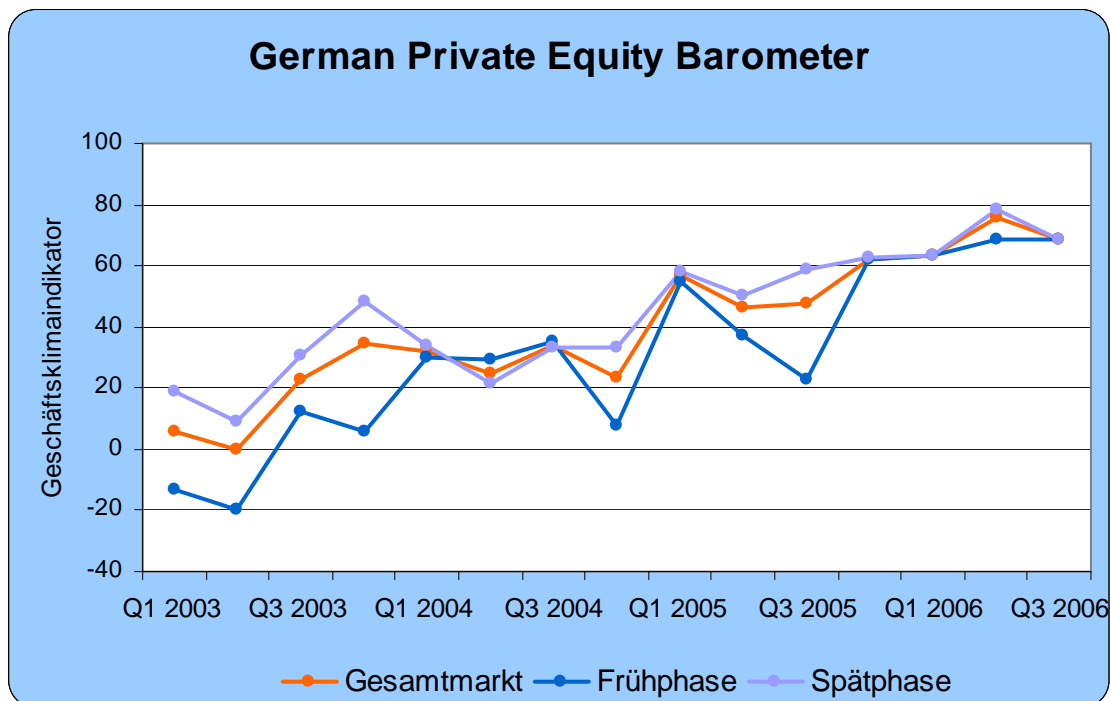


German Private Equity Barometer

3. Quartal 2006

Im dritten Quartal 2006 erlebt das *German Private Equity Barometer* (GPEB) den ersten Rückgang seit über einem Jahr. Der von BVK und KfW gemeinsam ermittelte Geschäftsklimaindikator für den deutschen Beteiligungskapitalmarkt sinkt aufgrund einer durchaus kräftigen Eintrübung der Spätphasenstimmung von seinem historischen Höchstwert von 75,7 Punkten auf weiterhin sehr respektable 68,6 Punkte. KfW-Chefvolkswirt Norbert Irsch erläutert die Gründe für den Rückgang der Stimmung in der Spätphase: „Die seit fast zwei Jahren andauernde gute Stimmung bei den Spätphaseninvestoren hat inzwischen für ein deutliches Anziehen der Einstiegspreise gesorgt. Dies wiederum wirkt sich auf die Veräußerungsmöglichkeiten von Beteiligungen aus. So berichten die Marktteilnehmer von erschweren Bedingungen bei den in jüngerer Zeit sehr beliebten Veräußerungen von Portfoliounternehmen an andere Beteiligungsgesellschaften (sog. Secondaries).“ Der aktuelle Stand des Barometers stellt jedoch noch immer den zweithöchsten jemals erreichten Wert dar. BVK-Geschäftsführer Dr. Holger Frommann hebt hervor, dass „sich die Stimmung im Frühphasensegment auf Höhe des historischen Rekordwertes konsolidiert hat.“ Verantwortlich dafür sind seiner Meinung „die verbesserte Qualität der bei den Frühphaseninvestoren eingehenden Investment Proposals, die regere unternehmerische Innovationstätigkeit sowie die Impulse durch den High-Tech Gründerfonds.“

