# Geschäftsklima und Investitionstätigkeit im Beteiligungsmarkt: Einflussfaktoren und ihre Entwicklung im Zeitraum 2003 bis 2006.

## 1. Einführung.

Entwickelte Finanzmärkte für Eigenkapital spielen für Wohlstand, Wachstum und Beschäftigung einer Volkswirtschaft eine entscheidende Rolle. Denn Innovationen etablierter Unternehmen und insbesondere technologie- und wissensintensive Neugründungen werden in erheblichem Maß durch Eigenkapital finanziert, da Kreditmärkte beispielsweise aufgrund der hohen Unsicherheit dieser Projekte und der asymmetrischen Informationsverteilung zu Lasten der Fremdkapitalgeber bei der Bereitstellung von Kapital für Innovationen und Gründungen oft versagen.

Für die Bereitstellung von Eigenkapital spielen neben den eigenen Mitteln der Innovatoren und Gründer nicht nur organisierte Eigenkapitalmärkte wie die Börse eine wichtige Rolle, sondern vor allem auch jene außerbörslichen Formen von Eigenkapital, bei denen sich aufgrund der Besonderheiten der zu finanzierenden Unternehmen, der verwendeten Finanzierungsinstrumente und der Finanzierungsanlässe standardisierte Formen des Handels noch kaum etabliert haben. Diese Eigenkapitalmärkte werden mit dem Begriff des außerbörslichen Beteiligungskapitals (Private Equity) umschrieben und umfassen beispielsweise die Wagniskapitalfinanzierung (Venture Capital) junger Unternehmen mit risiko- und chancenreichen Geschäftsmodellen sowie die Finanzierung etablierter Unternehmen bei besonderen Finanzierungsanlässen, z. B. bei Unternehmensübernahmen, Ausgliederungen von Konzernteilen usw. Private Equity trägt somit maßgeblich zum gesamtwirtschaftlichen Strukturwandel bei und unterstützt damit Dynamik, Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum moderner Volkswirtschaften. Neben seiner wichtigen Rolle in der Innovations- und Gründungsfinanzierung hat Beteiligungskapital im Zuge des Finanzmarktwandels zu einer stärker kapitalmarktbasierten Finanzierung auch in der klassischen Unternehmensfinanzierung an Bedeutung gewonnen.

**Kasten 1: Die wichtigsten Ergebnisse auf einen Blick**

Im vorliegenden Artikel wird das vom German Private Equity Barometer (GPEB) erfasste Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt in den Jahren 2003 bis 2006 untersucht. Die Untersuchung gliedert sich in drei Teile. Zunächst wird die Entwicklung des GPEB im Beobachtungszeitraum dargestellt. Im Anschluss daran werden die Bestimmungsfaktoren für die Beurteilung der Geschäftslage untersucht. Abschließend wird der Zusammenhang zwischen der Stimmung und der Investitionstätigkeit der befragten Beteiligungsgesellschaften überprüft. Die zentralen Ergebnisse lauten:

**Entwicklung des Geschäftsklimas in den Jahren 2003 bis 2006:** Das als arithmetisches Mittel aus der aktuellen Geschäftslage und der in sechs Monaten erwarteten Geschäftslage ermittelte Geschäftsklima im deutschen Beteiligungsmarkt lässt sich im Beobachtungszeitraum grob in zwei Phasen unterteilen. Zunächst eine – insbesondere in der Frühphase – durch höhere Volatilität und ein niedrigeres Stimmungsniveau geprägte **Konsolidierungsphase** in den Jahren 2003 und 2004. Daran schließt sich in etwa mit dem Jahreswechsel 2004/05 eine **Aufschwungphase** an, die durch geringere Stimmungsschwankungen und sich kontinuierlich verbessernde Geschäftsklimabeurteilungen charakterisiert ist.

**Einflussfaktoren auf die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage:** Die Stimmung im deutschen Beteiligungsmarkt wird sowohl durch die allgemeine Wirtschaftsentwicklung als auch durch eine Reihe (beteiligungsmarkt-)spezifischer Einflussfaktoren beeinflusst:

- Mit dem Fundraising, der Innovationstätigkeit der (Ziel-)Unternehmen, der Nachfrage nach Beteiligungskapital, den Exits, den Abschreibungen, der Qualität der Investment Proposals und der Verfügbarkeit öffentlicher Förderung erweisen sich dabei insgesamt sieben der untersuchten **(beteiligungsmarkt-)spezifischen Einflussfaktoren** als signifikant für die Stimmung im Markt. Die Bedeutung dieser Bestimmungsfaktoren der Geschäftslagebeurteilung unterscheidet sich dabei nicht unerheblich zwischen den beiden Teilsegmenten des Beteiligungsmarktes. So ist die Bedeutung der Exits und der Qualität der Investment Proposals für die Stimmung im Markt v. a. auf die große Wichtigkeit zurückzuführen, die diese beiden Faktoren in der Frühphase haben. Im Gegensatz dazu spielt die Beurteilung der Abschreibungen primär für die Spätphasenfinanzierer eine Rolle.
- Auch der **Einfluss der BIP-Entwicklung** auf die Geschäftslagebeurteilung durch die Beteiligungsgesellschaften unterscheidet sich zwischen den Segmenten Early und Later Stage dahingehend, dass diese auf die Stimmung der Frühphasenfinanziers ungleich stärker wirkt. Dieser Bedeutungsunterschied des Einflussfaktors BIP-Entwicklung deutet darauf hin, dass die Geschäftsklimabeurteilung im Frühphasensegment einen stärker zyklischen Charakter aufweist.

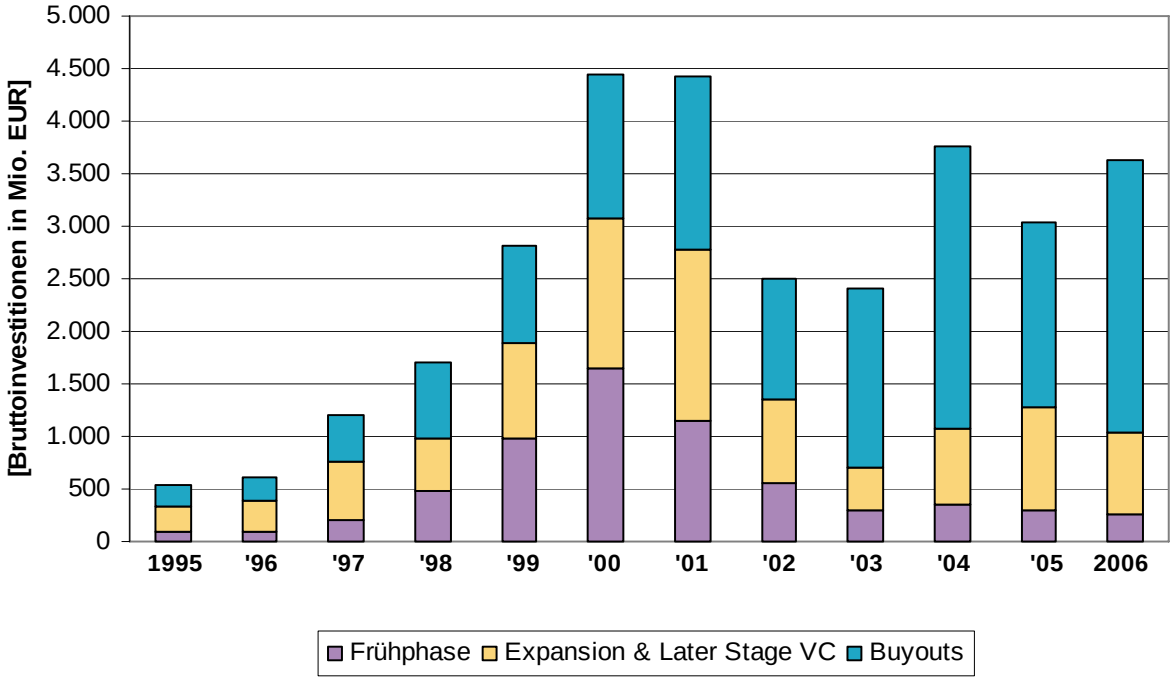
**Zusammenhang zwischen Geschäftslagebeurteilung und Investitionstätigkeit:** Aufgrund seiner Konstruktion kann das GPEB als impliziter Investitionsindikator interpretiert werden. Die Prognosegüte des GPEB für die zukünftige Investitionstätigkeit erwies sich dabei als vergleichsweise gut:

- So steigt die Wahrscheinlichkeit, dass eine Beteiligungsgesellschaft in einem Quartal in überdurchschnittlichem Ausmaß investiert um über 70 %, wenn sich die Einschätzung der aktuellen Geschäftslage durch die befragte Gesellschaft von „schlecht“ zu „gut“ verbessert.
- Weiterhin hat die Einschätzung der in sechs Monaten erwarteten Geschäftslage durch eine Beteiligungsgesellschaft eine hohe Prognosequalität für die aktuelle Geschäftslagebeurteilung durch diese Gesellschaft zwei Quartale später. Im gesamten Untersuchungszeitraum erwies sich die in sechs Monaten erwartete Geschäftslage in knapp 70 % als korrekte Voraussage für die aktuelle Lagebeurteilung zwei Quartale später.

Vor dem Hintergrund der historisch starken Prägung des deutschen Finanzsystems durch Fremdkapitalfinanzierung und Bankenintermediation entstand hierzulande ein substanzieller Markt für außerbörsliches Beteiligungskapital erstmals in der zweiten Hälfte der 90er-Jahre. Grafik 1 zeigt, dass sich dieser bis zur Jahrtausendwende sehr dynamisch entwickelte, um dann jedoch mit dem Ende der New-Economy stark einzubrechen. Seit 2004 ist – insbeson-

dere getrieben durch die Buyouts – allerdings wieder eine Erholung der Investitionstätigkeit zu beobachten.[1]

Vergegenwärtigt man sich die soeben nur skizzierte volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity, verwundert es kaum, dass die Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes von vielen Akteuren in Politik, Presse und Wirtschaft aufmerksam und in jüngerer Zeit teils kritisch verfolgt wird. Gleichwohl werden die Strukturen des Marktes für Private Equity und die Spielregeln, nach denen sich dort Angebot und Nachfrage finden, oft als komplex und nur wenig transparent empfunden, was sich nicht zuletzt in der teils polemisch geführten Heuschreckendebatte des Jahres 2005 zeigte.




Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) 2007

**Grafik 1: Entwicklung der Investitionen im deutschen Beteiligungskapitalmarkt 1995 – 2006**

Mit verantwortlich für diese bisweilen negativ konotierten Empfindungen seitens Politik, Presse und Öffentlichkeit ist zweifelsohne auch die Tatsache, dass das in letzter Zeit spürbar gestiegene Informationsbedürfnis über den Beteiligungsmarkt bisher nur spärlich durch Datenquellen befriedigt wird. Die Verbände auf nationaler (BVK) und internationaler (EVCA)

[1] Bei der Interpretation von Grafik 1 ist zu berücksichtigen, dass in jüngerer Zeit das Segment der Buyouts durch die BVK Zahlen deutlich unterschätzt werden dürfte, da einige der großen international agierenden angelsächsischen Buyout-Gesellschaften nicht Mitglied im BVK sind bzw. ihre Investitionszahlen nicht an diesen melden. Auch das Investitionsvolumen in der Frühphase der Jahre 2005 und 2006 wird durch die BVK Zahlen leicht unterschätzt, da es die Investitionszusagen des ERP-Startfonds der KfW nicht enthält. Diese belaufen sich auf 37,4 (2005) bzw. 44,6 (2006) Mio. EUR.

Ebene berichten zwar detailliert und im Falle des BVK gänzlich öffentlich zugänglich über die quantitative Marktentwicklung (Investitionstätigkeit, Fundraising usw.) und ausgewählte Sonderthemen (z. B. über geplante Börsengänge). Gerade in dem durch informelle Strukturen geprägten Markt für Private Equity spielen jedoch stärker als anderswo qualitative Aspekte eine Rolle, die in ihrer Gesamtheit als „Geschäftsklima" einen wesentlichen Teil der Marktverfassung widerspiegeln und einen wichtigen Teil des Marktgeschehens und der Motivation der Akteure abbilden. Mit dem seit Anfang 2003 quartalsweise gemeinsam von BVK und KfW ermittelten **German Private Equity Barometer** (GPEB) wurde deshalb ein Geschäftsklimaindikator für den deutschen Beteiligungsmarkt geschaffen, der ein zuverlässiges und systematisches Abbild der Stimmung im Markt sowie ihrer Determinanten liefert.

Die vorliegende Untersuchung basiert auf den Befragungsdaten des GPEB und beinhaltet drei Aspekte (siehe Kasten 1 „Die wichtigsten Ergebnisse"): Zunächst wird in Kapitel zwei die Entwicklung der durch das GPEB erfassten Geschäftslagebeurteilung in den Jahren 2003 bis 2006 dargestellt. Im Anschluss daran werden in Kapitel drei die Bestimmungsfaktoren für die Geschäftslagebeurteilung ökonometrisch untersucht. Diese Untersuchung baut dabei auf einer Vorgängerstudie[2] auf, wobei der nun längere Beobachtungszeitraum und die in dieser Zeit stattgefundenen Entwicklungen gegenüber der zurückliegenden Studie verbesserte Analysemöglichkeiten liefern, an die das Untersuchungsdesign angepasst wurde. Abschließend wird der Zusammenhang zwischen erwarteter und tatsächlich vorgenommener Geschäftslagebeurteilung sowie zwischen der aktuellen Geschäftslage und der Investitionstätigkeit der befragten Beteiligungsgesellschaften überprüft (Kapitel vier). Kapitel fünf fasst die wesentlichen Aspekte der Untersuchung zusammen.

## 2. Entwicklung des durch das GPEB erfassten Geschäftsklimas 2003 bis 2006.

Der Indikatorwert für das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt wurde erstmalig für das 1. Quartal 2003 ausgewiesen (siehe Kasten 2 für eine Beschreibung der Datengrundlage sowie Kasten 3 für die Konstruktion des Indikators). Zu diesem Zeitpunkt befindet sich der Indikator für den Gesamtmarkt auf einem niedrigen Niveau knapp über dem Nullpunkt (siehe Grafik 2). Dies ist wenig überraschend, da das Jahr 2002 von einem massiven Einbruch gegenüber den Boomjahren 1999 bis 2001 gekennzeichnet ist. Ab Mitte 2003 setzt dann eine merkliche Verbesserung der durch das GPEB erfassten Stimmung im Gesamtmarkt ein. Der Stimmungsaufschwung gerät allerdings Anfang 2004 ins Stocken und bis Ende 2004 lässt sich eine Seitwärtsbewegung des GPEB auf mittlerem Niveau beobachten. Das Jahr 2005 beginnt dann mit einem sprunghaften Stimmungsanstieg der anschließend in

[2] Vgl. V. Zimmermann und H. Karle (2005).

eine mehr oder weniger zweijährige kontinuierliche Aufwärtsbewegung übergeht, so dass im Jahr 2006 drei Mal neue historische Höchstwerte erreicht werden konnten.

Im Frühphasensegment war die durch das GPEB erfasste Stimmung im Jahr 2003 zunächst schlechter als im Gesamtmarkt. Dies ist dahingehend wenig überraschend, da der Markteinbruch nach dem Ende des New Economy Booms in der Frühphase deutlich stärker war als in der Spätphase. Ab der zweiten Jahreshälfte 2003 lässt sich aber auch für den Frühphasenteilindikator ein mehr oder weniger kontinuierliches Ansteigen beobachten. Der Stimmungsanstieg kommt Ende 2004 jedoch zu einem abrupten Ende und die Frühphasenstimmung durchläuft dann bis Ende 2005 eine sehr volatile Entwicklung ohne klaren Trend. Mit einem deutlichen Anstieg zum Jahreswechsel 2005/06 tritt allerdings auch die Stimmung im Early Stage-Segment in eine Phase der kontinuierlichen Aufwärtsbewegung ein, so dass der Frühphasenteilindikator das Jahr 2006 mit einem historischen Höchststand beendet.

**Kasten 2: Die Datenbasis**

- Datengrundlage für die vorliegende Studie ist eine seit Anfang 2003 quartalsweise durchgeführte Befragung der Mitgliedsunternehmen des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK). Das von der KfW konzipierte und in Kooperation von BVK und KfW vierteljährlich erhobene **German Private Equity Barometer** (GPEB) gibt Auskunft über das Geschäftsklima (aktuelle und erwartete Geschäftslage) auf dem deutschen Markt für Beteiligungskapital insgesamt und differenziert für die beiden Segmente Frühphase (Seed und Start-Up) und Spätphase (Expansionsphase, later stage Venture Capital und Buy-Out/Buy-In).
- Die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage sowie der in sechs Monaten erwarteten Geschäftslage durch die Gesellschaften erfolgt in jeweils fünf Antwortmöglichkeiten von „sehr gut“ bis „sehr schlecht“.[3] Ebenfalls wird im Fragebogen die Beurteilung der Situation bezüglich verschiedener Teilaspekte des Beteiligungskapitalmarktes in jeweils fünf Antwortmöglichkeiten durch die Beteiligungsgeber erfasst. Seit Anfang 2003 werden durchgängig 14 mögliche Erklärungsfaktoren für die Geschäftslage, wie etwa die Situation beim Fundraising, die Personalverfügbarkeit von Beteiligungsmanagern oder die Qualität der eingehenden Finanzierungsanfragen (Investment Proposals), erhoben (siehe Tabelle 1 in Abschnitt 3).[4] Seit Anfang 2004 wird von den Beteiligungsgesellschaften weiterhin ihre Einschätzung der Einstiegspreise erfragt.
- Der durchschnittliche Rücklauf über alle 16 bisherigen Befragungswellen beträgt 52 %. Diese Fallzahlen ermöglichen eine differenzierte Untersuchung der Marktsegmente Früh- und Spätphase.

In der Spätphase lassen sich im Zeitraum 2003 bis 2006 zwei Abschnitte der kontinuierlichen Stimmungsverbesserung erkennen, die zwischen Ende 2003 bis Ende 2004 von einer leichten Stimmungseintrübung bzw. Konsolidierung auf mittlerem Niveau unterbrochen werden. Insgesamt liegt der Teilindikator für das Spätphasensegment von einigen wenigen Quartalen

[3] Die genaue Fragestellung lautet: „Wie schätzen Sie Ihre aktuelle Geschäftslage ein?“ bzw. „Ausgehend von Ihrer jetzigen Geschäftslage: Wie schätzen Sie, wird Ihre Geschäftslage in 6 Monaten voraussichtlich sein?“.

