: sie sind selber als Cleantech VC-Fonds tätig. Sie können aber keineswegs das bestehende Defizit für die Finanzierung junger Cleantech Unternehmen ausgleichen.

6. 6. Ausblick

Die Konsequenz aus der Kapitalknappheit für neue VC-Fonds sowie aus der Attraktivität des Cleantech VC Geschäftes ist, wie man es in den USA bereits feststellen kann, dass traditionelle VC Gesellschaften dieses Feld für sich entdecken und dadurch die nachhaltigkeitsorientierten Visionäre verdrängen. Wäre dies eine Wiederholung des SRI Phänomens mit Opportunisten? Blicke somit die Nachhaltigkeit auf der Strecke? Wie treu wären sie der Branche im Falle eines Abwärtszyklus? Würden solche VC-Geber auf *Sustainability Inside* achten? Cleantech als Branche auszuwählen, ist sicherlich zu befürworten, ist aber kein Garant für holistische Nachhaltigkeit. Bei einem bekannten Windkraftanlagen-Hersteller in Deutschland gab es neulich Auseinandersetzungen mit dem Betriebsrat. Berichten zufolge wurden gewisse soziale bzw. ethische Grundsätze missachtet. Die Zugehörigkeit einer Umweltbranche reicht lange nicht, um als nachhaltiges Unternehmen zu gelten.

7. Quellen

7.1. Durchgeführte Interviews (Sommer/Herbst 2006)

Interview Ethik (Hans BERNER)

Interview SAM (Dr Christian WERNER)

Interview Henderson (Nick ROBBINS)

Interview UKSIF (Adam OGNALL)

Interview EUROSIF (Matt CHRISTENSEN)

Interview PhiTrust (Olivier.de GUERRE)

Interview IIGC (Stephanie PFEIFER)

Interview F&C (Claudia KRUSE)

Interview Rabobank (Jean-Pierre SWAART)

Interview Forum Nachhaltige Geldanlagen (Cornelia DEREJE)

Interview Mercer International (Emma HUNT)

Interview Generation IM (Jason SCOTT)

⁵³ Siehe Liste s.25

Interview ETHOS (Jean LAVILLE)
Interview VentureInvest (Jochen MOESSLEIN)
Interview West LB Research (Hendrik GARZ)
Interview Dana SMIRIN (PR consultant)
Interview Max DEML (Redakteur ÖkoINVEST)

7.2. Profile der befragten Unternehmen & Personen

Ethik (Ethisches Investment Köln)

<http://www.ethik.com/>

Ethisches Investment Köln bietet eine Alternative zu herkömmlichen Anlageformen: Die Gelder werden ausschließlich in ökologisch und sozial verantwortliche Unternehmen investiert. Damit wird ein wichtiger Beitrag zum Erhalt einer lebenswerten Umwelt und zur effizienteren Nutzung natürlicher Ressourcen geleistet. Bei der Gründung 1988 folgten die InitiatorInnen dem erfolgreichen Beispiel ethischer Investmentfonds in den USA und Großbritannien, wo ökologisch und sozial verträgliches Investment eine jahrzehntelange Tradition besitzt. *Ethik* hat sich auf diese Form »grüner« Geldanlagen spezialisiert und als Anbieter mit der längsten Erfahrung in Deutschland die Entwicklung des Ethischen Investments hierzulande maßgeblich geprägt.

SAM (Sustainable Asset Management)

<http://www.sam-group.com/html/about/portrait.cfm>

Die SAM Gruppe mit Hauptsitz in Zürich wurde 1995 als unabhängige Vermögensverwaltungsgesellschaft für Sustainability-Investments gegründet. Heute gehört SAM in diesem Bereich weltweit zu den führenden Instituten. Zum Kundenkreis zählen Banken, Versicherungsunternehmen, Pensionskassen, Stiftungen sowie Privatkunden.

SAM identifiziert durch systematische Analyse nachhaltige Erfolgskriterien bei Unternehmen. Die Integration dieser zukunftsorientierten Kriterien in den Anlageprozess bringt dem Investor hohe Sicherheit, Transparenz und eine attraktive Rendite. Das SAM Know-how basiert auf eigenem, unabhängigem Research sowie einem aktiven, weltweiten Sustainability-Netzwerk.

Henderson

<http://www.henderson.com/home/sri/>

Sustainable & Responsible Investment (SRI) is one of the most dynamic and powerful trends in global financial markets.