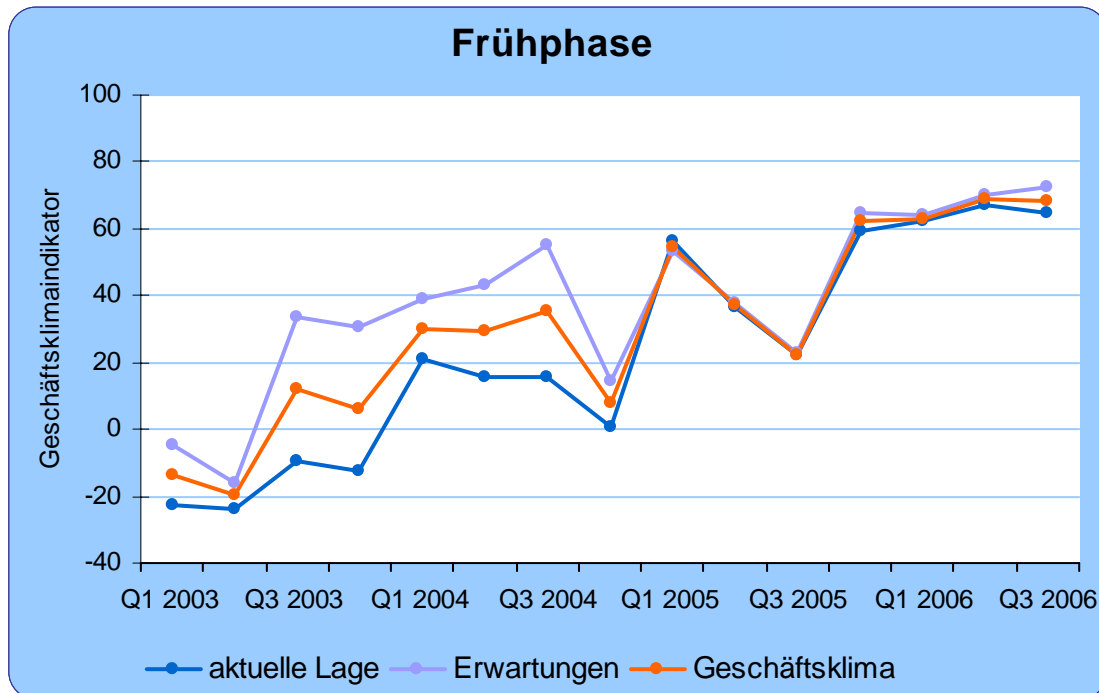


Quelle: KfW/BVK-Erhebung

Der Geschäftsklimaindikator ist ein transformierter Mittelwert der Salden aus den Prozentanteilen "guter" und "schlechter" Einschätzungen der aktuellen sowie der in 6 Monaten erwarteten Geschäftslage der Beteiligungsgesellschaften. Das German Private Equity Barometer wird seit November 2003 quartalsweise exklusiv im Handelsblatt publiziert.

Frühphase

Nachdem der Teilindikator für die Frühphase in den letzten drei Quartalen jeweils neue historische Höchstwerte erklommen hat, konnte er sich im dritten Quartal 2006 auf diesem hohen Niveau konsolidieren. Ein leichter Rückgang bei der aktuellen Lageeinschätzung und ein leichter Anstieg bei den Geschäftserwartungen sorgen zusammen dafür, dass der Frühphasenindikator mit 68,4 Punkten (Vorquartal 68,6) nahezu unverändert bleibt.



