Spezialisierungstendenzen im deutschen Beteiligungskapitalmarkt – Teil 2: Spezialisierungsmuster beim Investitionsverhalten.

1. Einleitung.

Der vorliegende Beitrag bildet den zweiten Teil der Analyse zu Spezialisierungstendenzen im deutschen Beteiligungsmarkt. Nachdem sich der vorangegangene erste Teilbeitrag auf den Prozess der Dealakquise und -auswahl bei deutschen Beteiligungsgesellschaften (BGen) konzentriert hat, steht im vorliegenden Beitrag die Investmentstrukturierung und das Beteiligungsmanagement im Vordergrund. Analysiert wird einerseits die Gestaltung der Finanzierungsstruktur durch BGen, also die Wahl der einzelnen Finanzierungsinstrumente bei Investitionen in ihre Portfoliounternehmen. Andererseits werden Strategien von BGen bei der Betreuung der Engagements nach erfolgter Investition über Monitoring und Maßnahmen der Managementunterstützung betrachtet. Einen weiteren Schwerpunkt des Beitrags bildet die Analyse des Syndizierungsverhaltens deutscher BGen.

Im ersten Teilbeitrag wurde die volatile Entwicklung aufgezeigt, die der deutsche Beteiligungsmarkt in den letzten Jahren durchlaufen hat. In der Konsolidierungsphase 2002 bis 2004, die nach Ende des New-Economy-Booms um die Jahrtausendwende einsetzte, haben sich Spezialisierungstendenzen bei der Dealakquise und -selektion mit verminderter Intensität fortgesetzt. Im vorliegenden Beitrag wird – ebenfalls vor dem Hintergrund der Marktschwankungen der vergangenen Jahre – analysiert, welche Entwicklungen sich bei deutschen BGen im Hinblick auf Spezialisierungstendenzen bei Investmentgestaltung, Beteiligungsmanagement und Syndizierungsverhalten ergeben haben. Wie im ersten Teilbeitrag bilden zwei große Befragungen deutscher BGen die Datengrundlage. Die erste Befragung wurde von der KfW gemeinsam mit den Universitäten Cambridge, Edinburgh, Eichstätt und Hamburg im Jahr 2002 durchgeführt. Diese erfasst das Marktverhalten deutscher BGen für den Zeitraum 1999 bis 2001, der Hochzeit des New-Economy-Booms. Die zweite Befragung deutscher BGen wurde im Herbst 2005 gemeinsam von der KfW und dem KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance an der TU München durchgeführt und bildet das Marktverhalten in der Konsolidierungsphase 2002 bis 2004 ab.

Insbesondere in empirischen Studien zum US-amerikanischen Beteiligungsmarkt zeigt sich, dass BGen bei der Gestaltung der Finanzierungsstrukturen bei ihren Portfolioinvestments vertragstheoretische Überlegungen nutzen.¹ Auf die Finanzierung abgestimmt wird dabei ein

¹ Vgl. P. Gompers und J. Lerner (2001) sowie S. Kaplan und P. Strömberg (2003, 2004). Vgl. für eine tiefer gehende Analyse des deutschen Markts in dieser Hinsicht R. C. Antonczyk, W. Breuer und K. Mark (2007).

bestimmter Managementansatz im Hinblick auf die Intensität der Unterstützungsleistungen, die die Investmentmanager der BGen in den jeweiligen Portfoliounternehmen erbringen. Hierauf wurden auch die vorliegenden Umfragedaten untersucht. Dabei zeigen sich ähnliche Ergebnisse. Deutsche BGen konzentrieren sich mehr und mehr darauf, maßgeschneiderte Lösungen für Unternehmen, die zwar spezifische Finanzierungsprobleme haben, aber auch oft besondere Renditechancen bieten, zu entwickeln und umzusetzen. Dieser Trend hat sich in der Konsolidierungsphase in den Jahren 2002 bis 2004 verstärkt.

Die Gestaltung der Finanzierungsstruktur ist wichtig, um Konflikten zwischen externen Kapitalgebern wie Banken oder BGen und der Führung der finanzierten Unternehmen entgegenzusteuern. Dadurch werden effizienzmindernde Reibungsverluste reduziert. Ausgangspunkt solcher Konflikte in Finanzierungsbeziehungen ist häufig der Umstand, dass die Führung des finanzierten Unternehmens besser über die Ertragseigenschaften des Geschäftsmodells sowie über das eigene Managementverhalten informiert ist als externe Kapitalgeber (Probleme asymmetrischer Information). Die Kapitalgeber müssen befürchten, dass die Unternehmensführung ihre Informationsvorteile zum eigenen Vorteil nutzt und dabei ggf. auch eine Schädigung ihrer Financiers in Kauf nimmt. In der Literatur werden derartige Probleme als Prinzipal-Agenten-Konflikte bezeichnet.² Rationale Kapitalgeber als Prinzipale antizipieren jedoch Schädigungspotentiale und Fehlanreize bei asymmetrischer Information und fordern für das Verhaltensrisiko auf der Seite der Unternehmensführung – des Agenten – eine Prämie. Daher kommen häufig Finanzierungen, die durch höheres Konfliktpotential aufgrund asymmetrischer Information belastet sind, nur zu ungünstigen Konditionen oder ggf. überhaupt nicht zustande.

Durch die spezifische Gestaltung der Finanzierungsstrukturen kann das Verhalten der Unternehmensführung in eine günstige Richtung gelenkt werden, um auf eine Interessenharmonisierung zwischen Unternehmensführung und Kapitalgebern hinzuwirken. Ausgehend von wesentlichen Eigenschaften des Umfelds, in denen sich das finanzierte Unternehmen aufgrund seines Geschäftsschwerpunktes bewegt, können mit Hilfe der vertragstheoretischen Finanzierungsanalyse zunächst die konkreten Formen denkbarer Fehlanreize auf der Seite der Unternehmensführung identifiziert werden. In einem weiteren Schritt werden Finanzierungsstrukturen hergeleitet, die den spezifischen Konflikten entgegenwirken. Einen wesentlichen Umfeldfaktor stellt dabei das Ertragsrisiko des finanzierten Unternehmens dar. Bei Unternehmen mit hohen Ertragsrisiken werden häufig Beteiligungsfinanzierungen gewählt und Kredite vermieden, weil bei ersterer Finanzierungsform unter diesen Umfeldbedingungen günstigere Anreizeffekte für das Management zu erwarten sind. Die Steuerungswir-

² Vgl. W. Breuer (1998), 153 ff.

kung von Finanzierungsinstrumenten resultiert dabei erstens aus der spezifischen Aufteilung der Cash Flows des betreffenden Unternehmens, die durch das Finanzierungsinstrument festgelegt wird. Zweitens stellen Finanzierungen deshalb Steuerungsmechanismen dar, weil sie mit einer spezifischen Zuordnung der Kontrollrechte bezüglich der Geschäftspolitik des finanzierten Unternehmens einhergehen (Variation der Einflussmöglichkeiten der Kapitalgeber).

BGen können in diesem Zusammenhang als Spezialisten zur Lösung von Prinzipal-Agenten-Problemen zwischen Unternehmensführung und externen Kapitalgebern bezeichnet werden, die bei ihren Portfoliounternehmen häufig mit besonderer Intensität auftreten. Neben der Dealselektion gehören die Finanzierungsgestaltung und das häufig eng hiermit abgestimmte Beteiligungsmanagement (Monitoring aber auch Unterstützung der Unternehmensleitung) zu den Kernkompetenzen von BGen. Prinzipal-Agenten-Probleme sind insbesondere bei jungen innovativen Wachstumsunternehmen von erheblicher Bedeutung. Hier sind häufig schon allein wegen der fehlenden Unternehmenshistorie wenig verlässliche Informationen über die Ertragseigenschaften des Geschäftsmodells verfügbar. Außerdem bestehen hier angesichts komplexer interner Prozesse bei der Innovationsentwicklung und des Mangels an werthaltigen Sicherheiten für die Unternehmensleitung weit reichende Handlungsspielräume, die zum Schaden der Kapitalgeber genutzt werden können. Die vorliegenden Umfrageergebnisse zeigen, dass BGen, die in innovative Unternehmen investieren, ihre Finanzierungs- und Risikomanagementstrategien stark auf die Finanzierungsprobleme ihrer Portfoliounternehmen ausrichten. Dies trifft zum Großteil auch für BGen mit einem Fokus auf Engagements bei reiferen Unternehmen zu, welche allerdings anders gelagerte Finanzierungsprobleme haben.

Die Einschaltung von Syndizierungspartnern dient im Geschäft von BGen auch häufig einer effektiven Kontrolle ihrer Investments. Wesentliche Vorteile solcher gemeinschaftlicher Beteiligungsengagements verschiedener BGen werden bspw. darin gesehen, dass komplementäre Kompetenzen im Hinblick auf technische Kenntnisse gebündelt werden können, um ein geeignetes Monitoring bei Portfoliounternehmen im Hightech-Bereich zu gewährleisten. Daneben gibt es aber eine Reihe weiterer Syndizierungsmotive wie bspw. Diversifikationsbestrebungen von BGen. Vor diesem Hintergrund wird im vorliegenden Beitrag analysiert, welche Bedeutung verschiedene theoretische Erklärungsansätze für das Syndizierungsverhalten von BGen für den deutschen Markt haben.

Der Beitrag ist wie folgt gegliedert: Im Abschnitt 2 wird zunächst das Vorgehen deutscher BGen bei der Finanzierungsgestaltung für ihre Portfolioinvestments untersucht. Abschnitt 3 zeigt Spezialisierungstendenzen bei der Betreuung der Beteiligungsengagements auf. Im Abschnitt 4 wird das Syndizierungsverhalten der deutschen BGen analysiert. Abschnitt 5 fasst die Ergebnisse des Beitrags zusammen.

Kasten 1: Das Wichtigste auf einen Blick.

Dieser Beitrag gibt einen Überblick über Spezialisierungsmuster bei der Ausgestaltung der Finanzierungsstruktur und der Betreuung der Portfoliounternehmen im deutschen Beteiligungskapitalmarkt. Weiterhin werden das Syndizierungsverhalten und die Gründe für Syndizierungen im deutschen Markt analysiert. Die wichtigsten Ergebnisse sind:

- Hinsichtlich der eingesetzten Finanzierungsinstrumente zeigen sich deutliche Unterschiede zwischen den verschiedenen Typen von Beteiligungsgesellschaften (BGen). So werden direkte (offene) Beteiligungen insbesondere in der Frühphase eingesetzt, während stille Beteiligungen v.a. von BGen mit Spätphasenfokus genutzt werden. Diese Unterschiede waren in den Jahren 1999 bis 2001 noch nicht in diesem Maße zu erkennen und haben sich stärker in der Marktkonsolidierungsphase (2002 bis 2004) herausgebildet. So stieg etwa der Anteil direkter Beteiligungen in der Frühphase ausgehend von einem hohen Niveau von 71 % im Zeitraum 1999 bis 2001 auf 75 % zwischen 2002 und 2004 an. Stille Beteiligungen gingen hingegen in der Frühphase im gleichen Zeitraum von 26 % auf 4 % zurück. Im Zuge der Marktkonsolidierung haben auch Wandelanleihen, die auf den reiferen angelsächsischen Beteiligungsmärkten ein weit verbreitetes Finanzierungsinstrument darstellen, einen Bedeutungszuwachs erfahren. Der zunehmende Einsatz von Wandelanleihen spiegelt einerseits eine Annäherung des deutschen Beteiligungsmarkts an international übliche Finanzierungsstrukturen wider. Andererseits deutet er darauf hin, dass die Marktturbulenzen im Zuge des Platzens der New Economy Blase den BGen gezeigt haben, dass es insbesondere bei stark durch Unsicherheit gekennzeichneten Investments vorteilhaft sein kann, durch den Einsatz optiona-Ier Finanzierungsinstrumente flexibel auf die Entwicklung der Portfoliounternehmen und veränderte Rahmenbedingungen reagieren können. Insbesondere Corporate-Venture-Capitalzu Gesellschaften (CVCs) nutzen Wandelanleihen. Im Zeitraum von 2002 bis 2004 wurden bereits rund 31 % des Finanzierungsvolumens bei CVCs über Wandelanleihen ausgereicht. Der mit Wandelanleihen verbundene Flexibilitätsgewinn bringt für CVCs starke Vorteile bei der Technologiebeobachtung. CVCs können über Wandelanleihen relativ kostengünstig bei einer größeren Zahl junger Technologieunternehmen einsteigen und über eine Ausweitung ihres Engagements - insbesondere im Hinblick auf Managementunterstützungsmaßnahmen - erst im Zeitablauf entscheiden, wenn bessere Informationen über die Erfolgsaussichten bei den einzelnen Unternehmen verfügbar sind.
- Deutsche BGen nutzen zunehmend Überlegungen der vertragstheoretischen Finanzierungsanalyse, die die Vorteilhaftigkeit verschiedener Finanzierungsinstrumente v. a. in Abhängigkeit der Informationsverteilung zwischen Kapitalnehmer und -geber sowie der Unsicherheit der Investition erklärt. Es zeigt sich insbesondere ein deutlicher Zusammenhang zwischen Risikoindikatoren und den eingesetzten Finanzierungsinstrumenten. So steigt bzw. fällt die Bedeutung direkter bzw. stiller Beteiligungen mit dem durch die Indikatoren erfassten Unsicherheitsgrad.
- Auch hinsichtlich der Erbringung aktiver Managementunterstützung zeigen sich zwischen den verschiedenen Typen von BGen klare Unterschiede sowie offensichtliche Spezialisierungstendenzen im Zeitablauf. So hat sich ausgehend von einem bereits überdurchschnittlichen Niveau bei den Frühphasenspezialisten der Anteil der Hands-on betreuten Portfoliounternehmen in der Marktkonsolidierungsphase weiter erhöht, während BGen mit Spätphasenfokus diesen tendenziell reduziert haben. Ebenfalls im Einklang mit der zunehmenden Spezialisierung der Marktteilnehmer auf die von ihnen bedienten Marktsegmente zeigt sich beim Einsatz von Ratinginstrumenten eine Bedeutungszunahme bei den Spätphasenspezialisten und ein Bedeutungsverlust bei den Frühphasengesellschaften. Da sich der Einsatz von Ratingverfahren insbesondere bei etablierten Portfoliounternehmen eignet und da gerade junge Unternehmen und Gründungen einen erhöhten Bedarf an Managementunterstützung haben, deuten diese Befunde darauf hin, dass die BGen in den letzten Jahren in stärkerem Maße begonnen haben, für ihr Geschäftsmodell adäquate Unterstützungsleistungen einzusetzen.
- Die Analyse des Syndizierungsverhaltens deutet darauf hin, dass Syndizierungen im deutschen Beteiligungsmarkt in den letzten Jahren weiter an Bedeutung gewonnen haben und inzwischen über 60 % aller Investitionen von Syndikaten durchgeführt werden. Die Gründe für die Durchführung gemeinsamer Investments sind dabei vielfältig. Die vorliegenden Daten geben allerdings Hinweise darauf, dass syndizierte Investitionen in erster Linie zur Nutzung komplementärer Ressourcen der syndizierenden BGen eingesetzt werden und weniger auf andere Motive wie die Erzielung höherer Diversifizierungsgrade abzielen. Komplementäre Ressourcen scheinen dabei insbesondere dafür zu sorgen, dass sich syndizierende BGen einem höheren und qualitativ besser vorselektierten Dealflow gegenübersehen, so dass bei Syndizierungen mit gut 7 % nur halb so viele Finanzie-