Henderson has an established SRI track record and has managed funds with social, ethical and environmental dimensions since 1977. Integrating social, ethical and environmental factors into the investment process allows us to respond to our investors' values with the aim of generating long term financial value. We also have a special focus on investing in Industry of the Future companies – those which provide solutions to sustainability challenges.

UKSIF

<http://www.uksif.org/Z/Z/Z/about/main/index.shtml>

The UK Social Investment Forum (UKSIF) is the UK's membership network for socially responsible investment (SRI). UKSIF's primary purpose is to promote and encourage the development and positive impact of SRI amongst UK based investors. UKSIF believes that all material social, environmental and ethical (SEE) issues should be integrated into standard investment practice and that individual investors should be able to reflect their values in their investments.

The Forum was launched in 1991 to bring together the different strands of SRI nationally and to act as a focus and a voice for the industry. UKSIF's 250+ members and affiliates include retail and institutional fund managers, financial advisers, SRI research providers, consultants, trade unions, banks, building societies, community development finance institutions, NGOs and individuals interested in SRI.

EUROSIF

<http://www.eurosif.org/>

Eurosif (the European Social Investment Forum) is a pan-European group whose mission is to **Address Sustainability through Financial Markets**. Current member affiliates of Eurosif include pension funds, financial service providers, academic institutes, research associations and NGO's. The association is a not-for-profit entity that represents assets totalling over €600bn through its affiliate membership.

PhiTrust

http://www.phitrust.fr/article/article_seul.asp?NumArticle=224&ordre=420&lvl=2

PhiTrust Finance développe avec des partenaires reconnus des produits financiers dédiés à l'Investissement Socialement Responsable (ISR). Ces produits sont investis dans des sociétés sélectionnées sur la base de critères financiers, économiques et aussi sur des critères extra-financiers.

A travers ses différents produits, PhiTrust Finance propose ainsi aux investisseurs (personnes physiques ou institutionnels) :

- Une "sélection" rationnelle d'entreprises répondant à des critères sociaux, environnementaux ou éthiques,
- Une utilisation des droits de vote afin d'influer sur les comportements des entreprises développant ainsi une véritable politique d'actionnariat actif,
- Un choix d'investissements dans des initiatives ou des entreprises cotées ou non cotées impliquées dans des activités "responsables" comme les énergies renouvelables, l'agriculture, le "bio", le développement local...

- IIGC: <http://www.iigcc.org/>
- The Institutional Investors Group on Climate Change (IIGCC) is a forum for collaboration between pension funds and other institutional investors on issues related to climate change. IIGCC seeks to:
- Promote better understanding of the implications of climate change amongst our members and other institutional investors Encourage companies and markets in which IIGCC members invest to address any material risks and opportunities to their businesses associated with climate change and a shift to a lower carbon economy.

F&C

<http://www.fandc.com/new/aboutus/Default.aspx?id=63830>

With approximately £2.6 billion (€3.8 billion) in our Stewardship range of funds (as at 30th June 2006), F&C is the largest manager of retail ethically screened funds in the UK. We also provide a range of investment choices for institutional investors, offering pooled and segregated ethically screened funds. These include funds for investors seeking a traditional screened approach based on particular ethical criteria, as well as funds for investors wanting to combine screening with engagement with companies.

Rabobank

http://www.rabobank.com/content/rabobank/Corporate_Social_Responsibility/Products_and_services/Sustainable_investment.jsp

Sustainable investment encompasses all activities that relate to the funding or liabilities side of sustainable financial services.

The Rabobank group currently offers the following products:

[Rabo Green Bond](#)

[Robeco Duurzaam Aandelen](#)

[Robeco Sustainable Private Equity Fund of Funds](#)

[Robeco Active Voting](#)

The Swiss private bank [Sarasin & Co.](#) in which Rabobank currently has a 28% participating interest, is also very active in the field of sustainable asset management.

Forum Nachhaltige Geldanlagen

http://www.forum-ng.de/front_content.php?idcat=81

Geschichte

Der Markt nachhaltiger Geldanlagen wächst weltweit rapide. Auch im deutschsprachigen Raum steigt sowohl die Anzahl von Anbietern als auch von Investoren beständig. Das Gesamtvolumen der Investitionen in nachhaltige Geldanlagen betrug allein in Deutschland im Jahr 2000 schon etwa 5 Milliarden EURO und die Zuwachsraten für die einzelnen Produktsegmente liegen vielfach im zweistelligen Bereich.