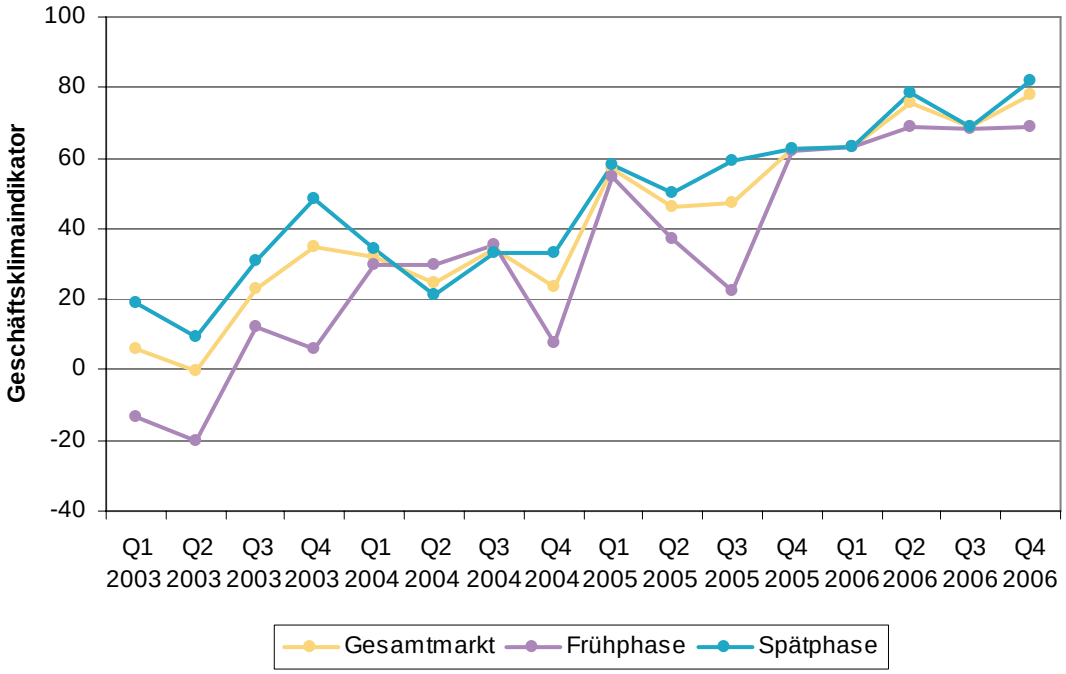
[4] Die Einstiegsfrage zur Bewertung der einzelnen Erklärungsfaktoren lautet: „Wie schätzen Sie die Situation auf dem Beteiligungsmarkt in den letzten drei Monaten bezüglich der folgenden Faktoren ein?“.

abgesehen im gesamten Beobachtungszeitraum über dem Frühphasenindikator, wenngleich sich die Unterschiede zwischen Früh- und Spätphase in letzter Zeit stark verringert haben.

Hinsichtlich der Entwicklung des GPEB zwischen 2003 und 2006 ist darauf hinzuweisen, dass das Antwortverhalten der befragten Beteiligungsgesellschaften auch dadurch beeinflusst sein dürfte, dass mit der erstmaligen Befragung im Jahr 2003 ein Art „Referenzpunkt" für die Marktteilnehmer geschaffen wurde. Da 2003 wie beschrieben durch die Nachwirkungen des Platzens der New Economy Blase und den darauf folgenden Einbruch des Beteiligungsmarkts geprägt war und dieser seitdem noch keinen kompletten Zyklus durchlaufen hat, wirkt der zeitliche Verlauf des GPEB stark trendbehaftet. Nichtsdestotrotz lassen sich im Beobachtungszeitraum sowohl für das Early Stage- als auch das Later Stage-Segment grundsätzlich zwei „Marktphasen" unterscheiden. So befindet sich der Markt in den Jahren 2003 und 2004 in einer Konsolidierungsphase, während ab dem Jahr 2005 die Stimmung im Markt in eine Aufschwungphase übergeht.

**Kasten 3: Die Konstruktion des German Private Equity Barometers (GPEB)**

- Zur Ermittlung des Barometers werden die Antworten der im BVK organisierten Gesellschaften nach der Größe der antwortenden Unternehmen (Fondsvolumen) gewichtet und auf die Gesamtheit aller BVK-Mitglieder hochgerechnet. Dies geschieht, um die Angaben der Gesellschaften entsprechend ihrer quantitativen Bedeutung zu berücksichtigen und zufällige Veränderungen aufgrund möglicher Antwortausfälle auszugleichen. In die Hochrechnung gehen neben der (Fonds-) Größenklasse, die Zuordnung zur Früh- und Spätphase sowie die institutionelle Anbindung der Gesellschaften ein. Die Mitgliedsunternehmen des BVK können nach ihrer Fokussierung auf Finanzierungsphasen, nach ihrer institutionellen Anbindung (unabhängige Beteiligungsgesellschaft, Corporate Venture Capital Gesellschaft (CVC) oder Mittelständische Beteiligungsgesellschaft (MBG)), nach ihrem Fondsvolumen sowie nach ihrem Alter unterschieden werden. Die Einteilung der Gesellschaften bezüglich der Finanzierungsphase erfolgt dabei entsprechend ihrer Zugehörigkeit zu den Arbeitskreisen im BVK.
- Anschließend werden die jeweiligen Prozentanteile positiver Beurteilungen – d. h. der „sehr gut" oder „gut" Beurteilungen – und negativer Meldungen – d. h. der „sehr schlecht" oder „schlecht" Beurteilungen – saldiert. Im Ergebnis ergibt sich jeweils ein Punktwertsaldo für die aktuelle Lageeinschätzung sowie den Erwartungen der Gesellschaften für die Lage in sechs Monaten, welche durch Bildung des arithmetischen Mittels zum Indikatorwert für das Geschäftsklima für das jeweilige Quartal verdichtet werden. Diese Schritte werden sowohl für den Gesamtmarkt als auch die beiden Marktsegmente Frühphase und Spätphase durchgeführt.
- Das GPEB kann zwischen den Extremwerten -100 (d. h. alle Befragten schätzen die aktuelle und die zukünftige Lage als „schlecht" oder „sehr schlecht" ein) und +100 (d. h. alle Befragten schätzen die aktuelle und die zukünftige Lage als „gut" oder „sehr gut" ein) schwanken. Ein Wert von Null bedeutet, dass sich positive und negative Einschätzungen bezogen auf alle Antworten gerade ausgleichen. Werte größer (kleiner) als Null zeigen ein überwiegend positives (negatives) Geschäftsklima an.




Quelle: BVK und KfW

**Grafik 2: Das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungsmarkt (GPEB) 2003 – 2006**

Dieser Stimmungsaufschwung ab dem Jahr 2005 koinzidiert mehr oder weniger mit dem realwirtschaftlichen Aufschwung der deutschen Volkswirtschaft,[5] so dass zu vermuten ist, dass zwischen realwirtschaftlicher Entwicklung (BIP) und der Stimmung im Beteiligungskapitalmarkt ein Zusammenhang besteht. In der folgenden Untersuchung der Bestimmungsfaktoren für die Beurteilung der (aktuellen) Geschäftslage durch die Beteiligungsgesellschaften wird dieser Zusammenhang zwischen BIP-Wachstum und Stimmungsbeurteilung ebenso untersucht wie die Wirkung spezifischer Einflussfaktoren auf die Geschäftslagebeurteilung wie beispielsweise die Beurteilung der Exitbedingungen, des Fundraisings oder der Gründungsdynamik durch die Beteiligungsgesellschaften.

## 3. Analyse der Einflussfaktoren auf das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt.

Im Folgenden wird untersucht, von welchen Faktoren die Beurteilung der Geschäftslage durch die Beteiligungsgesellschaften abhängt. Damit soll ein Beitrag zur Erklärung der Stimmungslage, wie sie das GPEB wiedergibt, geleistet werden. So deuten Untersuchungen aus

[5] So betragen die (realen) Wachstumsraten des BIPs für die Jahre 2003 bis 2006: -0,2 %, 1,2 %, 0,9 % und 2,8 %.

den USA darauf hin, dass es eine Reihe von spezifischen Einflussfaktoren für die Entwicklung der Beteiligungskapitalmärkte gibt.[6]

### 3.1 Untersuchungsmethode und konzeptioneller Hintergrund.

Konkret widmet sich diese Untersuchung der Frage, welche Aspekte für die Beurteilung der *aktuellen* Geschäftslage durch die Beteiligungsgesellschaften von Bedeutung sind. Dabei werden die Analysen für den gesamten Beteiligungskapitalmarkt sowie für die Teilsegmente Früh- und Spätphase getrennt durchgeführt. Im Rahmen der Datenerhebung zum GPEB wird die Einschätzung der aktuellen Geschäftslage auf einer 5-stufigen Skala abgefragt, wobei die Kategorien mit den diskreten Skalenwerten 1 bis 5 versehen sind. Die Skalenwerte 1, 3 beziehungsweise 5 sind mit den Labeln „sehr gut", „befriedigend" „sehr schlecht" bezeichnet.[7]

**Tabelle 1: In die Untersuchung einbezogene beteiligungsmarktspezifische Einflussfaktoren auf die Geschäftslagebeurteilung**

| **Gesellschaftsspezifische Faktoren** | **Marktspezifische Faktoren** |
|---|---|
| Investitionsbereitschaft von Investoren (Fundraising) | Zinsniveau auf Kapitalmärkten |
| Exitmöglichkeiten | Entwicklung der Aktienmärkte |
| Abschreibungen von Beteiligungen (Unternehmensinsolvenzen) | Allgemeine Konjunkturentwicklung |
| Verfügbarkeit von Förderprogrammen des Bundes | Entwicklung von Unternehmensgründungen (Beteiligungsnehmer) |
| Steuerliche Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital | Entwicklung von Unternehmensinsolvenzen (Beteiligungsnehmer) |
| Nachfrage nach Beteiligungskapital | Innovationstätigkeit von Unternehmen (Beteiligungsnehmer) |
| Qualität der eingereichten Investment Proposals (Business Pläne) | |
| Personalverfügbarkeit von Beteiligungsmanagern auf dem Arbeitsmarkt | |

[6] Beispielsweise zeigen P. A. Gompers und J. Lerner (2000), dass Investitionszyklen durch Fundraisingaktivitäten getrieben werden. Ein anderes Beispiel ist der enge Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Aktienmärkte und der damit einhergehenden Veräußerungsmöglichkeiten für Portfoliounternehmen. Vgl. P. A. Gompers et al. (2005).

[7] Für die Analyse wurde diese Skala auf den Wertebereich von -2 (= „sehr schlecht") bis 2 (= „sehr gut") transformiert. Für die nicht mit einem Label versehenen Kategorien -1 und 1 werden im Folgenden zur sprachlichen Vereinfachung die Bezeichnungen „gut" beziehungsweise „schlecht" verwendet.

Darüber hinaus werden über den gesamten Erhebungszeitraum insgesamt 14 mögliche Einflussfaktoren auf die Geschäftslagebeurteilung erfasst (siehe Tabelle 1).[8] Auch die möglichen Einflussfaktoren werden auf einer 5-stufigen Skala abgefragt, wobei die Skalenwerte von -2 (= „sehr negativ“) bis +2 (= „sehr positiv“) reichen.[9] Für alle Einflussfaktoren gilt, dass eine gute Beurteilung der Situation bezüglich des betrachteten Faktors sich auch positiv auf die Geschäftslageeinschätzung der Gesellschaften auswirken sollte. Die Einflussfaktoren gehen entsprechend den Angaben der Beteiligungsgesellschaften linear in die Analyse ein. Dies bedeutet, dass für die Analyse angenommen wird, dass z. B. der Bedeutungsunterschied in der Beurteilung eines Einflussfaktors zwischen den Bewertungen „sehr negativ“ und „negativ“ derselbe ist, wie zwischen den Bewertungen „neutral“ und „positiv“.

Beteiligungskapitalmärkte unterliegen starken zyklischen Schwankungen, die sich in Form sog. *Venture Capital Cycles* [10] oder zeitlich konzentriert auftretender Buyout-Booms zeigen. Historische Beispiele sind das Anziehen der Wagniskapitalinvestitionen im Zuge des New Economy Booms um die Jahrtausendwende oder die überaus kräftigen Anstiege der Buyouts in den USA in der zweiten Hälfte der 80er- und den späten 90er-Jahren. Dieses zyklische Anziehen der Beteiligungskapitalmärkte geht meist mit einer positiven realwirtschaftlichen Entwicklung einher. Um der Abhängigkeit der Stimmung auf dem Beteiligungskapitalmarkt von der realwirtschaftlichen Entwicklung Rechnung zu tragen, wird in der Analyse deshalb die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts in der Untersuchung berücksichtigt. Dazu wird die vierteljährliche Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in die Regressionsgleichung aufgenommen.

In diesem Zusammenhang ist zu beachten, das es sich sowohl bei der Beurteilung der Einflussfaktoren als auch der Geschäftslage um die subjektive Wahrnehmung der antwortenden Gesellschaften handelt. Diese Einschätzungen können im Einzelfall beispielsweise durch die aktuelle öffentliche Diskussion oder „anekdotische Evidenz“ geprägt sein und können von der „objektiven“ Situation abweichen. Sowohl in der Beurteilung der aktuellen Geschäftslage als auch deren Einflussfaktoren spiegelt sich somit das „market sentiment“ wider. Das market sentiment ist auf der einen Seite Resultat der Aktionen der Marktteilnehmer und auf der anderen Seite beeinflusst es die Verhaltensweisen der Marktteilnehmer. Aufgrund des ein-

[8] Die seit Anfang 2004 zusätzlich erhobene Einschätzung der Einstiegspreise durch die Marktteilnehmer erwies sich in der Untersuchung – unabhängig von der genauen Spezifikation des Regressionsmodells – als unbedeutend für die Geschäftslagebeurteilung und wurde in der hier wiedergegebenen Analyse nicht weiter berücksichtigt. Dies geschah, um auch die Erhebungen vor dem 1. Quartal 2004 in der Untersuchung berücksichtigen zu können und somit sowohl einen längeren Zeitraum als auch eine höhere Anzahl an Beobachtungen für die Analyse zur Verfügung zu haben.

[9] Zur sprachlichen Vereinfachung werden im Folgenden die Skalenwerte -1, 0 und 1 bezüglich der Erklärungsfaktoren mit „negativ“, „neutral“ und „positiv“ bezeichnet.

gangs dieses Abschnitts beschriebenen stark zyklischen Charakters des Beteiligungsgeschäfts wird das market sentiment in der vorliegenden Untersuchung durch die Entwicklung des BIPs erfasst, da diese einen (indirekten) Indikator für die Grundstimmung im Beteiligungskapitalmarkt darstellt.

Die Untersuchung der Stärke und Wirkungsrichtung von möglichen Einflussfaktoren auf die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage wird mit Hilfe einer multivariaten Analyse durchgeführt. Damit können – anders als bei einfachen Korrelationsanalysen – nicht nur die Zusammenhänge zwischen der Geschäftslagebeurteilung und jeweils einem Einflussfaktor ermittelt werden; vielmehr können die isolierten Einflüsse mehrerer Faktoren auf die Geschäftslage parallel geprüft werden. Das Auftreten von Scheinkorrelationen kann somit bei multivariaten Verfahren weitestgehend verhindert werden, wenn alle wichtigen Einflussfaktoren in der Regressionsgleichung berücksichtigt sind.

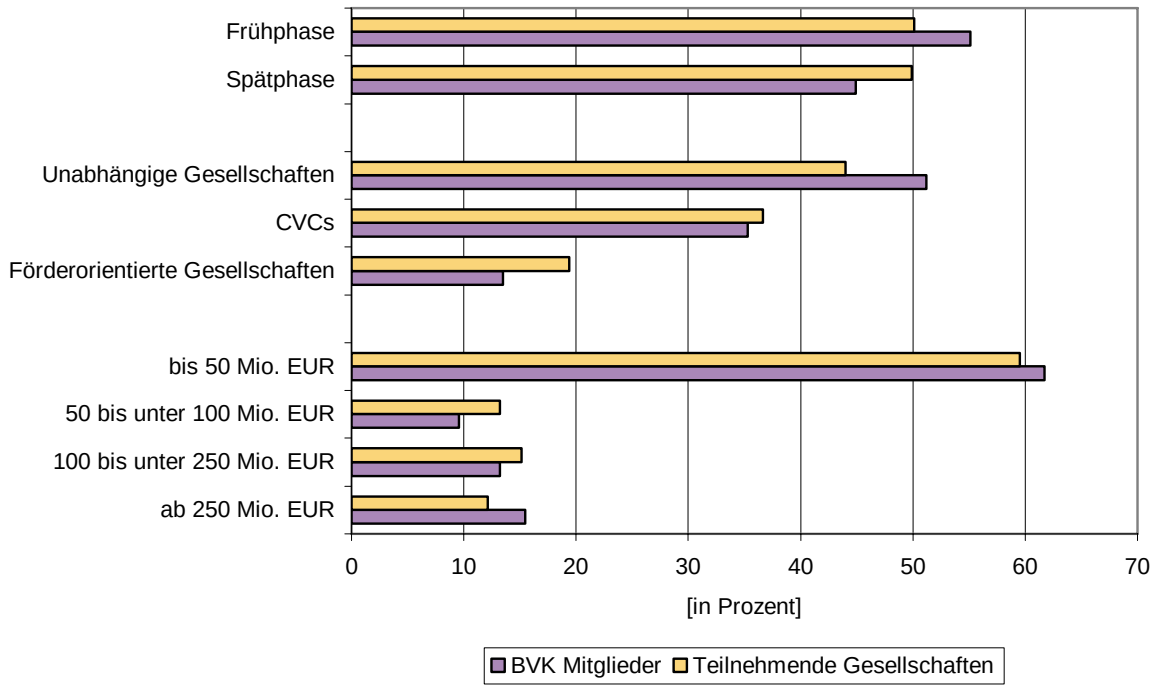
In dem für die Analyse verwendeten Verfahren – der Intervallregression[11] – werden diese Antwortkategorien für die aktuelle Geschäftslage als Intervalle aufgefasst, innerhalb derer sich die Geschäftslagebeurteilungen der Beteiligungsgesellschaften bewegen. Der Vorteil dieser Methode liegt darin, dass sich aus den Regressionsergebnissen mit Hilfe von Modellrechnungen die Wahrscheinlichkeiten ermitteln lassen, mit denen eine Gesellschaft mit einer bestimmen Beurteilung der Einflussfaktoren die fünf zur Auswahl stehenden Kategorien bezüglich der Geschäftlagebeurteilung benennt. So lässt sich die Bedeutung eines möglichen Einflussfaktors für die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage anschaulich als Veränderungen der Wahrscheinlichkeit darstellen, die Geschäftslage beispielsweise als „gut“ zu beurteilen, wenn die Einschätzung eines Einflussfaktors variiert wird, alle anderen Einflussfaktoren jedoch unverändert bleiben.

In die Untersuchungen können 1.573 beantwortete Fragebögen der bisherigen 16 Befragungswellen berücksichtigt werden (Rücklaufquote: 52 %). Die Unterteilung der Stichprobe nach Finanzierungsphase, institutioneller Anbindung sowie Größe stimmt dabei in einem hohen Maße mit der Verteilung der Gesellschaften in der Grundgesamtheit der BVK-Mitglieder überein (s. Grafik 3). Dies zeigt, dass die hier verwendete Datenbasis keine wesentliche Verzerrung bezüglich der Teilnahme einzelner Untergruppen an der Befragung aufweist und daher zur Analyse des Geschäftsklimas auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarktes gut geeignet ist.

