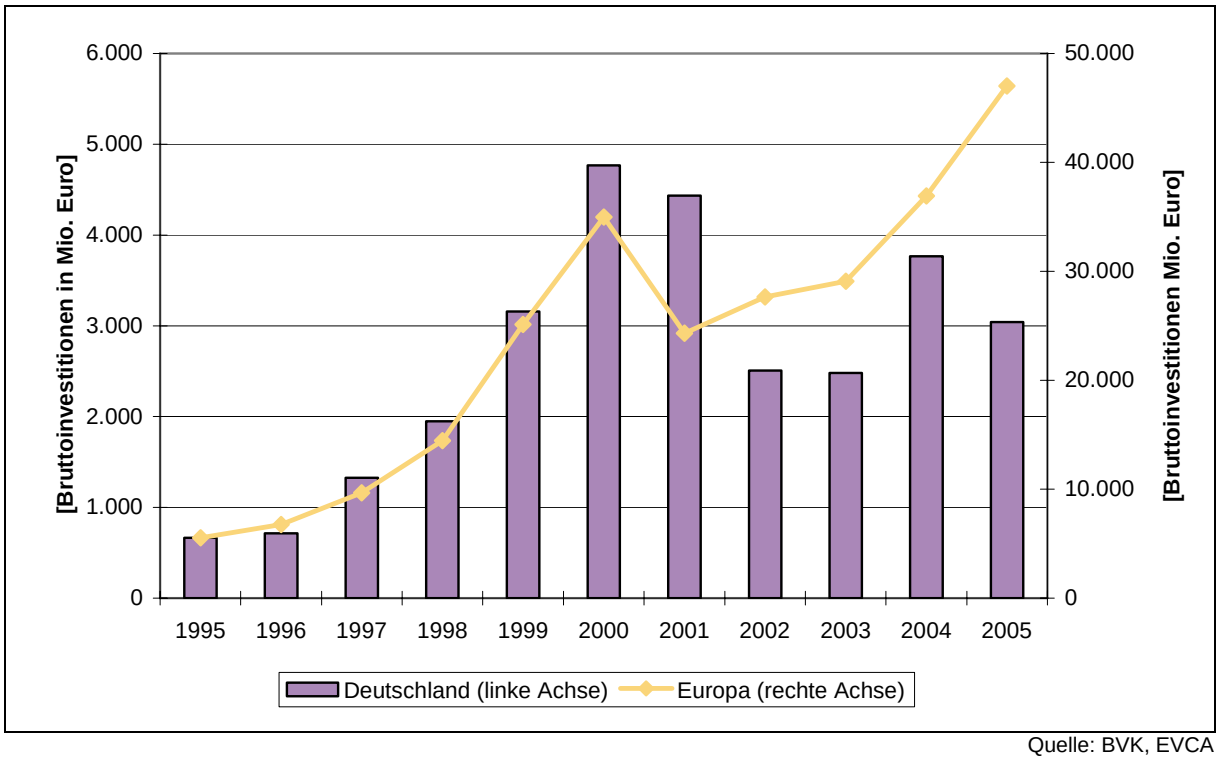
Spezialisierungstendenzen im deutschen Beteiligungskapitalmarkt – Teil 1: Spezialisierungsmuster bei der Dealakquise und -auswahl.

1. Einleitung.

Deutsche Unternehmen finanzierten sich lange Zeit nahezu ausschließlich durch die Einbehaltung von Gewinnen und die Aufnahme von Bankkrediten. Dementsprechend ist das deutsche Finanzsystem in weiten Teilen noch immer stark durch Fremdkapitalfinanzierung und Bankenintermediation geprägt. Mit der zunehmenden Internationalisierung und Globalisierung der Finanzmärkte sowie den rapiden Fortschritten auf dem Feld der Informations- und Kommunikationstechnologien und des in der Folge einsetzenden Finanzmarktwandels hin zu einer stärker kapitalmarktbasierten Unternehmensfinanzierung hat sich das für Deutschland charakteristische Hausbanksystem jedoch sukzessive gelockert. Obgleich der Bankkredit in Deutschland weiterhin die mit Abstand am weitesten verbreitete Außenfinanzierungsquelle mittelständischer Unternehmen ist, gewannen alternative Finanzierungsformen an Bedeutung. Insbesondere entstand in Deutschland in der zweiten Hälfte der 90er Jahre erstmals ein Markt für außerbörsliches Beteiligungskapital (Private Equity). Grafik 1 zeigt, dass sich dieser in Deutschland ebenso wie in gesamt Europa bis zur Jahrtausendwende sehr dynamisch entwickelte, jedoch in Folge des Platzens der New-Economy Blase stark eingebrochen ist. Seit 2004 ist allerdings wieder eine moderate Erholung der Investitionstätigkeit im deutschen Beteiligungskapitalmarkt zu beobachten.



Quelle: BVK, EVCA

Grafik 1: Beteiligungsmarktentwicklung in Deutschland und Europa von 1995 bis 2005

Beteiligungskapital spielt eine wichtige Rolle für die technologische Leistungsfähigkeit und damit die Wirtschaftskraft eines Landes. Denn Beteiligungskapital, insbesondere in seiner Ausprägung als Frühphasen-Wagniskapital (Early Stage Venture Capital) stellt neben öffentlichen Fördergeldern oftmals die wichtigste, wenn nicht die einzige Finanzierungsquelle für so genannte Hightech Start-ups dar.[1] Durch die Sicherstellung der Finanzierung technologieintensiver Gründungen befördert Frühphasen-Wagniskapital den Strukturwandel zur Wissens- und Technologiegesellschaft. Aber auch Spätphasen-Beteiligungskapital (Later Stage Private Equity) spielt eine bedeutende Rolle für die Innovationskraft einer Volkswirtschaft. Denn auch die bestehenden Unternehmen sind verstärkt gezwungen, den Wandel zu wissens- und technologieintensiveren Produktionsprozessen zu vollziehen. Spätphasen-Beteiligungskapital kann eine wichtige Finanzierungsquelle für die dafür notwendigen Investitionen sein.

Damit Beteiligungsgesellschaften (BGen) effektiv dazu beitragen können, Hightech-Gründungen erfolgreich zu finanzieren, sowie etablierte Unternehmen zielgerichtet zu unterstützen, bedarf es spezieller Unterstützungsleistungen durch die Beteiligungsgeber. Die Anforderungen hinsichtlich der Art, Ausgestaltung und Intensität dieser Unterstützungs-

[1] In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass gerade in der technologieorientierten Frühphase Beteiligungskapital nicht nur durch Venture Capital (VC) Gesellschaften bereitgestellt wird, sondern v. a. durch Business Angels. So zeigt eine neuere Studie des ZEW, dass nur 5,5 % der zwischen 1996 und 2005 gegründeten Hightech-Unternehmen Kapital von VCs erhielten, während 21 % Kapital von Business Angels bekamen. Öffentliche Förderung erhielten der Studie zufolge 31 % der Hightech-Gründungen. Vgl. M. Niefert et al. (2006), S. 28f.

leistungen unterscheiden sich dabei mitunter stark zwischen den verschiedenen Finanzierungsphasen und Branchen. So dürfte beispielsweise die aktive Managementunterstützung (Hands-on Management) bei einem innovativen Biotech Start-up eine deutlich größere Rolle spielen, als im Falle eines Buy-Outs eines etablierten mittelständischen Maschinenbauers. Die unterschiedlichen Anforderungen an die Unterstützungsleistungen durch die Beteiligungsgeber verlangen von den meisten BGen, dass sie sich auf bestimmte Finanzierungsphasen aber auch hinsichtlich der Akquisition ihrer Deals, ihres Investitionsverhaltens u. ä. spezialisieren. Dies gilt insbesondere in einem jungen, noch wenig entwickelten Markt, in dem der Spezialisierungsgrad der Marktteilnehmer in der Regel noch niedrig ist. Für den – im internationalen Vergleich als relativ jung und noch wenig entwickelt einzustufenden – deutschen Beteiligungsmarkt konnte in einer im Herbst 2002 gemeinsam mit den Universitäten Cambridge, Edinburgh, Eichstätt und Hamburg durchgeführten Studie eine solche Entwicklung hin zu einer stärkeren Spezialisierung der Marktteilnehmer aufgezeigt werden.[2] Im Rahmen dieser umfassenden Analyse konnte gezeigt werden, dass der Anteil der Gesellschaften, die sich spezialisiert haben, im Vergleich zu den Gesellschaften, die eine Diversifizierungsstrategie verfolgt haben, deutlich überwog.

Kasten 1: Das Wichtigste auf einen Blick.

Dieser Beitrag gibt einen Überblick über Spezialisierungsmuster bei der Dealakquise und der Dealauswahl, der in Deutschland aktiven Beteiligungsgesellschaften (BGen). Die wichtigsten Ergebnisse sind:

- Es zeigt sich eine klare Spezialisierung der verschiedenen Typen von BGen auf unterschiedliche Geschäftsmodelle und Strategien. Eine Folge der Spezialisierung der Marktteilnehmer ist eine Segmentierung des deutschen Beteiligungskapitalmarktes hinsichtlich der Dimensionen etablierte versus junge BGen sowie renditeorientierte versus förderorientierte BGen.
- Die etablierten BGen haben in der Vergangenheit für die Akquisition vorteilhafte Eigenschaften wie eine hohe Reputation sowie eine gute Integration in Netzwerke aufbauen können. Diese Eigenschaften lenken einen hohen Dealflow zu diesen Gesellschaften, was ihnen erlaubt, die eingehenden Finanzierungsanfragen streng zu selektieren und vergleichsweise hohe Renditeansprüche mit ihren Engagements zu verknüpfen. In diesem Marktsegment kommen Deals trotz erfolgreicher Due Diligence darüber hinaus vergleichsweise häufig nicht zustande, weil Konkurrenten den Zuschlag erhalten. Dies deutet darauf hin, dass sich in diesem Marktsegment inzwischen ein relativ intensiver Wettbewerb zwischen den Gesellschaften gebildet hat.
- In dem Marktsegment, welches von den noch weniger etablierten BGen bedient wird, gilt im Gegenzug, dass die hier agierenden Gesellschaften für ihre Engagements tendenziell niedrigere Renditeforderungen stellen und weniger stark selektieren können. Dies ist zumindest teilweise auf die geringere Reputation der in diesem Segment aktiven Gesellschaften zurückzuführen. Eine Konkurrenz durch andere Gesellschaften lässt sich in diesem Segment durch die Befragung nicht feststellen, was darauf zurückzuführen sein kann, dass sich diese BGen entweder erfolgreich auf eine Marktnische spezialisiert haben, oder dass aufgrund der geringen Anbieterdichte in dem von ihnen bedienten Marktsegment die Wettbewerbsintensität niedriger ist.
- Eine weitere Aufteilung des Marktes hinsichtlich des Akquisitionsverhaltens deutet sich zwischen rendite- und förderorientierten BGen an. So sind die förderorientierten Beteiligungsgeber eher bereit, auch kleinteilige Investments mit geringen Mindestrenditeanforderungen zu tätigen, während renditeorientierte Gesellschaften häufiger Mindestanforderungen an die Deal- oder Unternehmens-

[2] Vgl. V. Zimmermann und J. Fischer (2003), sowie J. Schumacher und V. Zimmermann (2004).

größe sowie die erwarteten Mindestrenditen haben. Die renditeorientierten BGen selektieren darüber hinaus die bei ihnen eingehenden Finanzierungsanfragen deutlich stärker als die förderorientierten. Bei Ersteren gelangt ein deutlich geringerer Teil der eingehenden Finanzierungsanfragen in das Stadium einer engeren Beteiligungswürdigkeitsprüfung (Due Diligence). Weiterhin scheitern bei ihnen tendenziell mehr Deals in der Due Diligence Phase, als bei den förderorientierten.

- Unabhängig von den Marktsegmentierungstendenzen zeigt sich, dass der Markt für Beteiligungskapital in Deutschland insgesamt reifer geworden ist. Ein Indiz dafür ist die Tatsache, dass ein nicht zu vernachlässigender Anteil der aus Sicht der BGen akzeptablen Deals scheitert, weil ein anderer Investor zum Zug kommt.

Drei Jahre später wurde von der KfW gemeinsam mit dem KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance an der Technischen Universität München erneut eine Befragung der deutschen BGen durchgeführt. Im Rahmen der Befragung wurden im Herbst 2005 177 BGen angeschrieben, die Mitglied im Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) sind. Vor allem dank großer Unterstützung durch den BVK konnte eine Rücklaufquote von 47 % erzielt werden. Ziel der Folgestudie war es aufzuzeigen, inwieweit sich Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf in den Jahren 2002 bis 2004 verschoben haben.[3] Auf Basis der Daten der aktuellen Studie wird in zwei Artikeln dargestellt, in welchem Maße sich die im deutschen Beteiligungsmarkt aktiven BGen weiter spezialisiert haben und wie die Spezialisierungsstrategien aussehen. Im vorliegenden ersten Teil des Artikels werden die Spezialisierungsmuster in der Akquisition und Auswahl von Deals analysiert. Aufbauend darauf wird im zweiten Teil des Artikels auf die Spezialisierungsstrategien der BGen bei der Investitionstätigkeit eingegangen.

2. Veränderung der Angebotsstrukturen im deutschen Beteiligungskapitalmarkt.

In diesem Abschnitt wird zunächst ein Überblick über die Veränderungen der Angebotsstrukturen im deutschen Beteiligungskapitalmarkt gegeben. Dazu wird dargestellt, wie sich die BGen auf die verschiedenen Finanzierungsphasenschwerpunkte, Größenklassen und Typen von BGen verteilen, sowie über welche Erfahrungen sie am Markt verfügen. Um einen Eindruck von den Marktverschiebungen der letzten Jahre zu vermitteln, wird die aktuelle Marktstruktur, der zur Zeit der Vorgängerstudie des Jahres 2002 herrschenden gegenübergestellt.[4]

Im Zuge der Marktkonsolidierung der letzten Jahre erlebte der deutsche Beteiligungsmarkt eine kräftige Neuausrichtung der Marktaktivität von der Früh- (Seed- und Start-up-Finanzierungen) zur Spätphase (Expansionsfinanzierungen und Buy-Outs). Zudem verschob

[3] Vgl. A.-K. Achleitner/N. Ehrhart und V. Zimmermann (2006). Verfügbar unter: http://www.kfw.de/DE_Home/Research/Veranstaltungen/beteiligungsfinanzierung_nach_der_marktkonsolidierung.pdf

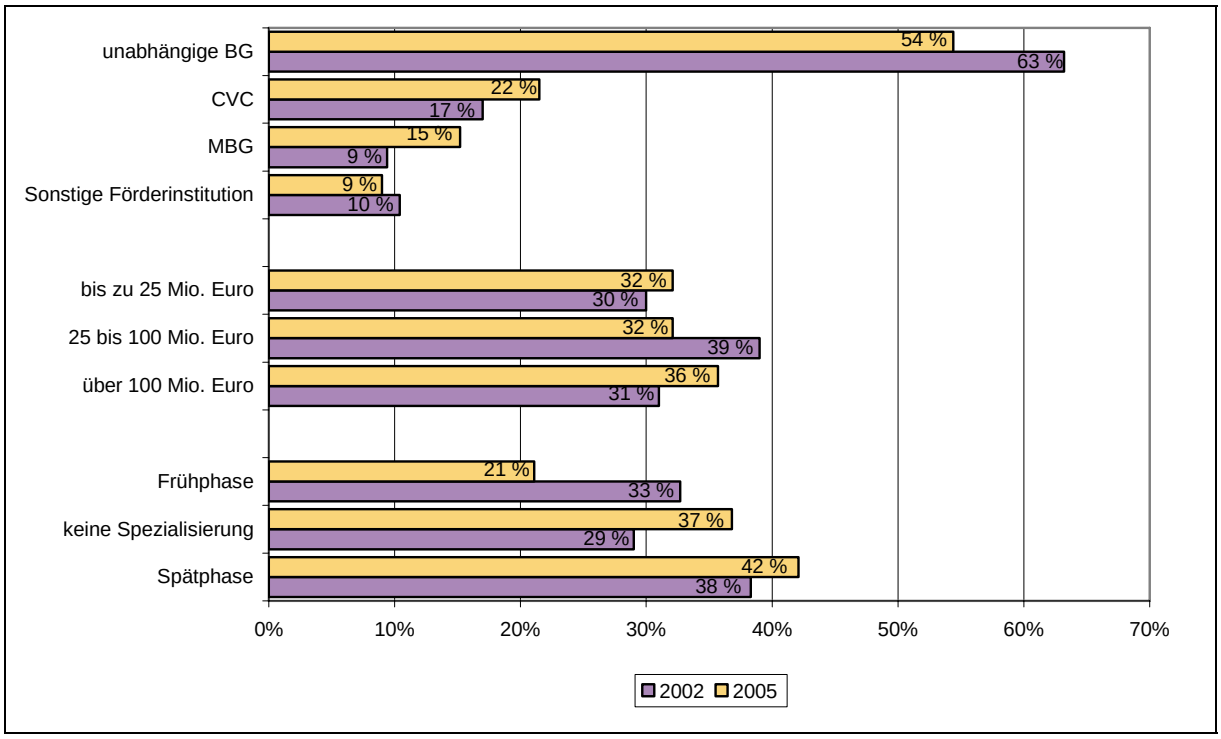
[4] Für eine detaillierte Analyse der Veränderungen der Angebotsstrukturen im deutschen Beteiligungsmarkt siehe Achleitner et al. (2006), S. 15ff.

sich die Investitionstätigkeit insbesondere innerhalb der Spätphase von kleineren zu größeren Deals.[5] Die Verlagerung der Marktaktivität schlägt sich deutlich in der Ausrichtung der Investmenttätigkeit der BGen nieder. Diese haben sich tendenziell aus der Frühphase zurückgezogen. So zeigt Grafik 2, dass der Anteil der auf die Frühphase spezialisierten BGen zwischen 2002 und 2005 von 33 % auf 21 % zurückgegangen ist, während der Anteil der Spätphasenspezialisten von 38 % auf 42 % anstieg.[6] Den größten Zuwachs erlebte allerdings die Gruppe ohne Spezialisierung, ihr Anteil stieg von 29 % auf 37 %. Dieser Befund läuft der eingangs gemachten Aussage, dass sich die Marktteilnehmer mit zunehmender Marktentwicklung verstärkt spezialisieren, zunächst zuwider. Der Bedeutungszuwachs der Gruppe der BGen ohne Finanzierungsphasenspezialisierung zu Lasten der Frühphasenspezialisten lässt sich jedoch mit dem Zusammenbruch des Frühphasensegmentes im Nachfeld des Platzens der New-Economy Blase erklären, das viele ehemalige Frühphasenspezialisten dazu bewogen hat, auch Spätphasendeals zu tätigen.[7]

[5] Zu den Verschiebungen der Marktaktivität zur Spätphase siehe die Jahresstatistiken des BVK, BVK (2006), S. 29f.