Mit der zunehmenden Größe des Marktes besteht mehr und mehr der Bedarf nach einem Forum, das die verschiedenen Interessen und Aktivitäten der einzelnen Marktteilnehmer miteinander verknüpft und einen kontinuierlichen Informationsaustausch ermöglicht. Als Konsequenz wurde im Januar 2001 in Berlin das "Forum Nachhaltige Geldanlagen" von einer Vielzahl von Unternehmen und Organisationen gegründet.

Gegenstand

Nachhaltige Geldanlagen verbinden die finanziellen Absichten eines Investors (Optimierung von Rendite, Liquidität und Sicherheit der Geldanlage) mit dem Anliegen, durch die Geldanlage Verbesserungen im sozialen, kulturellen und ökologischen Bereich zu erzielen. Nachhaltige Geldanlagen existieren etwa in Form von ökologischen Direktbeteiligungen und Lebensversicherungen, Umweltsparbüchern, Umweltaktien sowie Nachhaltigkeitsaktien- und Nachhaltigkeitsrentenfonds.

Mercer International

Consulting on responsible investment

Responsible investment (RI) is the integration of social, environmental and corporate governance criteria into traditional investment decision making and ownership processes. RI had evolved from its roots in ethical investment, to a much broader field, including: sustainable investment; responsible investment; and shareholder engagement and activism. Our services cover the breadth of these areas - we work with clients to determine the perspective and approach that best suits their needs.

Our RI business unit is focused on educating, guiding and advising investment fiduciaries and practitioners on all aspects of RI.

Generation Investment Management

<http://www.generationim.com/>

Generation is an independent, private, owner-managed partnership established in 2004 and with offices in London and Washington, D.C. Al Gore is its Chairman.

We invest in long-only, global, public equities with a concentrated portfolio of 30-50 companies. We aim to buy high quality companies at attractive prices that will deliver superior long-term investment returns. Sustainability research plays an important role in forming our views on the quality of the business, the quality of management and valuation.

Max DEML

Gründer und Chefredakteur des Informationsdiensts ÖKO-INVEST, der seit 1991 alle 14 Tage u.a. über Umwelt-Investmentfonds, Wind- und Solarparks und interessante - auch ausserbörsliche - Umweltaktien sowie entsprechende Aktien-Indices informiert. Max Deml hat die Indices "nx-25" und "Photon Photovoltaikaktien-Index (PPVX)" entwickelt. Er ist (seit 1990) Co-Autor des Jahrbuchs "Grünes Geld" sowie der Solar-Aktien-Studie. Daneben ist er als Beirat bei Investmentfonds, Pensionskassen, Stiftungen, der Oeco Capital Lebensversicherung (Hannover) sowie der Messe "Grünes Geld" (Düsseldorf) tätig.

ETHOS

<http://www.ethosfund.ch/d/ethos-stiftung/ethos-stiftung.asp>

Ethos, Schweizer Stiftung für nachhaltige Entwicklung, wurde 1997 von zwei Genfer Pensionskassen gegründet und besteht zurzeit aus 75 institutionellen Investoren. Zweck der Stiftung ist es, bei den Anlagetätigkeiten die Berücksichtigung von Grundsätzen für nachhaltige Entwicklung und die Best-Practice-Regeln im Bereich der Corporate Governance zu fördern. Ethos stützt sich auf die in ihrer Charta definierten Prinzipien.

Die Stiftung ist Eigentümerin der Firma **Ethos Services**, welche für die gesamte Anlagetätigkeit und Beratung verantwortlich ist. Ethos Services ist auf dem Gebiet der nachhaltigen Anlagen spezialisiert.

Ethos Services berät Anlagefonds und diskretionäre Vermögensverwaltungs-Mandate von zur Zeit CHF 1.6 Milliarden, die mit einem SRI-Ansatz (Socially Responsible Investment) verwaltet werden



VentureInvest

Die VentureInvest AG ist eine unabhängige unternehmerisch geführte Venture Capital-Gesellschaft. Wir beteiligen uns mit Eigenkapital an wachstumsstarken Unternehmen, die nachhaltige Innovationen, Produkte und Geschäftsmodelle umsetzen und in den Markt bringen. An solchen wachstumsstarken Unternehmen beteiligen wir uns in allen typischen Venture Capital-Phasen.

Unser Geschäftsmodell und die Kooperation mit der Fraunhofer-Gesellschaft sind darauf ausgelegt, insbesondere technologische Innovationen früh zu erkennen, deren Umsetzung zu beschleunigen und dadurch eine dem Risiko entsprechende, hohe Wertsteigerung zu erzielen. Hierbei unterstützen wir unsere Beteiligungsunternehmen "hands-on".