---

[10] Vgl. P.A. Gompers und J. Lerner (2004).

[11] Die Intervallregression zählt zu den Maximum-Likelihood-Methoden. Für die Berechnung der Standardfehler wird die Methode von Huber und White verwendet. Dabei wird berücksichtigt, dass mehrere Angaben von einer Gesellschaft stammen.




Quelle: GPEB, eigene Berechnungen.

**Grafik 3: Durchschnittliche Anteile der Beteiligungsgesellschaften nach Untergruppen in der Stichprobe sowie an der Gesamtheit aller BVK-Mitglieder 2003 – 2006**

### 3.2 Regressionsergebnisse.

In der Regressionsanalyse konnten insgesamt sieben bedeutsame, d. h. statistisch signifikante, beteiligungskapitalmarktspezifische Erklärungsfaktoren für die Stimmung identifiziert werden (siehe Tabelle 2). Mit dem Fundraising, der Nachfrage nach Beteiligungskapital, der Innovationstätigkeit der (Ziel-)Unternehmen, den Exitbedingungen, dem Abschreibungsbedarf (auf Beteiligungen), der Qualität der eingehenden Finanzierungsanfragen (investment proposals) sowie der Verfügbarkeit von öffentlicher Förderung handelt es sich dabei im Wesentlichen um jene Einflussfaktoren, die sich schon in der Vorgängerstudie[12] als signifikant für die Stimmung im Beteiligungsmarkt erwiesen hatten. Darüber hinaus zeigt sich, dass auch zwischen den realwirtschaftlichen Entwicklungen und der Beurteilung der Geschäftslage ein Zusammenhang besteht.

Weiterhin zeigt sich, dass die Faktoren, auf welche sich die Geschäftslagebeurteilung zurückführen lässt, im Früh- und Spätphasensegment großteils die gleichen sind, wenngleich sich die quantitative Bedeutung der einzelnen Einflussfaktoren zwischen den beiden Teil-

[12] Vgl. V. Zimmermann und H. Karle (2005), S. 15. Aufgrund der unterschiedlichen Untersuchungsmethodik und Modellspezifikationen sind die Ergebnisse der beiden Analysen allerdings nicht unmittelbar miteinander vergleichbar.

märkten vergleichsweise stark unterscheidet. Im Folgenden werden deshalb die quantitative Bedeutung der einzelnen Einflussfaktoren jeweils für den Gesamtmarkt und die beiden Teilsegmente Früh- und Spätphase dargestellt sowie die Bedeutungsunterschiede diskutiert.[13] Daran schließt sich die Darstellung der realwirtschaftlichen Entwicklungen an.

**Tabelle 2: Überblick über die relevanten beteiligungsmarktspezifischen Einflussfaktoren auf die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage**

| Einflussfaktor | Gesamtmarkt | Early Stage | Later Stage |
|---|---|---|---|
| Fundraising | ✓ | ✓ | ✓ |
| Innovationstätigkeit der Unternehmen | ✓ | ✓ | ✓ |
| Nachfrage nach Beteiligungskapital | ✓ | ✓ | ✓ |
| Exitsituation | ✓ | ✓ | x |
| Abschreibungen | ✓ | x | ✓ |
| Qualität der investment proposals | ✓ | ✓ | x |
| Verfügbarkeit öffentlicher Förderung | ✓ | x | x |

*Anmerkung: ✓ bedeutet, dass der Einflussfaktor einen im statistischen Sinne signifikanten Einfluss auf Geschäftslagebeurteilung in dem jeweiligen Marktsegment hat, während x heißt, dass ein Einfluss dieses Faktors auf die Geschäftslagebeurteilung nicht ermittelt werden konnte.*

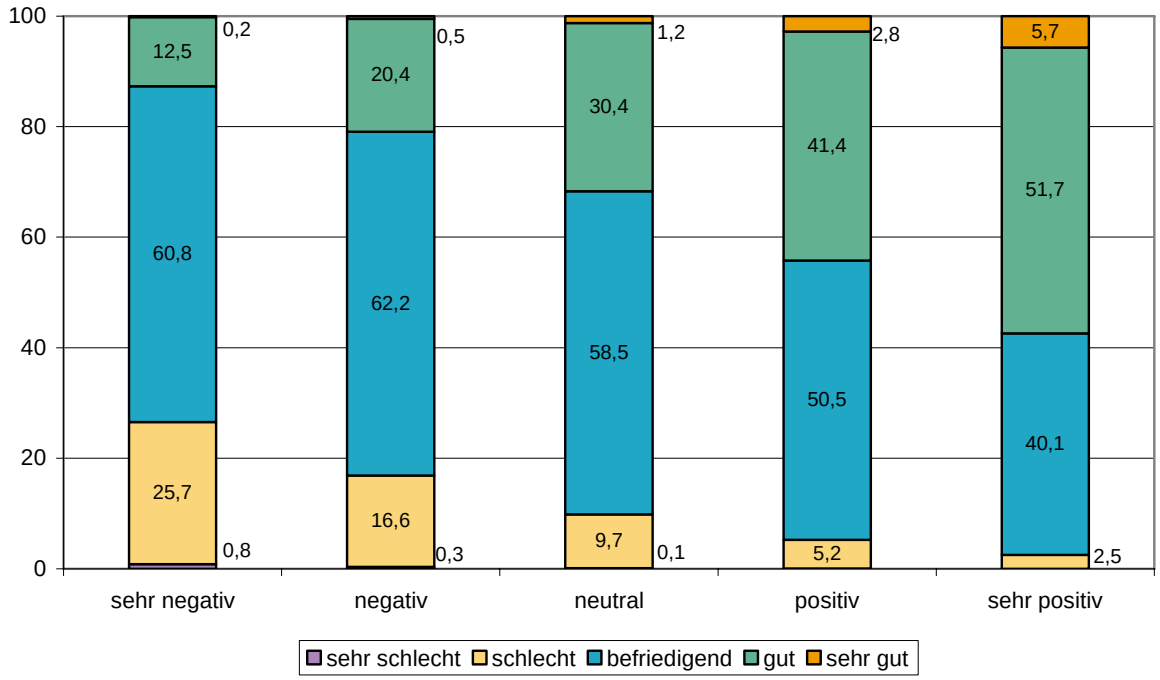
Fundraising.

Das erfolgreiche Einwerben von Kapital von den Fondsinvestoren ist – von sog. Captive Fonds abgesehen – von zentraler Bedeutung für das Geschäftsmodell Private Equity, da es Voraussetzung für die Investitionstätigkeit einer Beteiligungsgesellschaft ist.[14] Das heutige Fundraising stellt somit das Investitionskapital der Zukunft dar. So zeigen denn auch Studien über die Venture Capital Branche in den USA, dass die VC-Investitionszyklen maßgeblich

[13] Die Reihenfolge der Darstellung richtet sich nach der in der Regressionsanalyse ermittelten Stärke der Einflussfaktoren auf die Geschäftslagebeurteilung für den Gesamtmarkt. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass die ermittelten Unterschiede in der Einflussstärke zum Teil sehr klein sind, so dass sie teilweise innerhalb des statistischen Unschärfebereichs liegen.

[14] Beteiligungsgesellschaften legen typischerweise geschlossene Fonds mit einer festen Laufzeit auf, für die sie Kapital von Investoren einwerben. Bei den Fondsinvestoren handelt es sich großteils um institutionelle Investoren (Kreditinstitute, Pensionsfonds und Industrieunternehmen). Aber auch wohlhabende Privatanleger und der öffentliche Sektor spielen als Fondsinvestoren eine wichtige Rolle. Eine Ausnahme von diesem „typischen" Modell stellen so genannte Captive Fonds dar. Diese sind im Besitz eines Mutterkonzerns (meist Industrieunternehmen aber auch Kreditinstitute) und erhalten ihr Investitionskapital von diesem. Captive Fonds haben darüber hinaus oftmals keine begrenzte Laufzeit, sondern sind meist so genannte Evergreenfonds, d. h. ihr Investitionshorizont ist theoretisch unbegrenzt. Im Zeitraum 1999 bis 2006 flossen knapp 25 % der von deutschen Beteiligungsgesellschaften eingeworbenen Mittel in solche Evergreenfonds. Vgl. BVK Jahresstatistiken (1999 bis 2006).

durch das Ausmaß des Fundraisings getrieben werden.[15] Es ist deshalb wenig überraschend, dass die Einschätzung der Fundraisingsituation durch die Beteiligungsgesellschaften zu den vier wichtigsten Einflussfaktoren für die Stimmung im Markt zählt.[16] Grafik 4 veranschaulicht die quantitative Bedeutung des Einflussfaktors Fundraising auf die Stimmung im Beteiligungskapitalmarkt. So führt eine Verbesserung der Einschätzung der Fundraisingsituation von „neutral“ zu „positiv“ dazu, dass sich die Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen, um 36 % (von 30,4 % auf 41,4 %) erhöht, wenn für alle anderen Einflussfaktoren eine neutrale Beurteilung sowie eine für den Untersuchungszeitraum durchschnittliche Wachstumsrate es BIPs unterstellt wird.




*Lesebeispiel: Eine Verbesserung der Bewertung des Fundraisings von „neutral“ zu „positiv“ führt – wenn alle anderen berücksichtigten Einflussfaktoren unverändert als „neutral“ beurteilt sowie die für den Untersuchungszeitraum durchschnittliche Quartalswachstumsrate es BIPs in Höhe von 0,4 % angenommen werden – zu einer Steigerung der Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen, von 30,4 % auf 41,4 %.*

Quelle: GPEB, eigene Berechnungen nach Tabelle 3.

**Grafik 4: Bedeutung des Fundraisings für die Beurteilung der Geschäftslage im Gesamtmarkt**

[15] Vgl. P. Gompers und J. Lerner (2004).

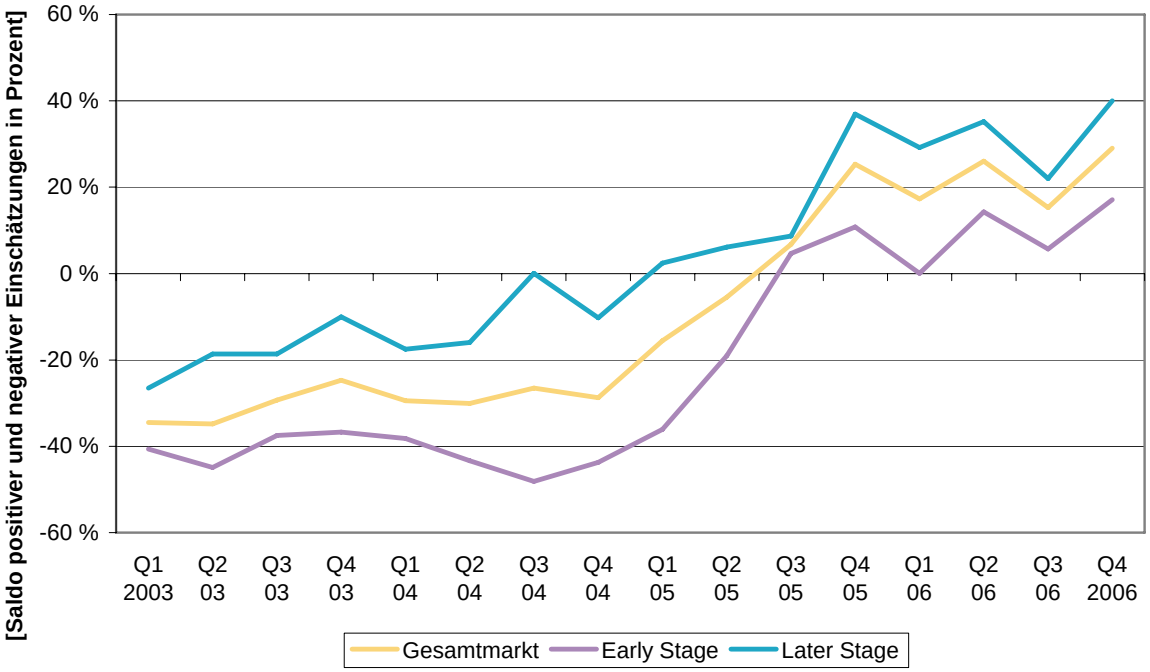
[16] Die ermittelten Unterschiede in den Einflussstärken zwischen den Merkmalen „Fundraising“, „Innovationstätigkeit der Unternehmen“, „Nachfrage nach Beteiligungskapital“ sowie „Exitsituation“ liegen dabei im statistischen Unschärfebereich, wie zusätzlich durchgeführte Wald-Tests auf die Gleichheit der Regressionskoeffizienten zeigen.

Die Bedeutung des Einflussfaktors Fundraising unterscheidet sich dabei zwischen den beiden Teilmärkten Früh- und Spätphase nur leicht. So lässt sich für das Frühphasensegment ermitteln, dass die Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen, aufgrund einer Verbesserung der Einschätzung der Fundraisingsituation von „neutral“ zu „positiv“ um 36 % (von 31,8 % auf 43,4 %) zunimmt, während diese Steigerung bei den Spätphasenfinanzierern knapp 33 % (von 29,6 % auf 39,3 %) beträgt.[17]

Die große quantitative Bedeutung des Einflussfaktors Fundraisings bedeutet allerdings nicht, dass die befragten Beteiligungsgesellschaften im Beobachtungszeitraum überaus erfolgreich darin waren, Investitionsmittel bei ihren Anlegern einzuwerben. Ebenso wenig sollte die geringfügig größere Bedeutung des Einflussfaktors Fundraising im Frühphasensegment – fälschlicherweise – dahingehend interpretiert werden, dass es Wagniskapitalgesellschaften besser gelang, Investitionskapital einzuwerben als den Beteiligungsgesellschaften mit Spätphasenfokus. Vielmehr zeigt sowohl eine Analyse des Antwortverhaltens der befragten Beteiligungsgesellschaften im GPEB (s. Grafik 5)[18] als auch die in Grafik 6 dargestellte Entwicklung der Fundraisingaktivitäten deutscher Beteiligungsgesellschaften seit 1999, dass erstens das Fundraising im gesamten Markt in den Jahren 2003 bis 2006 überaus schwierig war und zweitens vor allem Frühphasenfinanzierer Probleme hatten, Investitionskapital einzuwerben.

[17] Die für die Spätphasenfinanzierer ermittelten Unterschiede in den Einflussstärken zwischen den vier signifikanten Merkmalen „Fundraising“, „Innovationstätigkeit der Unternehmen“, „Nachfrage nach Beteiligungskapital“ sowie „Abschreibungen“ liegen im statistischen Unschärfebereich, wie zusätzlich durchgeführte Wald-Tests auf die Gleichheit der Regressionskoeffizienten zeigen.

[18] Die Grafik gibt den Saldo aus positiven und negativen Einschätzungen des Einflussfaktors Fundraising durch die im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften wieder. Für die Saldierung wurden „positiv“ und „sehr positiv“ sowie „negativ“ und „sehr negativ“ Nennungen zu den Kategorien „positiv“ bzw. „negativ“ zusammengefasst.

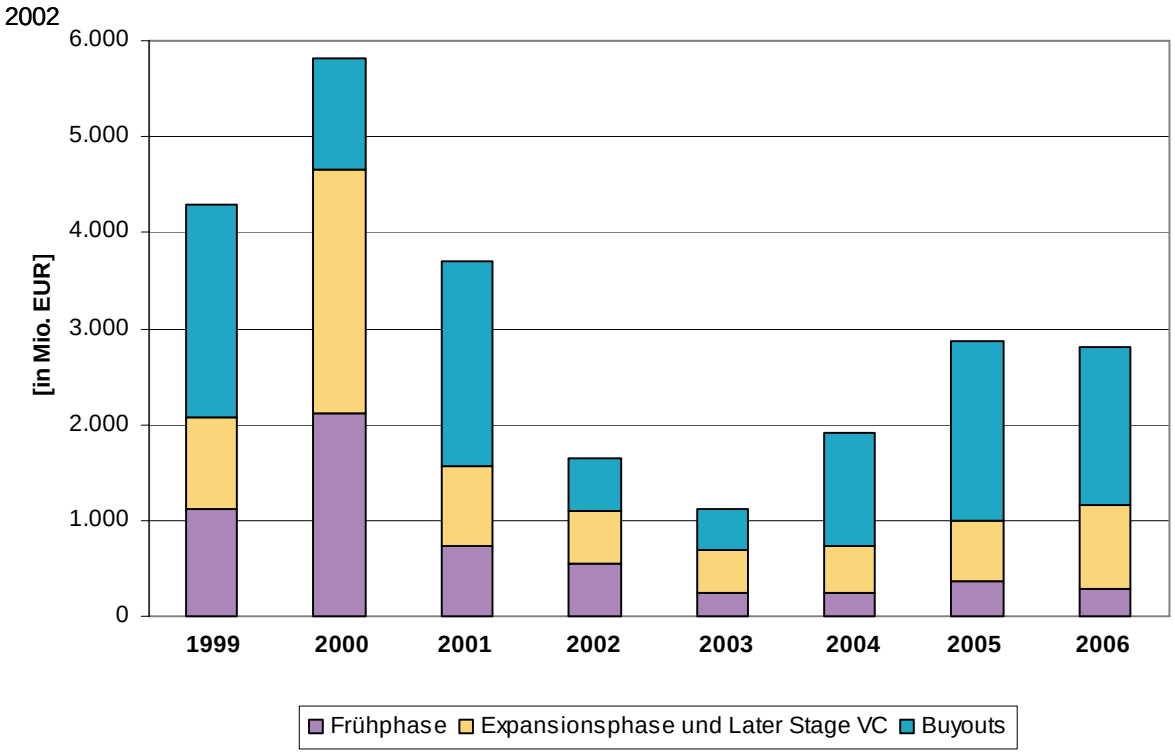



*Lesebeispiel: Im ersten Quartal 2003 beurteilten im Saldo rund 35 % der im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften die Fundraisingsituation als negativ.*

Quelle: GPEB

**Grafik 5: Entwicklung der Beurteilung der Fundraisingsituation durch die im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften**

Die in Abschnitt zwei dargestellte positive Entwicklung der durch das GPEB erfassten Stimmung im deutschen Beteiligungskapitalmarkt fand also trotz weiterhin großer Schwierigkeiten beim Fundraising statt. Die Analyse der Einflussstärke der Beurteilung des Fundraisings auf die Geschäftslagebeurteilung zeigt jedoch, dass schon die leichten Erfolge beim Fundraising, wie sie in Grafik 5 für die Jahre 2005 und 2006 zum Ausdruck kommen – auch wenn dieses im Vergleich zu den Boomjahren 1999 bis 2001 noch immer schwach ist – zu einer deutlichen Stimmungsverbesserung beitragen können.