[6] Eine BG wird in der Studie als Frühphasenspezialist eingestuft, wenn sie mindestens 70 % ihrer Investments in der Frühphase tätigt. Analoges gilt für die Definition der Spätphasenspezialisten. Bei dieser Klassifizierung ergibt sich unweigerlich eine Gruppe ohne Spezialisierung.

[7] Der Marktzusammenbruch im Nachfeld des Platzens der New-Economy-Blase fiel im Frühphasensegment sehr viel stärker aus als in der Spätphase. Von 2000 bis 2003 gingen die Frühphaseninvestitionen (Seed und Start-up) von gut 1,6 Mrd. EUR auf unter 300 Mio. EUR zurück. Dies ist ein Rückgang von 82 %. In der Spätphase fiel der Markteinbruch mit einem Investitionsrückgang von 41 % zwischen 2001 (3,3 Mrd. EUR) und 2002 (2 Mrd. EUR) hingegen nur halb so stark aus. Vgl. BVK (2006), S. 29.



Grafik 2: Finanzierungsphasenschwerpunkt, Größe und Art der Beteiligungsgesellschaften

Angesichts der Marktverschiebung hin zur Spätphase in den letzten drei Jahren wäre ein deutliches Ansteigen der durchschnittlichen Fondsgrößen zu erwarten gewesen. Dies ist jedoch nur bedingt geschehen. Zwar stieg der Anteil der großen Fonds gegenüber der Vorgängerstudie um fünf Prozentpunkte an (von 31 % auf 36 %). Gleichzeitig ist jedoch auch ein leichter Anstieg des Anteils der Kleinstfonds (weniger als 25 Mio. EUR) gegenüber der Situation vor drei Jahren zu verzeichnen (von 30 % auf 32 %). Die geringe Veränderung der durchschnittlichen Fondsgrößen ist angesichts der Marktverschiebung hin zur Spätphase erstaunlich. Sie lässt sich einerseits mit der schwierigen Fundraisingsituation in den Jahren nach dem Platzen der New-Economy-Blase erklären, die größere Fonds nicht zuließ. Andererseits kann sie auch als Indiz für Spezialisierungstendenzen bei den Beteiligungsgesellschaften interpretiert werden, da vor allem mittlere Fondsgrößen an Bedeutung verloren haben.

Hinsichtlich ihrer Art verteilen sich die befragten BGen auf vier Gruppen. Die bedeutendste unter ihnen stellt wie vor drei Jahren die der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften dar. Sie machen in der vorliegenden Befragung 54 % aller Gesellschaften aus. 22 % der Gesellschaften gehören zur Gruppe der Corporate-Venture-Capital Gesellschaften (CVCs) und bei 24 % handelt es sich um förderorientierte Gesellschaften. Letztere werden weiter unterteilt in Mittelständische Beteiligungsgesellschaften (MBGen) und sonstige Förderinstitutionen. Bei den CVCs handelt es sich um BGen, die zu einem wesentlichen Teil

Eigentum eines Unternehmens sind.[8] In den folgenden Analysen werden CVCs häufig mit den unabhängigen BGen unter dem Begriff „renditeorientierte Gesellschaften“ zusammengefasst.

Gegenüber dem Jahr 2002 ist der Anteil der unabhängigen BGen zurückgegangen, während der Anteil der CVCs und insbesondere der MBGen gestiegen ist. Diese Veränderungen sind zwar teilweise – vor allem im Fall der MBGen – auf die Zusammensetzung der Stichprobe zurückzuführen. Die relative Bedeutungsveränderung zwischen unabhängigen BGen und CVCs dagegen dürfte in erster Linie auf Verschiebungen am Markt zurückzuführen sein.

Betrachtete man wie sich die unterschiedlichen Typen von Beteiligungsgesellschaften auf die Finanzierungsphasen verteilen (Tabelle 1), so zeigt sich, dass die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften und CVCs relativ gleichmäßig in allen Finanzierungsphasen aktiv sind, während sich die MBGen vornehmlich auf die Spätphase und die sonstigen Förderinstitutionen in stärkerem Maße auf die Frühphase konzentrieren.

Tabelle 1: Häufigkeiten nach Art und Finanzierungsphase der Gesellschaften.[9]

	Unabh. BG	**CVC**	**MBG**	**Sonst. Förderinst.**
Frühphase	56 % / 22 %	25 % / 25 %	0 % / 0 %	19 % / 43 %
Keine Spezialisierung	57 % / 39 %	25 % / 44 %	7 % / 17 %	11 % / 43 %
Spätphase	50 % / 39 %	16 % / 31 %	31 % / 83 %	3 % / 14 %

[8] CVCs im engeren Sinne verfolgen strategische und finanzielle Ziele. Hierbei handelt es sich in der Regel um Tochtergesellschaften von großen (Industrie-)Unternehmen. Der Großteil der antwortenden CVCs sind hingegen CVCs im weiteren Sinne, d. h. sie verfolgen in erster Linie finanzielle Ziele. Hierbei handelt es sich überwiegend um Tochtergesellschaften von Landesbanken und Sparkassen. Zu dieser Gruppe zählen mehr als 80 % der CVCs, die an dieser Befragung teilgenommen haben.

[9] Die erste Prozentangabe in den Zellen bezieht sich jeweils auf den Anteil der Kategorien in den vertikal abgetragen Kopfzeilen, während sich die zweite Prozentangabe auf den Anteil der Kategorien in den horizontal abgetragenen Kopfspalten bezieht. Lesebeispiel: Die erste Zelle von Tabelle 1 zeigt, dass 56 % der Frühphasengesellschaften unabhängige BGen sind und 22 % der unabhängigen BGen Frühphasenspezialisten sind.

Tabelle 2: Häufigkeiten nach Art und Größenklasse der Gesellschaften.

	Unabh. BG	CVC	MBG	Sonst. Förderinst.
bis 25 Mio. EUR	67 % / 34 %	28 % / 46 %	0 % / 0 %	5 % / 25 %
25-100 Mio. EUR	44 % / 23 %	17 % / 27 %	28 % / 83 %	11 % / 50 %
über 100 Mio. EUR	75 % / 43 %	15 % / 27 %	5 % / 17 %	5 % / 25 %

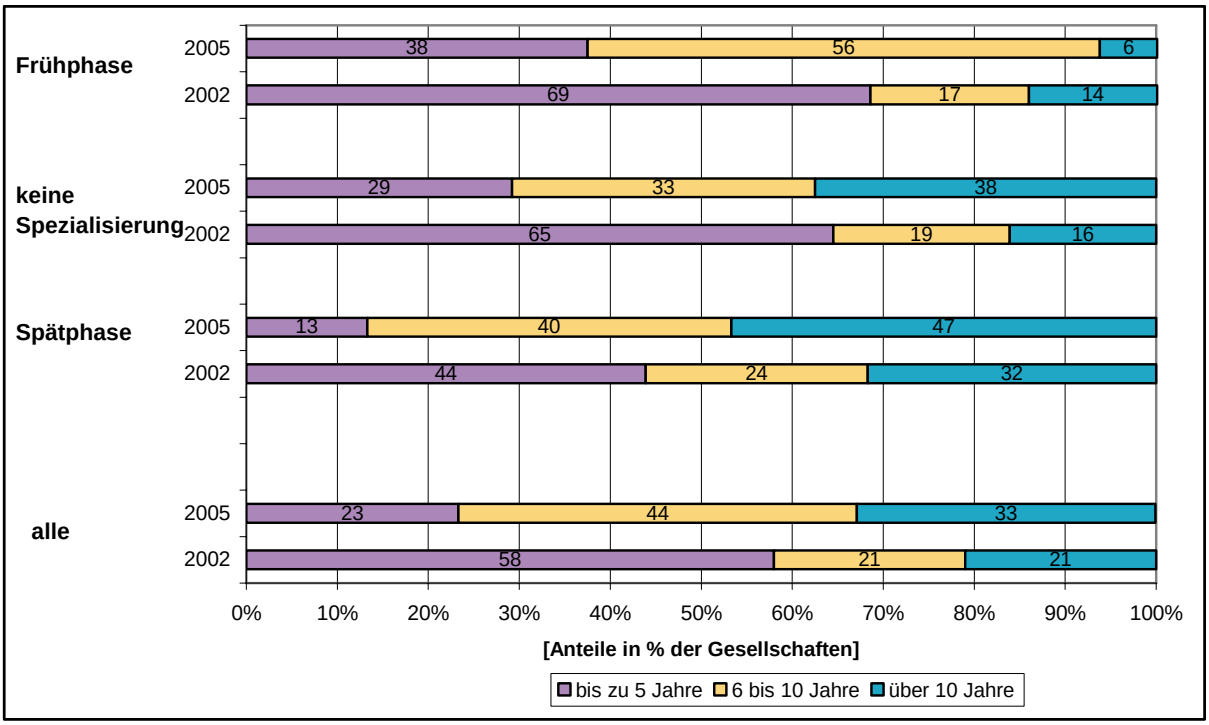
Die in Tabelle 2 dargestellte Verteilung der unterschiedlichen Beteiligungsgebertypen auf die Fondsgrößenklassen zeigt, dass die unabhängigen BGen tendenziell entweder sehr große oder sehr kleine Fonds auflegen, während sich die MBGen vor allem auf die mittleren Fondsgrößen konzentrieren. Die CVCs und sonstigen Förderinstitutionen weisen tendenziell kleinere und mittlere Fondsgrößen auf. Der Grund dafür dürfte sein, dass sich unter diesen beiden verhältnismäßig viele Frühphasenspezialisten sowie Gesellschaften ohne Spezialisierung befinden und die Fondsgröße eindeutig von der Früh- zur Spätphase ansteigt (Tabelle 3).

Tabelle 3: Häufigkeiten nach Finanzierungsphasen und Größenklassen der Gesellschaften.

	bis 25 Mio. EUR	25-100 Mio. EUR	über 100 Mio. EUR
Frühphase	54 % / 39 %	23 % / 18 %	23 % / 16 %
Keine Spezialisierung	28 % / 28 %	44 % / 47 %	28 % / 26 %
Spätphase	26 % / 33 %	26 % / 35 %	48 % / 58 %

Beim deutschen Beteiligungsmarkt handelt es sich im internationalen Vergleich wie eingangs angesprochen um einen relativ jungen Markt. Die Marktkonsolidierung der letzten Jahre hat jedoch dazu geführt, dass die im Markt aktiven BGen heute eine deutlich größere Erfahrung aufweisen als noch zu Zeiten des New-Economy Booms. So zeigt Grafik 3, dass der Anteil der Gesellschaften, die seit mindestens zehn Jahren in Deutschland tätig sind, gegenüber der Untersuchung von 2002 von 20 % auf ein Drittel stieg. Noch deutlicher wird der Erfahrungszuwachs bei den Marktteilnehmern, wenn man sich den Anteil der Gesellschaften ansieht, die seit mindestens fünf Jahren aktiv sind und somit in etwa einem Investitionszyklus Erfahrungen gemacht haben: Dieser stieg von 40 % auf drei Viertel. Der Erfahrungszuwachs ist bei den Spätphasenspezialisten am stärksten ausgeprägt, während in der Frühphase der Anteil der Gesellschaften, die seit mehr als zehn Jahren am Markt aktiv sind, sogar zurückgegangen ist. Grund dafür ist, dass im Frühphasensegment heute sehr viele Gesellschaften agieren, die kurz vor oder während des New-Economy Booms ihre Geschäftsaktivität aufgenommen haben. Viele der in der Boomphase erstmals aktiv

gewordenen Marktteilnehmer dürften ihre Beteiligungen zu überhöhten Preisen eingegangen sein, um dann den Marktzusammenbruch mitzuerleben. Insofern dies nicht zum Ausscheiden aus dem Markt geführt hat, dürfte diese Erfahrung zumindest die Bereitschaft, riskante Investitionen zu tätigen, deutlich reduziert haben und so dazu beigetragen haben, dass viele ehemalige Frühphasenspezialisten heute verstärkt auch Spätphaseninvestments durchführen und deshalb die Gruppe ohne Spezialisierung, wie oben beschrieben, so stark gewachsen ist.



Grafik 3: Erfahrung der Beteiligungsgesellschaften

Nachdem die Angebotsstrukturen im deutschen Beteiligungskapitalmarkt sowie die Veränderungen, die diese in den letzten drei Jahren durchlaufen haben, in ihren Grundzügen dargestellt wurden, werden im Folgenden die Spezialisierungsmuster bei den BGen detailliert untersucht.

3. Spezialisierungsmuster bei der Akquise und Auswahl der Deals.

In diesem Abschnitt soll dargestellt werden, wie Beteiligungsgeber ihre Zielunternehmen auswählen. Dabei wird untersucht, worin – nach eigener Aussage der befragten Gesellschaften – ihre spezifischen Stärken bei der Akquise von Deals liegen, auf welche Weise die Auswahl der Zielunternehmen erfolgt und wie hoch der Anteil der Investments an allen eingehenden Finanzierungsanfragen ist. Insbesondere soll differenziert betrachtet werden, wie sich die BGen nach Typ und Finanzierungsphasenschwerpunkt bei der Generierung ihres Dealflows und der Auswahl ihrer Investments spezialisiert haben.

3.1 Mindestanforderungen an mögliche Deals.

Alle BGen legen bestimmte Mindestanforderungen wie z. B. Mindestumsatz oder Mindestrendite fest. Nur wenn diese erfüllt sind, wird eine weitergehende Prüfung erwogen. In den folgenden Prüfungsschritten der intensiven Einzelfallprüfung (Due Diligence) und der Verhandlung des Beteiligungsvertrages werden weitere Dealanfragen abgelehnt, so dass es letztendlich nur bei einem geringen Anteil der Anfragen auch zu einer Finanzierung kommt.

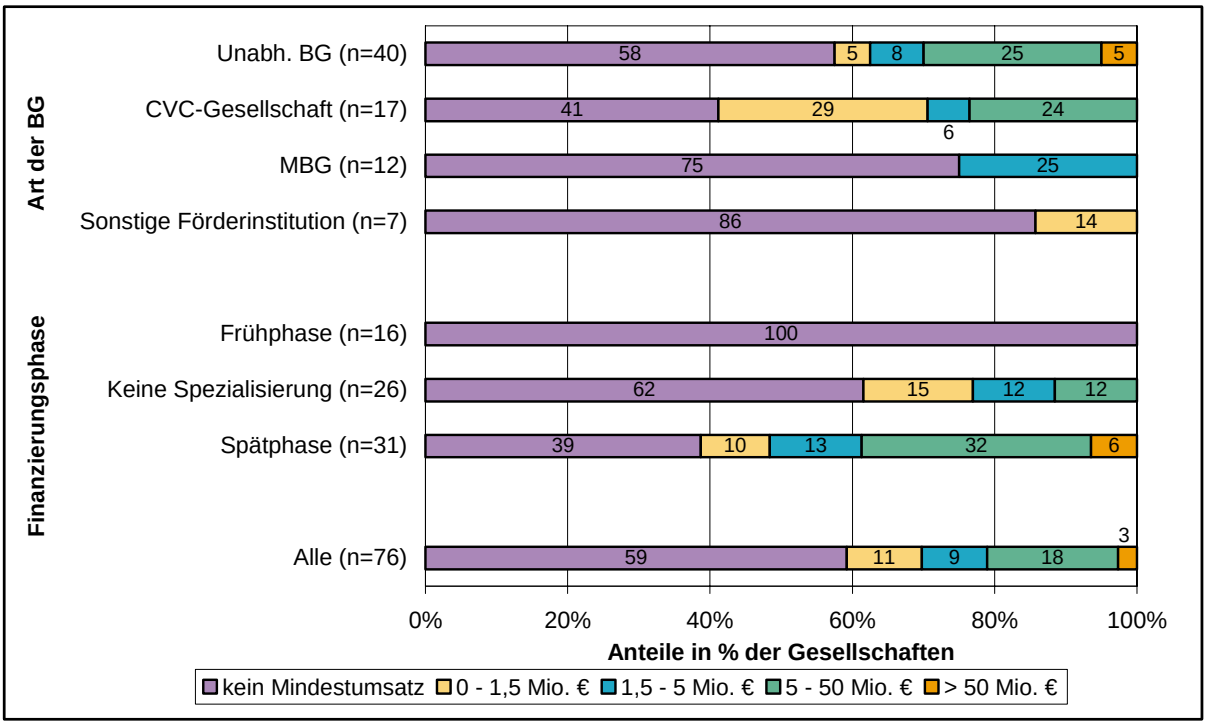
Mindestgrößenanforderungen an potenzielle Zielunternehmen können Engagements von BGen a priori ausschließen. Einerseits können sie in der Frühphase eine wichtige Rolle spielen, da Frühphasenunternehmen oftmals keine oder nur geringe Umsätze aufweisen. Zum anderen – und dies ist für den deutschen Markt von Bedeutung – sind gerade auch kleinere, etablierte mittelständische Unternehmen auf Beteiligungskapital angewiesen, um ihre im internationalen Vergleich niedrigen Eigenkapitalquoten zu verbessern. Dies ist umso bedeutender, als die in den letzten Jahren zunehmenden Veränderungen auf den Finanzmärkten, wie etwa die flächendeckende Anwendung von Ratingverfahren, dazu geführt haben, dass die Eigenkapitalausstattung eine immer wichtigere Rolle für den Zugang mittelständischer Unternehmen zu klassischen Finanzierungsquellen wie Bankkrediten spielt.[10]