In einer Zeit des immer schneller werdenden Wandels besteht unsere unternehmerische Ethik aus beständigen Werten wie Verantwortungsbewusstsein, Verlässlichkeit und Fairness.

West LB Research (Hendrik GARZ)

Socially Responsible Investments (SRI) is one of the fastest growing market segments. In the US more than every tenth dollar is invested in this area and Europe is on its way to catching up, driven by changes in pension fund regulation.

At WestLB, we believe that Corporate Social Responsibility is a positive doctrine and an aid to creating shareholder value. Corporate strategies geared to social responsibility can lead to competitive advantages through increased efficiencies and an improved public image. Companies which can read the 'signs of the times' and adapt to them will ultimately draw an economic benefit from them.

As a result, we see Socially Responsible Investments not as a niche segment for a specialised clientele, but as an investment approach for mainstream investors with an exclusively monetary motivation.

Dana SMIRIN

I am a consultant specializing in environmental strategy. I work with progressive for-profit companies and non-profit organizations integrating the philosophies of Industrial Ecology, Natural Capitalism, and Corporate Social Responsibility. I have an extensive and unique network developed over 16 years working in a variety of industries, sectors and countries. I actively utilize this network to provide innovative connections for my clients.

7.3. References

Ambachtsheer J: „Evolution of SRI“, *Benefits & Compensation International*, 2005

Audretsch D. & Keilbach M.: „Entrepreneurship Capital and Economic Performance“, Discussion Paper, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, 2001

Audretsch D. & Thurik R.: „Linking entrepreneurship to growth“, OECD STI Working Paper, 2001

Axiom Venture Capital: “A clean technologies fund”, Presentation, 2006

Bear Stearns (European Equity Research): “The Future of Power Equipment”, 2004

Benjamin G., Margulis J.: “Angel Capital: how to raise early-stage Private Equity financing”, 2005

BMBF: “Spin-off Gründungen aus der öffentlichen Forschung in Deutschland“, 2002

Börsenzeitung Nr. 82, 2005

Bundesregierung: „Wegweiser Nachhaltigkeit 2005: Bilanz und Perspektiven“, 2005

Bundesverband Alternative Investments: „Newsletter November 2006“

Carbon Disclosure Project <http://www.cdproject.net/>

Caselli S., Gatti S.: „Venture Capital“, 2004

CISDM (Center for International Securities and Derivatives Markets): “The Benefits of Private Equity: 2006 update”, University of Massachusetts

Ceres: “Institutional Investor Summit on Climate Risk: final report”, 2005

Clark C, Taylor Gaillard J.: “RISE capital market report: the double bottom line private equity landscape 2002-2003”, Columbia Business School 2003

Deutsche Bank Research: “Energieperspektiven nach dem Ölzeitalter”, 2004

Dresdner Bank: „Energie für die Welt von morgen-Trends, Szenarien und Zukunftsmärkte“, 2005

EIRIS/UKSIF: „Responsible investment approaches to non-equity investments“, 2005

European Investment Fund: „Annual Report 2005“

European Venture Capital Association: „Final activity figures for 2004“

European Venture Capital Journal: “Do you invest in first-time funds?”, 2002

European Social Investment Forum “Socially Responsible Investment Report”, 2003

European Social Investment Forum “Socially Responsible Investment Study”, 2006

European Social Investment Forum “Venture Capital Study for Sustainability”, 2007 erwartet

Figeac A.: „Why SRI should support Venture Capital“, *Environmental Finance*, 2005

Forum Nachhaltige Geldanlagen: “Statusbericht nachhaltige Geldanlagen“, 2005

Göppel J., Kauch M., Müller M, Wolf M.: „Ökologie“, *Artikel, Die Zeit* 38/2006

Impax Asset Management: “Investment Opportunities in a Changing Climate: the Alternative Energy Sector”, IIGCC, 2006

Insight Investment: „Climate Change Disclosure standards and initiatives: have they added value for investors?“

Kortum S, Lerner J.: „Assessing the contribution of venture capital to innovation“, *Rand Journal of Economics*, 2000

Lang, L.F.: “Die Bedeutung des Faktors Umweltschutz für die Geschäftspolitik deutscher Universalbanken”, 1995

Mercer Investment Consulting: “2006 Fearless Forecast: what do investment managers think about responsible investment?” 2006