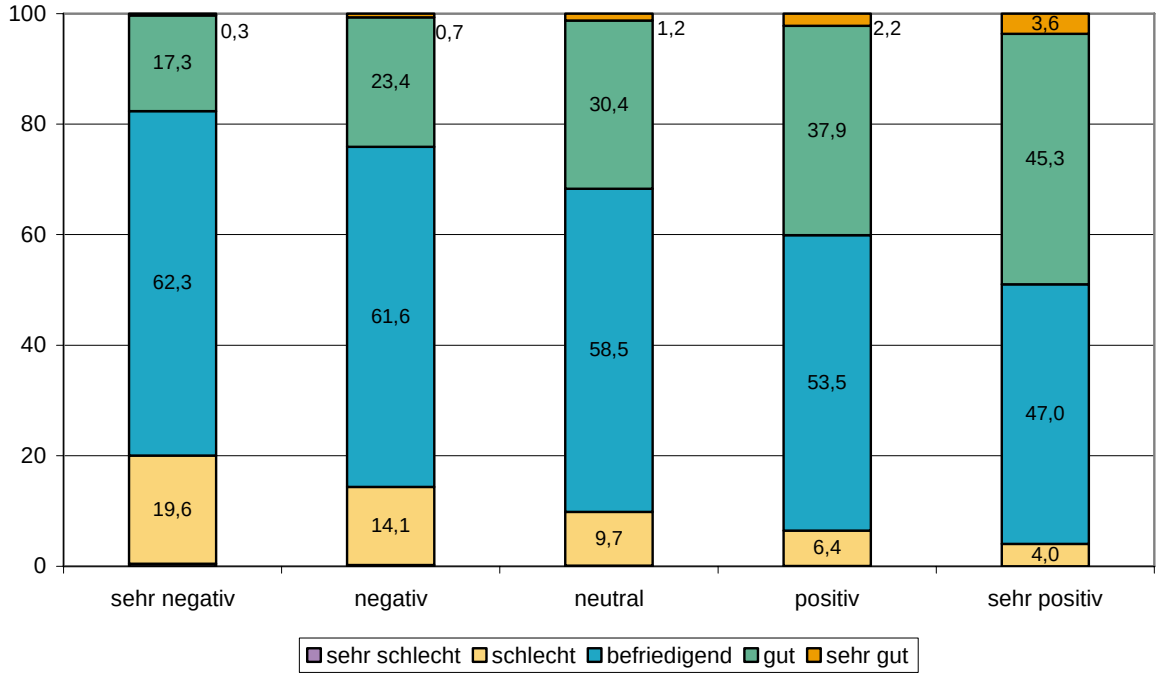

Quelle: BVK

**Grafik 6: Entwicklung des Fundraisings in Deutschland 1999 bis 2006**

Innovationstätigkeit der (Ziel-)Unternehmen.

Die unternehmerische Innovationstätigkeit stellt ebenfalls einen wichtigen Einflussfaktor für die Beurteilung der Geschäftslage durch die Beteiligungsgesellschaften dar. Die Innovationstätigkeit ist dabei sowohl für die Früh- als auch die Spätphasenfinanziers von Bedeutung, wenngleich das Bedeutungsausmaß im Later Stage Segment deutlich höher ist.

Für den Gesamtmarkt zeigt Grafik 7, dass eine Verbesserung der Einschätzung der Innovationstätigkeit von „neutral“ zu „positiv“ die Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen, um fast ein Viertel (von 30,4 % auf 37,9 %) erhöht. Bei den Spätphasengesellschaften beträgt die, auf diesen Faktor zurückgehende Wirkung auf die Beurteilung der Geschäftlage über 32 %, während sie sich im Early Stage Segment auf lediglich knapp 19 % beläuft (ohne Grafik).




*Lesebeispiel: Eine Verbesserung der Bewertung der Innovationstätigkeit von „neutral“ zu „positiv“ führt – wenn alle anderen berücksichtigten Einflussfaktoren unverändert als „neutral“ beurteilt sowie die für den Untersuchungszeitraum durchschnittliche Wachstumsrate es BIPs in Höhe von 0,4 % angenommen werden – zu einer Steigerung der Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen, von 30,4 % auf 47,9 %.*

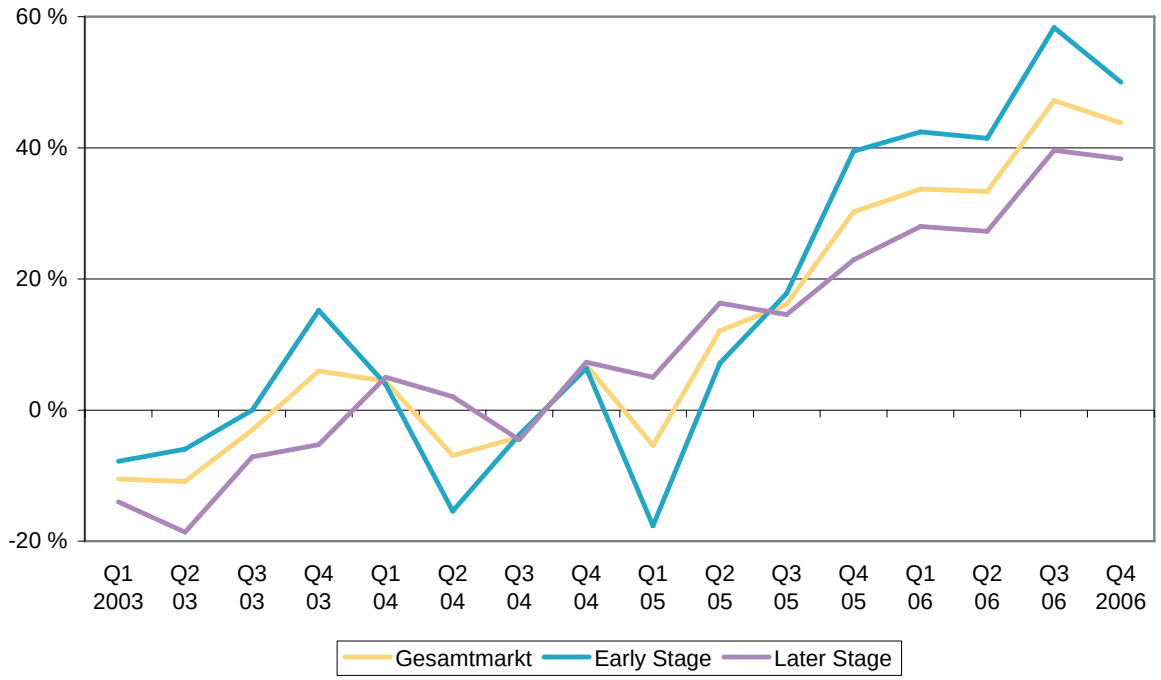
Quelle: GPEB, eigene Berechnungen nach Tabelle 3.

**Grafik 7: Bedeutung der Innovationstätigkeit für die Beurteilung der Geschäftslage im Gesamtmarkt**

Eine mögliche Ursache für den Bedeutungsunterschied der Innovationstätigkeit zwischen den beiden Teilmärkten könnte darin liegen, dass eine rege Innovationsaktivität etablierte Unternehmen zu einem attraktiven Ziel für Beteiligungsgesellschaften macht, da sie einerseits (organische) Wachstumsmöglichkeiten eröffnet und andererseits den externen Kapitalbedarf erhöht. Gerade der zweite Punkt dürfte in der Aufschwungphase in besonderem Maße an Bedeutung gewonnen haben. In der Frühphase gilt dieser Zusammenhang zwischen Innovationstätigkeit und Wachstumspotenzial sowie externem Kapitalbedarf selbstverständlich auch. Bei den wissens- und technologieorientierten Startups, die im Fokus der Early Stage Gesellschaften stehen, ist eine hohe Innovationsdynamik jedoch ohnehin meist zwingende Voraussetzung für ein Investment durch eine VC-Gesellschaft. Insofern dürften die Frühphasengesellschaften in ihrer Unternehmenszielgruppe keine im Zeitablauf stark schwankende Innovationsintensität feststellen. Für sie dürfte die Umsetzung dieses Innovationspotentials in ein attraktives Geschäftsmodell von größerer Bedeutung sein.

Grafik 8 zeigt die Entwicklung der Beurteilung der unternehmerischen Innovationstätigkeit durch die befragten Beteiligungsgesellschaften im Zeitablauf. Dabei schwankt der Saldo aus „positiv“- und „negativ“-Meldungen zunächst bis Anfang 2005 um die Nulllinie. Ab dem zwei-

ten Quartal 2005 wird die Innovationstätigkeit dann zunehmend positiv beurteilt, so dass Ende 2006 im Saldo fast 50 % der Gesellschaften eine positive Einschätzung abgeben.



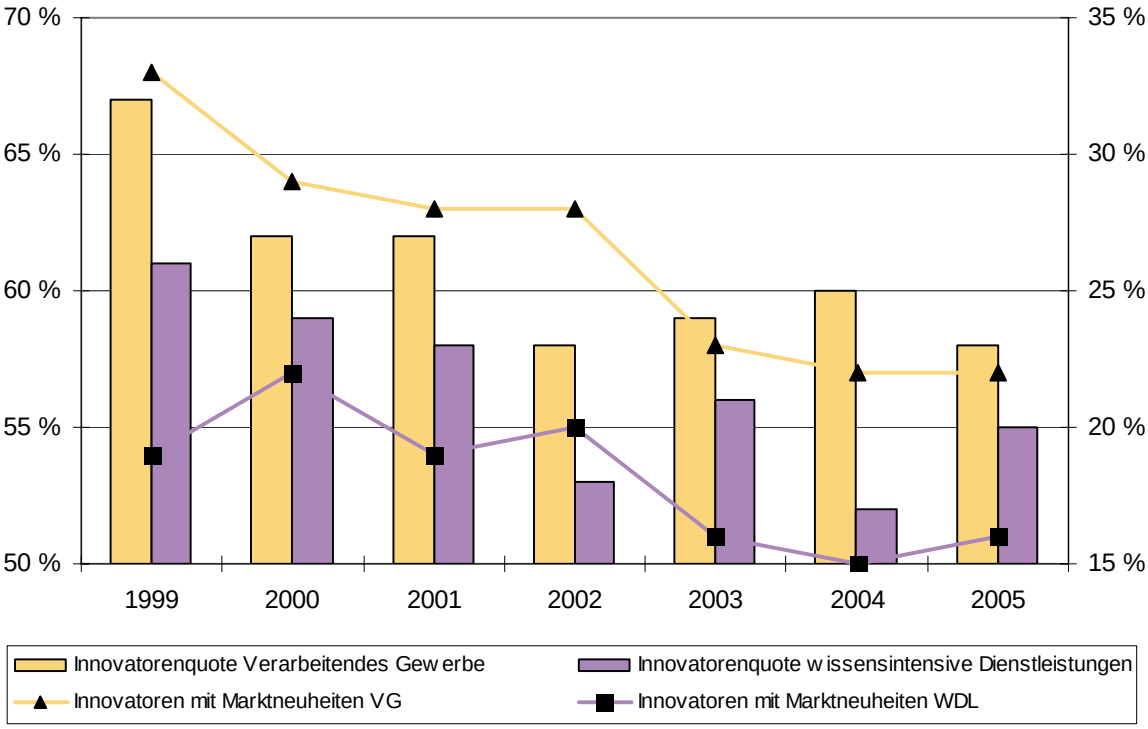

*Lesebeispiel: Im ersten Quartal 2003 beurteilten im Saldo rund 10 % der im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften die unternehmerische Innovationstätigkeit als „negativ".*

Quelle: GPEB

**Grafik 8: Entwicklung der Beurteilung der Innovationstätigkeit von potentiellen Zielunternehmen durch die im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften**

Dieser Verlauf ist insofern überraschend, als einschlägige Innovationsindikatoren wie die Innovatorenquote und der Anteil originärer Innovatoren[19] in den Jahren 2003 bis 2005 (neueste verfügbare Zahl) keinen eindeutigen Trend aufweisen (siehe Grafik 9). Dass sich die Einschätzung der unternehmerischen Innovationstätigkeit durch die Beteiligungsgesellschaften in den Jahren 2005 und 2006 nichtsdestotrotz kräftig verbessert hat, könnte darauf zurückzuführen sein, dass Beteiligungsfinanzierer ein Anziehen der Innovationstätigkeit erkennen können, bevor es sich in Kennzahlen für den Gesamtmarkt widerspiegelt, da sie bei der Auswahl ihrer Portfoliounternehmen nur eine kleine Teilmenge aller Unternehmen betrachten und es sich dabei darüber hinaus um eine Positivselektion an Unternehmen handelt.

[19] Die Innovatorenquote gibt den Anteil der Unternehmen an allen Unternehmen an, die in den letzten drei Jahren erfolgreich eine Innovation durchgeführt haben. Originäre Innovatoren sind solche Innovatoren, die Produkte bzw. Dienstleistungen im Unternehmen eingeführt haben, welche eine Marktneuheit darstellen. Die Innovatorenquoten werden jeweils getrennt für das Verarbeitende Gewerbe (VG) und die sog. wissensintensiven Dienstleistungen (WDL) ermittelt. Bei den WDL handelt es sich um jene Dienstleistungsbranchen, die einen überdurchschnittlichen Akademikeranteil aufweisen wie z. B. Unternehmensberatung und Finanzdienstleistungen. Da die WDL stärker im Fokus von Beteiligungsgesellschaften stehen als die sonstigen Dienstleistungen, werden hier nur die WDL ausgewiesen.

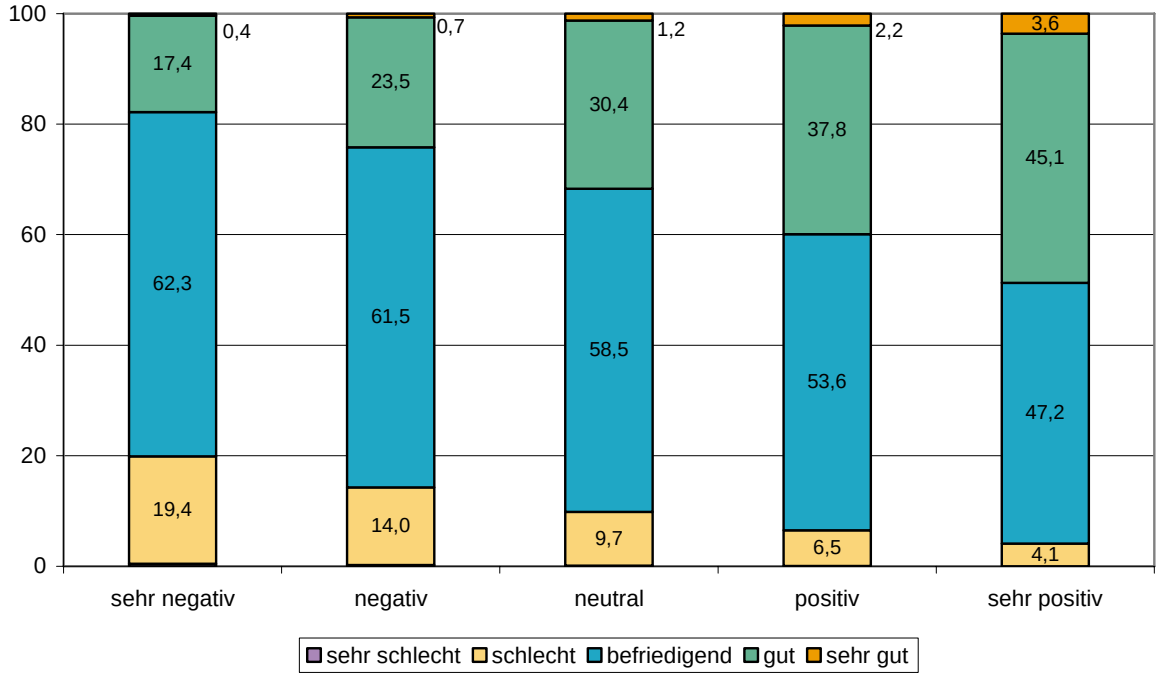



Quelle: ZEW 2007

**Grafik 9: Entwicklung der Innovationstätigkeit in Deutschland 1999 bis 2005**

Nachfrage nach Beteiligungskapital.

Auch die Nachfrage nach Beteiligungskapital seitens potenzieller Zielunternehmen erweist sich als einer der wichtigsten Einflussfaktoren auf die Stimmung im deutschen Beteiligungskapitalmarkt. Grafik 10 zeigt, dass eine Verbesserung der Einschätzung der Nachfragesituation von „neutral“ zu „positiv“ die Wahrscheinlichkeit einer Einstufung der aktuellen Geschäftslage als „gut“ um knapp ein Viertel (von 30,4 % auf 37,8 %) erhöht. Dies zeigt, dass die Beurteilung der Situation bezüglich potenzieller Neuinvestments wesentlich für die Einschätzung der eigenen Geschäftslage ist.

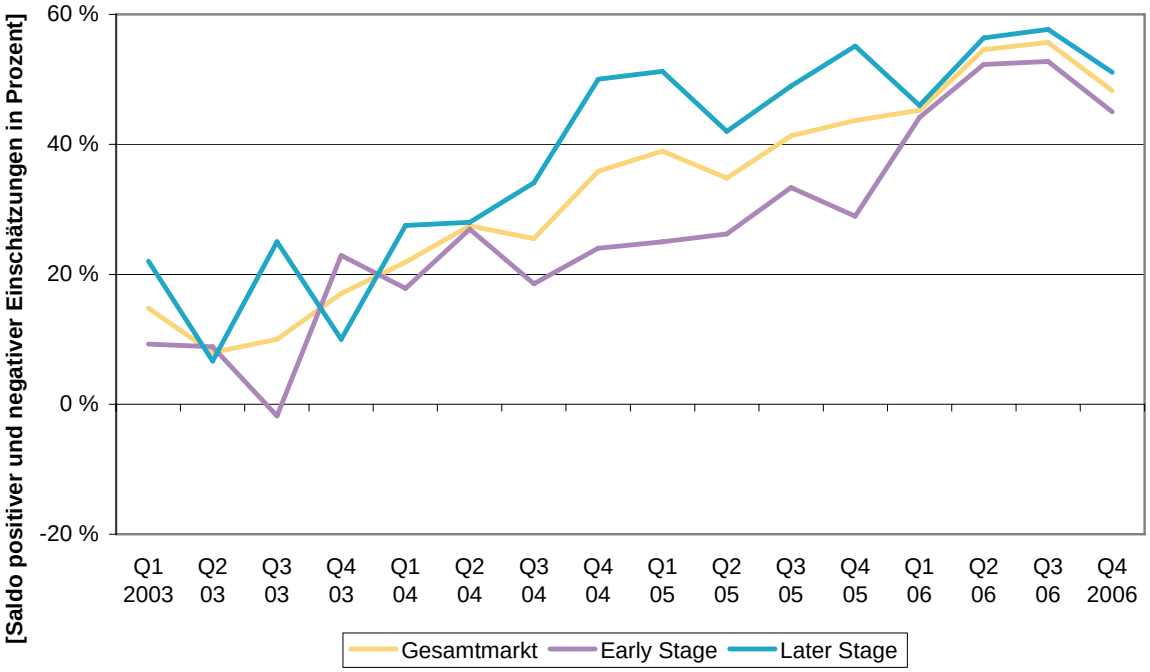



*Lesebeispiel: Eine Verbesserung der Bewertung der Nachfrage nach Beteiligungskapital von „neutral“ zu „positiv“ führt – wenn alle anderen berücksichtigten Einflussfaktoren unverändert als „neutral“ beurteilt sowie die für den Untersuchungszeitraum durchschnittliche Wachstumsrate es BIPs in Höhe von 0,4 % angenommen werden – zu einer Steigerung der Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen, von 30,4 % auf 37,8 %.*

Quelle: GPEB, eigene Berechnungen nach Tabelle 3.