Grafik 4 zeigt die Antworten der BGen hinsichtlich der Mindestanforderungen an den Unternehmensumsatz. Fast 60 % der befragten Gesellschaften nennen keine Untergrenzen für ein Engagement bezüglich der Unternehmensgröße. Bei über 20 % der Gesellschaften beträgt der Mindestumsatz, den ein Unternehmen aufweisen muss, damit die BG eine Prüfung der Anfrage vornimmt, allerdings mehr als 5 Mio. EUR. Hinter diesen Durchschnittswerten verbergen sich jedoch starke Unterschiede zwischen den verschiedenen Gruppen von Beteiligungsgebern. So nennt keiner der befragten Frühphasenfinanzierer Anforderungen hinsichtlich des Mindestumsatzes. Dies ist wenig überraschend, ist es doch gerade ein zentrales Merkmal des Frühphasensegments, dass die Investitionen in junge Unternehmen getätigt werden, welche noch keinen oder lediglich einen geringen Umsatz, dafür aber hohe Wachstumsaussichten aufweisen. Von den Spätphasenfinanzierern dagegen nennen über 60 % eine Mindestumsatzgröße, unter der keine Engagements getätigt werden. Rund zwei Fünftel der Spätphasenfinanzierer engagieren sich sogar nur in Unternehmen, deren Jahresumsatz mehr als 5 Mio. EUR beträgt. Weite Teile des etablierten Mittelstands in Deutschland kommen für diese

[10] Zur Ausbreitung der Ratingkultur in Deutschland vgl. V. Zimmermann und J. Schumacher (2005). Zur Bedeutung der Eigenkapitalausstattung für den Zugang zu Bankkrediten siehe z. B. V. Zimmermann (2006), S. 63f.

Gesellschaften somit allein aufgrund ihrer Größe als Investitionsziele nicht in Frage.[11] Unterscheidet man zwischen renditeorientierten und förderorientierten Gesellschaften, so zeigt sich, dass der Anteil der Gesellschaften, die einen Mindestumsatz des Zielunternehmens fordern, erwartungsgemäß bei den renditeorientierten Beteiligungsgebern deutlich höher ist als bei den förderorientierten Gesellschaften.

Neben Anforderungen hinsichtlich eines Mindestumsatzes können auch Mindestanforderungen an die Größe von Einzelinvestments eine wichtige Rolle spielen. Die Antworten der Gesellschaften zu Mindestinvestitionssummen entsprechen denen nach den Mindestumsatzgrößen. So zeigt sich auch hier ein Zusammenhang zwischen Finanzierungsphase und Mindestanforderung; während nur rund die Hälfte der Spätphasenspezialisten bereit ist, Investments von unter 750.000 EUR einzugehen, beträgt dieser Anteil bei den Frühphasengesellschaften knapp 80 %. Wie auch beim Mindestumsatz zeigt sich weiterhin, dass insbesondere förderorientierte Beteiligungsgeber bereit sind, das kleinteilige Marktsegment zu bedienen.

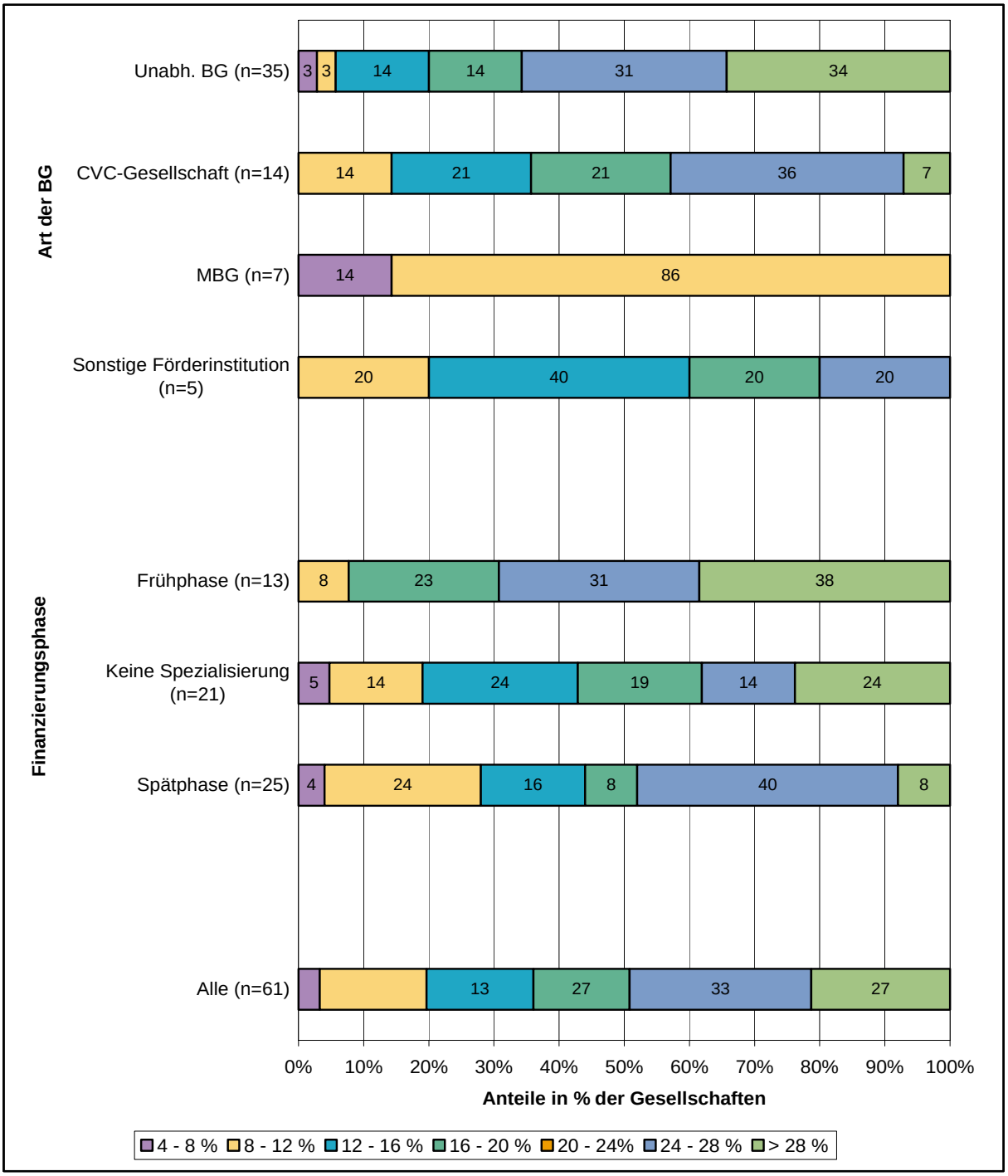


Grafik 4: Mindestumsatz für ein Engagement durch eine Beteiligungsgesellschaft

Neben Anforderungen hinsichtlich der Mindestumsatzgröße oder der Mindestinvestitionssumme legen BGen oftmals Mindestbruttorenditen fest. Grund dafür ist, dass Beteiligungsfinanzierungen in der Regel stark risikobehaftet sind und insbesondere bei kleinen Finanzierungsvolumina häufig hohe (Fix-)Kosten – Beteiligungswürdigkeitsprüfung, Vertrags-

[11] Das KfW-Mittelstandspanel 2005 zeigt, dass rund 97 % des deutschen Mittelstandes Umsätze bis zu 5 Mio. EUR aufweisen. Vgl. F. Reize (2005).

verhandlung sowie Betreuung der Investments – aufweisen. Grafik 5 zeigt, welche Bruttorenditen (vor Steuern und Risikoabschlägen) die befragten Beteiligungsgeber von einem Engagement erwarten, damit ein Investment in Frage kommt. Bei einem Drittel der Gesellschaften liegt die erwartete Bruttorendite unter 16 %, während rund die Hälfte der befragten Beteiligungsgeber eine Bruttorendite von mehr als 24 % erwartet. Im Vergleich zur Vorerhebung hat sich somit der Anteil der Gesellschaften, die Renditen im mittleren Bereich zwischen 16 % bis 24 % fordern, von 27,5 % auf 14,8 % beinahe halbiert. Somit zeichnet sich bei den erwarteten Renditen eine deutliche Polarisierung ab, die auf eine Marktsegmentierung und damit auch auf eine zunehmende Spezialisierung im Markt hindeutet.



Grafik 5: Mindestbruttorendite

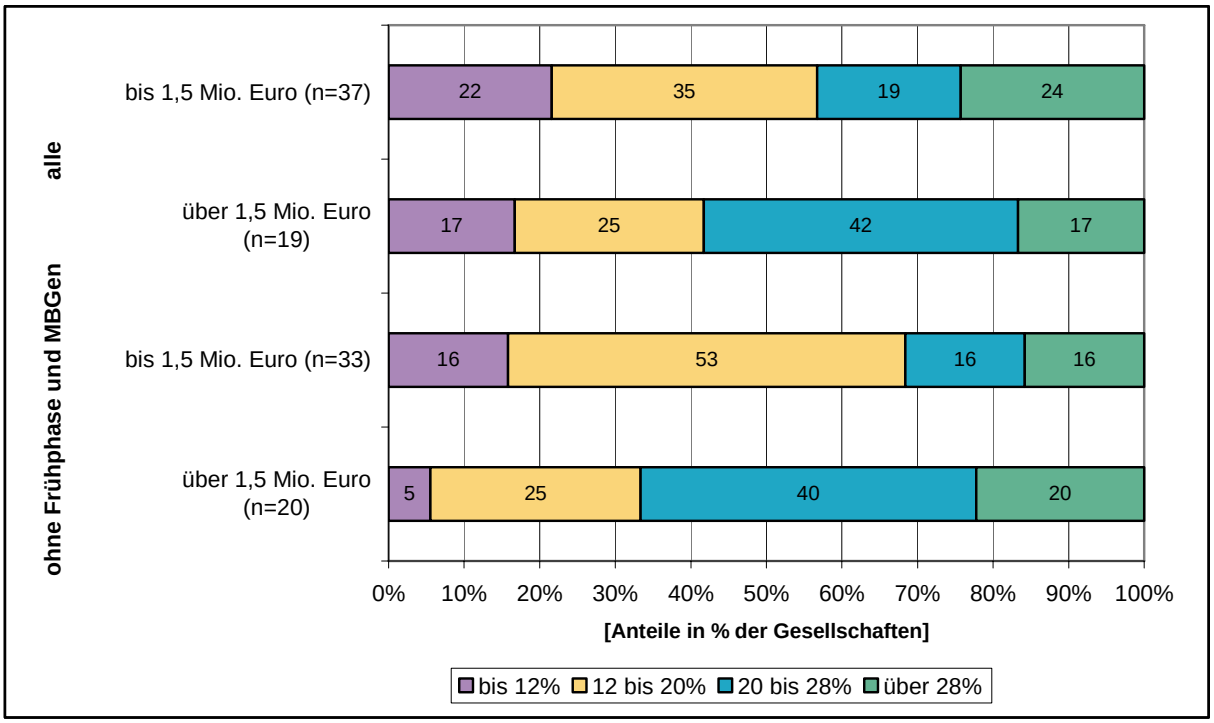
Die verschiedenen Renditeerwartungen zeigen sich gerade auch zwischen den unterschiedlichen Gruppen an BGen. So verlangen jeweils rund zwei Drittel der unabhängigen BGen sowie der Frühphasenfinanzierer eine Bruttorendite von über 24 %. Dieser Anteil ist gerade bei den unabhängigen BGen gegenüber der Vorgängerstudie stark gestiegen (von knapp 48 % auf 65 %). Anders verhält es sich bei den MBGen, die institutionell bedingt nicht mehr als 12 % Bruttorendite fordern. Wenig überraschend ist, dass Spätphasengesellschaften niedrigere Mindestrenditen angeben als jene mit Frühphasenfokus. Hier spiegeln sich das höhere Risiko und der höhere Betreuungsaufwand

der Frühphasenfinanzierung wider, für welche die Investoren eine Kompensation in Form einer höheren Rendite verlangen. Aus diesem Grund fordern die stärker auf die Frühphase fokussierten sonstigen Förderinstitutionen auch deutlich höhere Mindestrenditen als die MBGen. Neben der stärkeren Spezialisierung auf hohe bzw. niedrige erwartete Mindestrenditen, zeigt sich gegenüber den Ergebnissen der Vorgängerstudie tendenziell eine Abnahme der erwarteten Mindestrenditen bei den BGen. Dies dürfte ein Resultat der in den Jahren nach dem Marktzusammenbruch gemachten Erfahrungen sein, welche die heutigen Renditeerwartungen der Beteiligungsgeber an ihre Zielunternehmen realistischer ausfallen lassen.

Insgesamt zeigen die Auswertungen zu den Mindestanforderungen, dass sich am Markt inzwischen ein gewisses Angebot an Beteiligungskapital auch für kleinere Unternehmen mit vergleichsweise geringem Finanzierungsbedarf sowie für Unternehmen mit nur moderaten Wachstumsaussichten und Renditeerwartungen herausgebildet hat. Allerdings sind es vor allem die förderorientierten BGen und – im Falle der Mindestgrößenvoraussetzungen – die in der Frühphase aktiven BGen. Die renditeorientierten Beteiligungsgeber dagegen konzentrieren sich eher auf größere, renditeträchtigere Zielobjekte und höhere Investitionsvolumina.

Besonders interessant ist eine Betrachtung des Zusammenhangs zwischen den von den BGen geforderten Mindestbruttorenditen und dem Vorhandensein von Mindestumsatzanforderungen. Da nämlich Anforderungen hinsichtlich der Mindestrendite im Frühphasensegment tendenziell eine wichtigere Rolle spielen als in der Spätphase, jedoch keine der Frühphasengesellschaften Mindestumsatzanforderungen an ihre Investments hat, ist zunächst zu erwarten, dass zwischen Mindestumsatzanforderungen und den geforderten Mindestbruttorenditen ein negativer Zusammenhang besteht. Grafik 6 zeigt jedoch, dass im Widerspruch zu dieser Vermutung die geforderten Mindestrenditen bei jenen BGen tendenziell höher sind, die sich nur an Unternehmen beteiligen, die mindestens einen Umsatz von 1,5 Mio. EUR aufweisen. Besonders offensichtlich ist dieses gemeinsame Auftreten von Mindestrendite- und Mindestumsatzanforderungen, wenn man die Frühphasenspezialisten und die MBGen außen vor lässt, um eine möglichst homogene Gruppe von Beteiligungsgesellschaften zu betrachten. In dieser Teilstichprobe weisen über zwei Drittel der Gesellschaften ohne bzw. mit geringen Anforderungen hinsichtlich des Mindestumsatzes, Mindestrenditeforderungen von unter 20 % auf, während bei jenen Gesellschaften mit Mindestumsatzanforderungen von 1,5 Mio. EUR aufwärts 60 % erwartete Renditen von über 20 % für ein Engagement voraussetzen.

Der starke positive Zusammenhang zwischen Mindestrendite- und Mindestumsatzanforderungen deutet wiederum auf eine Segmentierung des Beteiligungskapitalmarktes in mehrere Teilmärkte hin. Erstens ein tendenziell großvolumigeres Segment mit im Durchschnitt höheren Renditeanforderungen. Zweitens ein kleinvolumigeres und eher durch niedrigere erwartete Renditen charakterisierter Teilmarkt, der vor allem von den förderorientierten Gesellschaften bedient wird. Ein drittes Marktsegment deutet sich im Bereich mit geringen Mindestumsatzanforderungen aber hohen Mindestrenditevoraussetzungen an. Denn knapp ein Viertel der Gesellschaften, die keine oder nur geringe Anforderungen an den Mindestumsatz stellen, haben sehr hohe Mindestrenditeanforderungen an ihre Deals. Hierbei handelt es sich um das risikoreiche Frühphasensegment, in welchem die Zielunternehmen noch keine oder geringe Umsätze aber ein großes Wachstumspotential aufweisen.