Mercer Investment Consulting: “A climate for change: a trustee’s guide to understanding and addressing climate risk”, 2005

Moore B, Wuestenhagen R.: “Innovative and Sustainable Energy Technologies: the Role of Venture Capital”, *Business Strategy and the Environment*, 2004

New Energy Finance: “IPO Round-up 4.Q.2005”

New Energy Finance, “Briefing December 2005”

New Energy Finance “Briefing May 2006”

New Energy Finance" Briefing June 2006"

Novethic: "La Lettre de l' économie responsable", 2005

OECD: "Pension Markets in Focus Newsletter December 2005"

O'Rourke A.: "The Methods and Messages of Ethical Investment", *Journal of Cleaner Production*, 2002

Pacific Corporate Group Perspective: "Optimizing risk-adjusted returns in Private Equity: a function of diversification and selectivity", 2002

Parker N.: "700 investors can't be wrong", *Venture Capital Journal*, 2006

Plagge A.: "Public policy for Venture Capital: a comparison of the United States and Germany", 2006

Porter M. & Stern J.: "Ranking national innovative capacity", 2004

Propper de Callejon D.: "VC/PE: Environmentally conscious investing" *Morgan Stanley Dean Witter* 2001

Pümpin C., Pfister B., Ankli M., Amann W.: "Der Private-Equity-Investor als Strategie-Coach - Wertsteigerung in Wachstumsunternehmen durch strategisches Management", 2005

Reilly F., Brown K.: "Investment analysis & Portfolio management", 2003

Schefczyk M.: "Erfolgsstrategien Deutscher Venture Capital Gesellschaften", 2000

Schneeweiss A.: "Mein Geld soll Leben fördern - Hintergrund und Praxis ethischer Geldanlagen", 1998
Südwind

Sustainable Asset Management: "Our approach to measuring and valuing corporate sustainability performance", Presentation 2005

UK Social Investment Forum: "Discovering New SRI Institutional Investment Opportunities", 2006

UNEP Finance Initiative: "CEO Briefing: Adaptation and Vulnerability to Climate Change: the role of the Finance Sector", 2006

UNEP Finance Initiative: "CEO Briefing: the Future of Climate Policy: the Financial Sector Perspective", 2005

UNEP Finance Initiative: "CEO Briefing: Renewable Energy", 2004

UNEP SEFI: "Public Finance Mechanisms to Increase Investment in Energy Efficiency", 2006

Washington Post: "Internet visionaries betting on green technology boom", *Artikel* 18.04.2006

Weidig T & Mathoner, P-Y: "The risk profiles of Private Equity", 2004

West Midlands Pension Fund "Pension Fund Business Plan 2006-2010", 2006

WestLB Research: "Carbonomics", 2003

Wuestenhagen R., Teppo T.: "Do venture capitalists really invest in good industries? Risk-return perceptions and path dependence in the emerging European energy VC market", *International Journal of Technology Management*, 2006

Wuestenhagen R., Boehnke J.: "Business Models for sustainable energy", in: *Andersen, M.M., Tukker, A. (eds.): Perspectives on Radical Changes to Sustainable Consumption and Production* 2006

Wuestenhagen R., Burer M.J.: "The Role of Government in Supporting the Emergence of Clean Energy Venture Capital Investing in Switzerland", *Bundesamt für Energie*, 2005