**Grafik 10: Bedeutung der Nachfrage nach Beteiligungskapital für die Geschäftslagebeurteilung im Gesamtmarkt**

Deutliche Unterschiede zeigen sich hier zwischen den Früh- und Spätphasengesellschaften. Für Spätphasengesellschaften erhöht eine Verbesserung der Beurteilung der Nachfrage nach Beteiligungskapital von „neutral“ zu „positiv“ – bei Konstanz aller anderen Einflussfaktoren – die Wahrscheinlichkeit, die Geschäftlage als „gut“ zu bewerten um 41 %, während sich dieser Wert für die typische Frühphasengesellschaft nur auf 22 % beläuft. Der starke Bedeutungsunterschied zwischen Früh- und Spätphase steht im Einklang mit der Tatsache, dass die positive Marktentwicklung der Jahre 2005 bis 2006 vor allem durch ein Anziehen der Investitionstätigkeit im Spätphasensegment – insbesondere der Buyouts – getrieben ist, während die Investitionstätigkeit in der Frühphase nach wie vor nur sehr schleppend anläuft und deshalb die Nachfrage nach Beteiligungskapital aufgrund der geringeren Wettbewerbsintensität dort noch keine so wichtige Rolle spielen dürfte. Dies gilt ungeachtet der Tatsache, dass auch die Frühphasengesellschaften die Nachfrage nach Beteiligungskapital am aktuellen Rand als deutlich besser beurteilen als noch zu Beginn des Untersuchungszeitraums (siehe Grafik 11).




*Lesebeispiel: Im ersten Quartal 2003 beurteilten im Saldo rund 15 % der im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften die Nachfrage nach Beteiligungskapital als positiv.*

Quelle: GPEB

**Grafik 11: Entwicklung der Beurteilung der Nachfrage nach Beteiligungskapital durch die Beteiligungsgesellschaften**

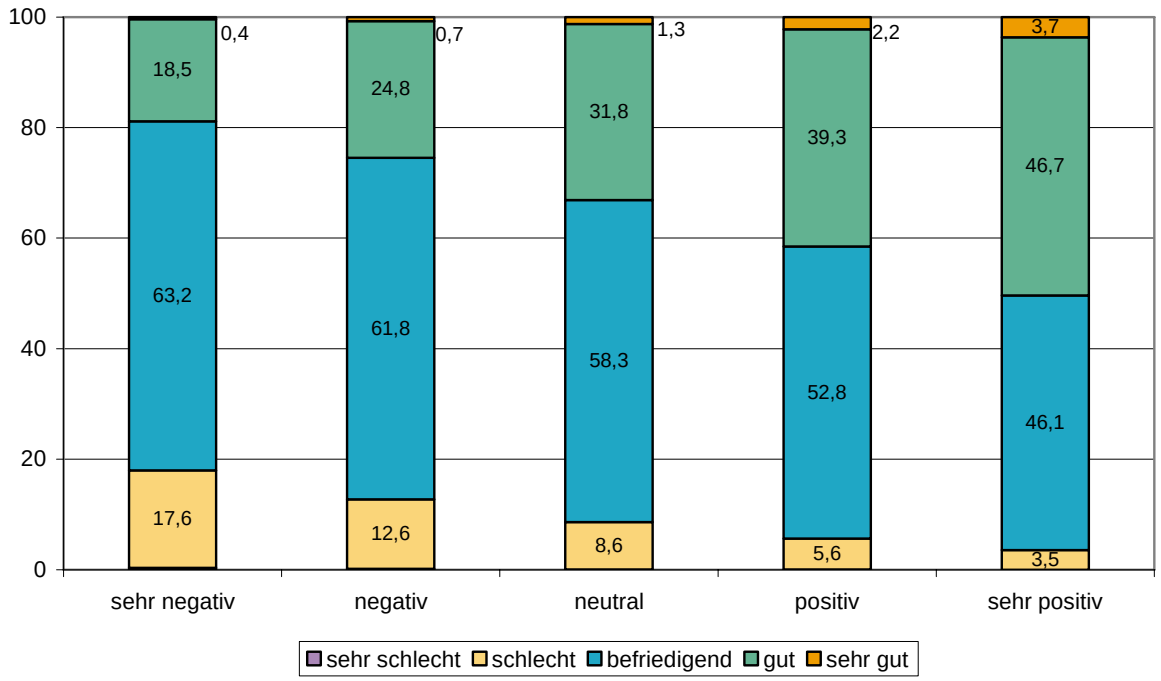
Exitsituation.

Die oben beschriebene Auflegung geschlossener Fonds mit fixer Laufzeit durch Beteiligungsgesellschaften hat eine weitere Besonderheit des Geschäftsmodells Private Equity zur Folge: Die hohe Bedeutung des Exits für die Rendite der Fonds. So gehen Private Equity Gesellschaften ihre Beteiligungen in der Regel von vorneherein mit einem zeitlich begrenzten Investitionshorizont von drei bis sieben Jahren ein. Die (erhofften) Wertzuwächse der Portfoliounternehmen realisieren Beteiligungsgesellschaften – abgesehen von einigen wenigen Ausnahmen[20] – mit dem Exit, d. h. der Veräußerung ihrer Beteiligung über die Börse, an andere Beteiligungsgesellschaften (sog. Secondaries), strategische Investoren (sog. Trade Sales) oder die Gründer bzw. Unternehmensleitung (sog. Buybacks).

Aufgrund der hohen Bedeutung der Exits für den Erfolg einer Beteiligungsgesellschaft überrascht es deshalb kaum, dass die Exitsituation zu den bedeutenden Einflussfaktoren für die Stimmung im Markt zählt. Allerdings ist die große Bedeutung der Exitsituation lediglich auf das Early Stage Segment zurückzuführen. Für Frühphasengesellschaften zeigt Grafik 12,

[20] Bei diesen Ausnahmen kann es sich um Zinszahlungen bei stillen Beteiligungen oder neuerdings die Ausschüttung von Sonderdividenden im Zuge so genannter Rekapitalisierungen handeln.

dass die Verbesserung der Beurteilung der Exitsituation von „neutral“ zu „positiv“ die Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen, um knapp 24 % (von 31,8 % auf 39,3 %) erhöht. Damit zählt die Exitsituation zu den drei wichtigsten Einflussfaktoren auf die Geschäftslage im Frühphasensegment.[21]




*Lesebeispiel: Eine Verbesserung der Bewertung der Exitsituation von „neutral“ zu „positiv“ führt in der Frühphase – wenn alle anderen berücksichtigten Einflussfaktoren unverändert als „neutral“ beurteilt sowie die für den Untersuchungszeitraum durchschnittliche Wachstumsrate es BIPs in Höhe von 0,4 % angenommen werden – zu einer Steigerung der Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen, von 30,4 % auf 41,4 %.*

Quelle: GPEB, eigene Berechnungen nach Tabelle 3.

**Grafik 12: Bedeutung der Exits für die aktuelle Geschäftslagebeurteilung in der Frühphase**

Im Spätphasensegment geht dagegen von der Exitsituation kein Einfluss auf die Geschäftslagebeurteilung aus. Dieser Bedeutungsunterschied der Exits zwischen den beiden Finanzierungsphasen dürfte darauf zurückzuführen sein, dass Spätphasengesellschaften im Vergleich zu den Frühphasenfinanzierern deutlich mehr Möglichkeiten haben, schon vor dem Exit Rückflüsse aus ihren Portfoliounternehmen zu realisieren, da sie beispielsweise einen größeren Teil des von ihnen bereitgestellten Kapitals in Form zinsbringenden Mezzanines

[21] Durchgeführte Wald-Tests kommen zum Schluss, dass die Unterschiede in den Regressionskoeffizienten zwischen den Einflussfaktoren, für welche die stärksten Wirkungen auf die Beurteilung der Geschäftslage ermittelt wurden – „Fundraising“, „Exitsituation“ sowie „Qualität der Investment Proposals“ –, innerhalb des statistischen Unschärfebereichs liegen.

investieren.[22] Auch können sie im Gegensatz zu den meisten Wagniskapitalfinanzierern mit Frühphasenfokus Gewinnausschüttungen vornehmen.

Interessant ist eine Betrachtung des tatsächlichen Antwortverhaltens der im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften zur Einschätzung der Exitsituation. Aus Grafik 13 ist ersichtlich, dass zu Beginn des Untersuchungszeitraums im Saldo mehr als 50 % der befragten Beteiligungsgesellschaften und sogar fast 70 % der Frühphasenfinanzierer die Exitsituation als negativ beurteilten. Daran zeigt sich, dass der Zusammenbruch des Neuen Marktes im Jahre 2001 und seine Schließung 2003 die Frühphasengesellschaften deutlich härter getroffen hat als jene mit Spätphasenfokus. Grund dafür ist, dass für die Portfoliounternehmen der Frühphasenfinanzierer nicht nur der Exitkanal Börse wegfiel, sondern automatisch auch die Bewertungen für ihre Unternehmen schlechter wurden und somit auch eine Veräußerung über andere Kanäle wie Trade Sales massiv erschwert bzw. unattraktiv wurde. Die Erholung der Technologieaktien ab Mitte 2005 und die Etablierung des Entry Standards im Herbst 2005 dürfte die Exitsituation für die Frühphasengesellschaften dann deutlich verbessert haben, was sich in einer im Saldo positiven Beurteilung der Exits ab Ende 2005 widerspiegelt. Allerdings werden die Exitbedingungen von den Frühphasengesellschaften noch immer schlechter beurteilt als von ihren Pendants aus der Spätphase. Dies könnte daran liegen, dass die Later Stage Gesellschaften in größerem Maße davon profitieren, dass in den Jahren 2005 und 2006 wieder verstärkt Großunternehmen als strategische Investoren aufgetreten sind und dadurch Möglichkeiten für attraktive Trade Sales geschaffen haben.

[22] Im Zeitraum 2002 bis 2004 wurde Beteiligungsgesellschaften mit Spätphasenfokus über 40 % des von ihnen investierten Kapitals in Form von (zinsbringenden) Gesellschafterdarlehen und stillen Beteiligungen dargestellt, während es bei den Frühphasenfinanzierern nur knapp 17 % waren. Vgl. N. Ehrhart, K. Mark und V. Zimmermann (2007), S. 85.

*Lesebeispiel: Im ersten Quartal 2003 beurteilten im Saldo rund 55 % der im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften die Exitsituation als negativ.*

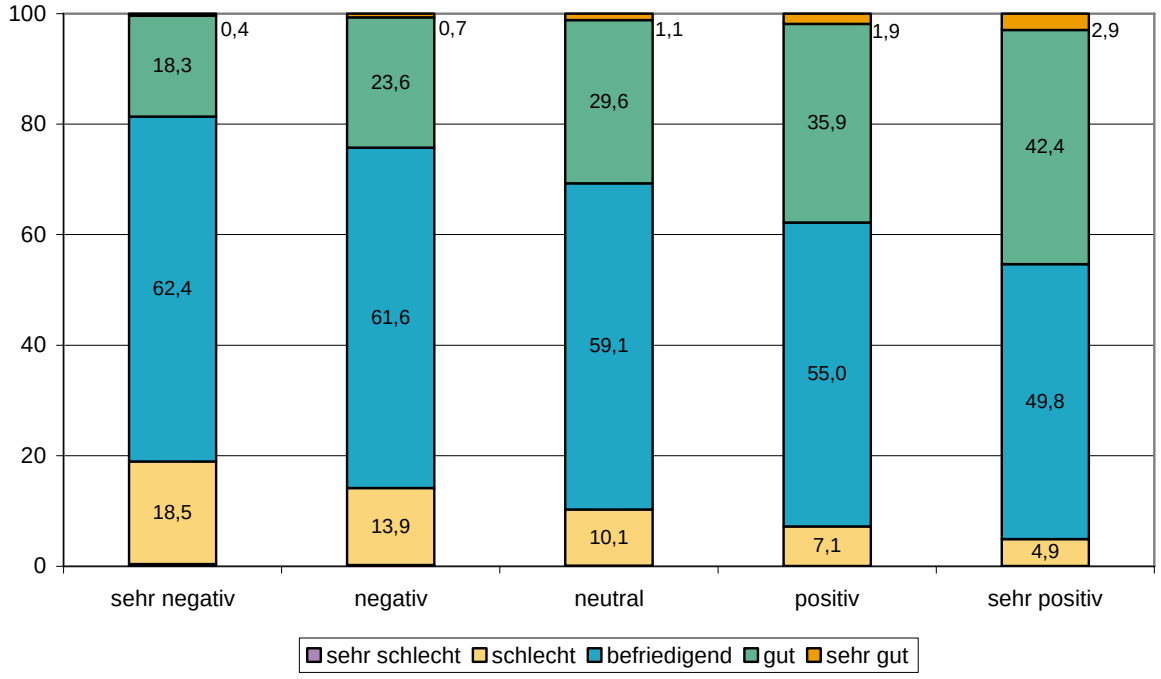
Quelle: GPEB

**Grafik 13: Entwicklung der Beurteilung der Exits durch die Beteiligungsgesellschaften**

Abschreibungen.

Abschreibungen, die Beteiligungsgesellschaften auf ihr Portfolio vornehmen müssen, sind ein weiterer wichtiger Einflussfaktor für die Stimmungsbeurteilung im Beteiligungsmarkt.[23] Im Gegensatz zur Situation beim Einflussfaktor Exits, der v. a. für die Frühphasenfinanzierer wichtig ist, zeigt sich die Bedeutung der Abschreibungen für die Stimmung im Markt ausschließlich im Spätphasensegment. Grafik 14 zeigt, dass eine Verbesserung der Beurteilung der Abschreibungen von „neutral“ zu „positiv“, die Wahrscheinlichkeit, die Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen für Spätphasengesellschaften um 21 % (von 29,6 % auf 36,9 %) erhöht.

[23] Abschreibungen werden meist aufgrund von Insolvenzen von Portofoliounternehmen notwendig, so dass die Erklärungsfaktoren „Abschreibungen“ und „Unternehmensinsolvenzen“ einen ähnlichen Sachverhalt widerspiegeln. Die Antworten der Beteiligungsgesellschaften zu den beiden Einflussfaktoren weisen dementsprechend auch eine hohe Korrelation auf. In der vorliegenden Untersuchung wurde der Einflussfaktor „Unternehmensinsolvenzen“ deshalb nicht explizit berücksichtigt.




*Lesebeispiel: Eine Verbesserung der Bewertung der Abschreibungen von „neutral“ zu „positiv“ führt in der Spätphase – wenn alle anderen berücksichtigten Einflussfaktoren unverändert als „neutral“ beurteilt sowie die für den Untersuchungszeitraum durchschnittliche Wachstumsrate es BIPs in Höhe von 0,4 % angenommen werden – zu einer Steigerung der Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen, von 29,6 % auf 35,6 %.*

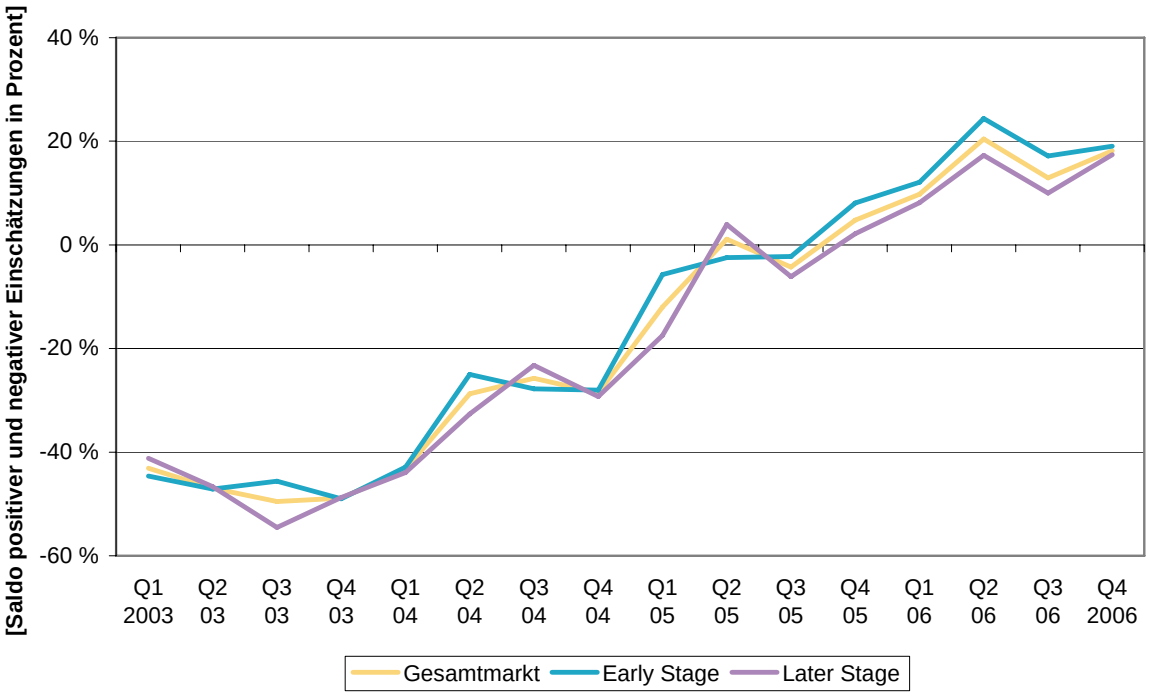
Quelle: GPEB, eigene Berechnungen nach Tabelle 3.

**Grafik 14: Bedeutung der Abschreibungen für die Geschäftslagebeurteilung in der Spätphase**

Ursächlich für den Bedeutungsunterschied der Abschreibungen zwischen Früh- und Spätphase dürfte sein, dass Insolvenzen in der Frühphase nichts ungewöhnliches darstellen und das Geschäftsmodell der typischen VC-Gesellschaft in stärkerem Maße darauf ausgerichtet ist, die erwarteten Totalabschreibungen durch sogenannte Highflyer überkompensieren zu können. Auch dürften Insolvenzen bei technologieorientierten Startups stärker durch die Qualität des Geschäftsmodells der Portfoliofirma sowie der Unterstützungsleistung des Beteiligungsgebers getrieben sein. In der Spätphase dagegen gilt umgekehrt, dass Insolvenzen stark durch die allgemeine konjunkturelle Lage beeinflusst werden und dass der Erfolg der meisten Later Stage Gesellschaften sensibler auf Ausfälle einzelner Portfoliounternehmen reagiert, da diese seltener durch Überrenditen bei anderen Beteiligungen ausgeglichen werden können.