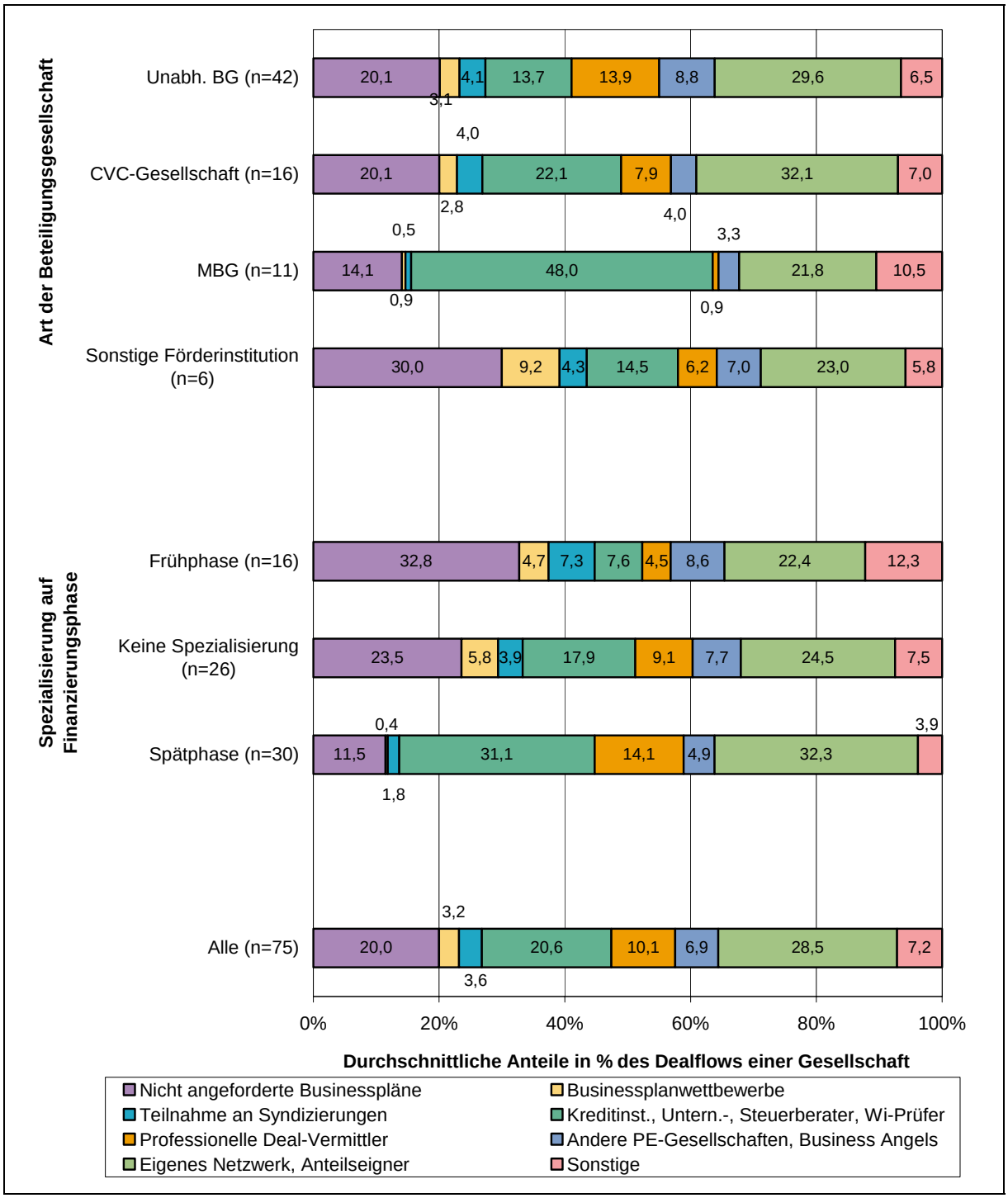
Grafik 6: Mindestbruttorenditen in Abhängigkeit der Mindestumsatzanforderungen

3.2 Dealflowgenerierung: Quellen des Dealflows und Akquisition.

Die Qualität und die Anzahl der bei einer Gesellschaft eingehenden Finanzierungsfragen sind elementar wichtig für ihren Erfolg. Daher kommt der Akquisition von Deals eine zentrale Bedeutung im Geschäftsablauf einer BG zu. Neben einer ausreichend hohen Anzahl an Finanzierungsfragen (siehe Abschnitt 3.3) ist es dabei außerordentlich wichtig, dass die eingehenden Anfragen möglichst gut zu den Anforderungen der Gesellschaften passen, um den Auswahlprozess der für die Gesellschaft „geeigneten“ Deals effizient zu gestalten. Im Folgenden wird daher untersucht, aus welchen Quellen die BGen Finanzierungsanfragen

erhalten, in welchem Ausmaß dabei tatsächlich Beteiligungen zustande kommen und welche Stärken die Beteiligungsgeber ihrer Gesellschaft bei der Akquise von Deals beimessen.

Im Durchschnitt über alle untersuchten Gruppen hinweg sind das eigene Netzwerk bzw. die eigenen Anteilseigner die wichtigste Quelle für Deals (siehe Grafik 7). Fasst man unter der Kategorie „Netzwerke im weiteren Sinne“ auch jene Finanzierungsanfragen zusammen, die von anderen Gesellschaften oder Business Angels weitergeleitet wurden, sowie jene Anfragen, die sich auf Teilnahmen an Syndizierungen beziehen, so stammen rund zwei Fünftel aller Deals aus dieser Quelle. Eine weitere wichtige Dealquelle sind mit einem Anteil von 20 % an den Finanzierungsanfragen die nicht angeforderten Businesspläne. Die große gemeinsame Bedeutung beider Kategorien - rund 60 % aller Deals – deutet darauf hin, dass die Beteiligungsbranche stark von informellen Strukturen geprägt ist.

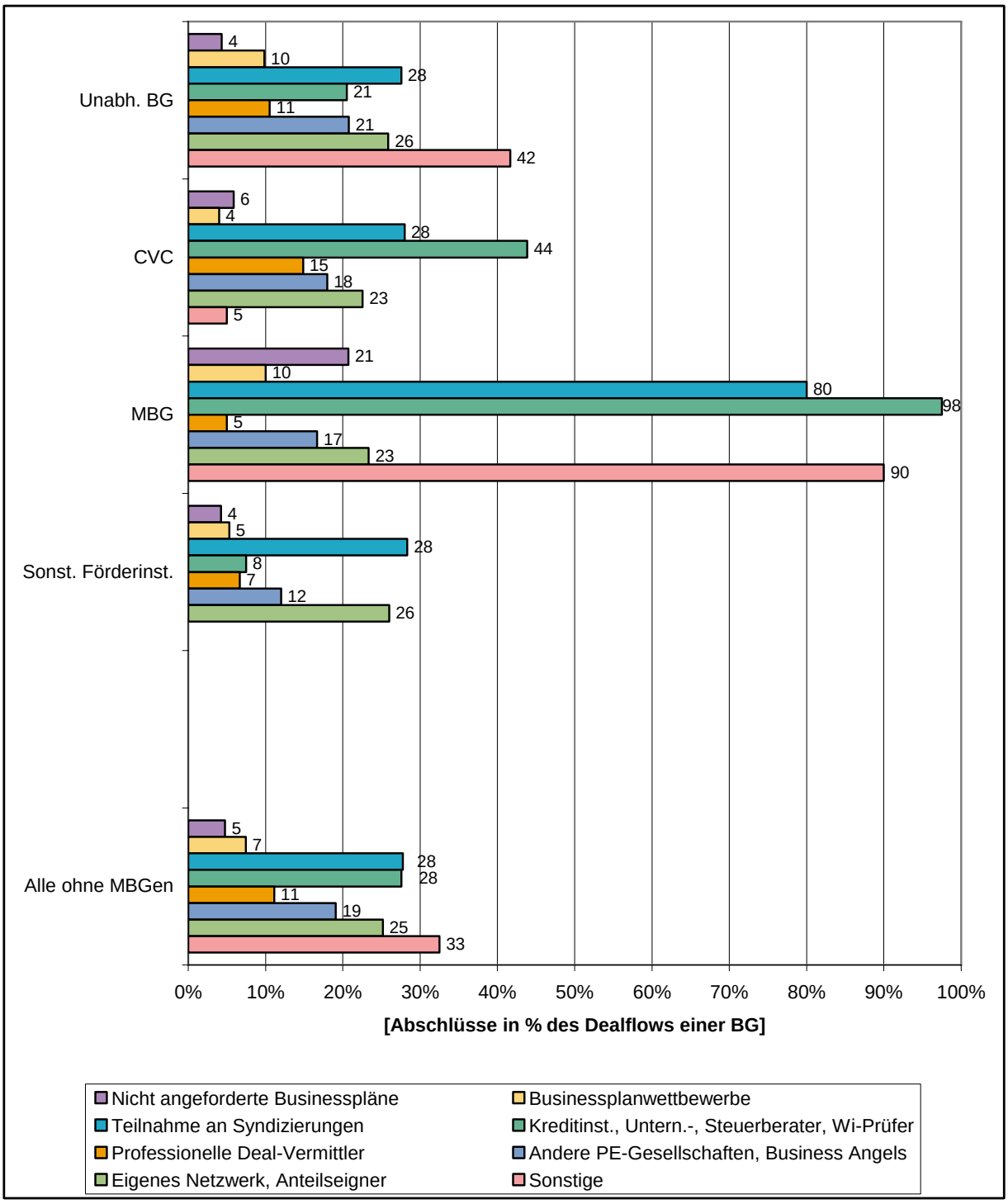


Grafik 7: Quellen des Dealflows

Unterscheidet man die Dealquellen nach Art und Phase der BGen, fallen unterschiedliche Strategien beim Generieren des Dealflows auf. So beziehen MBGen überdurchschnittlich häufig ihre Deals von Banken, Unternehmensberatungen, Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern, während ihre eigenen Netzwerke eine vergleichsweise geringe Rolle spielen. Der hohe Anteil des Dealflows aus erstgenannter Kategorie dürfte auf die enge Zusammenarbeit der MBGen mit den Sparkassen zurückzuführen sein. Auch Frühphasengesellschaften rekrutieren ihren Dealflow weniger häufig aus dem eigenen Netzwerk, dafür spielen nicht angeforderte Businesspläne für den Dealflow dieser

Gesellschaften eine wichtige Rolle. Dieser Befund deutet auf einen geringeren „Institutionalisierungsgrad“ im Frühphasensegment hin. Weiterhin syndizieren Frühphasengesellschaften sehr viel häufiger als ihre Pendants mit Spätphasenschwerpunkt (das Syndizierungsverhalten wird im zweiten Teil dieses Artikels analysiert). Insgesamt fällt auf, dass die Netzwerke bei den renditeorientierten BGen eine vergleichsweise wichtigere Rolle für die Generierung des Dealflows spielen als bei den förderorientierten.

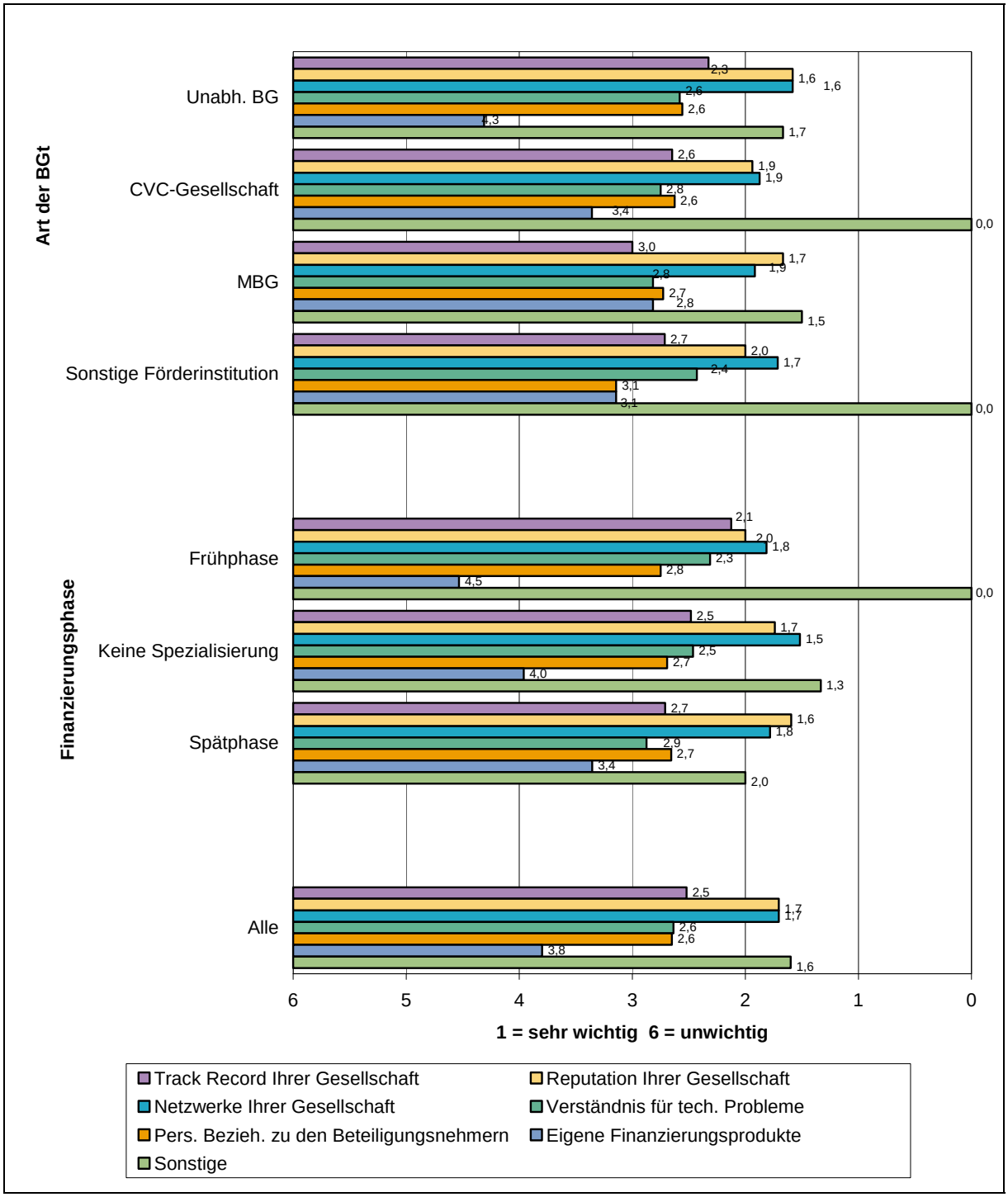
Die Erfolgsquote der Anfragen aus den verschiedenen Quellen ist sehr unterschiedlich (vgl. Grafik 8). Lässt man die MBGen außen vor - da sie aufgrund ihres sehr speziellen Geschäftsmodells durchweg deutlich höhere Erfolgsquoten aufweisen als die anderen BGen – so zeigt sich, dass die Teilnahme an Syndizierungen, die zwar nur einen geringen Teil des Dealflows ausmacht, mit 28 % die höchste Abschlusswahrscheinlichkeit aller Dealquellen aufweist. Hier dürfte die Vorauswahl durch eine BG zu der hohen Erfolgsquote führen. Ebenso hoch ist die Erfolgsquote mit 28 % bei jenen Finanzierungsanfragen, die von Kreditinstituten, Unternehmens- und Steuerberatern sowie Wirtschaftsprüfern weitergeleitet wurden. Auch jene Deals, die aus dem eigenen Netzwerk kommen bzw. von anderen BGen weitergeleitet wurden, weisen mit 25 % und 19 % relativ hohe Erfolgsquoten auf. Der vergleichsweise große Anteil an abgeschlossenen Deals, der aus den Dealquellen, Syndizierungen, Netzwerken und anderen BGen stammt, macht wiederum deutlich, wie wichtig eine gute Integration einer Gesellschaft in die Private Equity Branche ist. Vor dem Hintergrund, dass 39 % aller Finanzierungsanfragen aus diesen Quellen stammen, zeigt sich auch, dass sich die BGen bei der Generierung ihres Dealflows auf die „richtigen“ Kanäle konzentrieren.



Grafik 8: Erfolgsquoten der Dealquellen

Die Einschätzung, dass eine gute Einbindung in die Private Equity Branche zentral für die Dealflowgenerierung ist, wird durch Grafik 9 unterstützt. Hier zeigt sich, dass die BGen ihre Reputation sowie ihr Netzwerk als ihre wichtigsten Vorteile bei der Akquisition neuer Deals

ansehen. Mit deutlichem Abstand folgen der eigene „Track Record“,[12] das Verständnis für technische Probleme sowie persönliche Beziehungen zu den Beteiligungsnehmern.



Grafik 9: Bedeutung von Eigenschaften des Beteiligungsgebers für Dealakquise

Auch bei der Einschätzung der Akquisitionsvorteile zeigen sich Unterschiede zwischen den verschiedenen Gruppen von Beteiligungsgebern. So stufen Frühphasengesellschaften die

[12] Bei der Interpretation der Antworten einer BG ist zu berücksichtigen, dass der „Track Record“ sowie die Reputation eng miteinander zusammenhängen und es daher für die Gesellschaften schwierig sein kann, beide Eigenschaften voneinander zu trennen.

Eigenschaften „Verständnis für technologische Probleme der Beteiligungsnehmer“ sowie „Track Record“ als wichtiger ein als Spätphasengesellschaften oder BGen ohne Finanzierungsphasenspezialisierung. Die Reputation ihrer Gesellschaft sehen sie dagegen seltener als spezifischen Vorteil bei der Akquisition an. Da insbesondere bei Frühphasenengagements häufig technologisches Know-how notwendig ist, erscheint es nicht überraschend, dass Frühphasenfinanzierer diese Eigenschaft für sich in Anspruch nehmen. Weniger eindeutig ist dagegen, weshalb insbesondere Frühphasenfinanzierer ihren „Track Record“ als ihren Akquisitionsvorteil nennen, während sie gleichzeitig ihrer Reputation eine geringere Bedeutung für die Akquise ihrer Deals beimessen. Denn es ist schließlich der „Track Record“, der langfristig die Reputation einer BG bestimmt. Eine mögliche Erklärung dafür ist, dass die Frühphasenfinanzierer aufgrund ihres vergleichsweise geringen Alters seltener bereits eine Reputation im Markt erworben haben, als die i. d. R. älteren Spätphasenfinanzierer. In ihrer tendenziell kürzeren Aktivität im Markt können sie jedoch durchaus einige erfolgreiche Investments betreut haben. Auch wenn diese Einzelfälle noch nicht zum Aufbau einer Reputation gereicht haben, so können sie nichtsdestotrotz als Signal für VC-Expertise fungieren. Frühphasenfinanzierer versuchen deshalb offenbar häufiger, ihre Expertise durch das Hervorheben zurückliegender, gelungener Einzelfälle auszuweisen.