8. Working Papers des Institute of Management Berlin an der Fachhochschule für Wirtschaft Berlin

- 1 Bruche, Gert / Pfeiffer, Bernd: Herlitz (A) – Vom Großhändler zum PBS-Konzern – Fallstudie, Oktober 1998
- 2 Löser, Jens: Das globale Geschäftsfeld „Elektrische Haushaltsgroßgeräte“ Ende der 90er Jahre – Fallstudie, Oktober 1998
- 3 Lehmann, Lutz Lars: Deregulation and Human Resource Management in Britain and Germany – Illustrated with Coca-Cola Bottling Companies in Both Countries, March 1999
- 4 Bruche, Gert: Herlitz (B) - Strategische Neuorientierung in der Krise - Fallstudie, April 1999
- 5 Herr, Hansjörg / Tober, Silke: Pathways to Capitalism - Explaining the Difference in the Economic Development of the Visegrad States, the States of the Former Soviet Union and China, October 1999
- 6 Bruche, Gert: Strategic Thinking and Strategy Analysis in Business - A Survey on the Major Lines of Thought and on the State of the Art, October 1999, 28 pages
- 7 Sommer, Albrecht: Die internationale Rolle des Euro, Dezember 1999, 31 Seiten
- 8 Haller, Sabine: Entwicklung von Dienstleistungen - Service Engineering und Service Design, Januar 2000
- 9 Stock, Detlev: Eignet sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis als Indikator für zukünftige Aktienkursveränderungen?, März 2000
- 10 Lau, Raymond W.K.: China's Privatization, June 2000
- 11 Breslin, Shaun: Growth at the Expense of Development? Chinese Trade and Export-Led Growth Reconsidered, July 2000, 30 pages
- 12 Michel, Andreas Dirk: Market Conditions for Electronic Commerce in the People's Republic of China and Implications for Foreign Investment, July 2000, 39 pages
- 13 Bruche, Gert: Corporate Strategy, Relatedness and Diversification, September 2000, 34 pages
- 14 Cao Tingui: The People's Bank of China and its Monetary Policy, October 2001, 21 pages
- 15 Herr, Hansjörg: Wages, Employment and Prices. An Analysis of the Relationship Between Wage Level, Wage Structure, Minimum Wages and Employment and Prices, June 2002, 60 pages
- 16 Herr, Hansjörg / Priewe, Jan (eds.): Current Issues of China's Economic Policies and Related International Experiences – The Wuhan Conference 2002 - , February 2003, 180 pages
- 17 Herr, Hansjörg / Priewe, Jan: The Macroeconomic Framework of Poverty Reduction An Assessment of the IMF/World Bank Strategy, February 2003, 69 pages
- 18 Wenhao, Li: Currency Competition between EURO and US-Dollar, June 2004, 18 pages
- 19 Kramarek, Maciej: Spezifische Funktionen des Leasings in der Transformationsperiode, Juni 2004, 32 Seiten
- 20 Godefroid, Peter: Analyse von Multimedia-Lern/Lehrumgebungen im Fach Marketing im englischsprachigen Bereich – inhaltlicher Vergleich und Prüfung der Einsatzfähigkeit an deutschen Hoshulen, September 2004, 48 Seiten
- 21 Kramarek, Maciej: Die Attraktivität des Leasings am Beispiel polnischer Regelungen der Transformationsperiode, April 2005, 33 Seiten
- 22 Pan, Liu / Tao, Xie: The Monetary Policy Transmission in China – „Credit Channel“ and its Limitations

- 23 Hongjiang, Zhao / Wenxu, Wu / Xuehua, Chen: What Factors Affect Small and Medium-sized Enterprise's Ability to Borrow from Bank: Evidence from Chengdu City, Capital of South-western China's Sichuan Province, May 2005, 23 pages
- 24 Fritsche, Ulrich: Ergebnisse der ökonomischen Untersuchung zum Forschungsprojekt Wirtschaftspolitische Regime westlicher Industrienationen, März 2006, 210 Seiten
- 25 Körner, Marita: Constitutional and Legal Framework of Gender Justice in Germany, 2006, 14 pages
- 26 Tomfort, André: The Role of the European Union for the Financial Integration of Eastern Europe, June 2006, 20 pages
- 27 Gash, Vanessa / Mertens, Antje / Gordo, Laura Romeu: Are Fixed-Term Job Bad for Your Health? A Comparison between Western Germany and Spain, November 2006, 29 pages
- 28 Kamp, Vanessa / Niemeier, Hans-Martin / Müller, Jürgen: Can we Learn From Benchmarking Studies of Airports and Where do we Want to go From Here?, 43 pages
- 29 Brand, Frank: Ökonomische Fragestellungen mit vielen Einflussgrößen als Netzwerke. April 2007, 28 pages
- 30 Venohr, Bernd / Klaus E. Meyer: The German Miracle Keeps Running: How Germany's Hidden Champions Stay Ahead in the Global Economy. May 2007, 31 pages
- 31 Tomenendal, Matthias: The Consultant-Client Interface – A Theoretical Introduction to the Hot Spot of Management Consulting. August 2007, 17 pages
- 32 Zenglein, Max J.: US Wage Determination System. Dezember 2007, 29 pages.
- 33 Figeac, Alexis: Socially Responsible Investment und umweltorientiertes Venture Capital. Dezember 2007, 45 pages.

Special Edition:

Ben Hur, Shlomo: A Call to Responsible Leadership. Keynote Speech at the FHW Berlin MBA Graduation Ceremony 2006. November 24th, 2006, Berlin City Hall, 13 pages