rungsanfragen in die Due Diligence gelangen wie bei alleine durchgeführten Investitionen mit knapp 14 %. Auch gelingt es Syndikaten, ihre Portfoliounternehmen mit effizienteren Betreuungsrelationen (Portfoliounternehmen pro Investment Manager) zu betreuen als bei Soloinvestments.

2. Spezialisierungsmuster bei der Ausgestaltung der Investition.

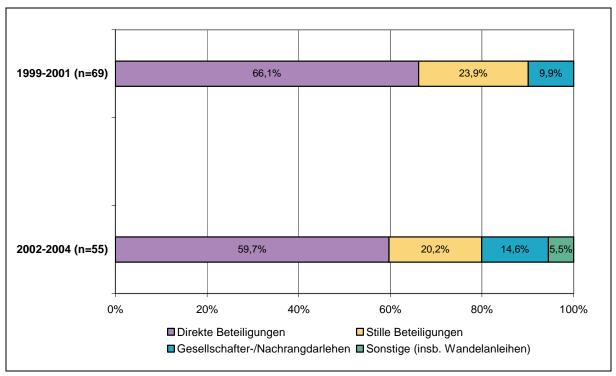
2.1 Marktüberblick.

Sowohl im Zeitraum des New-Economy-Booms 1999 bis 2001 als auch in der Konsolidierungsphase 2002 bis 2004 haben deutsche BGen den Großteil der Finanzierungsmittel über direkte Beteiligungen ausgereicht (Grafik 1). Mit deutlichem Abstand folgen stille Beteiligungen sowie Gesellschafter- und Nachrangdarlehen. Während die Anteile direkter und stiller Beteiligungen beim Übergang von der Boomphase zur Konsolidierungsphase am Gesamtfinanzierungsvolumen zurückgegangen sind, ist eine Erhöhung des Anteils bei Gesellschafter- und Nachrangdarlehen zu beobachten. Darüber hinaus ist im Zeitraum 2002 bis 2004 erstmals ein nennenswerter Anteil an "weiteren Finanzierungsinstrumenten" zu verzeichnen, wobei es sich fast ausschließlich um Wandelanleihen handelt. Der Rückgang direkter Beteiligungen, die v. a. bei Frühphasenfinanzierungen eingesetzt werden, dürfte auf die starke Verschiebung des Gesamtmarktes hin zum Spätphasensegment zurückzuführen sein. Aktuelle Marktentwicklungen deuten daraufhin, dass dieser Rückgang wahrscheinlich nur eine vorübergehende Entwicklung darstellt, weil sich das Klima für Frühphasenfinanzierungen nach und nach wieder verbessert.

Demgegenüber ist die Verringerung der Bedeutung stiller Beteiligungen, die aufgrund fixer Zahlungsverpflichtungen des Kapitalgebers eher fremdkapitalnah sind und eine Besonderheit des deutschen Beteiligungsmarktes darstellen, seit längerem zu beobachten.³ Teilweise werden diese Instrumente durch ebenso fremdkapitalnahe Gesellschafter- und Nachrangdarlehen verdrängt.

-

³ Vgl. V. Zimmermann, C. Bienz und J. Hirsch (2005).



Grafik 1: Anteil der eingesetzten Finanzierungsinstrumente für die Zeiträume 1999 bis 2001 und 2002 bis 2004

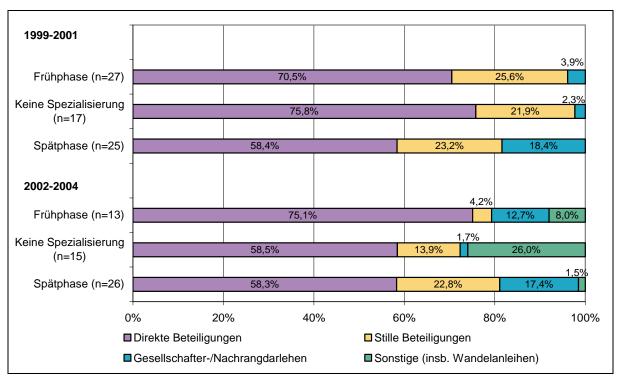
Interessant ist, dass am deutschen Beteiligungsmarkt erstmals auch die im angelsächsischen Raum stark verbreiteten Wandelanleihen⁴ in nennenswerten Umfang eingesetzt werden. Dies kann als Indiz für einen Annäherung der Finanzierungsstrukturen an angelsächsische Verhältnisse gewertet werden. Die Vorteile von Wandelanleihen sind v. a. darauf zurückzuführen, dass sie BGen im Hinblick auf die Gestaltung der Finanzierungsstruktur ihrer Portfoliounternehmen einen Flexibilitätsspielraum verschaffen. Die Ergebnisse der Befragung zeigen, dass am deutschen Beteiligungsmarkt insbesondere Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften (CVCs) beginnen, Wandelanleihen einzusetzen. In Abschnitt 2.3 werden die Motive von CVCs für den Einsatz von Wandelanleihen sowie vertragstheoretische Aspekte dieses Finanzierungsinstruments näher erörtert.

2.2 Finanzierung, Unternehmensrisiko und Prinzipal-Agenten-Probleme.

Eine zunehmende Berücksichtigung vertragstheoretischer Überlegungen bei der Finanzierungsgestaltung seitens deutscher BGen spiegelt sich insbesondere im unterschiedlichen Finanzierungsverhalten der jeweiligen Phasenspezialisten wider. Grafik 2 zeigt, dass Frühphasenfinanzierer mit risikoreicheren Investments deutlich mehr direkte Beteiligungen ein-

⁴ Bei einer Wandelanleihe erhält der Kapitalgeber das Recht, seine Anleiheforderung innerhalb einer zum Emissionszeitpunkt fixierten Frist und zu festen Konditionen ganz oder teilweise in eine Beteiligung an dem finanzierten Unternehmen zu tauschen. Vgl. G. Wöhe/J. Bilstein (2002), S. 252 ff.

setzen als Spätphasenspezialisten, die Beteiligungen an reifen und daher tendenziell stabileren Unternehmen halten.⁵



Grafik 2: Eingesetzte Finanzierungsinstrumente nach Finanzierungsphasenschwerpunkt

Dabei ist bei den Frühphasenfinanzierern der Anteil direkter Beteiligungen ausgehend von gut 70 % in der Phase des New-Economy-Booms auf 75 % im Zeitraum der Marktkonsolidierung gestiegen. Demgegenüber ist der Anteil direkter Beteiligungen am Gesamtfinanzierungsvolumen der Spätphasenspezialisten über beide Zeiträume hinweg nahezu konstant bei 58 % geblieben. Gleichzeitig verwenden Frühphasenspezialisten weniger hybride, eher fremdkapitalnahe Finanzierungsinstrumente wie stille Beteiligungen sowie Gesellschafterund Nachrangdarlehen. Der Anteil dieser Instrumente zusammengenommen ist bei den Frühphasenfinanzierern dabei recht deutlich von rund 30 % zwischen 1999 und 2001 auf ungefähr 17 % zwischen 2002 und 2004 zurückgegangen. Dafür setzten Frühphasenspezialisten in der Marktkonsolidierung erstmals in größerem Umfang auf Wandelanleihen. Bei den Spätphasenfinanzierern verblieb der Anteil der fremdkapitalnahen Hybridinstrumente bei etwa 40 %. Angesichts der besonderen Eignung von Wandelanleihen für junge und weniger stabile Innovationsunternehmen ist es weniger überraschend, dass diese sich im Spätphasensegment kaum etablieren konnten. Das Ausbleiben nachhaltiger Reaktionen beim Instrumenteneinsatz bei den Spätphasenfinanzierern in der Konsolidierungsphase ist sicherlich

⁵ Eine BG wird in der Studie als Frühphasenspezialist eingestuft, wenn sie mindestens 70 % ihrer Investments in der Frühphase tätigt. Analog gilt dies für die Definition der Spätphasenspezialisten. Bei dieser Klassifizierung ergibt sich unweigerlich eine Gruppe "ohne Spezialisierung".

auch darauf zurückzuführen, dass hier geringere Portfoliobereinigungen erforderlich waren als im Frühphasensegment.

Ein wesentliches Motiv für den unterschiedlichen Einsatz von Finanzierungsinstrumenten bei Früh- und Spätphasenspezialisten dürfte darin zu sehen sein, dass Fremdkapital bzw. fremdkapitalnahe Hybridinstrumente bei risikoreichen Engagements eher ungeeignet sind. Finanzierungsbedingte fixe Zahlungsverpflichtungen können beim Management von Unternehmen, die starken Ertragsrisiken ausgesetzt sind, Fehlanreize auslösen. Derartige Probleme in Finanzierungsbeziehungen sind häufig auf die eingangs angesprochenen Prinzipal-Agenten-Konflikte zurückzuführen: Die Zuführung finanzieller Mittel durch externe Kapitalgeber wie Banken oder BGen als "Auftraggeber" oder "Prinzipale" führt dazu, dass das Unternehmensmanagement als "Handlungsträger" oder "Agent" die wirtschaftlichen Konsequenzen seiner Entscheidungen nicht mehr in voller Höhe selbst zu tragen hat. Ein Teil der wirtschaftlichen Folgen sind aus Managementsicht externe Effekte, weil sie lediglich die finanzielle Position der externen Kapitalgeber und nicht die eigene betreffen. Dies kann dazu führen, dass für das Management Entscheidungen vorteilhaft sind, weil sie Eigeninteressen dienen, gleichzeitig aber die mit ihnen verbundenen negativen Ertragswirkungen vorrangig von den externen Kapitalgebern getragen werden müssen.