3.3 Eingehende Finanzierungsanfragen und Dealselektion.

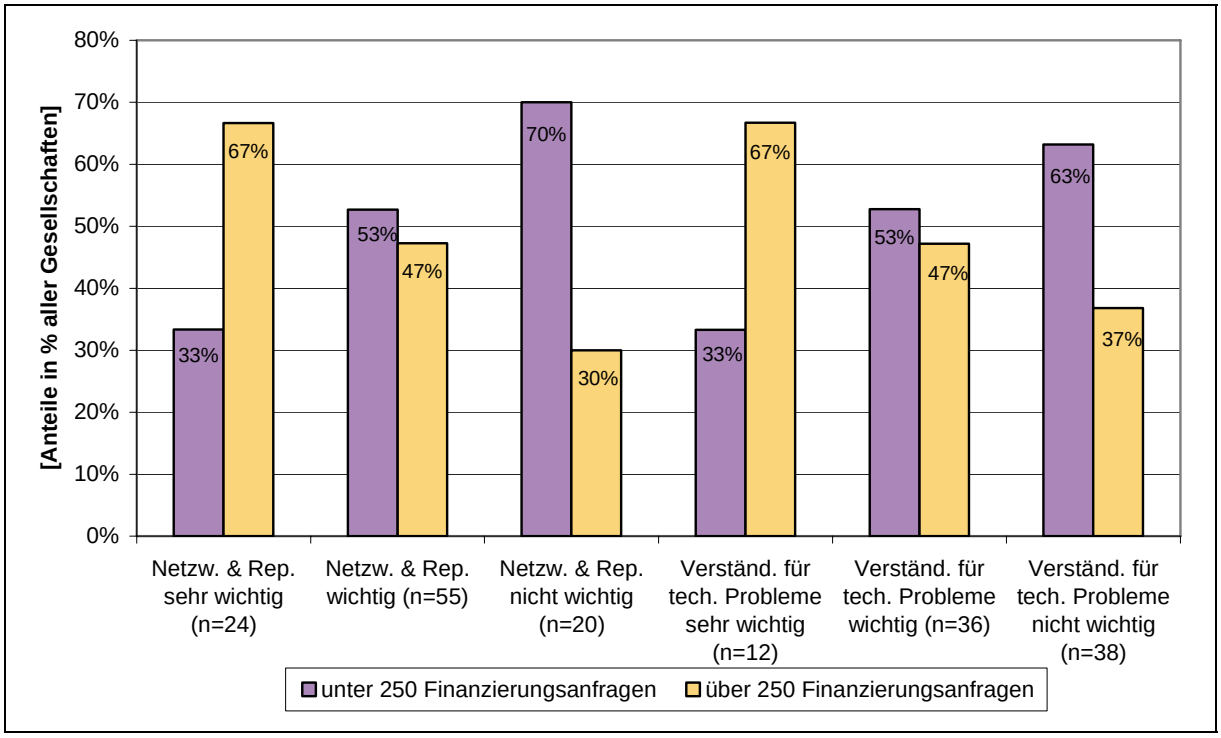
Nachdem dargestellt wurde aus welchen Quellen die BGen ihren Dealflow generieren und welche Eigenschaften sie als ihre Wettbewerbsvorteile bei der Akquisition von Deals ansehen, soll nun gezeigt werden, welchem Dealflow sich die BGen tatsächlich gegenübersehen und wie sie ihre Deals auswählen.

Im Jahr 2004 gingen bei einer BG durchschnittlich 267 Finanzierungsanfragen ein. Zwischen den Gruppen von Beteiligungsgesellschaften variiert die durchschnittliche Anzahl an Finanzierungsanfragen allerdings stark. So sehen sich unabhängige BGen und CVCs mit 330 bzw. 213 Finanzierungsanfragen einem deutlich größeren Dealflow gegenüber als die förderorientierten BGen (202 bei MBGen[13] und 102 bei sonstigen Förderinstitutionen). Darüber hinaus fällt auf, dass Frühphasengesellschaften trotz ihrer geringeren Größe etwa 40 % mehr Anfragen erhalten als Spätphasengesellschaften (324 vs. 229 Anfragen).

Betrachtet man den Zusammenhang zwischen ausgewählten Eigenschaften für die Dealakquisition und der Anzahl, der bei einer Gesellschaft eingehenden

[13] Der bei den MBGen eingehende Dealflow von durchschnittlich 202 Finanzierungsanfragen ist durch zwei Gesellschaften stark verzerrt, die über 500 bzw. sogar über 1.000 Anfragen hatten. Lässt man diese beiden Ausreißer unberücksichtigt, so reduziert sich die durchschnittliche Anzahl der Anfragen bei den MBGen auf 80.

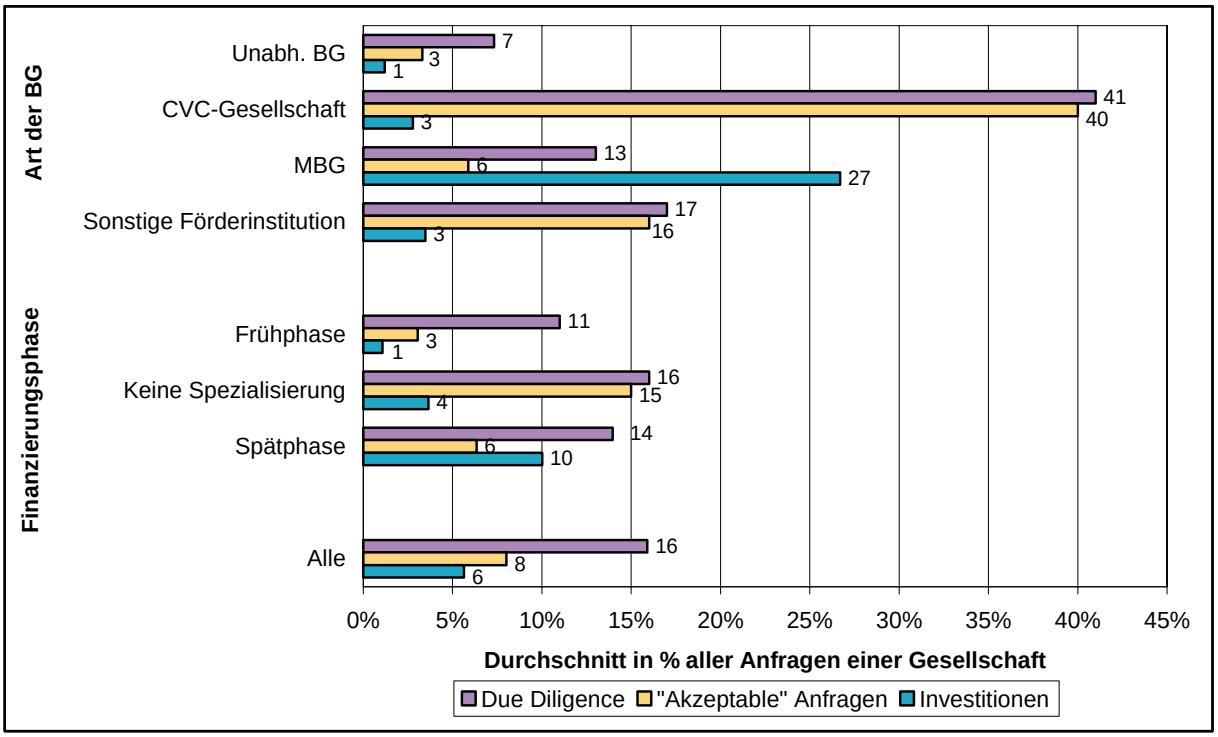
Finanzierungsanfragen, so lässt sich das Ergebnis des vorangegangen Abschnitts, dass nach eigener Einschätzung Reputation und Netzwerke die mit Abstand wichtigsten Eigenschaften für die Dealakquisition sind, bestätigen. Grafik 10 zeigt, dass sich jene BGen bei denen laut eigener Einschätzung Reputation und Netzwerk eine sehr hohe Bedeutung für ihre Dealakquise haben, einem höheren Dealflow gegenübersehen als jene, die Reputation und Netzwerk „nur“ als wichtig für ihre Gesellschaft erachten. Bei diesen Gesellschaften wiederum gehen deutlich mehr Anfragen ein als bei jenen, die ihre Reputation und Netzwerke nicht als ihre Wettbewerbsvorteile ansehen.[14] Auch zwischen dem Verständnis für technologische Probleme und der Quantität des Dealflows besteht ein enger Zusammenhang. Besonders ausgeprägt ist dies in der Frühphase (nicht grafisch ausgewiesen). Bei 75 % jener Frühphasengesellschaften, die Verständnis für technologische Probleme als sehr wichtige Eigenschaft ihrer Gesellschaft bei der Dealakquisition einschätzen, gingen im Jahr 2004 mehr als 250 Finanzierungsanfragen ein.



Grafik 10: Zusammenhang zwischen ausgewählten Eigenschaften für die Dealakquisition und Anzahl der Finanzierungsanfragen

[14] Für die Abgrenzung der Gesellschaften, die Netzwerke und Reputation als „sehr wichtige“ Eigenschaften ihrer Gesellschaft für die Dealakquisition ansehen von jenen, die diese Eigenschaften lediglich als „wichtig“ betrachten, wurde 2 als Schwellenwert gewählt. D. h. in erster Gruppe sind alle BGen, die bei beiden Eigenschaften eine 1 angeben haben. In der Gruppe, bei denen Netzwerke und Reputation als „wichtig“ eingestuft werden, wurde 3 als Schwellenwert gewählt, so dass in dieser Gruppe alle Gesellschaften enthalten sind, die für beide Eigenschaften eine 1 oder 2 angeben haben. Alle BGen, die einen Wert von 3 oder schlechter angegeben haben, sind in der Gruppe „Netzwerk & Reputation nicht wichtig“ zusammengefasst. Analoges gilt für die Klassifizierung der Gesellschaften nach der Bedeutung des technologischen Verständnisses für die Dealakquisition.

Grafik 11 zeigt den Selektionsprozess der eingehenden Finanzierungsanfragen. Dargestellt sind die Anteile der Finanzierungsanfragen an allen Finanzierungsanfragen einer Gesellschaft, die den Auswahlprozess bis einschließlich der genannten Stufe bestehen. Im Durchschnitt werden bereits 84 % der Anfragen bei der Eingangsprüfung (Screening) aussortiert und gelangen nicht in das Stadium der intensiven Einzelfallprüfung (Due Diligence).[15] Bei der Due Diligence scheitert nochmals rund die Hälfte der Deals, so dass insgesamt nur 8 % aller Anfragen auch diese Hürde überstehen und von den BGen als „akzeptable“ Investments eingestuft werden.[16] Im letzten Schritt, der Verhandlung des Beteiligungsvertrags, scheitert dann gut ein Viertel der von den BGen für interessant befundenen Targets, so dass schließlich in knapp 6 % aller Anfragen auch investiert wird.



Grafik 11: Selektionsprozess der Deals

Im Vergleich zur Situation im Jahr 2002 zeigt sich, dass insgesamt weniger Finanzierungsanfragen im Einzelfall geprüft werden, dafür allerdings bei der Due Diligence weniger Anfragen aussortiert werden. Damals wurden gut 20 % aller eingehenden Anfragen einer detaillierten Einzelfallprüfung unterzogen. In der Due Diligence scheiterten dann jedoch über zwei Drittel der geprüften Investment Proposals, so dass nur gut 6 % als „akzeptable“

[15] Der zur Identifizierung der für eine BG „akzeptablen“ Deals führende Selektionsprozess lässt sich grob in zwei Phasen einteilen: Eine auch als Grobanalyse bezeichnete Stufe des Screenings und eine auch als Feinanalyse bezeichnete Stufe der intensiven Einzelfallprüfung (Due Diligence). Zu diesem stufenweise durchgeführten Prozess der Beteiligungsprüfung siehe beispielsweise N. Franke et al. (2004), S. 656ff.

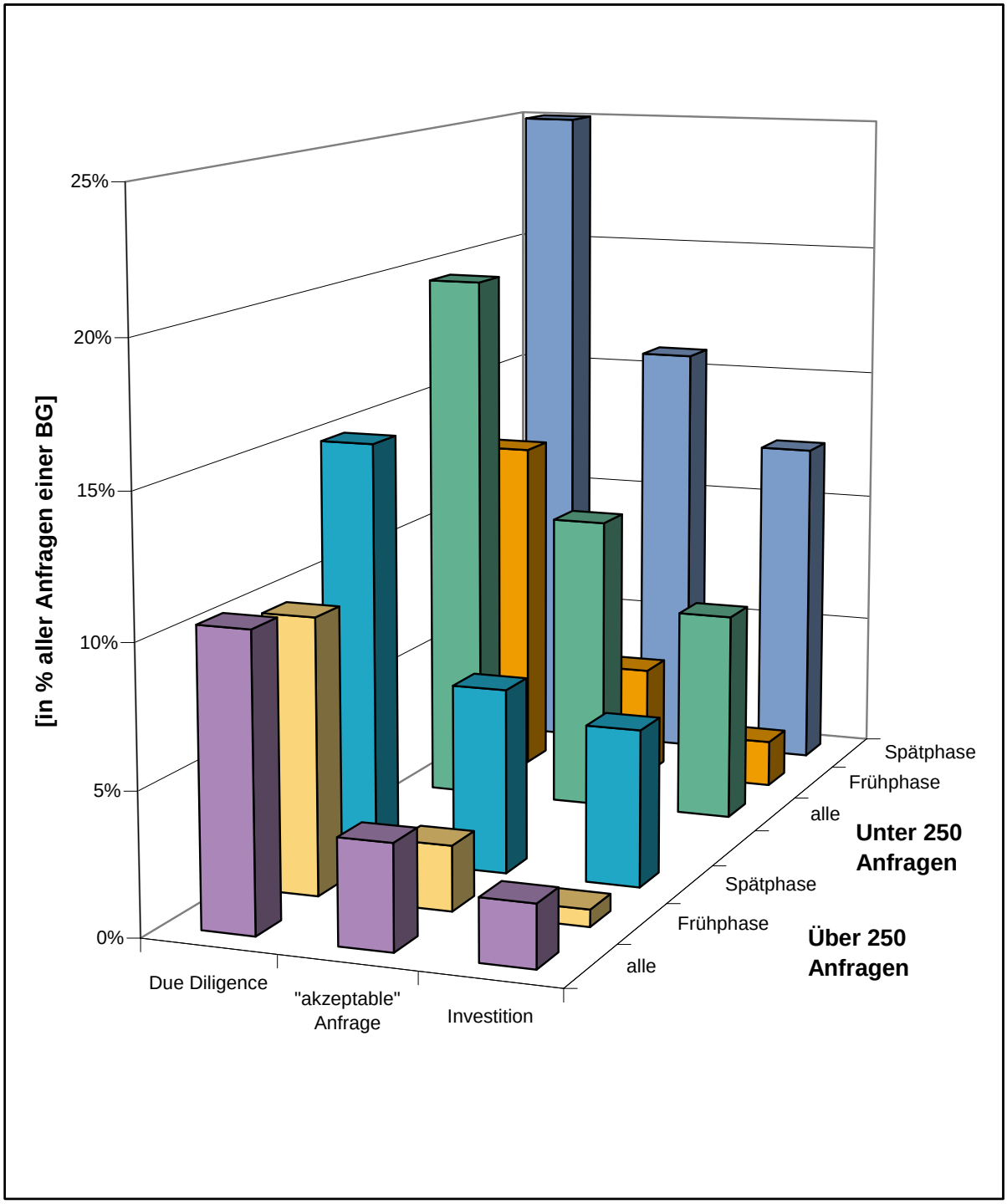
[16] Als „akzeptabler“ Deal wurde im Fragebogen ein Deal definiert, bei dem die BG investieren würde, wenn eine Einigung über den Preis bzw. die Anteile gefunden wird.

Anfragen eingestuft wurden. Diese Entwicklung deutet auf eine Verschlankung des Auswahlprozesses bei den Beteiligungsgebern hin, welche nicht zuletzt auf die größere Erfahrung der Gesellschaften bei der Beurteilung eingehender Finanzierungsanfragen zurückzuführen sein dürfte und den Gesellschaften eine effizientere Auswahl der Deals erlaubt. Hinweise auf die Richtigkeit des vermuteten Zusammenhangs zwischen der Erfahrung einer Beteiligungsgesellschaft und der Effizienz des Selektionsprozesses gibt es bei den unabhängigen BGen. So werden bei den unabhängigen BGen mit bis zu 5 Jahren Erfahrung im Markt über 10 % aller Finanzierungsanfragen einer intensiven Einzelfallprüfung unterzogen, während dieser Anteil bei jenen Gesellschaften, die auf mehr als 5 bzw. mehr als 10 Jahre Marktaktivität zurückblicken können jeweils rund 7 % beträgt. Dafür scheitern bei den weniger erfahrenen, unabhängigen BGen gut 63 % der intensiv geprüften Deals in der Due Diligence, während es bei den erfahreneren Gesellschaften mit knapp 49 % bzw. 60 % geringfügig weniger sind.