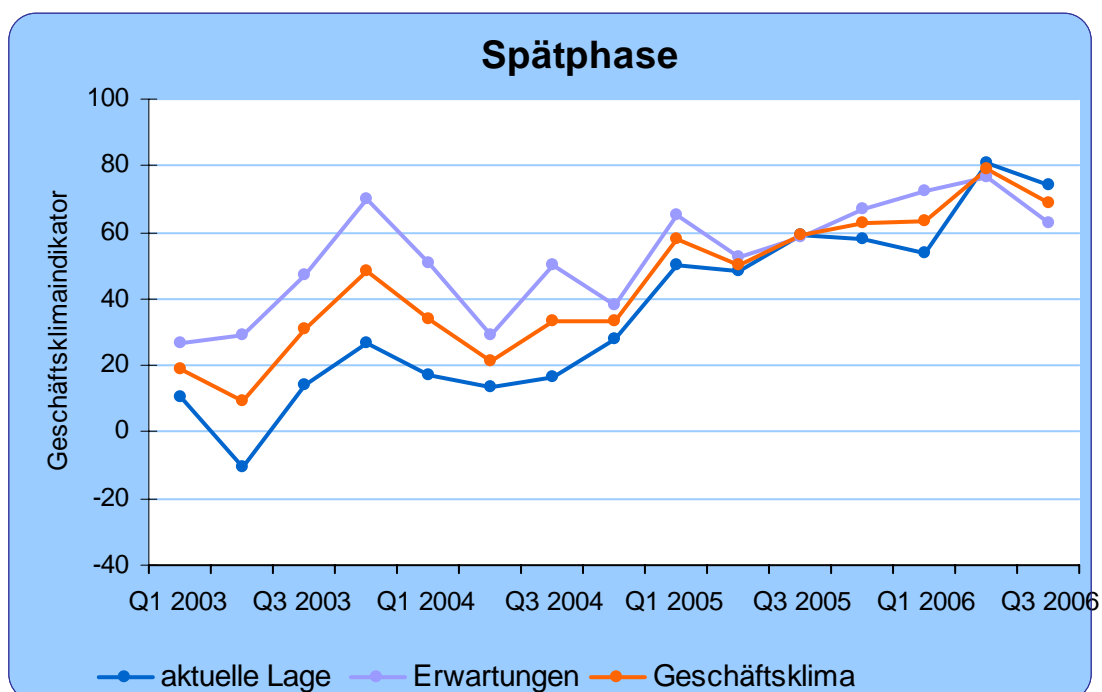
Ursächlich für den leichten Rückgang beim Lageindikator ist vor allem das inzwischen offenbar auch im Frühphasensegment spürbare Anziehen der Bewertungen und der damit einhergehende Anstieg der Einstiegspreise. Die Frühphaseninvestoren erleben damit zum ersten Mal seit dem Ende des New Economy Booms einen intensivierten Wettbewerb in ihrem Marktsegment, der dafür sorgt, dass die gezahlten Einstiegspreise von den Marktteilnehmern als leicht erhöht empfunden werden. Ein Grund dafür dürfte sein, dass dieses und letztes Jahr erstmals seit 2001 wieder originäre Frühphasenfonds größeren Ausmaßes eingeworben werden konnten, die inzwischen am Markt aktiv sind. Das Niveau der Einstiegsbewertungen wird von den Marktteilnehmern jedoch noch immer als moderat beurteilt, so dass der Lageindikator nur leicht von 67,2 auf 64,4 Punkte zurückgeht. Gestützt wird die weiterhin gute Lageeinschätzung von einer Reihe von Faktoren. So berichten die Frühphasengesellschaften von einer regeren Gründungsdynamik und Innovationstätigkeit im für sie relevanten Unternehmenssektor sowie einer verbesserten Verfügbarkeit von Förderprogrammen. Letztere Einschätzung dürfte auf die positiven Impulse durch das Anlaufen des High-Tech-Gründerfonds und den dieses Jahr deutlich investitionsaktiveren ERP-Startfonds sowie die Auflegung einiger regionaler öffentlich finanzierten Seedfonds zurückzuführen sein.

Die nochmals verbesserten Zukunftsaussichten in der Frühphase fußen auf der Erwartung einer positiven Aktienmarktentwicklung und einer weiterhin robusten allgemeinen konjunkturellen Entwicklung. Eng verbunden mit beidem dürfte die von den Early-Stage Gesellschaften

ten geäußerte Erwartung rückläufiger Unternehmensinsolvenzen und dem damit einhergehenden geringern Abschreibungsbedarf auf ihr Portfolio sein. Auch die „Fundamentalwerte“ im Frühphasenbereich scheinen sich deutlich verbessert zu haben. So erwarten die Marktteilnehmer für ihren Dealflow in Zukunft eine höhere Qualität bei den Investment Proposals (Business Pläne). Der Erwartungsindikator in der Frühphase steigt infolgedessen um zwei Punkte auf einen neuen Rekordwert von 72,3. Die Frühphaseninvestoren sehen in weiter steigenden Einstiegspreisen jedoch auch ein gewisses Gefahrenpotential für die erwartete Stimmung. Auch befürchten die Early-Stage Gesellschaften eine mögliche Verschlechterung der Fundraisingbedingungen. Dies wäre umso gravierender, da wie oben beschrieben in den Jahren 2005 und 2006 erstmals seit Ende des New Economy Booms wieder mehr Kapital für spezielle Frühphasenfonds eingeworben werden konnte und der Aufschwung im Frühphasensegment gerade erst anläuft.

Spätphase

Der Teilindikator für die Spätphase fällt im dritten Quartal vor allem aufgrund einer deutlichen Eintrübung der Geschäftserwartungen von seinem historischen Höchstwert von 78,7 Punkten auf 68,7. Trotz dieses relativ deutlichen Rückgangs des Spätphasenbarometers ist die Stimmung im Later-Stage Segment noch immer als sehr gut zu bezeichnen, da der Barometerstand des dritten Quartals den zweithöchsten je gemessenen Wert darstellt und aktuell gut 25 Punkte über seinem langjährigen Durchschnittswert von knapp 43 Punkten liegt.