Zum Beispiel würde das Management bei einem rein eigenfinanzierten Unternehmen, bei dem es nur 10 % der Gesellschafteranteile stellt, bei Anschaffungen auf Unternehmensrechnung zu eigenen Gunsten in vollem Umfang von dem Nutzen der erworbenen Güter profitieren, den zugehörigen Ertragsrückgang würde es aber lediglich zu einem Zehntel zu tragen haben. Der resultierende Fehlanreiz für das Management ist eines der "klassischen Probleme" bei externer Eigenfinanzierung, mit dem auch BGen konfrontiert sind.⁶

Wie eingangs angesprochen, sind solche Fehlanreize aus Sicht der Kapitalgeber deshalb problematisch, weil für sie das Managementverhalten nicht ohne weiteres beobachtbar ist. Daher besteht für externe Financiers zum Zeitpunkt des Abschlusses von Finanzierungsverträgen erstens die Sorge, dass die Unternehmensleitung die Geschäftsaussichten übertrieben positiv darstellt, um günstigere Konditionen durchzusetzen (Hidden Information oder Adverse Selektion). Zweitens müssen Kapitalgeber damit rechnen, dass die Unternehmensleitung nach Abschluss des Finanzierungsvertrags akquirierte Geldmittel anders verwendet als vereinbart (Hidden Action oder Moral Hazard). Für BGen betreffen erstgenannte Hidden-Information-Probleme vorrangig den Prozess der Dealselektion, der im ersten Teilbeitrag zu

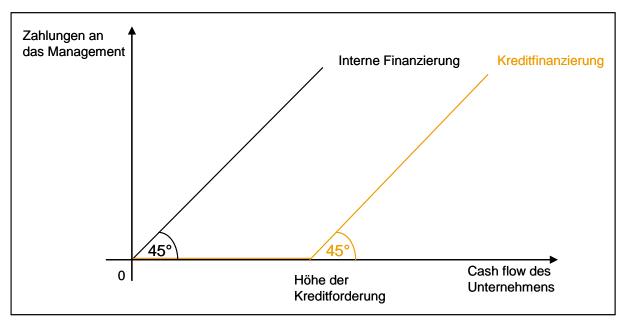
_

⁶ Vgl. W. Breuer (1998), S. 153 ff.

⁷ Vgl. hierzu grundlegend M. C. Jensen und W. H. Meckling (1976) sowie H. E. Leland, H.E. und D. H. Pyle, D.H. (1977).

Spezialisierungstendenzen auf dem deutschen Beteiligungsmarkt angesprochen wurde. Im vorliegenden Teilbeitrag zur Ausgestaltung der Investments und zum Beteiligungsmanagement stehen letztgenannte Hidden-Action-Probleme im Vordergrund.

Grafik 3 veranschaulicht den Hidden-Action-Konflikt bei Fremdfinanzierung bzw. Hybridinstrumenten mit fixen Zahlungsforderungen. Die farbig dargestellte Linie zeigt vereinfacht den Zusammenhang zwischen den Cash flows des kreditfinanzierten Unternehmens und Erträgen, die dem Management in der Rolle der geschäftsführenden Gesellschafter bei Kapitalgesellschaften mit beschränkter Haftung zukommen.⁸ Solange das Unternehmen in der Lage ist, den Kredit zu bedienen, bestehen keine Probleme im Verhältnis zwischen Management und Kreditgebern. Das Management erhält sogar starke finanzielle Anreize, weil es in vollem Umfang an den Unternehmenserträgen partizipiert, die über die Höhe der Gläubigerforderung hinaus erwirtschaftet werden können.



Grafik 3: Cash flows und Vermögensposition des Managements bei Kreditfinanzierung

Jedoch entstehen ungünstige Managementanreize, wenn die Cash flows des Unternehmens so volatil sind, dass Kredite ausfallbedroht sind. Dann resultiert im Unterschied zur Situation bei reiner interner Finanzierung (schwarze Linie) ein schädlicher externer Effekt: Die Auszahlungsstruktur aus Managementsicht gleicht nun der einer Kaufoption auf die Unternehmensaktiva. Der Wert einer solchen Option steigt mit dem Ertragsrisiko stark an. Bei dieser Zahlungsstruktur ist es somit für das Management von Vorteil, durch Inkaufnahme zusätzlicher Risiken die Volatilität der Cash flows und damit die erwarteten Gläubigerausfälle zu erhöhen. Ein solcher Fehlanreiz fällt dabei umso stärker aus, je risikoreicher das unternehmerische

⁸ In der Graphik wird idealisierend unterstellt, dass die Gesellschaftereinlage gegen Null tendiert.

Umfeld ist.⁹ Bei sehr hohen Cash flows im Fall des Erfolgs entsprechender Risikostrategien kommen die Gewinne im Wesentlichen dem Management zugute. Resultieren hingegen hohe Verluste, sind die v. a. von den Gläubigern zu tragen. Die Schäden aus Managementsicht sind hier auf die Höhe der Einlage begrenzt.

Vor diesem Hintergrund überrascht es auch nicht, dass Frühphasenspezialisten in der schwierigen Marktphase 2002 bis 2004 den Anteil direkter Beteiligungen, bei denen Risiko-anreizprobleme vermieden werden können, weiter erhöht haben. Demgegenüber spielen Risikoanreizprobleme bei Spätphasenfinanzierern aufgrund des Investitionsschwerpunktes im Bereich reiferer ertragsstabilerer und damit risikoärmerer Unternehmen offenbar eine geringere Rolle.

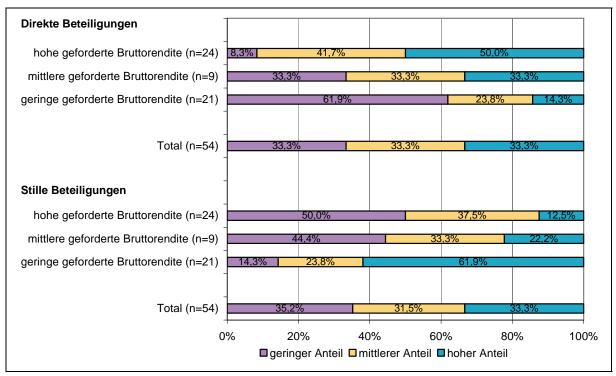
Ähnliche Effekte zeigen sich bei anderen Risikofaktoren wie etwa der Höhe der erwarteten Mindestrendite der BGen im Investitionsfall¹⁰ oder auch der Branchenzugehörigkeit der Portfoliounternehmen (Hightech versus reife Industrien). In der Regel fordern BGen bei instabileren Portfoliounternehmen eine höhere Risikoprämie, die durch die erwartete Mindestrendite abgedeckt werden muss. Grafik 4 zeigt, dass auf dem deutschen Beteiligungsmarkt ein starker Zusammenhang zwischen geforderter Mindestrendite und der Häufigkeit des Einsatzes direkter Beteiligungen einerseits sowie relativ fremdkapitalnaher stiller Beteiligungen andererseits vorliegt.¹¹

-

⁹ Hierin ist eine wesentliche Ursache für Kreditrationierung zu sehen. Vgl. J. Stiglitz und A. Weiss (1981).

¹⁰ In der Renditeforderung von Kapitalgebern ist bei unsicheren Finanzierungstiteln naturgemäß eine Risikoprämie enthalten, die mit den Risiken, denen die Zahlungsansprüche der Titel unterliegen, ansteigt.

Die BGen wurden einerseits auf Basis ihrer Angaben zur Höhe der geforderten Mindestrendite und andererseits auf Basis ihrer Angaben zum Anteil der jeweiligen Finanzierungsinstrumente am ausgereichten Finanzierungsvolumen sortiert. Im Anschluss wurden die sortierten Grundgesamtheiten entlang der jeweiligen Merkmalsgrößen in drei etwa gleich große Klassen unterteilt. D. h., in der jeweils unteren Klasse wurde das Drittel der BGen mit den geringsten Wertangaben zusammengefasst, in der mittleren Gruppe das nächste Drittel und in der oberen Gruppe das Drittel mit den höchsten Wertangaben. Auf diese Weise resultieren Klassen mit BGen, die bezüglich des jeweiligen Merkmals "unterdurchschnittliche", "durchschnittliche" sowie "überdurchschnittliche" Wertangaben machen. Schließlich wurden für die Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Renditeforderung und dem Einsatz direkter und stiller Beteiligungen die gemeinsamen Häufigkeitsverteilungen ermittelt, die in Grafik 6 dargestellt sind.

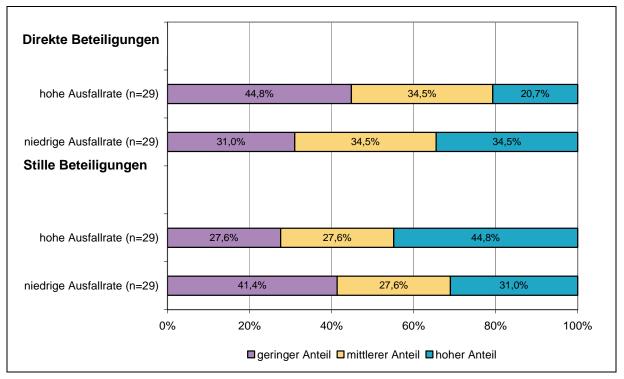


Grafik 4: Geforderte Bruttorendite und Bedeutung direkter und stiller Beteiligungen

50 % der BGen, die überdurchschnittlich hohe Renditen fordern, wählen auch einen überdurchschnittlich hohen Anteil an direkten Beteiligungen am Finanzierungsvolumen. Demgegenüber setzten nur 12,5 % der BGen mit überdurchschnittlich hohen Renditeforderungen auch überdurchschnittlich viele stille Beteiligungen ein. Ein umgekehrtes Bild ergibt sich im Finanzierungsverhalten der BGen mit unterdurchschnittlichen Renditeforderungen. Hier entfällt nur ein Anteil von knapp 15 % auf BGen, die besonders häufig direkte Beteiligungen einsetzen. Über 60 % der BGen mit unterdurchschnittlichen Renditeforderungen verwenden dagegen besonders häufig stille Beteiligungen. Zu berücksichtigen ist dabei zwar, dass in Grafik 4 die Verdrängungseffekte bei stillen Beteiligungen durch Gesellschafter- und Nachrangdarlehen sowie durch Wandelanleihen nicht dargestellt sind. Bei einer Kontrolle der Zusammenhänge für diese Effekte ergeben sich jedoch keine wesentlich anderen Ergebnisse.

Der Einfluss des Ertragsrisikos der Portfoliounternehmen auf Finanzierungsstrukturen zeigt sich auch, wenn die durchschnittlichen Ausfallraten, die BGen für ihre Portfolios angeben, als Risikoindikator verwendet werden (Grafik 5). BGen, die risikoreichere Investments tätigen, setzen tendenziell mehr direkte und weniger stille Beteiligungen ein und umgekehrt. Hinsichtlich der Intensität fallen die Effekte bei der Ausfallrate als Risikofaktor etwas schwächer aus. Dies kann einerseits darauf zurückzuführen sein, dass die erwartete Mindestrendite einen Ex-Ante-Risikofaktor darstellen (Erwartungsbezug) und Ausfallraten einen Ex-Post-Risikofaktor (Ergebnisbezug). Der schwächere Zusammenhang beim Ex-Post-Faktor Ausfallrate würde somit auch auf gewisse Erfolge der deutschen BGen beim Risikomanagement hindeuten. Gleichwohl sind höhere unternehmerische Risiken ein Stück weit "zwingend" mit

höheren Ausfällen verbunden, was BGen, die im Hochrisikobereich tätig sind, erst auf der Portfolioebene ausgleichen können.



Grafik 5: Durchschnittliche Ausfallrate (Volumen) und Bedeutung direkter und stiller Beteiligungen

Wie oben angesprochen, entstehen allerdings auch bei externer Beteiligungsfinanzierung Fehlanreize für das Management. Hier schwächen sich die finanziellen Anreize der Unternehmensführung ab, weil ein Teil der Ertragskonsequenzen von Managemententscheidungen von den externen Gesellschaftern zu tragen sind. Aus Sicht von BGen besteht in diesem Zusammenhang v. a. bei Frühphasenfinanzierungen die Sorge, dass die Unternehmensgründer, die oft einen technischen oder naturwissenschaftlichen Hintergrund haben, zu viel Zeit mit "technischen Spielereien" verbringen. Der "Nutzen" hieraus fällt allein bei den Gründern an, die Ertragseinbußen tragen sie nur anteilig.

Die bei externer Eigenfinanzierung unvermeidliche Verwässerung der finanziellen Anreize des Managements ist ein Erklärungsfaktor dafür, dass BGen umfassendes Monitoring betreiben. Monitoring und Managementunterstützung wirken dabei oft komplementär, da sich bei Unterstützungsmaßnahmen gleichzeitig der Informationsstand der BGen bezüglich der internen Vorgänge bei den Portfoliounternehmen verbessert. Dies ermöglicht es wiederum, Einflussrechte bei Interessengegensätzen effektiv zu nutzen. Auf Managementunterstützungsansätze wird im Abschnitt 3 noch näher eingegangen.

Ausgehend vom gewählten Umfang von Kontroll- und Unterstützungsaktivitäten der BGen bei risikoreichen Investments besteht ein wichtiger Rückkopplungseffekt in Bezug auf die

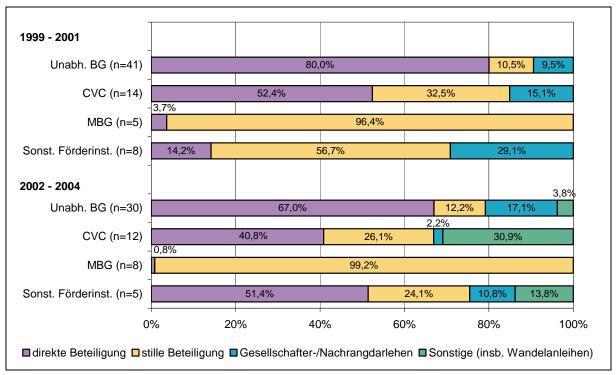
optimale Gestaltung der Gesellschafterstruktur bei risikoreicheren Portfolioinvestments. Je umfangreicher die Unterstützung von BGen ist, umso mehr sollten sie tendenziell über direkte Beteiligungen an Unternehmenswertsteigerungen partizipieren. Wie angesprochen, entwickeln sich trotz Kontroll- und Unterstützungsaktivitäten gerade in den risikoreichen Segmenten nicht alle Portfoliounternehmen erfolgreich, viele scheitern auch und führen aus Sicht der BGen zu Totalverlusten. Daher können entsprechende Kosten für die Betreuung der Unternehmen durch die Investmentmanager häufig nur dann im Erwartungswert wieder eingebracht werden, wenn BGen in den erfolgreichen Fällen über (umfangreichere) Direktbeteiligungen ohne Beschränkungen an den Wertsteigerungen des Eigenkapitals partizipieren.