Deutliche Unterschiede im Auswahlprozess zeigen sich zwischen den verschiedenen Beteiligungsgebergruppen. So selektieren die unabhängigen BGen am stärksten unter den eingehenden Finanzierungsanfragen. Lediglich 7 % der eingehenden Anfragen gelangen in die Due Diligence, welche nur insgesamt 3 % aller eingehenden Deals bestehen. Beteiligungen werden bei den unabhängigen BGen lediglich bei 1 % der Anfragen eingegangen. Anders verhält es sich bei den MBGen. Diese prüfen die Hälfte der Anfragen eingehend. Knapp 30 % werden als „akzeptable“ Deals eingestuft, bei denen es bei fast allen zu einem Engagement kommt. Der vergleichsweise hohe Anteil der MBGen bei den Spätphasenfinanzierern dürfte teilweise erklären, warum die Selektion in dieser Gruppe im Vergleich zu den Frühphasenspezialisten weniger stark ausgeprägt ist. Ein weiterer Grund hierfür ist, dass insbesondere bei den Frühphasenfinanzierern viele Anfragen von Gründern oder jungen Unternehmen eingehen, die – z. B. aufgrund zu geringer Wachstumsaussichten oder eines zu wenig ausgereiften Geschäftsmodells – für BGen wenig interessant sind. Ein Hinweis auf die Richtigkeit dieser Hypothese ist, dass gerade bei den Frühphasengesellschaften ein hoher Anteil der Anfragen aus nicht angeforderten Finanzierungsanfragen besteht (siehe Grafik 7).

Interessant ist eine getrennte Betrachtung der BGen, die sich einem überdurchschnittlich hohen Dealflow gegenübersehen (mehr als 250 Anfragen) und jenen Gesellschaften, bei denen unterdurchschnittlich viele Finanzierungsanfragen (weniger als 250) eingehen. Dabei zeigt sich, dass erstere Gruppe offenbar über eine größere Marktmacht verfügt, so dass sie deutlich strengere Dealselektionskriterien anlegen kann als die BGen, die sich einem geringeren Dealflow gegenübersehen. Grafik 12 zeigt, dass bei den Gesellschaften mit mehr als 250 Finanzierungsanfragen im Schnitt nur gut 10 % aller eingehenden Investment

Proposals intensiv geprüft werden, während dieser Anteil bei den BGen mit weniger als 250 Anfragen mit knapp 20 % fast doppelt so hoch ist. Auch scheitern in der Due Diligence bei ersterer Gruppe mit rund 64 % deutlich mehr als in der Gruppe mit dem geringeren Dealflow mit knapp 45 %. Dieses Ergebnis einer strengeren Dealselektion bei den Gesellschaften mit hohem Dealflow gilt unabhängig von Art, Größe und Finanzierungsphasenspezialisierung der BG.



Grafik 12: Zusammenhang zwischen Dealflow und Selektionsprozess

Jene Gesellschaften, die sich einem überdurchschnittlich hohen Dealflow gegenübersehen und deshalb härtere Dealselektionskriterien anlegen, setzen auch tendenziell höhere Mindestrenditen für ein Engagement voraus (siehe Abschnitt 3.1). So gelangen bei den BGen (ohne MBGen), die nur geringe Mindestrenditen (bis zu 16 %) für eine Investition voraussetzen knapp 14 % aller eingehenden Finanzierungsanfragen in die Due Diligence, während bei den BGen mit hohen Mindestrenditeanforderungen (über 20 %) mit knapp 7 % nur halb so viele Anfragen intensiv geprüft werden. In der Due Diligence scheitert bei der Gruppe mit den hohen Mindestrenditenanforderungen mit 58 % darüber hinaus ein höherer Anteil als in der Gruppe, die nur geringe Mindestrenditen für ihr Engagement voraussetzt, bei der mit knapp über die Hälfte der intensiv geprüften Anfragen die Due Diligence übersteht.

3.4 Due-Diligence: Herangezogene Informationen und Grenzen des Instrumentes.

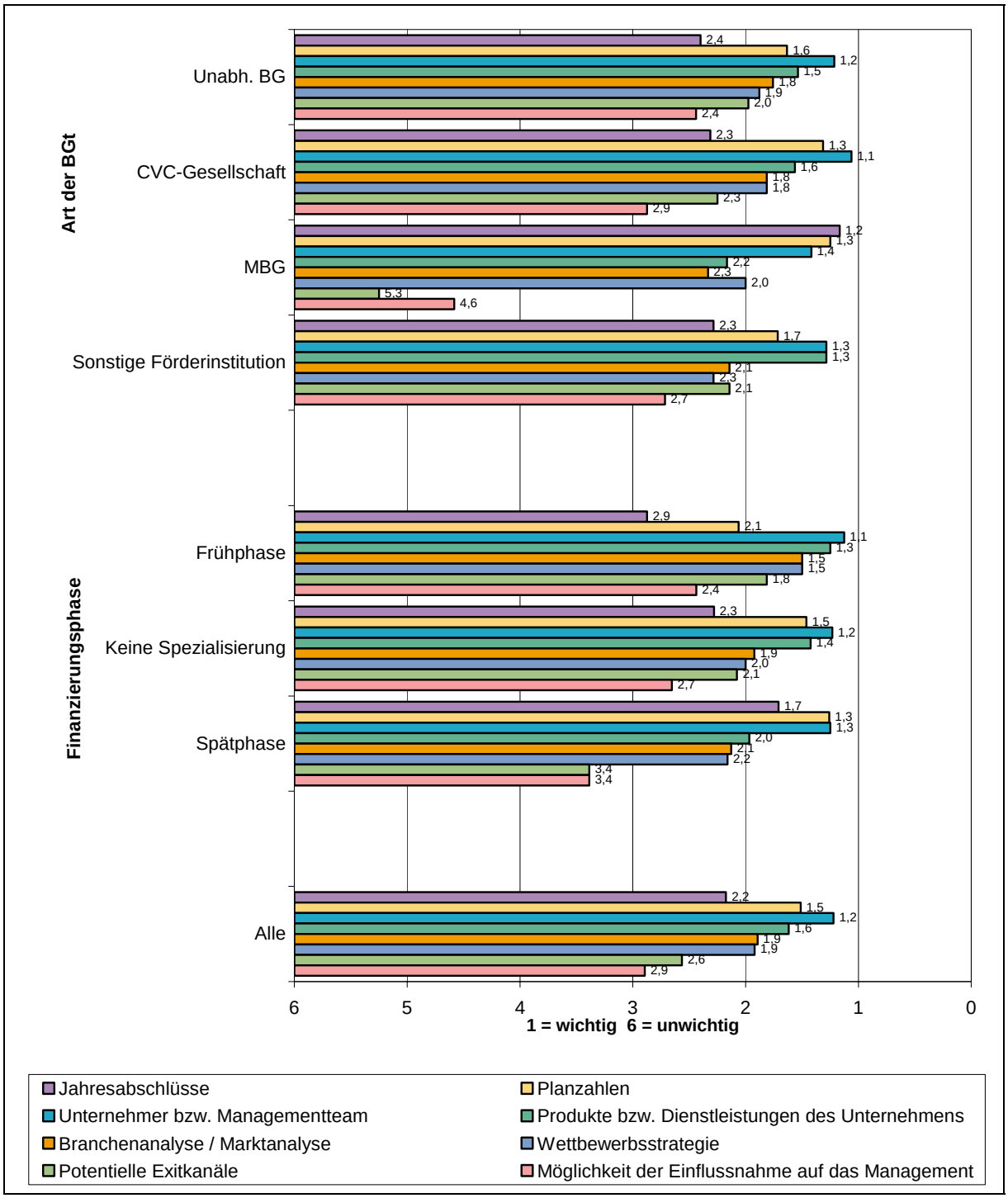
Der intensiven Einzelfallprüfung (Due Diligence) kommt eine zentrale Rolle für die Entscheidung über eine Beteiligung und für die Ausgestaltung (die Regelungen) des Beteiligungsvertrags zu. Wichtigstes Unterscheidungskriterium zu der ihr grundsätzlich ähnlichen Kreditwürdigkeitsprüfung ist, dass für Eigenkapitalgeber i. d. R. die Entwicklung der Unternehmensumsätze und -gewinne von primärer Bedeutung sind, während Fremdkapitalgeber vor allem an der Solvenz des Zielunternehmens interessiert sind. Dies hat zur Folge, dass für die Due Diligence in stärkerem Maße zukunftsorientierte Analysen herangezogen werden und die für die Kreditwürdigkeitsprüfung wichtigen (vergangenheitsorientierten) Bilanzdaten meist nur eine untergeordnete Rolle spielen.

Grafik 13 zeigt, welche Bedeutung die befragten BGen verschiedenen Informationen bei der Due Diligence beimessen. Hier zeigt sich die hohe Bedeutung zukunftsorientierter Informationen. So wird im Durchschnitt über alle Gesellschaften die Beurteilung des Unternehmers bzw. des Managementteams als wichtigster Faktor für die Due Diligence genannt. Damit bestätigt die Befragung den mehrheitlich durch US-amerikanische Studien gestützten Befund, dass der Qualität des Gründerteams eine herausragende Bedeutung zukommt.[17] Auch weitere, zukunftsorientierte Unternehmens- und Unternehmensumfeldinformationen – wie Produkt-, Branchen- bzw. Marktanalysen sowie die Wettbewerbsstrategie – spielen bei der Beurteilung eine wichtige Rolle.

Jahresabschlüsse sowie vor allem die Möglichkeiten der Einflussnahme auf das Management sind dagegen bei der Beteiligungswürdigkeitsprüfung von untergeordneter Bedeutung. Auch der Verfügbarkeit potenzieller Exitkanäle messen die Beteiligungsgeber eine eher untergeordnete Rolle bei. Allerdings ist dieser Befund stark durch die MBGen

[17] Für eine Überblick über diese Studien siehe N. Franke et al. (2004).

getrieben, bei denen der Exit von untergeordneter Bedeutung ist, da er ohnehin meist ausschließlich als Ablösung der stillen Beteiligung durch das Portfoliounternehmen erfolgt. Eine weitere Ursache für die überraschend geringe Bedeutung, die möglichen Exitkanälen beigemessen wird, kann darin gesehen werden, dass der deutsche Beteiligungsmarkt zum Zeitpunkt der Befragung im Herbst 2005 nach einigen schwachen Jahren erst langsam wieder Fahrt aufnahm. In einer solchen Phase des langsamen Anziehens des Marktes nach einer Konsolidierung dürfte der Fokus der BGen zunächst auf den Eigenschaften der Zielunternehmen bzw. deren Managementteam und weniger auf potentiellen Exitkanälen liegen. Auch dürfte das Bild einer vergleichsweise geringen Bedeutung der Exitkanäle aber einer sehr hohen Wertschätzung des Unternehmers sowie der Produkte und Dienstleistungen des Unternehmens und deren Positionierung im Markt (Alleinstellungsmerkmal) eine Lehre aus der Boomphase sein. Damals wurde den Möglichkeiten, Zielunternehmen schnell an die Börse (Neuer Markt) zu bringen oftmals übermäßiges Gewicht beigemessen, während auf die Zusammensetzung des Managementteams und die Eigenschaften der angebotenen Produkte und Dienstleistungen bisweilen zu wenig geachtet wurde.



Grafik 13: Bedeutung verschiedener Informationen für die Due-Diligence

Unterscheidet man die Bedeutung der Einflussfaktoren nach Finanzierungsphasen, so zeigt sich erwartungsgemäß, dass die Bedeutung zukunftsorientierter Informationen in der Frühphase besonders hoch ist. Dies ist verständlich, da bei Frühphasenunternehmen kaum vergangenheitsorientierte Daten vorliegen und diese aufgrund der erwarteten schnellen Unternehmensentwicklung auch wenig aussagekräftig für das Entwicklungspotential sein dürften. Wichtiger sind den Frühphasenfinanzierern daher der Unternehmer bzw. das Managementteam, die Wettbewerbsstrategie sowie Branchen- und Marktanalysen. Gerade dem Gründer bzw. dem Gründungsteam kommt nämlich für den Erfolg von jungen

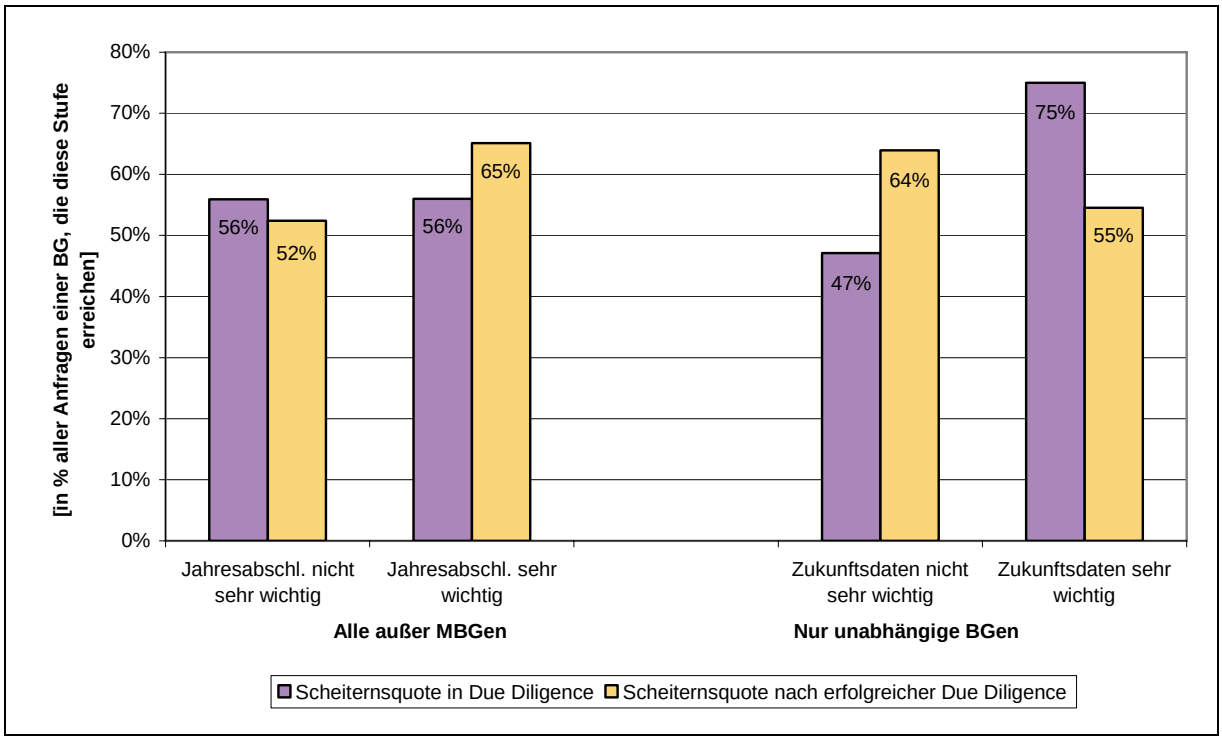
innovativen Unternehmen, deren Finanzierung in der Frühphase eine wichtige Rolle spielt, eine herausragende Bedeutung zu.[18]

Dass sich die Fokussierung auf zukunftsorientierte Informationen bei der Beteiligungswürdigkeitsprüfung bezahlt macht zeigt sich, wenn man sich den Zusammenhang zwischen den für die Due Diligence herangezogenen Informationen und dem Dealselektionsprozess genauer ansieht (siehe Grafik 14). So scheitert bei jenen unabhängigen BGen, die angeben, dass bei ihnen zukunftsorientierte Informationen eine sehr wichtige Rolle für die Due Diligence spielen, mit 75 % zwar ein deutlich höherer Anteil an Finanzierungsanfragen in der Due Diligence als bei jenen Gesellschaften, die diesen Informationen eine weniger wichtige Rolle beimessen (47 %).[19] Dafür scheitert bei ersterer Gruppe mit 55 % auch ein geringerer Anteil jener Anfragen, die als „akzeptabel“ eingestuft wurden, noch nach erfolgreicher Due Diligence als bei den BGen, die zukunftsorientierte Informationen als weniger wichtig ansehen (64 %). Umgekehrt verhält es sich, wenn man die Gesellschaften danach unterscheidet, ob sie Jahresabschlüsse als wichtigen Bestandteil der Due Diligence ansehen oder nicht. Zwar scheitert bei den BGen, die Jahresabschlüssen eine sehr große Bedeutung für die Beteiligungswürdigkeitsprüfung beimessen, mit 56 % der gleiche Anteil an Finanzierungsanfragen in der Due Diligence wie bei jenen, die den Jahresabschluss als weniger wichtig ansehen.[20] Bei ersterer Gruppe scheitern mit 65 % jedoch noch deutlich mehr „akzeptable“ Anfragen nach erfolgreicher Due Diligence als bei jenen, die Jahresabschüsse als weniger geeignetes Informationskriterium für eine Beteiligungswürdigkeitsprüfung ansehen mit 52 %.

[18] Vgl. B. Heitzer (2006), S. 514.

[19] Zur Abgrenzung der beiden Gruppen wurden alle BGen in die Gruppe „zukunftsorientierte Daten sehr wichtig“ zusammengefasst, die den Kategorien Unternehmer bzw. Managementteam, Branchen-/ Marktanalyse und Wettbewerbsstrategie als Information für die Due Diligence eine 1 (sehr hohe Bedeutung) zugeordnet haben. In der Gruppe „zukunftsorientierte Daten nicht sehr wichtig“ sind dementsprechend alle Gesellschaften zusammengefasst, die diese Kategorien mit 2 oder schlechter bewerteten.