Betrachtet man den zeitlichen Verlauf der saldierten Antworten der im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften zur Abschreibungssituation, so spiegeln diese mehr oder weniger die Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen in Deutschland wider: Wie Grafik 15 zeigt, verbessert sich die im Jahr 2003 stark negative Beurteilung der Abschreibungssituation kontinuierlich. Ende des Jahres 2006 kommen im Saldo knapp 20 % der Beteili-

gungsgesellschaften zu einer positiven Beurteilung. Im gleichen Zeitraum sanken die Unternehmensinsolvenzen in Deutschland um gut 20 %.[24]




*Lesebeispiel: Im ersten Quartal 2003 beurteilten im Saldo rund 45 % der im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften die Abschreibungssituation als negativ.*

Quelle: GPEB

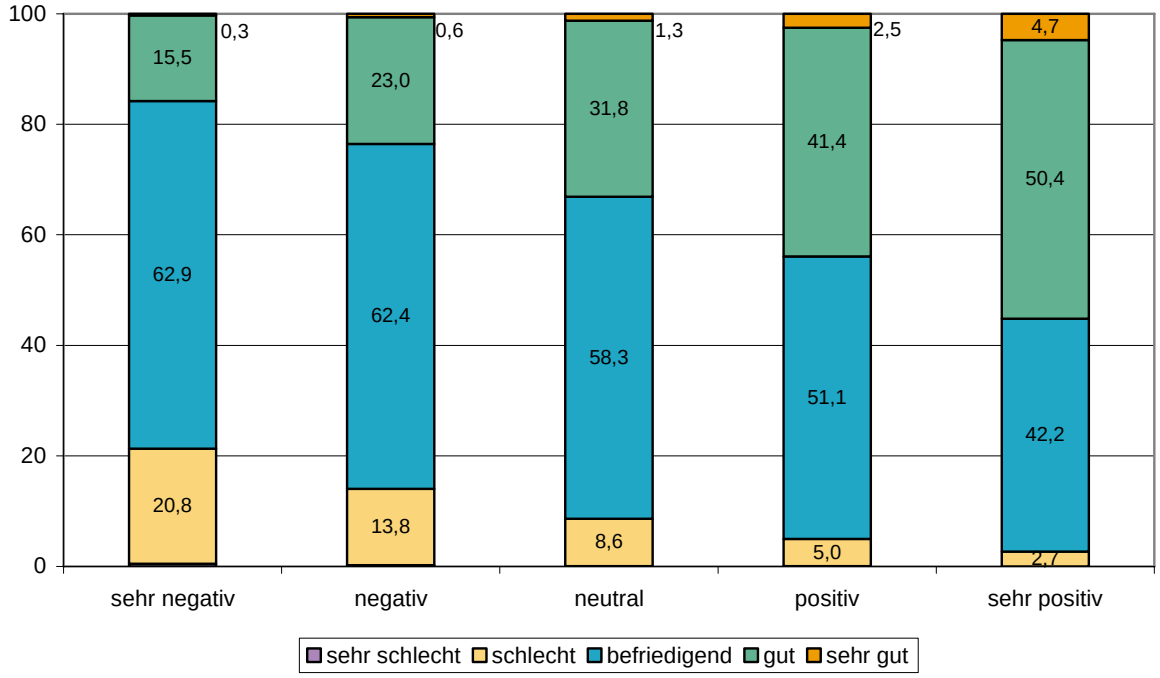
**Grafik 15: Entwicklung der Beurteilung der Abschreibungen durch die Beteiligungsgesellschaften im Rahmen des GPEB**

Qualität der eingehenden Finanzierungsanfragen (Investment Proposals).

Vor dem Hintergrund der im Zusammenhang mit den Abschreibungen erläuterten Bedeutung des Geschäftsmodells der Zielunternehmen für das Frühphasensegment ist es wenig überraschend, dass die Qualität der eingehenden Finanzierungsanfragen dort zu den drei wichtigsten Einflussfaktoren zählt. Denn der Erfolg einer Beteiligungsgesellschaft hängt unter anderem entscheidend davon ab, ob es ihr gelingt, attraktive Finanzierungsprojekte (Deals) zu akquirieren. Beteiligungsgesellschaften wenden deshalb einen großen Anteil ihrer Zeit für die Pflege von Netzwerken zur Akquise neuer Deals auf. Eingehende Finanzierungsanfragen müssen gescreent, bewertet und ausgewählt werden, wobei Frühphasengesellschaften in Deutschland nur ein Zehntel aller eingehenden Finanzierungsanfragen einer detaillierten

[24] Die Unternehmensinsolvenzen sanken zwischen 2003 und 2006 von 39.470 über 39.270 und 36.850 auf 31.300. Vgl. Creditreform (2006).

Einzelfallprüfung (Due Diligence) unterziehen und sich lediglich rund 3 % aller eingehenden Finanzierungsanfragen als für sie attraktive Finanzierungsprojekte erweisen.[25]




*Lesebeispiel: Eine Verbesserung der Bewertung der Qualität der Investment Proposals von „neutral“ zu „positiv“ führt – wenn alle anderen berücksichtigten Einflussfaktoren unverändert als „neutral“ beurteilt sowie die für den Untersuchungszeitraum durchschnittliche Wachstumsrate es BIPs in Höhe von 0,4 % angenommen werden – zu einer Steigerung der Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen, von 31,8 % auf 41,4 %.*

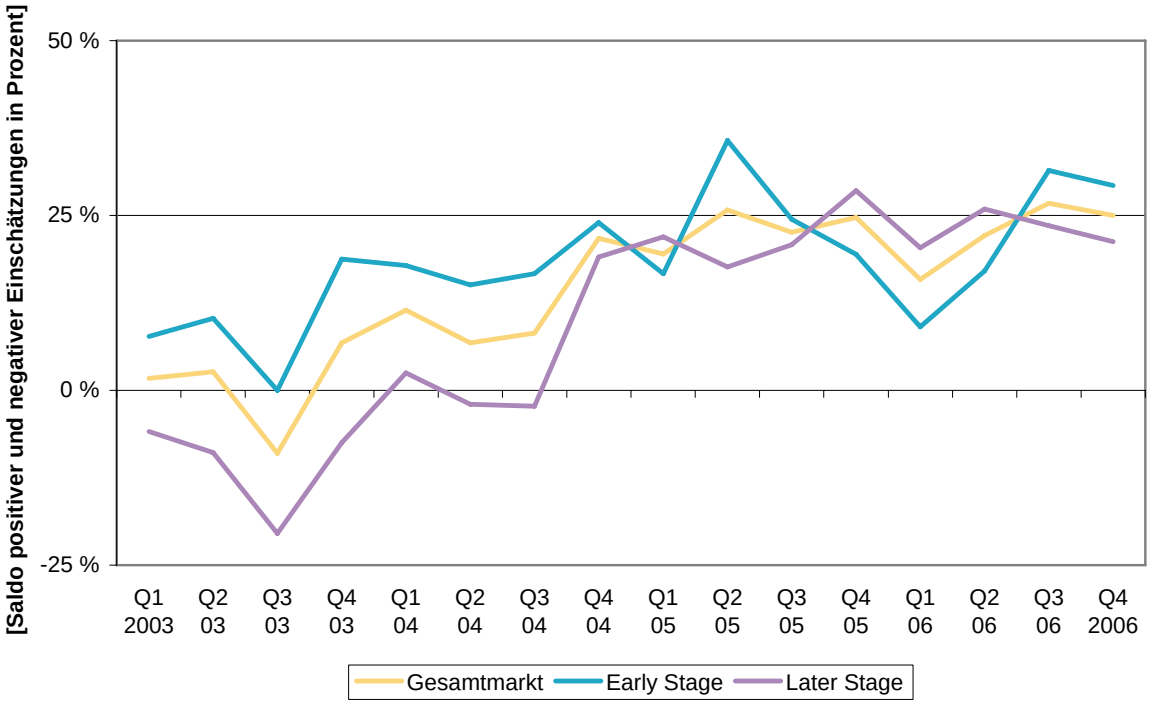
Quelle: GPEB, eigene Berechnungen nach Tabelle 3.

**Grafik 16: Bedeutung der Qualität der Investment Proposals für die Geschäftslagebeurteilung in der Frühphase**

Eine höhere Qualität der Investment Proposals sorgt somit für einen größeren effektiven Dealflow und dies wirkt sich positiv auf die Stimmung bei den Early Stage Gesellschaften aus. So zeigt Grafik 16, dass eine Verbesserung der Beurteilung der Qualität der Investment Proposals von „neutral“ zu „positiv“ bei einem Frühphasenfinanzierer die Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu bewerten, um knapp ein Drittel (von 31,8 % auf 41,4 %) erhöht. Im Spätphasensegment dagegen spielt die Qualität der Finanzierungsanfragen keine statistisch signifikante Rolle für die Geschäftslagebeurteilung. Erklärt werden kann dieser Befund damit, dass Spätphasengesellschaften bei der Dealauswahl in stärkerem Maße auf verlässliche Vergangenheitsdaten wie Jahresabschlüsse oder die daraus abgeleiteten Planzahlen zurückgreifen können.[26]

[25] Vgl. A.-K. Achleitner et al. (2006), S. 539f.

[26] Eigene Untersuchungen zeigen, dass die Jahresabschlussdaten und Planzahlen zusammen mit dem Unternehmer bzw. Managementteam in der Spätphase die wichtigste Informationsquelle für die




*Lesebeispiel: Im ersten Quartal 2003 beurteilten im Saldo knapp 2 % der im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften die Abschreibungssituation als positiv.*

Quelle: GPEB

**Grafik 17: Entwicklung der Beurteilung der Qualität der Investment Proposals durch die Beteiligungsgesellschaften im Rahmen des GPEB**

Angaben über die Qualität der bei den VC-Gesellschaften eingehenden Investment Proposals sind nur spärlich verfügbar, da es sich dabei um eine sehr sensible Information handelt. Im VC-Panel von Fleischauer, Hoyer & Partner (FHP) wurden die Frühphasengesellschaften jedoch im zweiten Quartal 2006 nach der Qualität der bei ihnen eingehenden Investitionsanfragen befragt. Die Antworten der Gesellschaften deuten darauf hin, dass sich die Qualität des Dealflows im Jahr 2005 im Durchschnitt verbessert hat, da 22 % von einer gestiegenen und 78 % zumindest von einer konstanten Qualität der Finanzierungsanfragen berichten.[27] Diese Einschätzung wird durch das Antwortverhalten der Frühphasengesellschaften im GPEB bestätigt (s. Grafik 17). Von einer im Saldo nur leicht positiven Beurteilung der eingehenden Finanzierungsanfragen im Jahr 2003 verbessert sich die Einschätzung der Qualität der Investment Proposals auf einen Saldo von durchschnittlich 24 % in den Jahren 2005 und 2006. Dies deutet darauf hin, dass auch die verbesserte Qualität der Investment Proposals

---

Due Diligence darstellen. In der Frühphase dagegen kommt der Branchen-/Marktanalyse, den Produkten und Dienstleistungen des Zielunternehmens sowie dessen Wettbewerbsstrategie eine wichtigere Bedeutung zu. Diese Informationen sind i. d. R. Inhalt eines Business Plans. Vgl. A.-K. Achleitner et al. (2006), S. 541f.

[27] Vgl. FHP Private Equity Consultants (2006).

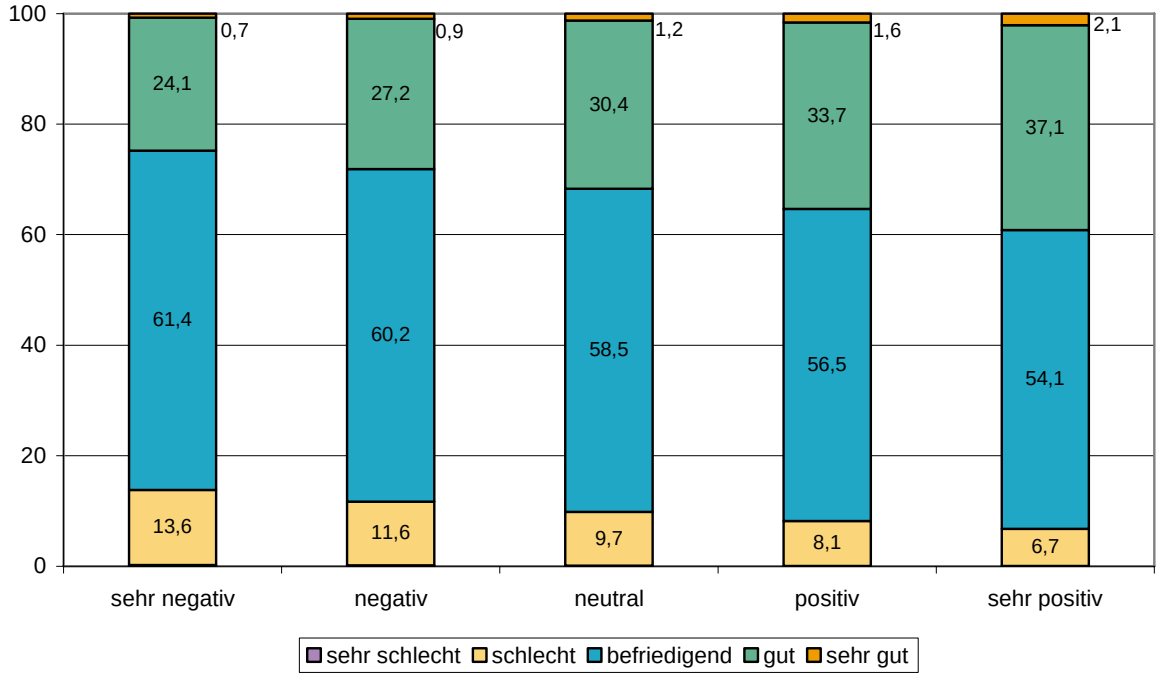
eine wichtige Rolle für den Stimmungsanstieg im Frühphasensegment seit Anfang 2005 gespielt hat.

Verfügbarkeit öffentlicher Förderung.

Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt ist im internationalen Vergleich wie eingangs beschrieben relativ jung, so dass es wenig überraschend ist, dass der Verfügbarkeit öffentlicher Förderung eine bedeutsame Rolle für die Stimmungsbeurteilung durch die Marktteilnehmer zukommt. So ermöglichen es Förderprogramme privaten Beteiligungsgesellschaften beispielsweise seitens der KfW, ihre Investments mit öffentlichen Mittel zu refinanzieren oder gemeinsam mit öffentlichen Kapitalgebern zu investieren (Ko-Investments) und so ihr Risiko besser zu streuen. Das quantitative Ausmaß der Verfügbarkeit öffentlicher Fördermittel ist jedoch vergleichsweise gering. So zeigt Grafik 18, dass eine Verbesserung der Einschätzung der Verfügbarkeit von Förderung von „neutral“ zu „positiv“ die Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen lediglich um 10 % (von 30,4 % auf 33,7 %) erhöht.[28] Auch zeigt sich, dass die Verfügbarkeit öffentlicher Förderung nur für den Gesamtmarkt statistisch signifikant ist, während dieser Faktor in beiden Teilmärkten aufgrund der geringeren Fallzahlen die üblichen Signifikanzniveaus nicht erreicht.[29]

[28] So lehnt ein Wald-Test die Nullhypothese ab, wonach die Regressionskoeffizienten für die Einflussfaktoren „Fundraising“ (größter, ermittelter Koeffizient) und „Verfügbarkeit von Förderprogrammen“ identisch sind ($\chi^2 = 7{,}57$).

[29] Hierbei ist zu berücksichtigen, dass auch für den Gesamtmarkt das 5 %-Signifikanzniveau nicht erreicht wird.




*Lesebeispiel: Eine Verbesserung der Bewertung der Abschreibungen von „neutral“ zu „positiv“ führt – wenn alle anderen berücksichtigten Einflussfaktoren unverändert als „neutral“ beurteilt sowie die für den Untersuchungszeitraum durchschnittliche Wachstumsrate es BIPs in Höhe von 0,4 % angenommen werden – zu einer Steigerung der Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen, von 30,4 % auf 33,7 %.*

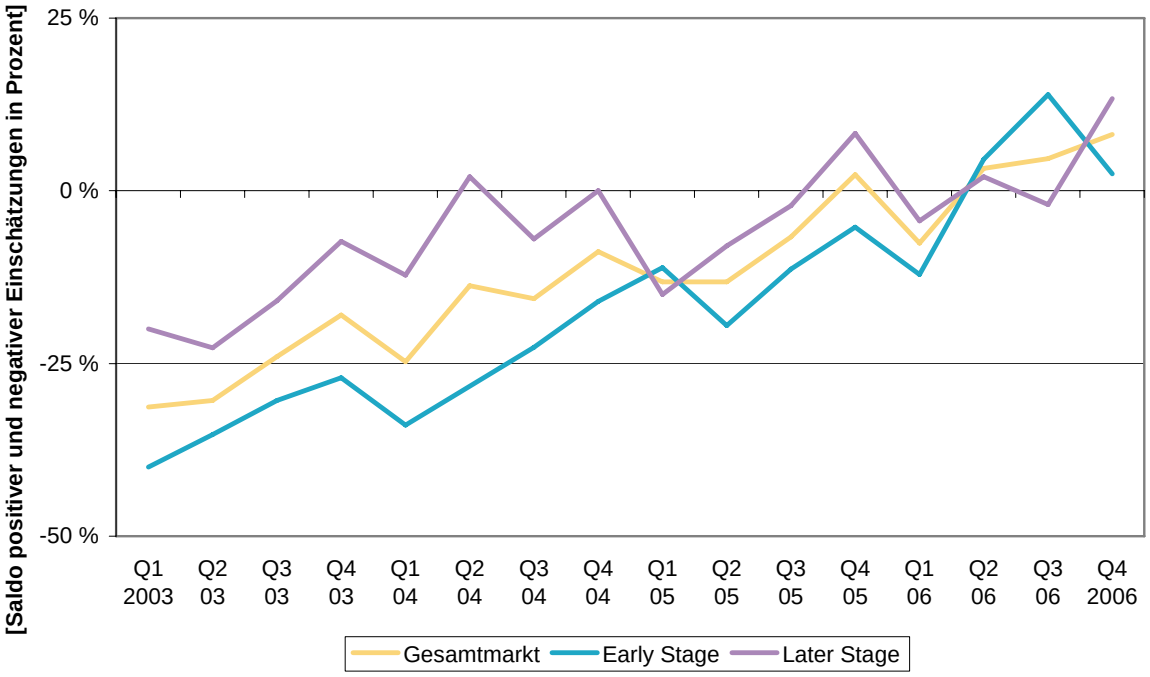
Quelle: GPEB, eigene Berechnungen nach Tabelle 3.