2.3 BG-Typen und Finanzierungsmuster: CVCs nutzen zunehmend Wandelanleihen.

Traditionell liegen in Deutschland bei den verschiedenen Typen von BGen relativ starke Unterschiede bei den bevorzugten Finanzierungsstrukturen vor (Grafik 6)¹². So ist der im internationalen Vergleich immer noch hohe Anteil stiller Beteiligungen am Finanzierungsvolumen zu großen Teilen auf die Förderaktivitäten Mittelständischer Beteiligungsgesellschaften (MBGen) zurückzuführen, die vorrangig kleinteilige Spätphaseninvestments tätigen. Die schon angesprochenen Wandelanleihen gewinnen insbesondere deshalb an Bedeutung, weil die CVCs diese Instrumente seit Ende des New-Economy-Booms in größerem Ausmaß verwenden. Neben den unabhängigen BGen setzen darüber hinaus v. a. die sonstigen förderorientierten BGen, die in überdurchschnittlichem Maße in der (technologieorientierten) Frühphase investieren, Wandelanleihen ein. Dies ist wenig überraschend, da der Einsatz von Wandelanleihen bei jungen und v. a. bei technologieintensiven Unternehmen günstig ist, bei denen ein hohes Informationsdefizit hinsichtlich der Erfolgsaussichten besteht.¹³

Die Abkürzung "Unabh. BG" steht für unabhängige Beteiligungsgesellschaften ohne einen dominierenden Eigentümer. Unter "CVC" sind Corporate Venture Capitalists zu verstehen. Dies sind Beteiligungsgesellschaften, die einen dominierenden Eigentümer aufweisen. In Deutschland sind dabei die Eigentümer durch die Tradition des deutschen Finanzsystems bedingt oft Kreditinstitute. Typischerweise sind CVCs aber Töchter von Industriekonzernen, die mit ihrem Engagement nicht nur (unmittelbar) finanzielle Interessen verfolgen, sondern ggf. auch einen Technologietransfer zwischen Portfoliounternehmen und anderen Konzernteilen anstreben. Mit "MBG" werden die förderorientierten Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften bezeichnet. Unter "Sonst. Förderinst." werden die übrigen BGen mit Förderauftrag zusammengefasst. Zur Bedeutung der verschiedenen Typen im deutschen Markt siehe den ersten Teilbeitrag dieses Artikels in diesem Heft.

¹³ Diesen Befund bestätigen auch weitere empirische Studien, vgl. hierzu auch K. M. Schmid, 2003 sowie K. Mark, 2005, S. 188 ff.



Grafik 6: Eingesetzte Finanzierungsinstrumente nach Art der BG

Wie eingangs angedeutet, besteht für BGen der maßgebliche Vorteil von Wandelanleihen im Flexibilitätsgewinn in Bezug auf die Finanzierungsstruktur ihrer Portfoliounternehmen und damit auch in Bezug auf die Anreizsituation. Bei Wandelanleihen hat der Kapitalgeber die Option, seine Kreditforderung im Verlauf der Finanzierungsbeziehung ganz oder teilweise in eine Beteiligung zu tauschen. BGen können somit die Entscheidung über die Wahrnehmung ihres Optionsrechts davon abhängig machen, welche Informationen über die Erfolgsaussichten des Portfoliounternehmens ihnen im Zeitablauf zugehen. Gelangt eine BG zu der Überzeugung, dass sich für die Portfoliounternehmen starke Wertsteigerungen realisieren lassen, wird sie von ihrem Wandlungsrecht Gebrauch machen. Aufgrund der ihr dann eingeräumten Beteiligung hat sie auch die Chance, den Kostenaufwand für zusätzliche Unterstützungsmaßnahmen zu decken, welche i. d. R. nur bei Unternehmen mit hohem Wertsteigerungspotenzial lohnenswert sind. Bei geringeren Erfolgsaussichten verzichtet die BG hingegen auf ihr Wandlungsrecht, behält ihre Kreditforderung und leistet nur geringe Managementunterstützung. Dabei profitiert sie von dem Vorteil, dass auf das Management aufgrund der Zahlungscharakteristika der verbleibenden Kreditforderung relativ starke finanzielle Anreize wirken, während Risikoanreizeffekte durch die Wandlungsoption reduziert werden.

Angesichts der Vorteile der Wandelanleihe bei jungen Unternehmen mit unklaren Erfolgsaussichten überrascht es zunächst, dass BGen ohne Phasenfokus dieses Finanzierungsinstrument noch wesentlich häufiger einsetzen als Frühphasenspezialisten (vgl. Grafik 2). Dies ist zu erheblichen Teilen auf die CVCs zurückzuführen, die zwischen 2002 und 2004 rund 31 % ihres Gesamtfinanzierungsvolumens über Wandelanleihen ausge-

reicht haben, da 44 % der CVCs in die Gruppe ohne Finanzierungsphasenfokus fallen. Denn der Investitionsfokus von vielen großen CVCs mit Industriehintergrund liegt klar auf Hightech-Unternehmen, bei denen die Erfolgsaussichten zwar sehr unsicher sind, das konkrete Unternehmensalter aber keine Rolle spielt. Industrielle CVCs bewerten ihre Investitionen nicht ausschließlich nach der finanziellen Rendite, sondern sind auch daran interessiert, Spillovereffekte für den Mutterkonzern zu realisieren, wenn von Innovationen der finanzierten Portfoliounternehmen ein hohes Marktpotenzial erwartet wird. Dabei nutzen Industriekonzerne ihr CVC-Engagement im Rahmen des strategischen Managements auch zur Technologiebeobachtung. Dazu streuen CVCs ihre Investments relativ breit, um zu vermeiden, dass der Mutterkonzern in relevanten Märkten auf einen wichtigen Technologiesprung nicht rechtzeitig reagiert. Der Vorzug der Verzögerungsoption im Hinblick auf die Entscheidung für ein umfangreicheres Engagement, den Wandelanleihen bieten, macht sich daher gerade bei den Anlagestrategien von CVCs bemerkbar, um die Betreuungsschwerpunkte im Portfolio optimal zu steuern.

3. Betreuung der Portfoliounternehmen.

Nach erfolgter Investition durch eine BG fließt dem Zielunternehmen nicht nur Beteiligungskapital zu, sondern die BG leistet auch über die reine Kapitalbereitstellung hinausgehende Unterstützung. Die Unterstützungsleistungen reichen von intensivem Monitoring über eine strategische Beratung und die Vermittlung von Kontakten bis hin zur aktiven Managementunterstützung ("Hands-on Management"). Eine – in anderen Finanzdienstleistungsbereichen intensiv genutzte – Möglichkeit, die Kosten der Überwachung sowie der Auswahl von Deals zu senken, bieten Ratingverfahren. Der Einsatz von Ratingverfahren dürfte sich insbesondere bei Beteiligungsfinanzierungen mit vergleichsweise geringem Risiko – und damit entsprechend niedrigeren erwarteten Erträgen – anbieten, während die aktive Managementunterstützung v. a. in solchen Situationen angebracht erscheint, die durch hohe Unsicherheit und damit der Notwendigkeit, situationsabhängig eingreifen zu können, charakterisiert sind. Im Folgenden wird dargestellt, in welchem Ausmaß die befragten BGen im Zuge der Betreuung ihrer Portfoliounternehmen auf Hands-on Management und Ratingverfahren zurückgreifen.

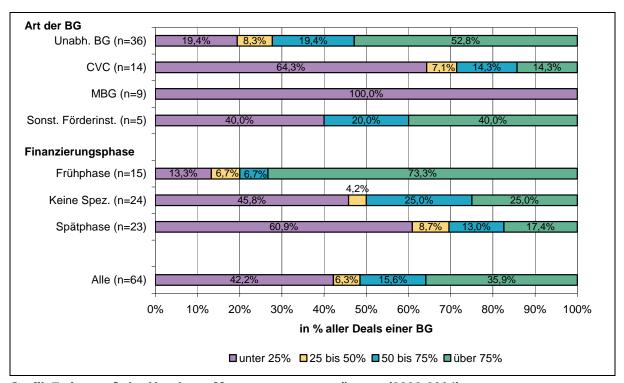
3.1 Aktive Managementunterstützung (Hands-on Management) durch BGen.

Die Erbringung von Unterstützungsleistungen unterscheidet Beteiligungskapital als "smart money" – über die höhere Risikoübernahmebereitschaft und die Expertise bei der Projekt-auswahl hinaus – von anderen Finanzierungsformen. In Verbindung mit aktiver Manage-

¹⁴ Vgl. K. Mark (2005), S. 112 ff.

mentunterstützung verlangen BGen häufig weit reichende Kontroll- und Entscheidungsrechte, um Einfluss auf die Unternehmensführung nehmen zu können. Im deutschen Beteiligungsmarkt kann in den vergangenen 15 Jahren analog zum Bedeutungszuwachs direkter Beteiligungen ein Anstieg der Mitsprache- und Entscheidungsrechte von BGen beobachtet werden.¹⁵

In Bezug auf das Ausmaß der aktiven Managementunterstützung zeigt Grafik 7, dass gut die Hälfte der Gesellschaften mehr als 50 % ihrer Engagements aktiv betreut. Über ein Drittel der Gesellschaften gibt sogar an, dass sie über 75 % ihrer Investments "Hands-on" betreuen.



Grafik 7: Ausmaß der Hands-on Managementunterstützung (2002-2004)

Die Unterscheidung nach den untersuchten Gruppen von BGen zeigt, dass sich die Betreuungsintensität – wie erwartet – v. a. danach unterscheidet, welche Finanzierungsphasen schwerpunktmäßig von den Gesellschaften bedient werden. So betreuen von den Frühphasenfinanzierern knapp drei Viertel auch mehr als 75 % ihrer Beteiligungen aktiv, während

¹⁵ Insbesondere direkte Beteiligungen geben dem Beteiligungsgeber Möglichkeiten, unabhängig von sonstigen Klauseln im Beteiligungsvertrag Einfluss auf die Geschäftsführung des Portfoliounternehmens zu nehmen. Die vorliegenden Daten bestätigen den Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der von einer BG geleisteten aktiven Managementunterstützung und den eingesetzten Finanzierungsinstrumenten. So betreuen knapp die Hälfte (47,6 %) der BGen (ohne MBGen), die über 70 % des von ihnen investierten Kapitals in Form offener Beteiligungen bereitstellen, über 75 % ihrer Portfoliounternehmen Hands-on, während dieser Anteil bei den BGen (ohne MBGen), die weniger als 70 % offene Beteiligungen einsetzen, nur knapp 29,6 % beträgt. Zum Bedeutungsanstieg der von BGen vertraglich festgeschriebenen Kontroll- und Entscheidungsrechte siehe V. Zimmermann et al., (2005), S. 72ff.

dieser Anteil bei den Spätphasenfinanzierern bei nur knapp über einem Sechstel der Gesellschaften liegt.

Dieser Befund ist wenig überraschend, da gerade in der Frühphase eine aktive Managementunterstützung durch Hands-on-Betreuung als wertschaffend angesehen wird, während die Bedeutung des "smart money" bei Spätphasenfinanzierungen abnimmt.¹⁶ Die zunehmende Managementunterstützung bei Frühphasenengagements in Verbindung mit höheren Anteilen direkter Beteiligung bestätigt die schon angesprochenen vertragstheoretischen Überlegungen, wonach umfassende Kontrollrechte der BGen, intensive Managementunterstützung und der Einsatz direkter Beteiligungen in komplementärer Beziehung zueinander stehen.

Aber auch zwischen verschiedenen Typen von BGen zeigen sich Unterschiede hinsichtlich des Ausmaßes aktiver Managementunterstützung. So sind es insbesondere die unabhängigen BGen, die überdurchschnittlich häufig Hands-on betreuen, während MBGen nie aktiv Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen nehmen. Letzterer Befund ist wenig überraschend, da der Kern des Geschäftsmodells der MBGen darin besteht, mittels typischer stiller Beteiligungen kleinteilige Spätphaseninvestments zu tätigen und so den Zielunternehmen eine Alternative zum Bankkredit zur Verfügung zu stellen. Auf den ersten Blick könnte es überraschend erscheinen, dass CVCs trotz ihrer Ausrichtung auf High-Tech-Unternehmen seltener aktiv Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen nehmen.¹⁷ Eine mögliche Erklärung könnte jedoch die angesprochene Strategie der Technologiebeobachtung industrieller CVCs sein. Hier entscheiden sich CVCs nur bei ausgewählten Portfoliounternehmen mit hohem Erfolgspotenzial und hohen erwarteten Spillovereffekten für den Mutterkonzern für ein höheres Betreuungsniveau.