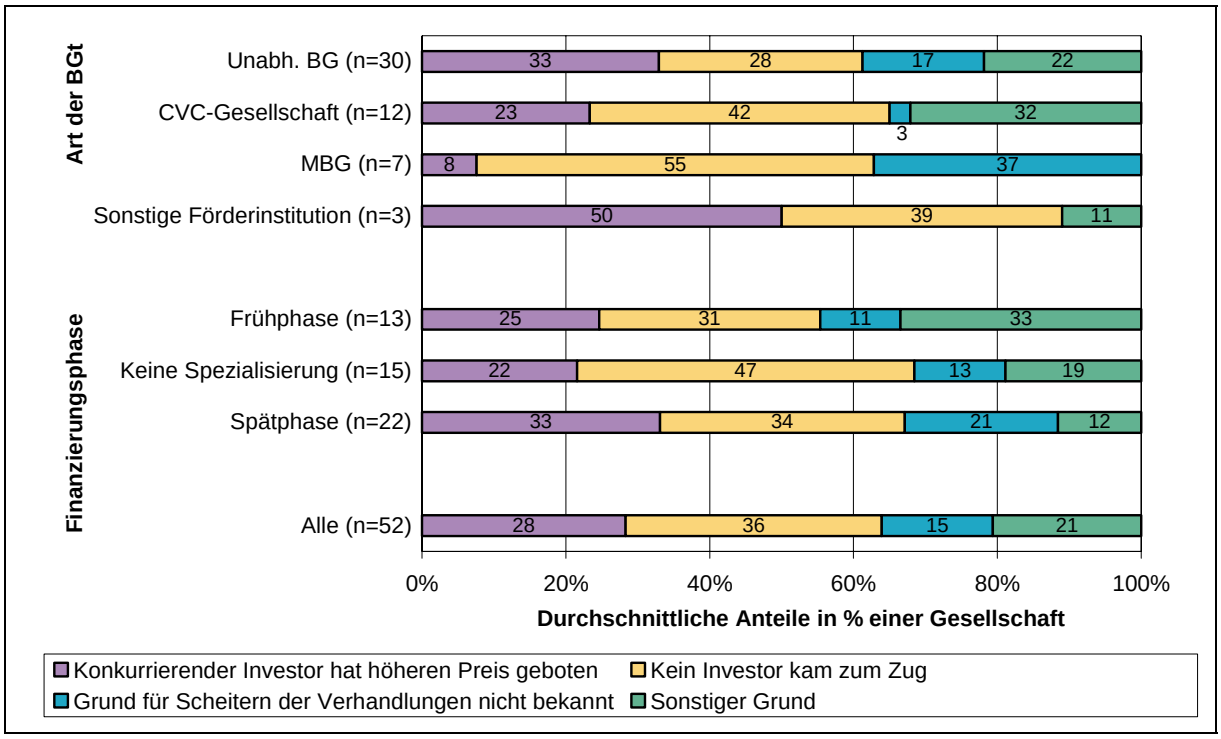
[20] Die Betrachtung erfolgt ohne MBGen, da bei diesen Jahresabschlüsse aufgrund ihres speziellen Geschäftsmodells wie beschrieben ausgesprochen wichtig sind. Als Schwellenwert wurde wieder 2 gewählt.



Grafik 14: Zusammenhang zwischen Dealselektion und für den für die Due Diligence herangezogenen Informationen

Dies zeigt, dass eine BG durch die Berücksichtigung, der für das von ihr bediente Marktsegment "richtigen" Informationen bei der intensiven Einzelfallprüfung einen nicht unerheblichen Einfluss auf ihre Erfolgsquote nach Due Diligence nehmen kann. Die Due Diligence als Instrument der intensiven Beteiligungswürdigkeitsprüfung hat jedoch auch Grenzen. So wurde in Abschnitt 3.3 gezeigt, dass bei knapp einem Drittel der Finanzierungsanfragen einer Gesellschaft trotz einer positiv verlaufenen Due Diligence keine Beteiligung zustande kam.

In rund 36 % der Fälle ist der wichtigste Grund hierfür, dass kein Investor zum Zug kam (siehe Grafik 15). Gründe dafür können sein, dass sich das Zielunternehmen für eine andere Finanzierungsart (Fremd- oder Mezzaninekapital) entschied, den Anteilseignern Private Equity zu teuer war oder der Grund für die Aufnahme von Beteiligungskapital (z. B. das Investitionsvorhaben) wegfiel. Aufgrund eines besseren Angebots einer konkurrierenden BG scheitern weitere 28 % der Deals. Andere Gründe werden in rund einem Fünftel der trotz positiver Beteiligungswürdigkeitsprüfung nicht zustande kommenden Deals angeführt. Entsprechend den Freitextangaben der antwortenden BGen sind dies vor allem Differenzen bezüglich der Vertragsgestaltung, im Nachgang zur Due Diligence auftretende Zweifel am Management oder der Unternehmensstrategie sowie interne Gründe beim Beteiligungsgeber. In 15 % der Fälle sind die Gründe für das Scheitern unbekannt.

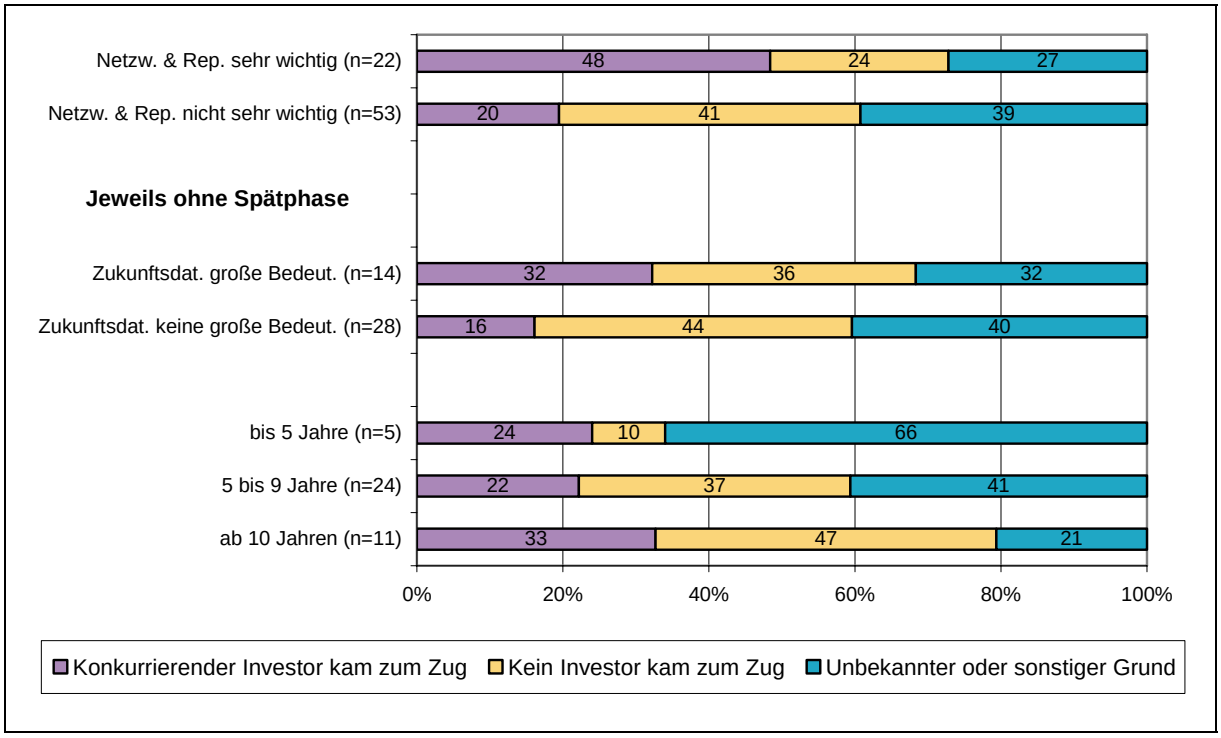


Grafik 15: Gründe für das Scheitern "akzeptabler" Deals

Insbesondere bei unabhängigen BGen sowie den Frühphasenfinanzierern scheitern viele Deals noch nach positiv verlaufener Due Diligence (siehe Grafik 11). Die unabhängigen BGen geben als Gründe dafür an, dass in einem Drittel der Fälle ein konkurrierender Investor einen höheren Preis für die Anteile geboten hat. Dies zeigt, dass sich in dem von unabhängigen BGen bedienten Marktsegment in der Zwischenzeit ein Wettbewerb zwischen den Gesellschaften um Deals entwickelt hat und insbesondere auch, dass sich die an Beteiligungskapital interessierten Unternehmen nicht auf das Angebot eines einzigen Beteiligungsgebers verlassen, sondern parallel mit verschiedenen Gesellschaften verhandeln. In 27 % der Fälle ist die Transaktion überhaupt nicht durchgeführt worden. Aus den Freitextangaben lässt sich des Weiteren ablesen, dass insbesondere bei den unabhängigen BGen Differenzen bezüglich der Vertragsgestaltung häufiger zum Nichtzustandekommen von Beteiligungen beitragen.

Bei den Frühphasenfinanzierern kommt der Konkurrenz durch andere BGen dagegen eine geringere Bedeutung zu. Dies kann einerseits als Hinweis dafür gewertet werden, dass sich die Frühphasengesellschaften stärker als andere Gesellschaften spezialisiert haben und sich daher weniger Konkurrenz gegenübersehen. Aus den Freitextangaben zu den „sonstigen Gründen“ kann jedoch andererseits auch abgeleitet werden, dass Frühphasenfinanzierer häufig noch nach erfolgreich abgeschlossener Due Diligence – also während der Vertragsverhandlungen – Erkenntnisse gewinnen, die ein Engagement aus ihrer Sicht als nicht lohnenswert erscheinen lassen. Ursächlich dafür dürfte sein, dass aufgrund der wenigen in der Frühphase für die Due Diligence vorliegenden Informationen auch eine

höhere Unsicherheit über die Erfolgsaussichten von Deals besteht. Eine weitere Erklärung ist, dass die in diesem Segment aktiven Gesellschaften aufgrund ihres vergleichsweise geringen Alters und der oftmals damit verbundenen Unerfahrenheit häufiger auch nach Abschluss der Due Diligence ihre Beurteilung der Beteiligungswürdigkeit eines potenziellen Engagements revidieren müssen. Einen Hinweis auf die Richtigkeit dieser Vermutung gibt Grafik 16 die zeigt, dass bei den Gesellschaften mit Frühphasenfokus und jenen ohne Spezialisierung, der Anteil der Deals, die aus unbekannten oder sonstigen Gründen scheitern mit zunehmender Erfahrung sukzessive sinkt. Weiterhin ist aus Grafik 16 zu erkennen, dass sich fehlende Erfahrung ggf. durch eine starke Fokussierung auf zukunftsorientierte Informationen bei der Due Diligence ausgleichen lässt, da bei den BGen (ohne Spätphase) bei denen zukunftsorientierte Daten nach eigener Aussage wichtig für die Due Diligence sind ebenfalls ein geringerer Teil aus unbekannten oder sonstigen Gründen scheitert.



Grafik 16: Zusammenhang zwischen ausgewählten Eigenschaften einer BG und Scheiterns-gründen nach erfolgreicher Due Diligence

Der im vorangegangen Abschnitt betrachtete Zusammenhang zwischen Dealflow und Selektionsprozess (Grafik 12) gibt Hinweise darauf, dass es sich bei den BGen, die in intensiver Konkurrenz um ihre Deals stehen, tendenziell um jene Gesellschaften handelt, die sich einem hohen Dealflow gegenübersehen und somit hohe Mindestanforderungen für ihr Engagement voraussetzen. So scheitern nämlich bei den BGen, bei denen im Jahr mehr als 250 Finanzierungsanfragen eingingen, mit 41 % deutlich mehr „akzeptable“ Anfragen noch nach erfolgreicher Due Diligence als bei jenen, die sich einem geringeren Dealflow

gegenübersehen (29 %). Somit scheinen insbesondere jene BGen das durch hohe Konkurrenz geprägte Marktsegment zu bedienen, die vergleichsweise harte Dealselektionskriterien anlegen. Ein weiteres Indiz dafür, dass diese Vermutung stimmt, gibt wiederum Grafik 16: Sie zeigt, dass bei den BGen, bei denen Netzwerke und Reputation nach eigener Einschätzung eine sehr hohe Bedeutung für die Dealakquise haben, mit 48 % mehr als doppelt so viele „akzeptable“ Anfragen scheitern, weil ein anderer Investor den Zuschlag erhält als bei jenen, die diese Eigenschaften nicht als Wettbewerbsvorteile für ihre Gesellschaft reklamieren mit knapp 20 %.[21]

3.5 Konkurrenz durch Mezzanineprodukte.

In den letzten Jahren hat das Angebot an Mezzanineprodukten in Deutschland sprungartig zugenommen. Während Mezzaninekapital lange Zeit hauptsächlich im Rahmen der Akquisitionsfinanzierung eingesetzt wurde, hat sich in jüngerer Zeit ein differenziertes Angebot mehr oder weniger standardisierter Produkte seitens der Fremdkapitalgeber, vor allem der Banken, herausgebildet. Dieses Programm-Mezzaninekapital wird verstärkt zum Zweck der allgemeinen Unternehmensfinanzierung eingesetzt. Dabei werden den Unternehmen nachrangige Mittel zur Verfügung gestellt. Da Mezzaninekapital die Gesellschafterstruktur nicht verändert, stehen einem Mezzaninegeber keine Mitspracherechte zu. Dies macht Mezzanine insbesondere für Unternehmen aus dem breiten Mittelstand zu einer attraktiven Alternative zum Beteiligungskapital. Da das Volumen des standardisierten Mezzaninemarktes inzwischen ein beachtliches Ausmaß angenommen hat, ist Mezzaninekapital verstärkt ins Blickfeld der BGen gerückt.[22]

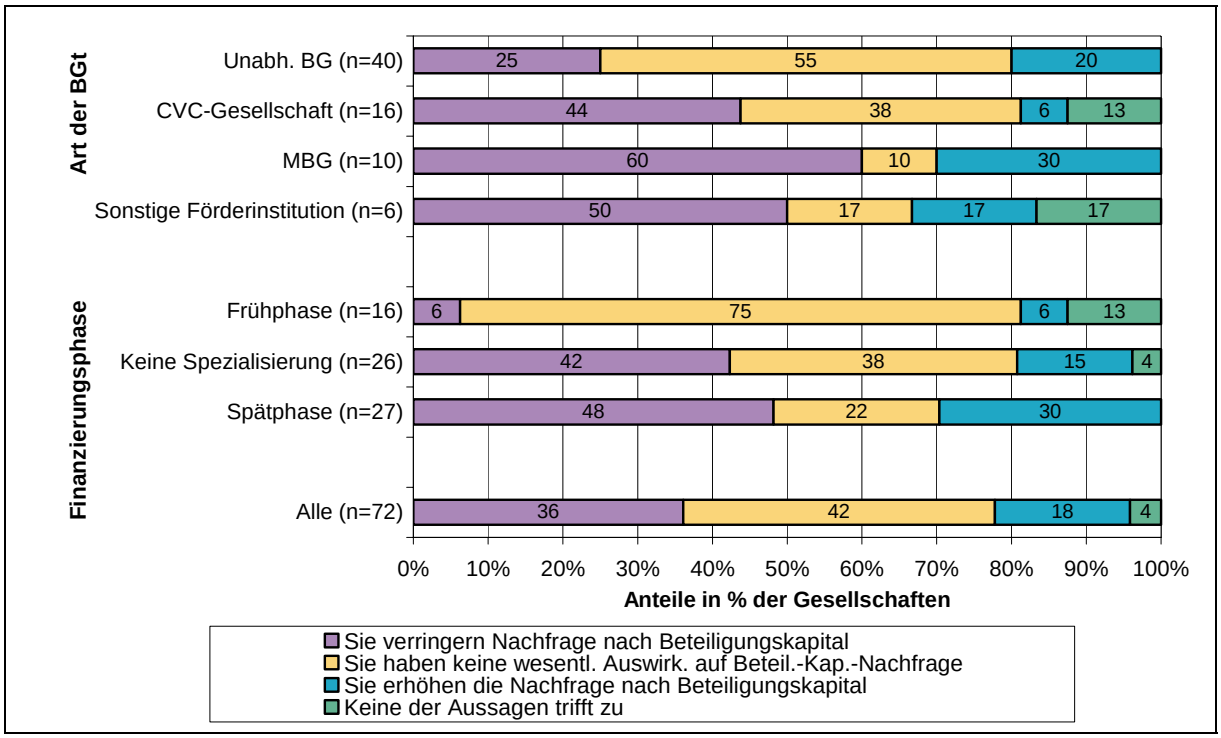
Es stellt sich daher die Frage, ob die BGen in diesen von Fremdkapitalgebern angebotenen Mezzanineprodukten eine Konkurrenz für ihren Dealflow sehen oder ob Mezzanine von ihnen als komplementär zu Beteiligungskapital und somit positiv für ihren Dealflow betrachtet wird. Für letztere Sichtweise würde sprechen, dass durch die Bereitstellung von Mezzanineprodukten die Möglichkeiten, komplexere Transaktionen unter Beteiligung sowohl von Fremd- als auch von Eigenkapital durchzuführen steigen, und somit durch die Entwicklung des Mezzaninemarktes auch der Markt für Beteiligungskapital einen Anschub erhalten könnte. Diese Sichtweise legt die Vermutung nahe, dass insbesondere jene BGen Mezzanine als Konkurrenz ansehen, die fremdkapitalähnliche Finanzierungsinstrumente einsetzen und nur in geringem Maße Managementunterstützung (Hands-on Management)

[21] Aus Abschnitt 3.3 (Grafik 12) ist bekannt, dass ein enger Zusammenhang zwischen eingehendem Dealflow auf der einen Seite und der Bedeutung von Netzwerken und Reputation auf der anderen Seite besteht.