**Grafik 18: Bedeutung der Verfügbarkeit öffentlicher Förderung für die Geschäftslagebeurteilung im Gesamtmarkt**

Das in Grafik 19 veranschaulichte Antwortverhalten der Beteiligungsgesellschaften zur Einschätzung der Verfügbarkeit öffentlicher Förderung beginnt mit einem stark negativen Saldo im Jahr 2003. Sukzessive verbessert sich jedoch die Beurteilung der Fördersituation durch die Marktteilnehmer, so dass Mitte 2005 erstmals ein positiver Saldo zu verzeichnen ist und die Beteiligungsgesellschaften die Förderverfügbarkeit nahezu im gesamten Jahr 2006 als positiv einstufen. Diese positive Entwicklung bei der Beurteilung der Förderverfügbarkeit dürfte nicht zuletzt auf die Auflegung neuer Förderinstrumente im Beobachtungszeitraum zurückzuführen sein. Mit dem Dachfonds des europäischen Investitionsfonds (EIF), dem ERP-Startfonds der KfW sowie dem gemeinsam von Bund, KfW und Industriepartnern aufgelegten Hightech Gründerfonds (HTGF) wurden in den Jahren 2004 und 2005 drei große Instrumente für die Frühphase neu aufgelegt, so dass insgesamt von einer deutlich verbesserten Förderinfrastruktur ausgegangen werden kann, was etwa durch Befragungsdaten des FHP VC-Panel bestätigt werden kann.[30] Auch wurden seit Anfang 2006 verstärkt regionale

[30] Im FHP VC-Panel wurden die VC-Gesellschaften zur neuen Förderarchitektur des Bundes befragt. Dabei wurden HTGF und ERP-Startfonds als positiv beurteilt. Vgl. FHP Private Equity Consultants (2005).

Fonds mit Förderzielen aufgelegt, was sich ebenfalls positiv ausgewirkt haben dürfte.




*Lesebeispiel: Im ersten Quartal 2003 beurteilten im Saldo gut 30 % der im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften die Abschreibungssituation als negativ.*

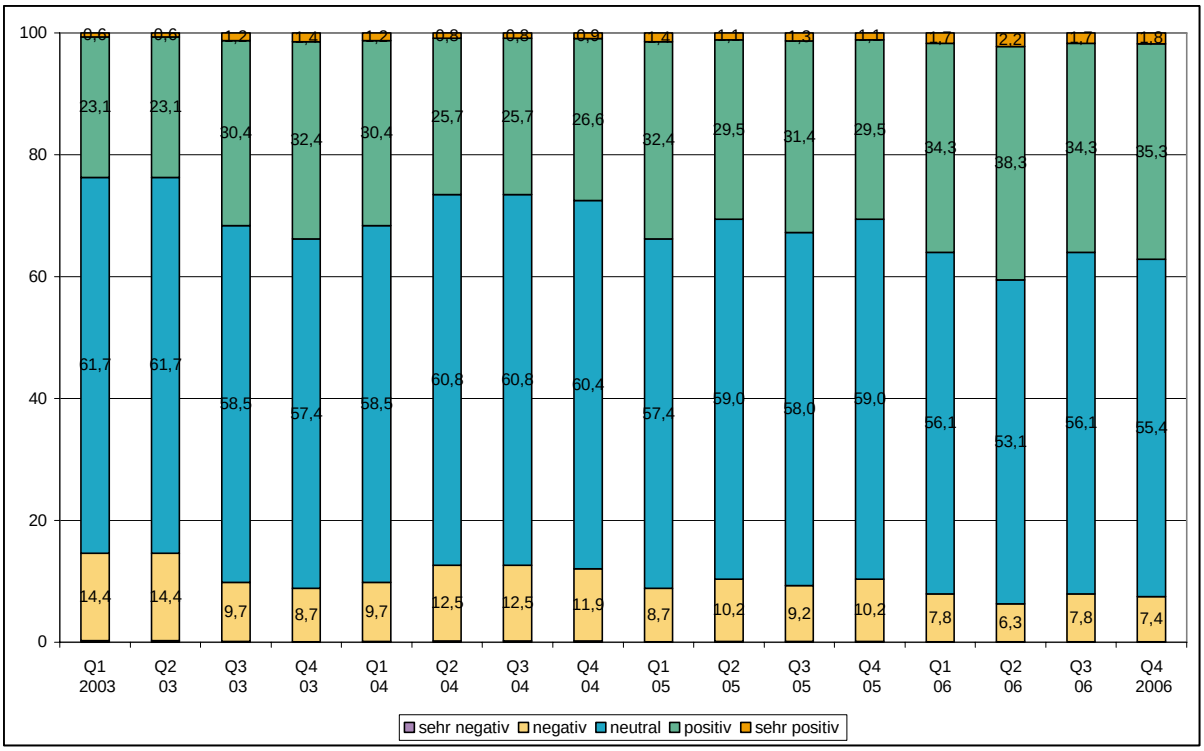
Quelle: GPEB

**Grafik 19: Entwicklung der Beurteilung der Verfügbarkeit öffentlicher Förderung durch die Beteiligungsgesellschaften im Rahmen des GPEB**

Einfluss der realwirtschaftlichen Entwicklung auf die Geschäftslagebeurteilung.

Die durch das vierteljährliche reale BIP-Wachstum erfasste Entwicklung der Realwirtschaft erweist sich ebenfalls als einflussreicher Faktor für die Stimmung im Markt.[31] Grafik 20 gibt die Entwicklung dieses Zusammenhangs für den Gesamtmarkt über den Untersuchungszeitraum wider. Dabei zeigt sich, dass der Einfluss der BIP-Entwicklung auf die Stimmung im Beteiligungsmarkt zwischen 2003 und 2006 zunehmend positiv wirkt. Dies lässt sich anhand eines Vergleichs der in Abschnitt 2 identifizierten unterschiedlichen Marktphasen – der Konsolidierungs- und Aufschwungsphase der Jahre 2003/04 bzw. 2005/06 – veranschaulichen.

[31] Bei der Untersuchung zeigte sich eine hohe Korrelation zwischen der hier verwendeten realen Wachstumsrate des BIPs und den von den Gesellschaften geäußerten Beurteilungen der konjunkturellen Situation. Um nicht zwei unterschiedliche Erklärungsfaktoren für einen Zusammenhang in der Analyse zu verwenden, wurden in der vorliegenden Untersuchung die von den Gesellschaften geäußerten Beurteilungen der konjunkturellen Situation deshalb nicht berücksichtigt.




*Lesebeispiel: Im zweiten Quartal 2006 beträgt die Wahrscheinlichkeit, dass eine Beteiligungsgesellschaft die aktuelle Geschäftslage als „positiv“ beurteilt 38,3 %, wenn lediglich die (reale) BIP-Entwicklung dieses Quartals (+1,2 % gegenüber dem Vorquartal) als Einflussfaktor auf die Geschäftslagebeurteilung berücksichtigt wird und alle anderen (beteiligungsmarktspezifischen) Einflussfaktoren als „neutral“ eingestuft werden. Im ersten Quartal 2003 sorgt die deutlich schwächere BIP-Entwicklung (-0,4 %) für eine geringere Wahrscheinlichkeit einer „positiven“ aktuellen Lagebeurteilung in Höhe von 23,1 %.*

Quelle: GPEB, eigene Berechnungen nach Tabelle 3.

**Grafik 20: Realwirtschaftlicher Einfluss auf die Geschäftslagebeurteilung**

Die Konsolidierungsphase auf dem deutschen Beteiligungsmarkt der Jahre 2003 und 2004 war durch ein schwaches reales Wirtschaftswachstum der deutschen Volkswirtschaft von durchschnittlich 0,05 % pro Quartal charakterisiert. Dies hat zur Folge, dass die durch das Regressionsmodell geschätzte Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftslage als „gut“ zu beurteilen, in der Konsolidierungsphase, d. h. im Durchschnitt über die ersten acht Quartale des Beobachtungszeitraums, lediglich 27,2 % beträgt, wenn alle anderen Einflussfaktoren mit „neutral“ eingestuft werden. Die Aufschwungsphase auf dem deutschen Beteiligungsmarkt der Jahre 2005 und 2006 war dagegen durch ein deutlich stärkeres Wirtschaftswachstum (durchschnittliche Quartalswachstumsrate 0,69 %) gekennzeichnet, was sich entsprechend in höheren Wahrscheinlichkeiten für eine positive Stimmungsbeurteilung niederschlägt. So steigt die Wahrscheinlichkeit, der Beuteilung der eigenen Geschäftslage als „gut“, wiederum unter der Annahme, dass alle anderen Einflussfaktoren als „neutral“ bewertet werden, aufgrund der dynamischeren BIP-Entwicklung in der Aufschwungphase – d. h. im Durchschnitt über die Quartale 1/05 bis 4/06 – auf 33,1 %. Gegenüber der Konsolidierungsphase entspricht dies einem Anstieg um knapp 22 %.

Betrachtet man den Einfluss der realwirtschaftlichen Entwicklung auf die Geschäftslagebeurteilung getrennt für die Teilsegmente Frühphase und Spätphase, so zeigt sich, dass die Stimmungsbeurteilung im Frühphasensegment in stärkerem Maße durch die realwirtschaftliche Entwicklung beeinflusst wird. So steigt im Frühphasensegment die Wahrscheinlichkeit, die aktuelle Geschäftlage als „gut“ zu beurteilen von 27,7 % in der Konsolidierungsphase auf 35,3 % in der Aufschwungsphase, was einem Anstieg von knapp 28 % entspricht (keine Grafik). In der Spätphase fällt dieser Anstieg mit knapp 19 % (von 26,8 % auf 31,8%) deutlich geringer aus.

Dieser Bedeutungsunterschied der BIP-Entwicklung zwischen dem Früh- und Spätphasensegment deutet darauf hin, dass die Stimmungsbeurteilung im Frühphasensegment einen stärker zyklischen Charakter aufweist als die Geschäftslagebeurteilung im Spätphasensegment, weil sie in größerem Maße mit realwirtschaftlichen Schwankungen einhergeht. Da das vierteljährliche BIP-Wachstum in der vorliegenden Untersuchung als (indirekter) Indikator für das market sentiment herangezogen wird, bedeutet dies, dass dem market sentiment in der Frühphase für die von den Wagniskapitalgesellschaften wahrgenommene Geschäftslage eine größere Bedeutung zukommt.

### 3.3 Zwischenfazit: Einflussfaktoren auf die Geschäftslagebeurteilung.

Die Stimmung im deutschen Beteiligungskapitalmarkt wird sowohl durch die allgemeine Wirtschaftsentwicklung als auch durch eine Reihe spezieller Einflussfaktoren beeinflusst. Mit dem Fundraising, der Innovationstätigkeit der (Ziel-)Unternehmen, der Nachfrage nach Beteiligungskapital, den Exits, den Abschreibungen, der Qualität der Investment Proposals und der Verfügbarkeit öffentlicher Förderung erwiesen sich dabei insgesamt sieben Einflussfaktoren als bedeutsam für die Stimmung im Markt.

Die Bedeutung dieser Bestimmungsfaktoren der Geschäftslagebeurteilung unterscheidet sich dabei nicht unerheblich zwischen den beiden Teilsegmenten des Beteiligungsmarktes. Sowohl in der Früh- als auch der Spätphase waren mit dem Fundraising, der unternehmerischen Innovationstätigkeit und der Nachfrage nach Beteiligungskapital lediglich drei Faktoren für die Stimmung relevant. Der Exitsituation und der Qualität der eingehenden Finanzierungsanfragen (Investment Proposals) kommen dagegen lediglich für die Stimmung im Frühphasensegment eine Bedeutung zu. Im Gegensatz dazu spielt die Beurteilung der Abschreibungen primär für die Spätphasenfinanzierer eine Rolle.

Auch der Einfluss der BIP-Entwicklung auf die Geschäftslagebeurteilung durch die Beteiligungsgesellschaften unterscheidet sich zwischen den Segmenten Early und Later Stage dahingehend, dass er auf die Geschäftslagebeurteilung der Frühphasenfinanziers ungleich

stärker wirkt. Dieser Bedeutungsunterschied des Einflussfaktors BIP-Entwicklung weist zugleich darauf hin, dass die Stimmungsbeurteilung im Frühphasensegment einen stärker zyklischen Charakter aufweist.

Für alle weiteren in der Analyse berücksichtigten, möglichen Einflussfaktoren für die Geschäftslagebeurteilung wie beispielsweise die Entwicklung der Aktienmärkte und Kapitalmarktzinsen, die Gründungsdynamik bei jungen Unternehmen oder die steuerlichen Rahmenbedingungen kann in der Analyse kein Zusammenhang mit der Stimmung im deutschen Beteiligungsmarkt festgestellt werden. Dieser Befund ist teils überraschend, da einige dieser Faktoren in der Presse und der öffentlichen Diskussion stark beachtet werden. Eine plausible Erklärung dafür, dass für diese Faktoren in der Regressionsanalyse kein Einfluss für die Stimmung im Markt festgestellt wird, könnte darin liegen, dass ihr Einfluss bereits durch die hier als wichtig identifizierten Erklärungsfaktoren erfasst wird. So dürften sich etwa die Entwicklung der Aktienmärkte in den Exitbedingungen niederschlagen und die Gründungsdynamik in der Nachfrage nach Beteiligungskapital bzw. der Qualität der Investment Proposals. Nichtsdestotrotz erweisen sich mit dem Kapitalmarktzinsniveau, den steuerlichen Rahmenbedingungen und den Einstiegspreisen drei gemäß der öffentlichen Diskussion wichtige Einflussfaktoren als unwichtig für die Stimmung im Markt.

## 4. Prognosegüte des GPEB für die Investitionstätigkeit im Beteiligungsmarkt,

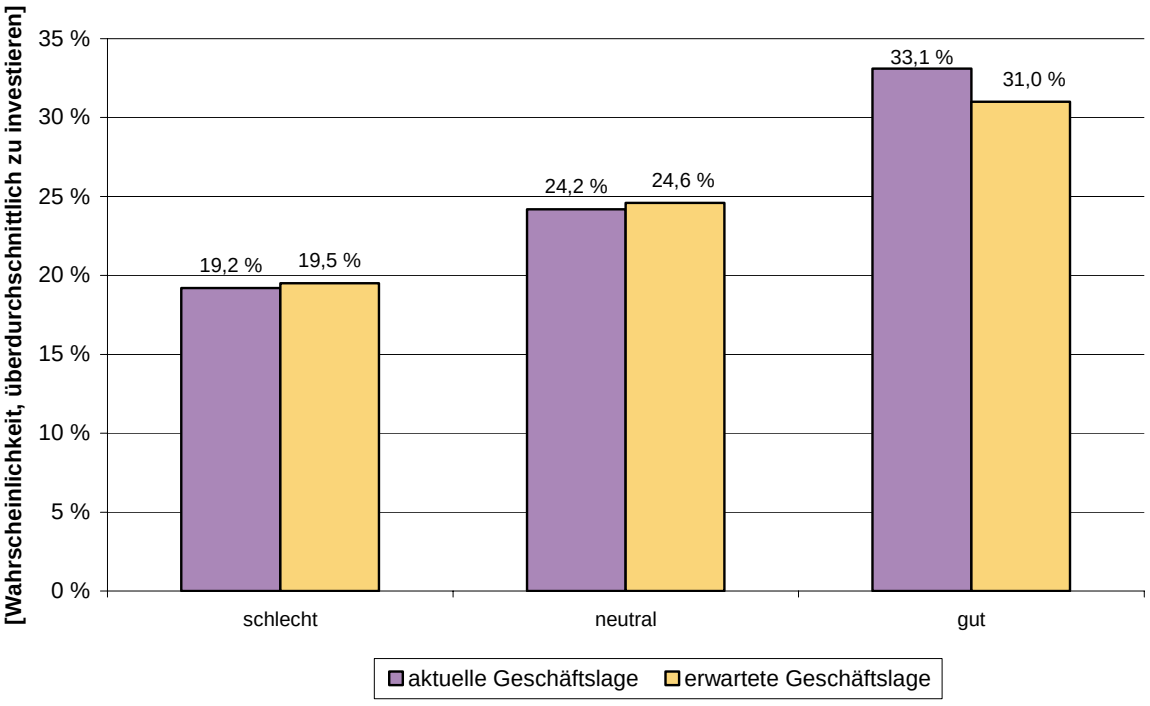
Abschließend werden zwei Aspekte des GPEB behandelt, welche die Konstruktion sowie die Aussagekraft des Stimmungsbarometers betreffen. Da im GPEB sowohl die Erwartungen als auch die aktuelle Geschäftslage in den Barometerwert eingehen, stellt sich zum einen die Frage, inwieweit sich die Erwartungen der Beteiligungsgesellschaften auch erfüllen und es somit möglich ist, die zukünftige Stimmung auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt zu prognostizieren. Zum anderen ist von Interesse, ob es zwischen der Stimmung auf dem Beteiligungskapitalmarkt und der Investitionstätigkeit der Gesellschaften einen Zusammenhang gibt.

### 4.1 Zusammenhang zwischen Geschäftslagebeurteilung und Investitionstätigkeit.

Beim GPEB handelt es sich um einen Stimmungsindikator für den deutschen Beteiligungskapitalmarkt, somit ist die Prognose der Investitionstätigkeit nicht primär das Ziel seiner Erhebung. Es kann allerdings vermutet werden, dass zwischen dem Geschäftsklima und der Investitionstätigkeit im Beteiligungsmarkt ein enger Zusammenhang besteht. Aufgrund seiner Konstruktion kann das GPEB als impliziter Investitionsindikator interpretiert werden. Dies gilt insbesondere deshalb, da in der Erhebung zum GPEB keine Angaben zur Investitionstätig-

keit der Beteiligungsgesellschaften abgefragt werden und diese somit als Ausfluss der Stimmungsbeurteilung angesehen werden können. Dieser implizite Zusammenhang zwischen Geschäftslagebeurteilung und Investitionstätigkeit wurde in der vorliegenden Studie erstmals – sowohl auf Mikroebene als auch auf Gesamtmarktebene – untersucht.

Zur Überprüfung des Zusammenhangs zwischen Stimmung und Investitionstätigkeit auf Unternehmensebene wurde für jede der im Rahmen des GPEB befragten Beteiligungsgesellschaften für den Untersuchungszeitraum 2003 bis 2006 zunächst das durchschnittliche Investitionsvolumen pro Quartal errechnet. Für jedes der 16 Quartale wurde im Anschluss ermittelt, ob die Beteiligungsgesellschaft mit ihrer Investitionstätigkeit unter, im oder über diesem Durchschnitt lag.[32] Die Ergebnisse dieser Berechnung wurden dann der aktuellen Geschäftslagebeurteilung sowie den Geschäftslageerwartungen gegenübergestellt.




*Lesebeispiel: Die Wahrscheinlichkeit, dass die durchschnittliche Beteiligungsgesellschaft in überdurchschnittlichem Ausmaß investiert beläuft sich bei einer „guten" aktuellen Geschäftslagebeurteilung durch die Beteiligungsgesellschaft auf 33,1 %, während sie nur 19,2 % beträgt, wenn die Beteiligungsgesellschaft die aktuelle Geschäftslage als „schlecht" beurteilt.*

Quelle: GPEB, eigene Berechnungen.