Im Vergleich der beiden Erhebungszeiträume 1999 bis 2001 und 2002 bis 2004 deuten sich insbesondere zwischen den Frühphasen- und den Spätphasenspezialisten unterschiedliche Entwicklungen bezüglich der Betreuungsintensität an. So hat bei den Frühphasenfinanzierern der Anteil der Gesellschaften, die ihre Unternehmen Hands-on betreuen, ausgehend von einem bereits hohen Niveau, noch weiter zugenommen, während bei den Spätphasenfinanzierern dieser Anteil eher abnimmt: ¹⁸ Für den Zeitraum 1999 bis 2001 gaben 64,7 % und

¹⁷ Zur Ausrichtung der CVCs auf die Frühphase siehe den ersten Teil dieser Studie.

¹⁶ Vgl. C.H. Fingerle (2005), S. 3f.

¹⁸ Anders als in der Vorgängerstudie – in der gefragt wurde, ob die Gesellschaften bei den meisten Unternehmen aktiv Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen – wurden in der vorliegenden Studie die Gesellschaften nach dem Prozentsatz ihrer Investments gefragt, bei denen sie aktiv Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen. Um beide Studien vergleichen zu können, wurde die Antwort im Sinne

35 % der Frühphasen- bzw. Spätphasenspezialisten an, bei ihren Portfoliounternehmen aktiv Einfluss auf die Geschäftsführung zu nehmen. Im Zeitraum 2002 bis 2004 stiegen bzw. fielen diese Anteile auf 80 % bzw. 30,4 %. Zwar ist aufgrund der veränderten Fragestellung nicht mit letzter Sicherheit zu entscheiden, ob diese Beobachtung tatsächlich Ausdruck eines veränderten Verhaltens der Gesellschaften ist oder nur auf die Veränderungen im Fragebogen zurückzuführen ist. Nichtsdestotrotz kann man die unterschiedliche Entwicklung des Anteils Hands-on betreuter Portfoliounternehmen in beiden Gruppen als Ausdruck der zunehmenden Spezialisierung der BGen interpretieren. So ließe sich der Rückgang des Hands-on Managements bei den BGen mit Spätphasenfokus beispielsweise auf die Erfahrung zurückführen, dass eine zu starke Managementeinflussnahme bei etablierten Unternehmen negativ wirken kann, wenn zu stark in gewachsene und intakte Managementstrukturen eingegriffen wird. Unterstützungsleistungen von BGen für diese etablierten Portfoliounternehmen würden dann eher in der Vermittlung von Netzwerkkontakten bestehen.

Durch die aktive Einflussnahme auf die Geschäftsführung bei seinen Portfoliounternehmen versucht eine BG, bei diesen eine höhere Wertsteigerung zu erzielen und die Überlebenswahrscheinlichkeit der Portfoliounternehmen zu erhöhen. Hier kann allerdings ein gewisser Zielkonflikt bestehen, da eine auf eine höhere Wertsteigerung abzielende Managementeinflussnahme i. d. R. das Eingehen größerer unternehmerischer Risiken impliziert. Vergleichbar zu den Überlegungen zum Zusammenhang zwischen Ausfallrisiko und Finanzierungsstrategie ist deshalb aus theoretischer Sicht nicht ganz klar, ob ein größeres Ausmaß an Hands-on Unterstützung höhere oder niedrigere Ausfallquoten zur Folge haben sollte. Dies gilt insbesondere auch deshalb, da gerade bei Portfoliounternehmen mit Managementproblemen der Bedarf für Hands-on Managementunterstützung überproportional groß ist und gerade diese Unternehmen überdurchschnittlich häufig scheitern. Die vorliegenden Daten zeigen somit auch keinen eindeutigen Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der aktiven Managementunterstützung und der Ausfallquote.

3.2 Nutzung von Ratingverfahren durch BGen.

Ratingverfahren werden insbesondere im Kreditvergabeprozess genutzt, um anhand standardisierter (Bilanz-)Daten die Bonität des Kreditnehmers und damit letztlich die Ausfallwahrscheinlichkeit zu ermitteln sowie um im Verlauf der Kreditbeziehung die Entwicklung des Kreditnehmers zu überwachen. In Deutschland werden Ratingverfahren traditionell auch von BGen in nicht unerheblichem Maße zur Dealselektion und zum Monitoring ihrer Portfoliogesellschaften genutzt, während sie z. B. in Großbritannien kaum eine Rolle im Beteiligungs-

markt spielen.¹⁹ Diese Besonderheit des deutschen Marktes dürfte ihre Ursache nicht zuletzt darin haben, dass der Beteiligungsmarkt hierzulande lange Zeit von Banken dominiert wurde und diese offenbar auch in der Beteiligungsfinanzierung auf die ihnen aus dem Kreditgeschäft vertrauten Instrumente setzten.²⁰

Grafik 8 zeigt das Ausmaß der Nutzung von Ratingverfahren durch die befragten BGen für die beiden Befragungszeiträume 1999 bis 2001 und 2002 bis 2004. Die Grafik unterstützt die eingangs geäußerte Vermutung, dass sich der Einsatz von Ratingverfahren insbesondere in vergleichsweise wenig riskanten, fremdkapitalnahen Marktsegmenten anbietet. So nutzen die MBGen das Instrument des Ratings deutlich häufiger als die anderen Beteiligungsgebertypen. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass sich in dem von den MBGen v. a. bedienten Marktsegment der kleinteiligen Spätphaseninvestments ein standardisiertes Instrument gut einsetzen lässt, da die Zielunternehmen der MBGen zwar ein für Beteiligungsfinanzierungen niedriges Wachstumspotential aber auch ein vergleichsweise niedriges Risiko aufweisen.

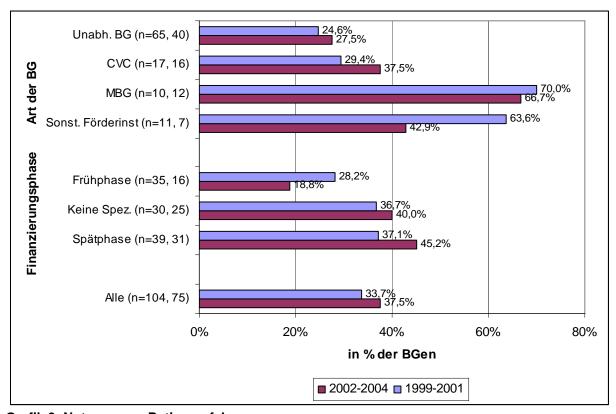
Auch zeigt sich, dass die Bedeutung von Ratinginstrumenten von der Früh- zur Spätphase kräftig zunimmt. Dies ist wenig überraschend, da in der Frühphase die für die Erstellung aussagekräftiger Ratings notwendigen vergangenheitsorientierten Bilanzdaten nur selten vorliegen bzw. diese nur wenig informativ sind, während die längere Unternehmenshistorie der Zielunternehmen in der Spätphase die Nutzung von Ratingverfahren sinnvoll macht. Die Bedeutung vergangenheitsorientierter Bilanzdaten für die Nutzung von Ratingverfahren wird dadurch unterstrichen, dass Jahresabschlüsse für jene BGen, die angeben ein Ratinginstrument zu nutzen, eine der wichtigsten Informationsquellen für die Due Diligence darstellen. Für die BGen, die nicht auf Ratingverfahren zurückgreifen, spielen die Jahresabschlüsse dagegen eine vernachlässigbare Rolle.²¹ Interessant sind in diesem Zusammenhang die Angaben der befragten BGen zu den Einsatzfeldern des Ratings. So nutzen Spätphasengesellschaften Ratingverfahren sowohl im Rahmen der Due Diligence zur Dealauswahl als auch zum Monitoring ihrer Portfoliounternehmen nach erfolgter Investition. Frühphasenspezialis-

¹⁹ So nutzten im Zeitraum 1999 bis 2001 nur knapp 11 % der im Rahmen der Vorgängerstudie befragten britischen BGen ein Ratinginstrument, während in Deutschland gut ein Drittel der BGen mit Ratingverfahren arbeitete. Vgl. J. Schumacher und V. Zimmermann (2004), S. 29.

²⁰ Zur Bedeutung der Banken im Entwicklungsprozess des deutschen Beteiligungskapitalmarktes siehe beispielsweise R. Becker und T. Hellmann (2003).

²¹ Bei den BGen, die angeben, ein Ratingverfahren zu verwenden, sind Jahresabschlüsse nach Informationen zum Unternehmer bzw. Team, Planzahlen und den vorhandenen Produkten die viertwichtigste Informationsquelle. Bei den BGen, die das Instrument Rating nicht nutzen, werden Jahresabschlüsse dagegen erst an sechster Stelle genannt. Zu den im Rahmen der Due Diligence herangezogenen Informationen siehe den ersten Teil des Artikels in diesem Heft.

ten dagegen nutzen das Instrument des Ratings, wenn sie es denn einsetzen, lediglich zum Monitoring.



Grafik 8: Nutzung von Ratingverfahren

Im Vergleich zur Situation vor einigen Jahren zeigt sich, dass sich die Nutzung von Ratingverfahren durch BGen in Deutschland im Durchschnitt leicht erhöht hat. Der leichte Bedeutungszuwachs der Ratinginstrumente dürfte einerseits ein Nebeneffekt der kräftigen Verschiebung der Marktaktivität von der Früh- zur Spätphase nach dem Ende des New-Economy-Booms sein. Dies steht im Einlang mit dem starken Bedeutungsverlust von Ratingverfahren bei den sonstigen Förderinstitutionen, da diese ihre Investitionstätigkeit in den Jahren 2002 bis 2004 entgegen der Gesamtmarktentwicklung stärker auf die Frühphase ausgerichtet haben. Andererseits deuten die Bedeutungsverschiebungen beim Rating zwischen den einzelnen Typen von BGen auch auf einen Spezialisierungsprozess bei den Marktteilnehmern hin. So ist der Anteil der Ratinganwender bei den Frühphasengesellschaften um ein Drittel zurückgegangen, während er bei den Spätphasenfinanzierern um über 20 % gestiegen ist.

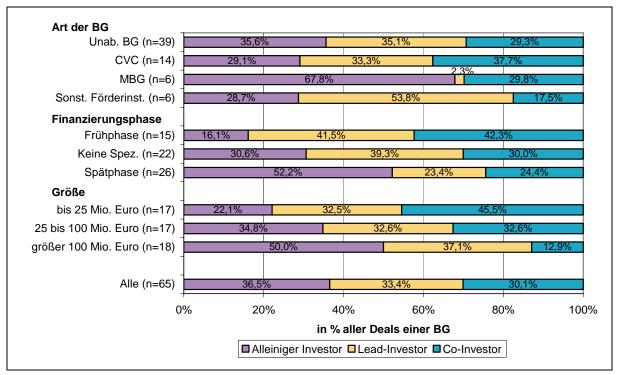
Hinsichtlich der Betreuung der Portfoliounternehmen lässt sich als Zwischenfazit festhalten, dass die Gesellschaften in der Marktkonsolidierungsphase in stärkerem Maße die Instrumente und Betreuungsintensitäten eingesetzt haben, die für das von ihnen bediente Marktsegment aus theoretischer Sicht besonders geeignet sind. So hat sich – ausgehend von einem bereits überdurchschnittlichen Niveau – bei den Frühphasenspezialisten der Anteil der

Hands-on betreuten Portfoliounternehmen weiter erhöht, während BGen mit Spätphasenfokus diesen tendenziell reduziert haben. Analog zeigt sich beim Einsatz von Ratinginstrumenten eine Bedeutungszunahme bei den Spätphasenspezialisten und ein Bedeutungsverlust bei den Frühphasengesellschaften. Diese Entwicklungen sind Ausdruck der zunehmenden Spezialisierung der Marktteilnehmer auf die von ihnen bedienten Marktsegmente.