Verantwortlich für die Verschlechterung der Spätphasenstimmung ist in erster Linie ein Einbruch des Erwartungsindikators, der um gut 18% von 76,8 Punkten auf 62,9 zurückgeht. Damit fallen die Geschäftserwartungen auf den niedrigsten Stand seit einem Jahr. Seine Ursachen hat der Rückgang des Erwartungsindikators vor allem in der Einschätzung der Later-Stage Gesellschaften, dass die ohnehin als hoch eingestufteten Einstiegspreise in Zu-

kunft weiter deutlich steigen dürften sowie in der Unsicherheit über die zukünftigen steuerlichen Rahmenbedingungen (geplantes Private Equity Gesetz). In stärkerem Maße als im Frühphasensegment hat die erfolgreiche Auflegung neuer Fonds in der Spätphase dafür gesorgt, dass der Wettbewerb um die attraktiven Deals inzwischen sehr viel intensiver ist als noch vor zwei Jahren. Da neue Fonds vor allem in den letzten beiden Jahren aufgelegt wurden und die Investition der Fondsmittel somit gerade erst begonnen hat, gehen die Marktteilnehmer offenbar davon aus, dass der Aufwärtsdruck auf die Einstiegspreise in Zukunft noch weiter zunehmen wird. Im Lager-Stage Segment – insbesondere bei den größeren Buy-Outs – kommt erschwerend hinzu, dass in den letzten Jahren verstärkt international tätige Beteiligungsgesellschaften aus den USA und Großbritannien im deutschen Markt aktiv geworden sind. Da britische und insbesondere US-amerikanische Fonds sich aufgrund sehr hoher Fundraisingvolumina in den letzten Jahren einem immensen Investitionsdruck gegenüber sehen, ist zu erwarten, dass sie auch in Zukunft weiter im deutschen Markt aktiv bleiben werden bzw. ihre Aktivitäten sogar ausbauen. Auch dies dürfte nach Ansicht der Spätphasengesellschaften dazu beitragen, die Einstiegspreise weiter anzuheizen. Was die zukünftigen regulatorischen und steuerlichen Rahmenbedingungen betrifft, so haben sich die anfangs sehr positiven Erwartungen der Spätphaseninvestoren in jüngerer Zeit zu einer skeptischen Erwartungshaltung verändert. Diese Erwartungsänderung dürfte ihre Ursache nicht zuletzt in der Diskussion über die Einführung einer sog. Zinsschranke (Deckelung der abzugsfähigen Fremdkapitalzinsen) haben. Die Marktteilnehmer im Spätphasensegment sehen jedoch auch positive Anzeichen für ihre Geschäftserwartungen. So gehen sie von einer positiven allgemeinen konjunkturellen Entwicklung und nur moderat steigenden Kapitalmarktzinsen aus.

Der Rückgang der aktuellen Lageeinschätzung durch die Marktteilnehmer fällt im Vergleich zum Einbruch des Erwartungsindikators schwächer aus. Zwar sinkt der Lageindikator um knapp 8%. Mit 74,4 Punkten wird jedoch der zweithöchste je gemessene Wert erreicht. Verantwortlich für den Rückgang sind auch die gestiegenen Einstiegspreise, die verschlechterten Exitbedingungen sowie die im letzten Quartal als qualitativ weniger hochwertig beurteilten Investitionsanfragen (Investment Proposals). Interessant ist die Aussage der Spätphasengesellschaften, dass ihre Einschätzung der Exitbedingungen insbesondere deshalb weniger gut ausfällt, da sie das Umfeld für sog. Secondaries, d.h. Veräußerungen von Portfoliounternehmen an andere Beteiligungsgesellschaften, als verschlechtert beurteilen. Dies dürfte eng mit dem Befund der gestiegenen Einstiegspreise zusammenhängen, da offenbar einige Marktteilnehmer nicht mehr bereit sind, Zielunternehmen von anderen Beteiligungsgesellschaften zu überhöhten Preisen zu übernehmen. Gestützt wird die Einschätzung der aktuellen Lage durch Erleichterung bei den Spätphasengesellschaften darüber, dass sich die Aktienmärkte im dritten Quartal nach einem schwächern zweiten Quartal sehr positiv entwickelt haben und dass die Kapitalmarktzinsen trotz weiterer Leitzinserhöhungen mehr oder weniger unverändert geblieben sind.