**Grafik 21: Zusammenhang zwischen Geschäftslagebeurteilung und Investitionstätigkeit**

Dabei zeigt sich ein vergleichsweise starker positiver Zusammenhang zwischen dem Ausmaß der Investitionstätigkeit auf der einen Seite und der aktuellen sowie der erwarteten Ge-

[32] Um dabei lediglich substanzielle Abweichungen von der durchschnittlichen Investitionstätigkeit zu erfassen, wurde als unter- oder überdurchschnittliches Investitionsvolumen definiert, wenn das Investitionsvolumen in einem Quartal 25 % unter bzw. über dem Durchschnittswert lag.

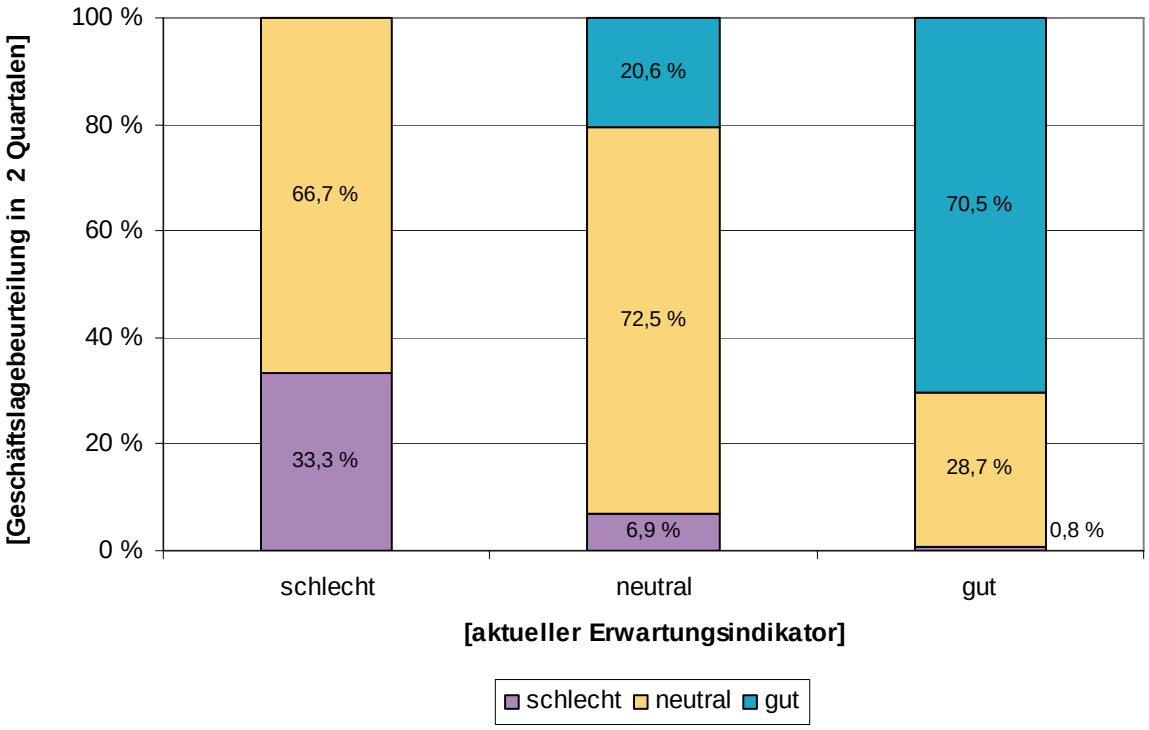
schäftslage auf der anderen Seite. So zeigt Grafik 21, dass im Durchschnitt über alle befragten Gesellschaften und Quartale die Wahrscheinlichkeit, ein überdurchschnittliches Investitionsvolumen aufzuweisen bei einer „guten“ aktuellen Geschäftslagebeurteilung mit 33 % um über 70 % höher liegt als bei einer „schlechten“ mit 19 %. Auch die in sechs Monaten erwartete Geschäftslage übt einen positiven Einfluss auf die Wahrscheinlichkeit aus, heute in überdurchschnittlicher Höhe zu investieren. Zwar ist das Ausmaß dieses Zusammenhangs geringfügig niedriger als bei der aktuellen Geschäftslagebeurteilung, da die Wahrscheinlichkeit, ein überdurchschnittliches Investitionsvolumen aufzuweisen bei einer Veränderung der erwarteten Geschäftslage von schlecht zu gut lediglich um knapp 60 % (von 19,5 % auf 31 %) steigt. Die Unterschiede sind jedoch quantitativ gering und nicht signifikant.

Auch auf Gesamtmarktebene zeigt sich ein positiver Zusammenhang zwischen Stimmung und Investitionstätigkeit. Sowohl die Saldenwerte für die aktuelle Geschäftslagebeurteilung als auch für die Geschäftserwartungen sind signifikant positiv mit dem Anteil überdurchschnittlich investierender Beteiligungsgesellschaften korreliert. Im Gegensatz zur Situation auf Unternehmensebene ist der Zusammenhang zwischen Stimmung und Investitionstätigkeit auf Gesamtmarktebene bei den Geschäftserwartungen deutlich stärker ausgeprägt als bei der aktuellen Lageeinschätzung. So beträgt der Korrelationskoeffizient zwischen dem Saldenwert der durch das GPEB erfassten aktuellen Geschäftslage und dem Anteil der überdurchschnittlich investierenden Beteiligungsgesellschaften mit 0,32 nur ein Drittel des Korrelationskoeffizienten zwischen Geschäftserwartungen und dem Anteil der überdurchschnittlich investierenden Beteiligungsgesellschaften (0,96).

Insgesamt können diese Ergebnisse als Evidenz dafür gesehen werden, dass sich das GPEB als Investitionsindikator im weiteren Sinne interpretieren lässt. Dabei zeigt sich, dass sowohl die aktuelle Geschäftslagebeurteilung als auch die Geschäftserwartungen einen Einfluss auf die Investitionstätigkeit haben. Dieser positive Zusammenhang gilt dabei nicht nur auf Mikroebene, d. h. auf Ebene der einzelnen befragten Beteiligungsgesellschaften, sondern auch auf Gesamtmarktebene.

### 4.2 Zusammenhang zwischen erwarteter und (sechs Monate später) tatsächlich realisierter Geschäftslagebeurteilung.

Im GPEB werden die Beteiligungsgesellschaften nach ihrer aktuellen Geschäftslagebeurteilung sowie der in 6 Monaten erwarteten Geschäftlage befragt. Im Folgenden wird überprüft, inwieweit sich die geäußerten Erwartungen bislang erfüllt haben. Dazu werden analog der Vorgehensweise bei der Konstruktion des GPEB die „sehr gut“ oder „gut“ Beurteilungen zur Kategorie „gut“ sowie die „sehr schlecht“ oder „schlecht“ Beurteilungen zur Kategorie „schlecht“ zusammengefasst.




*Lesebeispiel: In 72,5 % der Quartale in denen die durchschnittliche Beteiligungsgesellschaft eine „neutrale" Erwartung hinsichtlich der erwarteten Geschäftslage hatte erwies sich diese sechs Monate später tatsächlich als „neutral".*

Quelle: GPEB, eigene Berechnungen.

**Grafik 22: Vorlaufeigenschaft des Erwartungsindikators für die Geschäftslagebeurteilung in sechs Monaten**

Grafik 22 zeigt den Zusammenhang zwischen erwarteter und der zwei Quartale später geäußerten tatsächlichen Geschäftslagebeurteilung. Dabei zeigt sich insgesamt eine gute Prognosegüte des Erwartungsindikators für die Geschäftslagebeurteilung in sechs Monaten. Wie aus der Grafik ersichtlich ist, stimmen gut 70 % der Nennungen einer erwarteten „guten" zukünftigen Geschäftslage mit der tatsächlichen Geschäftslagebeurteilung zwei Quartale später überein. Bezüglich einer erwarteten „befriedigenden" Geschäftslage beträgt der Anteil der Übereinstimmungen sogar über 72 %, während im Falle einer schlechten erwarteten Lage sich die Treffsicherheit der Prognose mit gut 33 % als deutlich schlechter erweist. Letzteres ist darauf zurückzuführen, dass im Beobachtungszeitraum – insbesondere ab Ende 2004 – ein Trend zu besseren Stimmungsbeurteilungen zu erkennen ist, welcher sich insbesondere dadurch kennzeichnet, dass schlechte Lagebeurteilungen seltener gemeldet werden. Insgesamt entsprechen knapp 70 % aller geäußerten Erwartungen den zwei Quartalen später gemeldeten Lagebeurteilungen.

Der Zusammenhang zwischen der erwarteten Geschäftslage und der zwei Quartale später geäußerten Geschäftslage zeigt sich auch auf aggregierter Ebene. So beträgt der Korrelationskoeffizient zwischen den Saldenwerten beider Größen 0,86.

Im Zeitraum 2003 bis 2006 wies der Erwartungsindikator somit eine vergleichsweise hohe Prognosequalität für die aktuelle Lagebeurteilung in sechs Monaten auf.

## 5. Fazit.

Die vorliegende Studie untersucht das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt, wie es mit dem German Private Equity Barometer (GPEB) für die Jahre 2003 bis 2006 erfasst wurde, die Einflussfaktoren auf die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage sowie die Vorhersagekraft des GPEB für die Investitionstätigkeit der befragten Beteiligungsgesellschaften. Datenbasis für diese Untersuchung bildet die im Rahmen des GPEB seit Anfang 2003 quartalsweise durchgeführte Befragung der im Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) organisierten Beteiligungsgesellschaften. Mit einer Rücklaufquote von über 50 % der im BVK organisierten Marktteilnehmer vermitteln die Ergebnisse ein umfassendes Bild der Stimmung im deutschen Beteiligungsmarkt.

Hinsichtlich des durch das GPEB erfassten Geschäftsklimas im deutschen Beteiligungsmarkt lässt sich der Zeitraum 2003 bis 2006 grob in zwei Phasen unterteilen. Zunächst eine – insbesondere im Early Stage Segment – durch höhere Volatilität und ein niedrigeres Stimmungsniveau geprägte Konsolidierungsphase in den Jahren 2003 und 2004. Daran schließt sich in etwa mit dem Jahreswechsel 2004/05 eine – zunächst durch das Later Stage Segment getragene – Aufschwungphase an, die durch deutlich geringere Stimmungsschwankungen und sich kontinuierlich verbessernde Geschäftsklimabeurteilungen charakterisiert ist, so dass die Stimmung im Jahr 2006 in drei Quartalen neue historische Höchstwerte erreicht.

Die multivariate Analyse der Bestimmungsfaktoren für die aktuelle Geschäftslagebeurteilung zeigt, dass die Stimmung im deutschen Beteiligungskapitalmarkt sowohl durch die allgemeine Wirtschaftsentwicklung als auch durch eine Reihe spezieller Einflussfaktoren beeinflusst wird. Mit dem Fundraising, der Innovationstätigkeit der (Ziel-)Unternehmen, der Nachfrage nach Beteiligungskapital, den Exits, den Abschreibungen, der Qualität der Investment Proposals und der Verfügbarkeit öffentlicher Förderung erwiesen sich dabei insgesamt sieben der untersuchten Einflussfaktoren als bedeutsam für die Stimmung im Markt. Damit bestätigt sich das Ergebnis der Vorgängerstudie, wonach viele der marktspezifischen in Presse und Öffentlichkeit diskutierten vermeintlichen Determinanten der Geschäftslagebeurteilung wie beispielsweise die Entwicklung der Aktienmärkte und der Kapitalmarktzinsen oder die steuerlichen Rahmenbedingungen nur eine geringe Bedeutung für die Stimmung im Markt aufweisen. Vielmehr sind es die für das Beteiligungsgeschäft spezifischen Einflussfaktoren, die bestimmend für die Geschäftslagebeurteilung sind.

Als weiteres zentrales Ergebnis der Untersuchung lässt sich hervorheben, dass sich die Triebkräfte für das Anziehen der Stimmung in der zweiten Hälfte des Beobachtungszeitraums zwischen Early Stage und Later Stage Segment vergleichsweise stark unterscheiden. So spielen die Abschreibungen lediglich für die Stimmung in der Spätphase eine Rolle, während für die Frühphasenfinanzierer vor allem die Exitsituation sowie die Qualität der eingehenden Investment Proposals wichtig für die Geschäftslagebeurteilung sind. Diese Bedeutungsunterschiede erklären sich durch die Unterschiede in den typischen Geschäftsmodellen der Beteiligungsgesellschaften mit Früh- und Spätphasenfokus.

Ein drittes wichtiges Ergebnis der Analyse ist, dass die Geschäftslagebeurteilung im Beteiligungsmarkt neben den beteiligungsmarktspezifischen Einflussfaktoren vor allem durch das in der vorliegenden Untersuchung mit der BIP-Entwicklung erfassten market sentiment getrieben wird. So steigt beispielsweise die Wahrscheinlichkeit einer positiven Einschätzung der aktuellen Geschäftslage aufgrund der dynamischeren BIP-Entwicklung in der Aufschwungphase gegenüber der Konsolidierungsphase um knapp ein Viertel. Das market sentiment spielt dabei insbesondere im volatilen Frühphasensegment eine wichtige Rolle.

Der vierte zentrale Befund ergibt sich als wirtschaftspolitische Implikation der Tatsache, dass mit der Verbesserung der Stimmungslage auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt auch die Investitionstätigkeit ansprang. So könnten wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Förderung der Innovationsaktivitäten im Unternehmenssektor sowie zur Verbesserung der Fundraisingbedingungen zu einer weiteren Verbesserung der Geschäftslagebeurteilung bzw. zu einer Stabilisierung der guten Stimmung auf hohem Niveau beitragen. Da sich ein Zusammenhang zwischen einer guten Geschäftslagebeurteilung und einer hohen Investitionstätigkeit abzeichnet, ist zu erwarten, dass eine anhaltend gute Stimmung zu einem weiteren Anziehen der Investitionstätigkeit auch in der Früh- und Expansionsphase beiträgt. Vor dem Hintergrund der großen wirtschaftspolitischen Bedeutung von Wagniskapital für die Finanzierung von technologieorientierten Startups und Innovationsprojekten etablierter Unternehmen sowie von Wachstumsfinanzierungen im Allgemeinen, kann so ein wichtiger Beitrag für zukünftigen Wohlstand, Wachstum und Beschäftigung in Deutschland geleistet werden.

Autoren: Nick Ehrhart, 069 7431-4041

Dr. Volker Zimmermann, 069 7431-3725

**Literatur.**

Achleitner, A.-K., Tchouvakhina, M., Zimmermann, V. und N. Ehrhart (2006), Der deutsche Beteiligungsmarkt: Entwicklung des Anbieterverhaltens, in: FinanzBetrieb, Jahrgang 8, Nr. 9, S. 538 – 548.

Aschhoff, B. et al. (2007), Innovationsverhalten der deutschen Wirtschaft: Indikatorenbericht zur Innovationserhebung 2006, ZEW, Mannheim.

BVK (2007), BVK Statistik: Das Jahr 2006 in Zahlen, Berlin.

Creditreform (2006), Insolvenzen, Neugründungen, Löschungen, 1. Halbjahr 2006, siehe: http://www.creditreform.de/Deutsch/Creditreform/Aktuelles/Creditreform_Analysen/Insolvenzen_Neugruendungen_Loeschungen/index.jsp

Ehrhart, N., Mark, K. und V. Zimmermann (2007), Spezialisierungstendenzen im deutschen Beteiligungskapitalmarkt – Teil 2: Spezialisierungsmuster beim Investitionsverhalten, in: Mittelstands- und Strukturpolitik, Nr. 28, S. 79 – 113.

FHP Private Equity Consultants (2005), VC Panel “Branchenbarometer am Puls der Zeit” I Quartal 2005, siehe: http://www.fhpe.de/vc-panel/erg-neu.htm

FHP Private Equity Consultants (2006), VC Panel “Branchenbarometer am Puls der Zeit” II Quartal 2006, siehe: http://www.fhpe.de/vc-panel/erg-neu.htm

Gompers, P.A. und J. Lerner (2000), Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations, in: Journal of Financial Economics, 55, S. 281 – 325.

Gompers, P.A. und J. Lerner (2004), The Venture Capital Cycle, MIT Press, Cambridge.

Gompers, P.A., Kovner, A., Lerner, J. und D. Scharfstein (2005), Venture Capital Investment Cycles: The Impact of Public Markets.

Zimmermann, V. und H. Karle (2005), Das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt: Entwicklung und Einflussfaktoren. FinanzBetrieb, Jahrgang 7, Nr. 6, S. 445 – 455

## Anhang.

**Tabelle 3: Regressionsergebnisse für die Bestimmungsfaktoren der Geschäftslage auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt in den Jahren 2003 und 2004**

| | Gesamtmarkt | | Early Stage | | Later Stage | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Koeffizient | t-Wert | Koeffizient | t-Wert | Koeffizient | t-Wert |
| Fundraising | 0,1878 | 5,29 | 0,1912 | 5,43 | 0,1657 | 3,05 |
| Exitsituation | 0,0892 | 2,50 | 0,1239 | 2,95 | 0,0571 | 1,01 |
| Abschreibungen von Beteiligungen | 0,0871 | 2,65 | 0,0713 | 1,48 | 0,1092 | 2,73 |
| Zinsniveau auf den Kapitalmärkten | 0,0490 | 1,19 | -0,007 | -0,19 | 0,0758 | 1,36 |
| Entwicklung der Aktienmärkte | 0,0134 | 0,43 | 0,0108 | 0,27 | 0,0199 | 0,40 |
| Verfügbarkeit von Förderprogrammen | 0,0573 | 1,94 | 0,0549 | 1,45 | 0,0669 | 1,47 |
| Steuerliche Rahmenbedingungen | -0,0589 | -1,50 | -0,0290 | -0,69 | -0,0840 | -1,42 |
| Nachfrage nach Beteiligungskapital | 0,1259 | 3,58 | 0,0664 | 1,74 | 0,1688 | 3,09 |
| Qualität der Investment Proposals | 0,0794 | 2,20 | 0,1575 | 4,34 | 0,0291 | 0,56 |
| Verfügbarkeit von Beteiligungsmanagern | 0,0523 | 0,99 | 0,0487 | 0,98 | 0,0629 | 0,80 |
| Entwicklung der Unternehmensgründungen | -0,0258 | -0,75 | -0,0362 | -0,87 | -0,0071 | -0,12 |
| Innovationstätigkeit von Unternehmen | 0,1278 | 4,10 | 0,0995 | 2,27 | 0,1645 | 3,78 |
| Vierteljährliche Veränderungsrate des BIP (in Prozent) | 0,1685 | 3,74 | 0,2089 | 3,41 | 0,1408 | 2,11 |
| Konstante | 0,1627 | 4,18 | 0,1735 | 3,49 | 0,1590 | 2,45 |
| Log(sigma) | -0,5702 | -17,39 | -0,5876 | -14,71 | -,5721 | -12,10 |
| sigma | 0,5654 | | 0,5556 | | ,5644 | |
| Anzahl der Beobachtungen | 1334 | | 690 | | 644 | |
| Wald-Test | $\chi^2$ (13) = 283,21 | | $\chi^2$ (13)=188,75 | | $\chi^2$ (13) =151,20 | |
| LogLikelihood | -1132,169 | | -573,58947 | | -545,38329 | |