4. Syndizierungen.

Eine Syndizierung liegt vor, wenn sich mehrere Beteiligungsgeber gemeinsam an einem Unternehmen beteiligen. Syndizierungen haben in den vergangenen Jahren auf dem deutschen Beteiligungsmarkt stark an Bedeutung gewonnen. So zeigt eine repräsentative Untersuchung der Beteiligungsverträge von Unternehmen, die von der KfW Beteiligungskapital erhalten haben, dass der Syndizierungsgrad von rund 15 % in der ersten Hälfte der 90er Jahre auf knapp 60 % in den Jahren 2001 bis 2003 angestiegen ist.²² Die vorliegenden Befragungsdaten deuten darauf hin, dass syndizierte Investments seitdem nochmals leicht zugenommen haben. So zeigt Grafik 9, dass im Zeitraum 2002 bis 2004 durchschnittlich gut 63 % der Investments der befragten BGen gemeinsam mit anderen Investoren durchgeführt wurden. Insbesondere Frühphasengesellschaften syndizieren mit 84 % der Deals sehr häufig, während unter den Spätphasenfinanzierern der Anteil der syndizierten Investments im Durchschnitt über die Gesellschaften weniger als die Hälfte der Engagements beträgt. Auch die Tatsache, dass die MBGen ein vom typischen Beteiligungsgeschäft abweichendes Geschäftsmodell haben, kann erneut bestätigt werden - MBGen führen über zwei Drittel ihrer Deals ohne Partner durch. Weiterhin zeigt sich, dass der Syndizierungsgrad mit der Fondsgröße abnimmt, dafür große BGen häufiger als Lead-Investoren auftreten. Lead-Investoren sind darüber hinaus tendenziell jene BGen, die schon lange am Markt aktiv sind und somit über mehr Erfahrung verfügen. So syndizieren BGen mit über 10 Jahren Marktaktivität zwar nur knapp 55 % ihrer Deals, treten dabei aber in zwei Drittel der Fälle als Lead-Investoren auf. BGen, die erst seit 5 Jahren (bzw. 5 bis 10 Jahren) am Markt aktiv sind, syndizieren zwar knapp 68 % bzw. 74 % ihrer Investments, sind dabei aber nur in 43 % bzw. 54 % Lead-Investor.

²² Vgl. V. Zimmermann et al. (2005), S. 83.



Grafik 9: Syndizierungsverhalten (2002-2004)

Aus theoretischer Sicht können gemeinsam durchgeführte Investments den Syndizierungspartnern eine Reihe von Vorteilen bieten, die den Bedeutungsanstieg syndizierter Finanzierungen erklären können. Diese Syndizierungsgründe werden in der Literatur i. d. R. in finanzwirtschaftliche (z. B. Diversifikationseffekte) und ressourcenbasierte (z. B. bessere Dealselektion) unterschieden.²³ Im Folgenden werden die wichtigsten Motive für syndizierte Finanzierungen kurz dargestellt und soweit anhand der vorliegenden Daten möglich, auf ihre Gültigkeit überprüft.²⁴

4.1 Finanzwirtschaftliche Syndizierungsmotive.

Aus rein finanzwirtschaftlicher Sicht bieten Syndizierungen den Vorteil, dass sie es einer BG aufgrund des geringeren Finanzierungsvolumens jedes einzelnen Syndizierungspartners ermöglichen, sich bei gegebenem Fondsvolumen an einer größeren Anzahl Portfoliounternehmen zu beteiligen und so einen höheren Diversifikationsgrad zu erreichen. Unter der realistischen Annahme nicht perfekt korrelierter Risiken der Portfoliounternehmen kann eine BG durch Syndizierungen eine günstigere Rendite-Risikoposition erreichen. Ein Hinweis darauf,

²³ Vgl. beispielsweise C. Hopp und F. Rieder, 2006, S. 100 oder A. Lockett und M. Wright (2001), S. 367 ff. Es gibt jedoch auch Gründe für eine Syndizierung wie z. B. die sog. Window Dressing Strategie, die sich weder ausschließlich mit finanzwirtschaftlichen noch mit ressourcenbasierten Gründen erklären lassen. Vgl. E. Nathusius, (2005), S. 79. Da es sich beim Window Dressing jedoch um einen Nebeneffekt der mit dem ressourcenbasierten Ansatz erklärbaren Reputationsübertragung handelt, wird hier der klassischen Unterscheidung gefolgt.

²⁴ Für einen ausführlicheren Überblick über die Syndizierungsgründe aus Sicht des Beteiligungsgebers und aus Sicht des Beteiligungsnehmers siehe E. Nathusius (2005), S. 75 ff.

dass Syndizierungen dazu genutzt werden, einen höheren Diversifikationsgrad zu erreichen, liefert die Tatsache, dass der Syndizierungsgrad monoton mit der Fondsgröße abnimmt. Ein weiteres Indiz dafür, dass Syndizierungen in der Tat zur Erhöhung der Portfoliodiversifikation eingesetzt werden, kann darin gesehen werden, dass die Portfoliogröße mit dem Syndizierungsgrad tendenziell zunimmt, wenn für Investitionsvolumen, Finanzierungsphasenfokus und Art der BG kontrolliert wird. Dieser Zusammenhang ist allerdings in multivariaten Untersuchungen nicht signifikant und gilt darüber hinaus nur, wenn man die MBGen unberücksichtigt lässt, da diese aufgrund ihres speziellen Geschäftsmodells vergleichsweise große Portfolien aufweisen, aber nur in unterdurchschnittlichem Maße syndizieren.

Eng zusammenhängend mit dem finanzwirtschaftlich begründeten Diversifikationseffekt ist die Tatsache, dass sich BGen bei der Auswahl ihrer Portfoliounternehmen oft volumenmäßigen Restriktionen hinsichtlich der maximalen Beteiligungssumme an einem Unternehmen gegenübersehen – beispielsweise 10 bis 15 % des Fondsvolumens. Insbesondere in kapitalintensiven Branchen wie z. B. der Biotechnologie können volumenmäßige Restriktionen dafür sorgen, dass viele potenzielle Zielunternehmen für kleinere BGen zu groß sind. Durch eine Syndizierung wird die Beteiligung an einem solchen eigentlich "zu großen" Portfoliounternehmen dennoch möglich.

An dieser Stelle sollte darauf hingewiesen werden, dass die finanzwirtschaftlichen Syndizierungsgründe zu erheblichen Teilen darauf zurückzuführen sind, dass BGen i. d. R. geschlossene Fonds mit einem für die Fondslaufzeit (typischerweise 5 bis maximal 10 Jahre) gegebenem Fondsvolumen auflegen.²⁵ Wäre das Fondsvolumen nicht fix vorgegeben, so könnten BGen statt syndizierte Investments einzugehen bei Bedarf das Fondsvolumen erhöhen, um den Diversifizierungsgrad zu erhöhen oder volumenmäßige Restriktionen zu überwinden.

4.2 Syndizierung zur Nutzung komplementärer Ressourcen.

Bei der soeben angesprochenen Erweiterung des Kreises der potenziellen Zielunternehmen durch Syndizierung handelt es sich schon nicht mehr um einen rein finanzwirtschaftlichen Grund, sondern um die Kombination der Ressourcen – hier Investitionskapital – der Syndi-

_

Neben den geschlossenen Fonds legen BGen auch sog. Evergreenfonds auf, deren Laufzeit unbegrenzt ist und bei denen das Fundraising laufend erfolgt. Im Zeitraum 1999 bis 2005 flossen 24 % der von deutschen BGen eingeworbenen Mittel in solche Evergreenfonds. Vgl. BVK Jahresstatistiken 1999 bis 2005. Die Vorteile geschlossener Fonds werden häufig auf Anreizeffekte im Zusammenhang mit asymmetrischer Information und Vertragsunvollständigkeiten zurückgeführt. Durch die Wahl eines geschlossenen, zeitlich befristeten Fonds setzt sich eine BG erheblichen Restriktionen im Hinblick auf ihre finanziellen Dispositionsspielräume und damit letztlich hohem Performancedruck aus, will sie nach Ende der Laufzeit erfolgreich neue Mittel einwerben. Durch geschlossene Fonds kann sie daher gegenüber (potenziellen) Financiers eine besonders hohe Zuversicht im Hinblick auf die eigenen Managementkompetenzen und den ihr zur Verfügung stehenden Dealflow signalisieren.

zierungspartner. Damit sind die ressourcenbasierten Gründe für Syndizierungen angesprochen, derer sich fünf identifizieren lassen.²⁶

Reputationsübertragung als Syndizierungsmotiv?

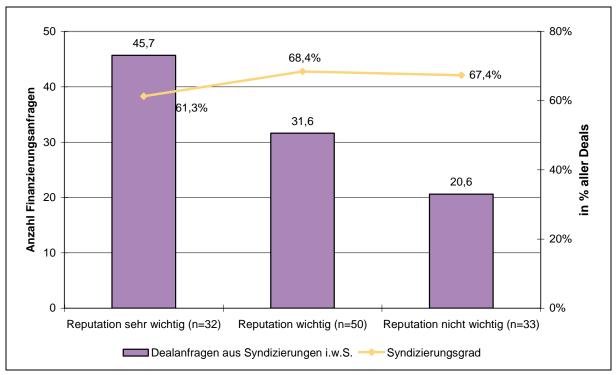
Erstens gibt es die Möglichkeit der Reputationsübertragung von einem Syndizierungspartner auf die anderen syndizierenden BGen durch positive Spillover-Effekte der Ressource Reputation. Der Reputationsaufbau durch Spillovers kann im Zuge der Investitionstätigkeit auf potenzielle Zielunternehmen und im Hinblick auf das Fundraising auf mögliche Fondsinvestoren abzielen.²⁷ Das Syndizierungsmotiv der Reputationsübertragung dürfte v. a. für BGen mit geringer Reputation relevant sein. Es ist deshalb zu erwarten, dass BGen, die für sich eine hohe Reputation als Wettbewerbsvorteil reklamieren, überdurchschnittlich häufig als Syndizierungspartner gewählt werden. Die vorliegenden Daten lassen sich als Evidenz für diese Vermutung interpretieren. So gehen bei den BGen (ohne MBGen), bei denen laut eigener Einschätzung die eigene Reputation eine hohe Bedeutung für ihre Dealakquise hat, deutlich mehr Finanzierungsanfragen aus Syndizierungsangeboten ein als bei jenen BGen, die ihre Reputation als weniger wichtig für ihren Dealflow ansehen. Grafik 10 zeigt, dass bei den BGen, die angeben, dass Reputation sehr wichtig für ihre Dealakquise ist, im Jahr 2004 mehr als doppelt so viele Finanzierungsanfragen aus Syndizierungen im weiteren Sinne – d. h. direkte Syndizierungsangebote sowie von anderen BGen und Business Angels weitergeleitete Finanzierungsanfragen – eingehen als bei den BGen, die Reputation als weniger wichtig für ihren Dealflow ansehen.²⁸

_

²⁶ Die ressourcenbasierten Gründe für die Syndizierung beruhen auf der Betrachtung des Unternehmens – hier einer BG – als Bündel unterschiedlicher Ressourcen. BGen unterscheiden sich dieser Ressourcenperspektive zufolge durch die Verschiedenartigkeit ihrer Ressourcenausstattung. Vgl. zur Ressourcenperspektive in Bezug auf BGen W.D. Bygrave, 1987.

²⁷ Da es sich bei den von einer BG im Rahmen einer Beteiligungsfinanzierung erbrachten Unterstützungsleistungen um eine Dienstleistung handelt, deren Qualität der Beteiligungsnehmer im Vorfeld der Leistungserbringung schlechter einschätzen kann als die BG, kann eine durch eine erfolgreiche vergangene Geschäftstätigkeit begründete gute Reputation einer BG als Signal für hohe Qualität fungieren und die BG dadurch für potenzielle Zielunternehmen attraktiver machen. Vgl. E. Nathusius (2005), S. 83 f. Hinweise darauf, dass die Reputationsübertragung im Rahmen von syndizierten Beteiligungsfinanzierungen funktionieren kann, liefern empirische Ergebnisse aus dem Bankensektor. Vgl. M. B. Houston (2003), S. 330 ff. Ähnlich fungiert Reputation als wichtiges Qualitätssignal gegenüber möglichen Fondsinvestoren und erleichtert dadurch das Einwerben von Kapital.

²⁸ Für die Abgrenzung der BGen, die Reputation als "sehr wichtige" Eigenschaft ihrer Gesellschaft für die Dealakquisition ansehen, von jenen, die Reputation lediglich als "wichtig" betrachten, wurde 2 als Schwellenwert gewählt. D. h. in erster Gruppe sind alle BGen, die bei beiden Eigenschaften auf einer Skala von 1 (sehr wichtig) bis 6 (unwichtig) eine 1 angeben haben. In der Gruppe, die Reputation als "wichtig" einstuft, wurde 3 als Schwellenwert gewählt, so dass in dieser Gruppe alle BGen enthalten sind, die für Reputation eine 1 oder 2 angeben haben. Alle BGen, die einen Wert von 2 oder schlechter angegeben haben, sind in der Gruppe "Reputation nicht wichtig" zusammengefasst. Zur Dealflowgenerierung und den Wettbewerbsvorteilen bei der Dealakquisition siehe den ersten Teil dieses Artikels in diesem Heft.



Grafik 10: Reputation und Syndizierung

Für BGen mit hoher Reputation gibt es allerdings nur dann einen Grund zu syndizieren, wenn im Gegenzug für ihre Reputationsbereitstellung von ihrem/n Syndizierungspartner/n eine für sie wertvolle Kompetenz – d. h. komplementäre Ressourcen (z. B. technisches Verständnis) – eingebracht wird. Deshalb ist a priori nicht klar, ob BGen mit hoher Reputation im Durchschnitt einen höheren Syndizierungsgrad aufweisen sollten oder nicht. So zeigt denn auch Grafik 10, dass zwischen der Bedeutung des Wettbewerbsfaktors Reputation und dem Syndizierungsgrad kein eindeutiger Zusammenhang besteht, wenngleich BGen mit sehr hoher Reputation tendenziell öfter ohne Partner investieren.