[22] Für einen Überblick über den deutschen Mezzaninkapitalmarkt siehe D. Plankensteiner und T. Rehbock (2005).

bei ihren Portfoliounternehmen leisten.[23] Auch kann vermutet werden, dass es eher jene BGen sind, die in Mezzanine ein Konkurrenzprodukt sehen, die am Markt noch keine oder nur eine geringe Reputation als Beteiligungsgeber aufbauen konnten. Abschließend zum Themenkomplex Spezialisierungsmuster bei der Dealakquise und -auswahl wird deshalb der Frage nach dem Verhältnis zwischen Beteiligungs- und Mezzaninekapital nachgegangen.

Über alle Arten, Größenklassen und Finanzierungsphasen wird Mezzanine von den befragten BGen tendenziell eher als Konkurrenzprodukt gesehen, wenngleich mit 42 % ein relativ großer Teil der Gesellschafen davon ausgeht, dass von Mezzanine keinerlei Einfluss auf die Nachfrage nach Beteiligungskapital ausgeht (siehe Grafik 17). 54 % der BGen geben jedoch an, dass Mezzanine Einfluss auf ihr Geschäft hat. In dieser Gruppe ist der Anteil jener, die Mezzanine als ein Konkurrenzprodukt erachten, doppelt so hoch wie jener, die annehmen, dass die Mezzanineprodukte die Nachfrage nach Beteiligungskapital erhöhen.



Grafik 17: Rolle von Mezzanine für die Nachfrage nach Beteiligungskapital

Zwischen den unterschiedlichen Typen von BGen lassen sich dabei durchaus Unterschiede in ihrer Einstellung gegenüber Mezzanine ausmachen. So gibt von den unabhängigen BGen mehr als die Hälfte an, dass diese Produkte keine Auswirkung auf die Nachfrage nach Beteiligungskapital haben. Dies kann als Hinweis dafür angesehen werden, dass sich viele unabhängigen BGen in einem Marktsegment wähnen, welches sich – z. B. aufgrund der hohen Bedeutung von Hands-on Managementbetreuung (siehe dazu den zweiten Teil dieses

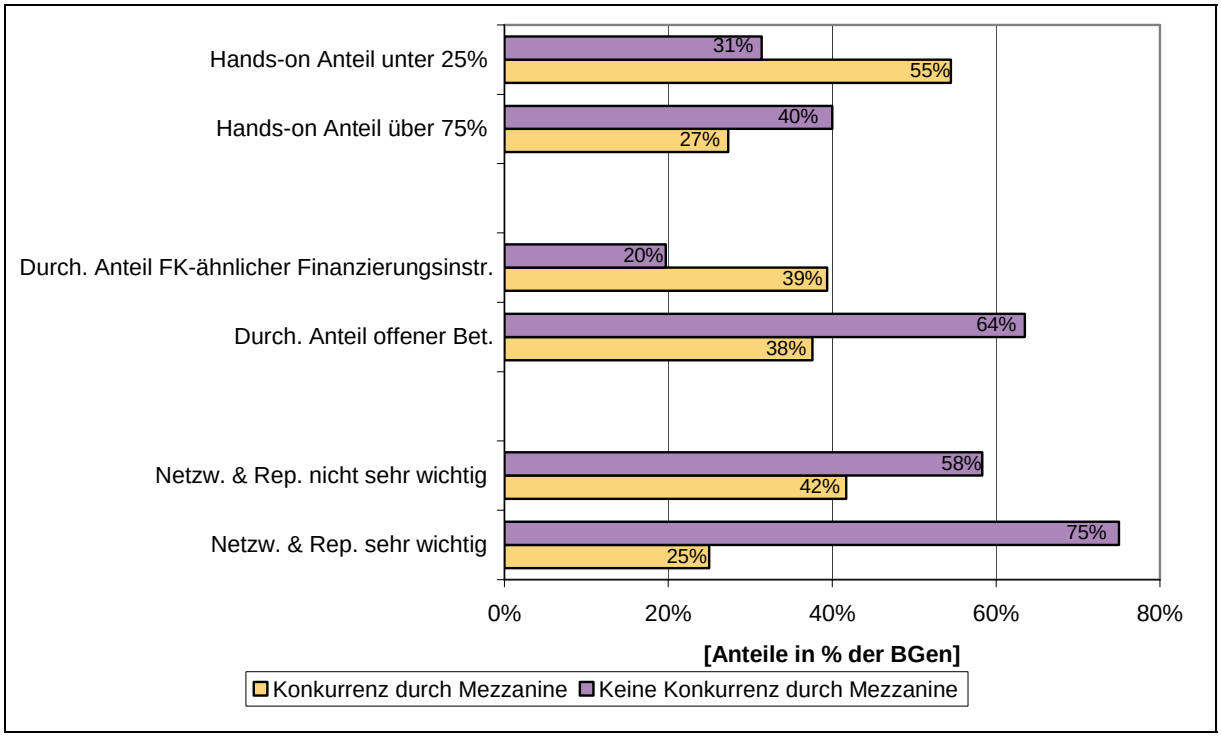
[23] Die von den BGen eingesetzten Finanzierungsinstrumente und das Ausmaß aktiver Managementunterstützung (Hands-on Management) werden im zweiten Teil dieses Artikels detailliert analysiert.

Artikels) – grundsätzlich von dem Mezzaninemarkt unterscheidet. CVCs hingegen sind skeptischer bezüglich des Einflusses der Mezzanineprodukte, 44 % von ihnen gehen von einem negativen Einfluss auf die Nachfrage nach Beteiligungskapital aus. Noch kritischer stehen MBGen den neuen Mezzanineprodukten gegenüber. Über die Hälfte der MBGen sehen das Mezzaninekapitalangebot der Kreditinstitute als Konkurrenzprodukte an. Dies ist wenig erstaunlich, stellen doch MBGen – wie noch gezeigt wird – Beteiligungskapital ausschließlich durch typische stille Beteiligungen zur Verfügung, welche als Finanzierungsinstrument eine große Ähnlichkeit mit den standardisierten Mezzanineprodukten aufweisen. Ein weiterer Grund für den von den MBGen befürchteten Nachfragerückgang könnte auch darin liegen, dass insbesondere die MBGen einen hohen Anteil ihrer Finanzierungsanfragen von Kreditinstituten beziehen und deshalb die Sorge bestehen kann, dass – wenn das Angebot an Mezzanineprodukten von diesen Finanzintermediären auch für kleinere Finanzierungsbedarfe zunimmt – diese für die MBGen wichtige Dealquelle zukünftig versiegen könnte.

Die Unterscheidung nach Finanzierungsphasen offenbart deutliche Differenzen in der Beurteilung von Mezzaninekapital durch die verschiedenen Gruppen von Beteiligungsgebern. So erwarten Frühphasengesellschaften mehr als alle anderen Gruppen, dass die angesprochenen Mezzanineprodukte keine Auswirkung auf die Nachfrage nach Beteiligungskapital haben. Dieses Ergebnis dürfte darauf zurückzuführen sein, dass derzeit insbesondere etablierte, größere Unternehmen Zugang zu den neuen Mezzanineprodukten haben. So zeigt beispielsweise ein Blick auf das Mezzanineangebot der deutschen Banken, dass standardisiertes Mezzaninekapital am Markt tendenziell nur Unternehmen mit einem Jahresumsatz von rund 5 Mio. Euro an aufwärts und zumindest einem Rating an der Schwelle zum Investmentgrade zur Verfügung steht. Angeboten werden dabei Transaktionsgrößen zwischen 250.000 EUR und 40 Mio. EUR, so dass diese Deals nicht zur Zielgruppe der Frühphasenbeteiligungskapitalgeber zu zählen sind, sondern eher in das Marktsegment der größeren Spätphasengesellschaften passen. Bei den Spätphasenfinanzierern herrscht dagegen eine stark polarisierte Einschätzung: Knapp die Hälfte der Gesellschaften befürchtet – vermutlich aufgrund der vergleichsweise hohen Ähnlichkeit der Finanzierungsinstrumente in diesem Marktsegment – eine Verringerung der Nachfrage nach Beteiligungskapital, während rund 30 % vom Gegenteil überzeugt sind. Die Sorge ersterer Gesellschaften dürfte sich nicht zuletzt auch darauf stützen, dass aufgrund der hohen Standardisierung der von den Kreditinstituten angebotenen Mezzanineprodukte ein Preisdruck auch auf das Angebot der BGen ausgehen kann.

Eingangs dieses Abschnitts wurde die Vermutung geäußert, dass die Einstufung von Mezzaninekapital durch eine BG als in Konkurrenz zu den eigenen Produkten insbesondere

davon abhängt, welche Finanzierungsinstrumente die BG einsetzt, in welchem Maße sie ihre Portfoliounternehmen Hands-on betreut und welche Bedeutung Reputation und Netzwerke für sie spielen. Die Befragung der BGen kann diese Vermutung bestätigen. So zeigt Grafik 18, dass tendenziell jene BGen Mezzanine als Konkurrenz zu ihrem Angebot ansehen, die bei ihren Beteiligungen in überdurchschnittlichem Maße mit fremdkapitalähnlichen Finanzierungsinstrumenten (typische und atypische stille Beteiligungen sowie Genussrechte) arbeiten, dafür jedoch vergleichsweise selten offene Beteiligungen als Finanzierungsinstrument einsetzen.[24] Auch betreuen die BGen, die Mezzanine als Konkurrenz ansehen ihre Portfoliounternehmen deutlich seltener Hands-on[25] und verfügen in geringerem Maße über die entsprechende Reputation und Netzwerke, um sich von dem von den Mezzaninegebern bedienten Marktsegment abzuheben.



Grafik 18: Zusammenhang zwischen ausgewählten Eigenschaften einer BG und Konkurrenz durch Mezzanine

[24] Grafik 19 zeigt u. a. welcher Anteil des von einer BG zur Verfügung gestellten Kapitals in Form von offenen Beteiligungen und welcher Anteil durch fremdkapitalähnliche Finanzierungsinstrumente bereitgestellt wird. Lesebeispiel: Von den BGen, die Mezzanine nicht als Konkurrenz ansehen, werden 64 % des in ihre Portfoliounternehmen investierten Kapitals in Form von offenen Beteiligungen bereitgestellt, während nur knapp 20 % durch fremdkapitalähnliche Finanzierungsmittel dargestellt werden.

[25] Grafik 19 stellt u. a. dar, welchen Anteil ihrer Portfoliounternehmen die befragten BGen aktiv (Hands-on) betreuen. Lesebeispiel: Von den befragten BGen, die Mezzanine als Konkurrenz zu ihren Produkten ansehen, betreuen im Durchschnitt 55 % der Gesellschaften weniger als ein Viertel ihrer Beteiligungen aktiv, während nur 27 % mehr als drei Viertel ihrer Investments Hands-on betreuen (die verbleibenden 18 % der BGen betreuen 25 % bis 50 % ihrer Beteiligungen aktiv).

4. Zusammenfassung, Fazit und Ausblick.

Das Verhalten bei der Akquisition und Auswahl von Deals unterscheidet sich deutlich zwischen den verschiedenen Gruppen von Beteiligungsgebern. Die Untersuchungen zeigen eine klare Spezialisierung der verschiedenen Typen von BGen auf unterschiedliche Geschäftsmodelle und Strategien. Eine Folge der Spezialisierung der Marktteilnehmer ist eine Segmentierung des deutschen Beteiligungsmarktes hinsichtlich der Dimensionen etablierte versus junge BGen sowie renditeorientierte versus förderorientierte BGen.

Erstens zeichnet sich eine Segmentierung zwischen tendenziell etablierten, größeren, erfahrenen und eher in der Spätphase aktiven BGen auf der einen Seite und tendenziell kleineren, in der Regel auch jüngeren Beteiligungsgebern aus dem Frühphasensegment auf der anderen Seite ab. Die etablierten BGen haben in der Vergangenheit für die Akquisition vorteilhafte Eigenschaften aufbauen können. Sie zeichnet insbesondere eine hohe Reputation sowie die gute Integration in Netzwerke und somit die (informellen) Strukturen der Beteiligungsbranche aus. Diese Eigenschaften lenken einen hohen Dealflow zu diesen Gesellschaften, was ihnen erlaubt, die eingehenden Finanzierungsanfragen streng zu selektieren und vergleichsweise hohe Renditeansprüche mit ihren Engagements zu verknüpfen. Die Tatsache, dass insbesondere in diesem Marktsegment häufiger Deals nicht zustande kommen, weil Konkurrenten den Zuschlag erhalten, deutet darauf hin, dass sich in diesem Marktsegment ein relativ intensiver Wettbewerb zwischen den Gesellschaften herausgebildet hat.

Hingegen gilt in dem Marktsegment, welches von den noch weniger etablierten BGen bedient wird, dass die hier agierenden Gesellschaften für ihre Engagements tendenziell niedrigere Renditeforderungen stellen und weniger stark selektieren können. Dies ist zumindest teilweise auf die geringere Reputation und die schlechtere Einbindung in Netzwerke, der in diesem Segment aktiven BGen zurückzuführen. Eine Konkurrenz durch andere Gesellschaften lässt sich in diesem Segment durch die Befragung nicht feststellen, was darauf zurückzuführen sein kann, dass sich diese BGen entweder erfolgreich auf eine Marktnische spezialisiert haben oder dass aufgrund der geringen Anbieterdichte in dem von ihnen bedienten Marktsegment die Wettbewerbsintensität niedriger ist. Ferner deutet sich an, dass in diesem Marktsegment überdurchschnittlich viele Deals noch nach erfolgreicher Due Diligence scheitern.

Eine weitere Aufteilung des Marktes zeigt sich auch im Akquisitionsverhalten zwischen rendite- und förderorientierten Beteiligungsgebern. So sind insbesondere die förderorientierten BGen bereit, auch kleinteilige Investments zu tätigen, während renditeorientierte Gesellschaften häufiger Mindestanforderungen an die Deal- oder

Unternehmensgröße haben. Auch sind die erwarteten Renditen bei den förderorientierten Gesellschaften entsprechend ihrem Förderverständnis i. d. R. deutlich niedriger als bei den renditeorientierten. Kräftige Unterschiede zeigen sich zwischen beiden Beteiligungsgebergruppen darüber hinaus auch im Grad der Selektion der eingehenden Finanzierungsanfragen. Bei den renditeorientierten BGen gelangt ein sehr viel geringerer Teil der eingehenden Finanzierungsanfragen in das Stadium einer engeren Beteiligungswürdigkeitsprüfung (Due Diligence). Weiterhin scheitern bei den renditeorientierten BGen tendenziell mehr Deals in der Due Diligence Phase als bei den förderorientierten.

Unabhängig von den Marktsegmentierungstendenzen zeigt sich, dass der Markt für Beteiligungskapital in Deutschland insgesamt reifer geworden ist. Ein Indiz dafür ist die Tatsache, dass ein nicht zu vernachlässigender Anteil der aus Sicht der BGen akzeptablen Deals scheitert, weil ein anderer Investor zum Zug kommt. Die Unternehmen können sich somit häufig zwischen den Angeboten verschiedener BGen entscheiden. Dass dies insbesondere in der Spätphase und bei großen Gesellschaften geschieht, spiegelt die Tatsache wider, dass sich die Marktaktivität und damit auch ein Großteil der Marktteilnehmer in den letzten Jahren zur Spätphase und zu immer größeren Deals orientiert haben. Damit ist das Investitionsverhalten der BGen angesprochen welches im zweiten Teil dieses Artikels untersucht wird. Da sich das Investitionsverhalten nicht losgelöst von der Dealakquise analysieren lässt wird sich der zweite Teil dieses Artikels jeweils auf bestimmte Abschnitte dieses ersten Teils beziehen.

Ansprechpartner: Nick Ehrhart 069/7431-4041

Literatur.

Achleitner, A.-K./Ehrhart, N. und V. Zimmermann (2006), Beteiligungsfinanzierung nach der Marktkonsolidierung – Anhaltende Defizite in der Frühphase: Eine Analyse der Anbieterstrukturen, Finanzierungsmuster und Marktlücken im deutschen Beteiligungsmarkt, KfW Bankengruppe, Frankfurt.

BVK (2006), BVK Statistik 2005: Das Jahr 2005 in Zahlen, Berlin.

Franke, N./ Gruber, M./Henkel, J. und K. Hoisl (2004), Die Bewertung von Gründerteams durch Venture-Capital-Geber: Eine empirische Analyse, in: Die Betriebswirtschaft, Heft 6 / 2004, S. 651-670.

Heitzer, B. (2006), Venture Capital-Finanzierung von jungen innovativen Unternehmen, in: FinanzBetrieb Nr. 7-8/2006, S. 514-518.

Niefert, M./Metzger, G./Heger, D. und G. Licht (2006), Hightech-Gründungen in Deutschland: Trends und Entwicklungsperspektiven, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim.

Reize, F. (2005), KfW-Mittelstandspanel 2005. Ist der Mittelstand fit für die Zukunft?, KfW Bankengruppe, Frankfurt.

Zimmermann, V. und J. Schmacher (2005), Unternehmensfinanzierung: Immer noch schwierig, aber erste Anzeichen einer Besserung. Rating erreicht zunehmend die kleineren Unternehmen, KfW Bankengruppe, Frankfurt.

Zimmermann, V. und H. Karle (2005), Das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt: Entwicklung und Einflussfaktoren, FinanzBetrieb 6/2005, S. 445-455.

Zimmermann, V. und J. Fischer (2003), Beteiligungskapital in Deutschland: Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf. Forschreitende Professionalisierungstendenzen in einem noch jungen Markt, KfW Bankengruppe, Frankfurt.