Syndizierung zur Erhöhung des Dealflows?

Eine hohe Reputation hat – wie gerade gezeigt – zur Folge, dass einer BG mehr Syndizierungen angeboten werden. Dies sorgt ceteris paribus für eine höhere Anzahl insgesamt eingehender Finanzierungsanfragen. Unabhängig von der Reputation einer BG können Syndizierungen somit als Instrument zur Erhöhung des Dealflows eingesetzt werden. Im Sinne von sog. "gift exchanges"²⁹ sorgt die Einladung eines anderen Beteiligungsgebers zur gemeinsamen Beteiligung an einem attraktiven Zielunternehmen aus Sicht einer BG dafür, dass die zur Syndizierung eingeladene BG in Zukunft attraktive Deals ebenfalls weiterleitet. Hinweise für die Gültigkeit dieser Hypothese liefert eine Studie von Piskorski, in der gezeigt werden kann, dass die Weiterleitung von Finanzierungsanfragen in der Vergangenheit für eine BG

²⁹ Zum Konzept des gift exchange siehe grundlegend G. A. Akerlof (1982).

die Wahrscheinlichkeit erhöht, in Zukunft ebenfalls zu Syndizierungen eingeladen zu werden.³⁰ Die vorliegenden Daten deuten ebenfalls auf einen positiven Zusammenhang zwischen Dealflow und dem Syndizierungsausmaß hin. So wiesen die BGen (ohne MBGen), die in den Jahren 2002 bis 2004 mindestens 70 % ihrer Deals in Form von Syndizierungen durchführten, im Jahr 2004 mit 279 Finanzierungsanfragen einen höheren Dealflow auf als die BGen (226) mit einem Syndizierungsgrad von unter 70 %. Tiefer gehende multivariate Untersuchungen zeigen allerdings, dass lediglich das Auftreten als Leadinvestor einen signifikant positiven Einfluss auf den Dealflow hat, wenn für Größe und Art der BGen kontrolliert wird.³¹ Dies lässt sich dahingehend interpretieren, dass mit gift exchange nur dann ein erhöhter Dealflow einhergeht, wenn eine BG hinreichend oft als Leadinvestor auftritt und somit anderen BGen Syndizierungsteilnahmen anbieten kann.

Bessere Dealselektion durch Syndizierungen?

Ein der Literatur zufolge sehr wichtiger Grund für Syndizierungen ist die auf die wechselseitige Unterstützung bei der Due Diligence bzw. die Vorselektion durch einen Syndizierungspartner zurückzuführende bessere Dealauswahl bei syndizierten Investments. Dieser sog. (Deal-)Selektionshypothese liegt die Überlegung zugrunde, dass die Syndizierungspartner komplementäre Kenntnisse haben, die in die Beteiligungswürdigkeitsprüfung einfließen.³² Diese komplementären Kenntnisse wie z. B. technologisches Know-how und spezielle Branchenkenntnisse stellen die von den Syndizierungspartnern eingebrachte Ressource dar. Mögliche Hinweise auf die Gültigkeit der (Deal-)Selektionshypothese liefert Grafik 11, die zeigt, dass bei den BGen (ohne MBGen) mit hohem Syndizierungsgrad (über 70 %) mit 7,1 % aller Finanzierungsanfragen beinahe nur halb so viele Deals in die Due Diligence gelangen wie bei jenen mit niedrigem Syndizierungsgrad (unter 70 %) mit 13,7 %. Syndizierung sorgt somit dafür, dass eine deutlich strengere Vorauswahl stattfindet.³³

Allerdings zeigt Grafik 11 auch, dass die BGen mit hohem Syndizierungsgrad im Rahmen der Due Diligence weniger stark selektieren als ihre Pendants mit niedrigerem Syndizierungsgrad. So scheitert bei erster Gruppe in der Due Diligence mit knapp 48 % der näher

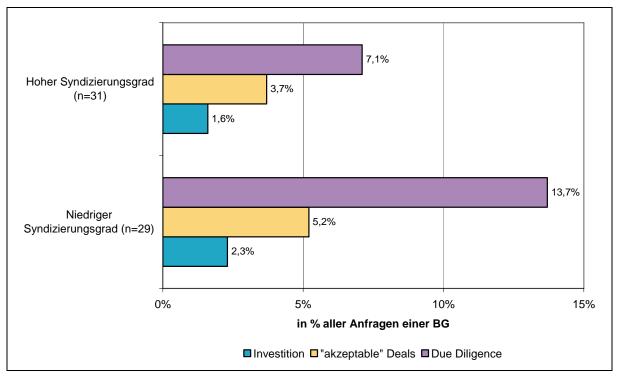
³¹ Regressiert man die eingehenden Finanzierungsanfragen auf die Anteile der Investitionen, die eine BG als Lead- bzw. Coinvestor durchgeführt hat und kontrolliert für Größe und Art der BGen, so ist lediglich der Anteil der als Leadinvestor durchgeführten Deals (an allen Deals) signifikant positiv (10 %-Signifikanzniveau), während der Anteil der als Coinvestor durchgeführten Deals zwar positiv, aber nicht signifikant ist.

³⁰ Vgl. M.J. Piskorski (2000), S. 33ff.

³² Zur (Deal-)Selektionshypothese siehe J. Lerner, 1994 und A. Lockett und M. Wright, 2001, S. 378.

³³ Auch multivariate Untersuchungen zeigen, dass zwischen dem Syndizierungsgrad und einer starken Vorselektion ein positiver Zusammenhang besteht, wenn für Größe, Art und Finanzierungsphasenfokus kontrolliert wird.

geprüften Deals ein deutlich geringerer Anteil als bei jenen BGen mit niedrigem Syndizierungsgrad (rund 62 %).



Grafik 11: Syndizierungsgrad und Dealselektion

Dieser der (Deal-)Selektionshypothese widersprechende Befund könnte auf einen von Syndizierungen ausgehenden Fehlanreiz zurückzuführen sein, sich als Trittbrettfahrer zu verhalten. Für jede an der Syndizierung beteiligte BG kann es rational sein, auf eine sorgfältige Due Diligence zu verzichten und sich darauf zu verlassen, dass die anderen Syndizierungspartner diese durchführen, um so Kosten zu sparen. Handeln alle Syndizierungspartner so, kann es sein, dass die Due Diligence insgesamt zu wenig streng ausfällt. Die vorliegenden Daten lassen allerdings vermuten, dass dieses Problem nicht allzu stark ausgeprägt ist, sondern die geringere Scheiternsquote in der Due Diligence bei Syndizierungen v. a. auf eine deutlich stärkere Vorselektion zurückzuführen ist. Schließlich stufen BGen mit hohem Syndizierungsgrad nur 3,7 % der Finanzierungsanfragen als "akzeptable" Deals ein, während jene mit niedrigem Syndizierungsgrad in 5,2 % der bei ihnen eingehenden Dealanfragen investieren würde, wenn eine Einigung über die Konditionen gefunden werden kann.³⁴

Effizienteres Beteiligungsmanagement durch Syndizierungen?

Während die komplementären Ressourcen bei der (Deal-)Selektionshypothese vor der Investition eine Rolle spielen und so zu einer besseren Investitionsentscheidung führen, sind

³⁴ 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.

sie der sog. Value-Added Hypothese zufolge nach erfolgter Investition wirksam.³⁵ Vor dem Hintergrund, dass Beteiligungskapital aufgrund der mit einer Beteiligungsfinanzierung oftmals einhergehenden aktiven Managementunterstützung mehr ist als nur Investitionskapital, betont die Value-Added Hypothese, dass komplementäre Fähigkeiten der Syndizierungspartner zu einer besseren Entwicklung des Portfoliounternehmens nach erfolgter (syndizierter) Investition führen. 36 Es ist beispielsweise zu erwarten, dass gemeinsame Investments den Betreuungsaufwand pro Portfoliounternehmen bei den Syndizierungspartnern reduzieren, da die Betreuung der Unternehmen arbeitsteilig erfolgt und damit Spezialisierungsvorteile realisiert werden können. Die vorliegenden Daten geben in der Tat Hinweise darauf, dass mit zunehmendem Syndizierungsgrad die Betreuungsrelation (Portfoliounternehmen je Investmentmanager) aus Sicht der BGen günstiger und damit effizienter wird. Diese mit dem Syndizierungsgrad abnehmende Betreuungsintensität gilt dabei in mulitivariaten Untersuchungen unabhängig von Art, Größe und Finanzierungsphasenfokus und ist hochsignifikant. So steigt die durchschnittliche Anzahl der Portfoliounternehmen pro Investmentmanager von 2,1 bei den BGen (ohne MBGen) mit niedrigem Syndizierungsgrad (unter 30 %) auf 3,2 bei den BGen mit hohem Syndizierungsgrad (über 70 %).37

Allerdings deuten die uns vorliegenden Daten auch auf einen positiven Zusammenhang zwischen dem Syndizierungsgrad und der Ausfallquote einer BG hin. So zeigt Grafik 12, dass BGen mit hohem Syndizierungsgrad (über 70 %) zumindest im Jahr 2004 deutlich häufiger hohe Ausfallquoten von über 25 % des Portfoliovolumens und deutlich seltener niedrige Ausfallquoten (bis zu 10 % des Portfoliovolumens) aufwiesen als die BGen mit niedrigerem Syndizierungsgrad.³⁸

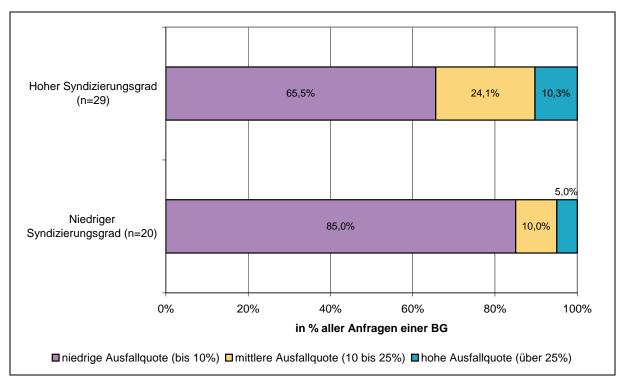
-

³⁵ Zur Value-Added Hypothese siehe insbesondere J. A. Brander et al. (2002) und W. D. Bygrave (1987).

³⁶ So zeigen J.A. Brander et al. (2002), S. 450, dass syndizierte Investments im VC-Bereich aufgrund der mit Syndizierungen einhergehenden besseren Managementunterstützung höhere Renditen aufweisen als Soloinvestments.

³⁷ Die geringe Anzahl der Portfoliounternehmen pro Investmentmanager lässt sich damit erklären, dass in der Befragung nicht zwischen Senior- und Junior-Investmentmanagern unterschieden wird. Unsere Daten zeigen, dass einige der (Junior-)Investmentmanager keine Unternehmen verwalten und dies den Durchschnitt reduziert.

³⁸ Dies gilt auch nach Kontrolle für Fondsgröße, Art der BG und Anteil der Frühphaseninvestments.



Grafik 12: Syndizierungsgrad und Ausfallquoten

Auch dieses Ergebnis könnte auf einen durch die Syndizierung ausgelösten Fehlanreiz hindeuten, sich als Trittbrettfahrer zu verhalten.³⁹ Es kann jedoch vermutet werden, dass das Ergebnis einer durchschnittlich höheren Ausfallquote bei den BGen mit hohem Syndizierungsgrad auch dadurch getrieben ist, dass Syndizierungen insbesondere dann eingesetzt werden, wenn das Risiko – und damit tendenziell die erwartete Rendite – überdurchschnittlich hoch ist.⁴⁰

Verbesserung der Exitmöglichkeiten durch Syndizierungen?

Beim letzten hier diskutierten Syndizierungsgrund handelt es sich um die Hypothese, dass die Syndizierung von Investments die Exitmöglichkeiten verbessert.⁴¹ Insbesondere wird vermutet, dass durch die Einbindung einer BG mit guten Kontakten zu Emissionshäusern in das Syndikat der als sehr attraktiv geltende Exitkanal Börse überdurchschnittlich häufig beschritten werden kann. Auch die vorliegenden Daten geben Hinweise darauf, dass mit zunehmendem Syndizierungsgrad der Anteil der IPOs (Initial Public Offerings, Aktienerstemissionen) an den erfolgreich durchgeführten Exits steigt. Die Fallzahlen bei den Börsengängen sind allerdings so gering, dass sich über das quantitative Ausmaß dieses Zusammenhangs keine

³⁹ So zeigen z. B. Kaplan und Strömberg, dass zwischen der Syndizierungsgröße und der Intensität des Monitorings der syndizierenden BGen ein negativer Zusammenhang besteht. Vgl. S. Kaplan und P. Strömberg (2004).

⁴⁰ So zeigen beispielsweise Filatotchev et al. (2006), S. 342 ff. für Großbritannien, dass es sich bei Syndizierungen überdurchschnittlich häufig um riskante Engagements handelt.

⁴¹ Zum Folgenden siehe E. Nathusius (2005), S. 102f.

gesicherten Aussagen machen lassen. Da zwischen anderen Exitkanälen und dem Syndizierungsgrad ebenfalls kein systematischer Zusammenhang erkennbar ist, ist die Evidenz für eine Verbesserung der Exitmöglichkeiten durch Syndizierungen somit allenfalls schwach. Es sollte jedoch berücksichtigt werden, dass dies zumindest teilweise auch darauf zurückzuführen sein dürfte, dass für die vorliegende Untersuchung nur Exitdaten für das Jahr 2004 vorliegen und dies ein vergleichsweise schwaches Exitjahr war.⁴²

Insgesamt lässt sich zu den Syndizierungsgründen als Zwischenfazit festhalten, dass die vorliegenden Daten darauf hindeuten, dass syndizierte Investitionen in erster Linie zur Nutzung komplementärer Ressourcen und nur in begrenztem Maße zur Erreichung eines höheren Diversifizierungsgrades eingesetzt werden. Die Nutzung komplementärer Ressourcen scheint dabei insbesondere dazu beizutragen, dass sich syndizierende BGen einem höheren Dealflow gegenübersehen, dass die bei ihnen eingehenden Finanzierungsanfragen stärker vorselektiert sind (und damit die Due Diligence weniger aufwändig ist) und dass sie günstigere Betreuungsrelationen (Portfoliounternehmen pro Manager) haben. Allerdings gibt es auch Hinweise darauf, dass gemeinsame Investments bei den Syndizierungspartnern den Fehlanreiz auslösen, sich als Trittbrettfahrer zu verhalten.

5. Zusammenfassung und Fazit.

Auf Basis zweier aufeinander aufbauender Befragungen der in Deutschland aktiven Beteiligungsgesellschaften (BGen) wurden im vorliegenden Artikel die Spezialisierungstendenzen in der Gestaltung der Finanzierungsstruktur und der Betreuung der Portfoliounternehmen untersucht sowie das Syndizierungsverhalten und die Gründe für die Syndizierung analysiert.

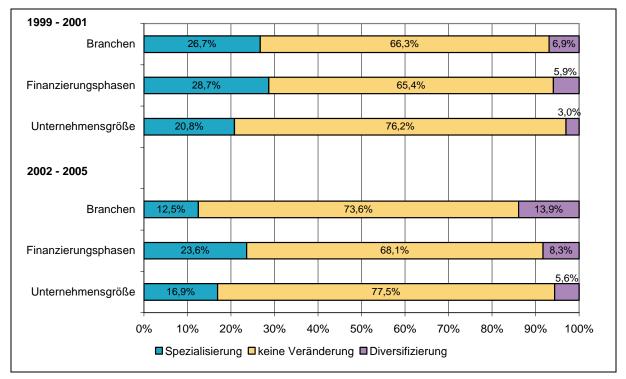
Dabei zeigt sich sowohl hinsichtlich der eingesetzten Finanzierungsinstrumente als auch hinsichtlich der von den BGen gewählten Unterstützungsleistungen und Analyseinstrumente, dass sich die Marktteilnehmer in der Marktkonsolidierungsphase der Jahre 2002 bis 2004 im Vergleich zur vorangegangen Boomphase weiter spezialisiert haben und zunehmend auch vertragstheoretische Überlegungen in ihre Entscheidungen einfließen lassen. So haben die BGen mit Frühphasenfokus den Anteil der – für die Finanzierung risikoreicher und damit auch renditeträchtiger Portfoliounternehmen besser geeigneten – direkten Beteiligungen ausgehend von einem hohen Niveau weiter ausgebaut. Darüber hinaus setzen sie inzwischen deutlich häufiger Wandelanleihen ein, die es ihnen durch ihren optionalen Charakter

⁴² Laut BVK Statistik gab es 2004 nur ein originäres IPO und 14 Anteilsveräußerungen nach vorherigem IPO. Im Gesamtjahr 2004 stehen 363 erfolgreichen Exits 252 Totalabschreibungen gegenüber. Nach dem Jahr 2002 (53 % zu 47 %) stellt dies mit 59 % zu 41 % das schlechteste Verhältnis von erfolgreichen Exits zu Totalverlusten dar (Durchschnitt der Jahre 1999 bis 2006: 66 % zu 34 %).

ermöglichen, auf die Entwicklung ihrer Portfoliounternehmen und veränderte Rahmenbedingungen flexibler zu reagieren. Die überwiegend in der Spätphase aktiven BGen dagegen nutzen weiterhin in höherem Maße stille Beteiligungen, was sich aufgrund der vergleichsweise gut prognostizierbaren Cashflowentwicklung ihrer Portfoliounternehmen für ihr Geschäftsmodell anbietet.

Noch stärker ausgeprägt sind die Spezialisierungsmuster bei der Erbringung von Unterstützungsleistungen durch die BGen und den von ihnen eingesetzten Analyseinstrumenten. So hat sich bei den Frühphasenspezialisten ausgehend von einem bereits überdurchschnittlichen Niveau der Anteil der Hands-on betreuten Portfoliounternehmen in der Marktkonsolidierungsphase noch weiter erhöht, während BGen mit Spätphasenfokus diesen reduziert haben. Ebenfalls in Einklang mit der zunehmenden Spezialisierung der Marktteilnehmer auf die von ihnen bedienten Marktsegmente zeigt sich beim Einsatz von Ratinginstrumenten analog eine Bedeutungszunahme bei den Spätphasenspezialisten und ein Bedeutungsverlust bei den Frühphasengesellschaften.

Die Analyse des Syndizierungsverhaltens deutet darauf hin, dass Syndizierungen im deutschen Beteiligungsmarkt in den letzten Jahren tendenziell weiter an Bedeutung gewonnen haben. Die Gründe für die Durchführung gemeinsamer Investments sind dabei vielfältig. Die vorliegenden Daten geben allerdings Hinweise darauf, dass syndizierte Investitionen im deutschen Beteiligungsmarkt in erster Linie zur Nutzung komplementärer Ressourcen der syndizierenden BGen und nur in geringerem Maße zur Erzielung höherer Diversifizierungsgrade eingesetzt werden. Komplementäre Ressourcen scheinen dabei insbesondere dafür zu sorgen, dass sich syndizierende BGen einem höheren und qualitativ besser vorselektierten Dealflow gegenübersehen und dass sie ihre Portfoliounternehmen mit effizienteren Betreuungsrelationen (Portfoliounternehmen pro Investment Manager) betreuen können.



Grafik 13: Investitionsstrategien der BGen 1999-2001 vs. 2002-2004

Die beschriebenen Spezialisierungstendenzen sind vor dem Hintergrund zu sehen, dass der deutsche Beteiligungsmarkt im internationalen Vergleich relativ jung ist. In einem jungen und damit noch wenig "entwickelten" Markt ist der Spezialisierungsgrad der Marktteilnehmer tendenziell niedriger. Mit zunehmender Marktreife setzen jedoch oftmals "Industrialisierungsprozesse" ein, die zu einer stärkeren Spezialisierung der meisten Markteilnehmer führen, während sich einige wenige – tendenziell größere Marktteilnehmer – als Generalisten behaupten bzw. zur Nutzung von Skalenvorteilen sogar Diversifizierungsstrategien einschlagen. Eine solche Entwicklung zeichnete sich für den Befragungszeitraum 1999 bis 2001 deutlich ab. Grafik 13 zeigt, dass der Anteil der BGen, die sich damals in Bezug auf Finanzierungsphasen, Branchen und Unternehmensgrößen spezialisiert haben, im Vergleich zu den BGen, die eine Diversifizierungsstrategie verfolgten, deutlich überwog. Drei Jahre später gilt diese Aussage nach wie vor für die Spezialisierung der BGen auf bestimmte Finanzierungsphasen und Größenklassen. Allerdings hat sich die Differenz zwischen den Anteilen von BGen, die eine Spezialisierungsstrategie verfolgen und jenen, die sich eher diversifizieren, absolut verringert. Die abnehmende Dynamik in der Spezialisierungstendenz kann als Zeichen gedeutet werden, dass der deutsche Beteiligungskapitalmarkt in den letzten drei Jahren "erwachsener" geworden ist und viele Marktteilnehmer "ihre" Zielgruppen und Marktnischen gefunden haben und heute eher inkrementelle als drastische Strategiewechsel vornehmen.

Ansprechpartner:

Nick Ehrhart 069/7431-4041

Dr. Klaus Mark 069/7431-2757

Dr. Volker Zimmermann 069/7431-3725

Literatur

- Achleitner, A.-K./Tchouvakhina, M./Zimmermann, V./Ehrhart, N. (2006a): Der deutsche Beteiligungsmarkt: Entwicklung der Anbieterstruktur, in: FinanzBetrieb, 7-8/2005, S. 440-449.
- Achleitner, A.-K./Tchouvakhina, M./Zimmermann, V./Ehrhart, N. (2006b): Der deutsche Beteiligungsmarkt: Entwicklung des Anbieterverhaltens, in: FinanzBetrieb, 9/2005, S. 538-548.
- Akerlof, G.A. (1982): Labor contracts as partial gift exchange, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 93, S. 543-569.
- Antonczyk, R. C./Breuer, W./Mark, K. (2007): Covenants in Venture Capital Contracts: Theory and Empirical Evidence from the German Capital Market, in: *Gregoriou, G. N./Kooli, M./Kräussl, R.* (Hrsg.), Venture Capital in Europe, North-Holland, S. 233-247.
- Becker, R./Hellmann, T. (2003): The Genesis of Venture Capital Lessons from the German Experience, CESifo Working Paper Nr. 883.
- Bester, H./Hellwig, M. (1989): Moral Hazard and Equilibrium Credit Rationing: An Overview of the Issues, in: Bamberg, G./Spremann, K. (Hrsg.), Agency Theory, Information, and Incentives, Berlin, S. 135-166.
- Brander, J.A./Amit, R./Antweiler, W. (2002): Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. the Value-Added Hypothesis, in: Journal of Ecnomics and Management Strategy, Vol. 11, S. 423-452.
- Breuer, W. (1998): Finanzierungstheorie, Wiesbaden.
- Bygrave, W.D. (1987): Syndicated Investments by Venture Capital Firms. A Networking Perspective, in: Journal of Business Venturing, Vol. 2, S. 139-154.
- Filatotchev, I./Wright, M./Arberk, M. (2006): Venture Capitalists, Syndication and Governance in Initial Public Offerings, in: Small Business Economics, Vol. 26, S. 337-350.
- Fingerle, C.H. (2005): Smart Money Influence of Venture Capitalists on High Potential Companies, Sternfels.
- Gompers, P. A./Lerner, J. (2001): The Venture Capital Revolution, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, S. 145-168.

- Hopp, C./Rieder, F. (2006): Erklärungsansätze für die Syndizierung von Venture Capital, in: WiSt, Februar 2006, S. 100-102.
- Houston, M.B. (2003): Alliance Partner Reputation as Signal to the Market: Evidence from Bank Loan Alliances, in: Corporate Reputation Review, Vol. 5, S. 330-342.
- Jensen, M. C. (1986): Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 76, S. 323-329.
- Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, S. 305-360.
- Kaplan, S./Strömberg, P. (2003): Financial Contracting Meets Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts, in: Review of Economic Studies, Vol. 69, S. 1-35.
- Kaplan, S./Strömberg, P. (2004): Characteristics, Contracts, Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses, in: Journal of Finance, Vol. 59, S. 2177-2210.
- Leland, H.E./Pyle, D.H. (1977): Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, in: Journal of Finance, Vol. 32, S. 371-387.
- Lerner, J. (1994): The Syndication of Venture Capital Investments, in: Financial Management, Vol. 23, S. 16-27.
- Lockett, A./Wright, M. (2001): The Syndication of Venture Capital Investments, in: Omega, Vol. 29, S. 375-390.
- Mark, K. (2005): Venture Capital und die Governance-Struktur innovativer Unternehmen, Aachen.
- Nathusius, E. (2005): Syndizierte Venture-Capital-Finanzierung, Sternfels.
- Schmidt, K. M. (2003): Convertible Securities and Venture Capital Finance, in: Journal of Finance, Vol. 58, S. 1139-1166.
- Schumacher, J./Zimmermann, V. (2004): Auf unterschiedlichen Wegen zum gleichen Ziel? Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien: Marktstrukturen im Vergleich, Frankfurt am Main.

- Wöhe, G./Bilstein, J. (2002): Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, 9. Auflage, München.
- Zimmermann, V./Bienz, C./Hirsch, J. (2005): Entwicklungstendenzen in der Vertragsgestaltung auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt, in: Mittelstands- und Strukturpolitik, Ausgabe 33, KfW Bankengruppe, Frankfurt.
- Zimmermann, V./Fischer, J. (2003): Beteiligungskapital in Deutschland: Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf. Forschreitende Professionalisierungstendenzen in einem noch jungen Markt, KfW Bankengruppe, Frankfurt.