

»» Stimmung auf deutschem VC-Markt wird frostiger – Klimaampel springt auf rot

8. August 2022

Autor: Dr. Georg Metzger, Telefon 069 7431-9717, georg.metzger@kfw.de
 Pressekontakt: Wolfram Schweickhardt, 069 7431-1778, wolfram.schweickhardt@kfw.de

- VC-Geschäftsklima wiederholt mit deutlicher Abkühlung
- Fundraisingklima bricht ein – zweithöchster Rückgang nach Corona-Schock
- Stimmung bezüglich Zinsniveau auf Kapitalmärkten auf Rekordtief

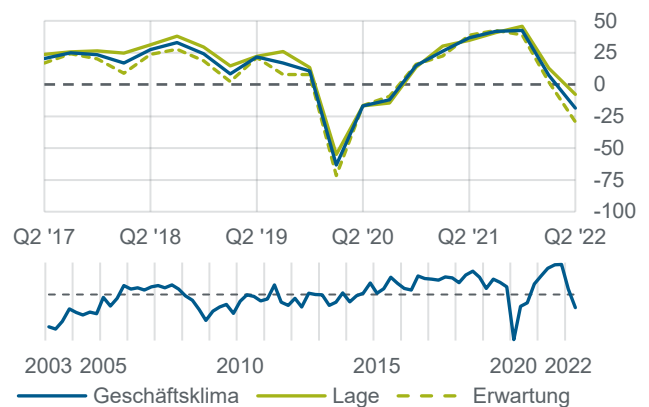
Harte Zinswende vermiest VC-Markt die Stimmung

Die inflationsbedingte Ankündigung steigender Leitzinsen hat bereits im 1. Quartal 2022 dazu geführt, dass das Geschäftsklima auf dem deutschen VC-Markt eingeknickt ist. Eine historische Zinserhöhung durch die Fed in den USA und Erwartungen über einen strafferen Kurs der EZB haben die Stimmung im 2. Quartal weiter auf Talfahrt geschickt. Der Geschäftsklimaindikator des Frühphasensegments fällt um 26,0 Zähler auf -18,5 Saldenpunkte. Die Geschäftserwartungen haben sich dabei noch stärker eingetrübt als die Geschäftslage. Der Indikator für die aktuelle Geschäftslage sinkt auf -7,6 Saldenpunkte (-20,6), der Indikator für die Geschäftserwartung verliert 31,4 Zähler auf -29,4 Saldenpunkte.

Zinsaussichten drücken Unternehmensbewertungen

Die Fed hat im Juni die Märkte mit der stärksten Erhöhung der Leitzinsen seit fast 30 Jahren überrascht. Kurz danach wurden bereits weitere große Zinsschritte diskutiert. Auch die Zinserhöhung durch die EZB stand bereits im Raum. Diese Aussichten – die (weiteren) Zinsschritte durch die Fed und die EZB fanden dann im dritten Quartal Ende Juli statt – haben das Zinsniveau auf den Kapitalmärkten nach oben getrieben. Das Niedrigzinsumfeld der vergangenen Jahre noch im Bewusstsein hat das die Stimmung der VC-Investoren bezüglich des Zinsniveaus auf ein Rekordtief gedrückt. Gleichzeitig ist der Wertberichtigungsdruck weiter gestiegen. Denn die Reaktion der Notenbanken hat auch den Börsenkursen von Technologieaktien einen weiteren Dämpfer versetzt. Deren Entwicklung spiegelt sich zwar nicht eins zu eins in den VC-Portfoliobewertungen wider. Die fallenden Kurse werden sich aber nach und nach auf die Bewertungen neuer Finanzierungsrunden auswirken – angefangen bei spätphasigen Scale-ups, bei denen die Vergleichbarkeit zu öffentlich gelisteten Unternehmen am größten ist, wie einige prominente Beispiele in den letzten Wochen zeigten. Der Stimmungsindikator zum Wertberichtigungsdruck verliert entsprechend deutlich. Die sinkenden Unternehmensbewertungen führen andererseits dazu, dass sich wieder günstigere Einstiegsgelegenheiten bieten. Der Indikator zu den Einstiegsbewertungen gewinnt vor diesem Hintergrund deutlich hinzu.

Entwicklung VC-Geschäftsklimaindikator



Eckdaten VC-Klimakomponenten

Werte in Saldenpunkten

	Q2/22	Δ vs. Q1/22	Hoch	Tief
Geschäftsklima	-18,5	↓ -26,0	▶ +42,5	▶ -63,3
Geschäftslage	-7,6	↓ -20,6	▶ +45,9	▶ -59,0
Geschäftserwartung	-29,4	↓ -31,4	▶ +42,7	▶ -71,7
Fundraising	-18,2	↓ -51,5	▶ +69,9	▶ -71,0
Einstiegsbewertungen	+19,0	↑ +48,0	▶ +51,3	▶ -52,8
Exitmöglichkeiten	-41,8	↓ -54,3	▶ +69,2	▶ -76,8
darunter: Trade-Sales	-52,0	↓ -47,4	▶ +52,3	▶ -95,6
Secondaries	-27,1	↓ -32,5	▶ +52,7	▶ -60,7
IPOs	-42,8	↓ -30,3	▶ +94,5	▶ -56,8
Neuinvestitionen	-4,5	↓ -21,0	▶ +30,7	▶ -72,9
Quantität Dealflo	+9,8	↓ -23,9	▶ +33,7	▶ -44,5
Qualität Dealflo	+22,9	↑ +6,0	▶ +29,2	▶ -22,6
Steuerlicher Rahmen	+17,3	→ +4,2	▶ +35,8	▶ -27,7
Wertberichtigungsdruck	-22,5	↓ -25,8	▶ +28,3	▶ -50,0
Zinsniveau	-92,6	↓ -47,9	▶ +36,6	▶ -92,6

Farbschema der „Klimaampeln“: Werte im schlechtesten Wertedrittel sind „rot“, im mittleren Wertedrittel „gelb“ und im besten Wertedrittel „grün“ markiert. Abweichungen zu früheren Veröffentlichungen konstruktionsbedingt möglich. Die Indikatoren zu Exits, Steuern und Wertberichtigungsdruck sind aufgrund von Korrekturen nicht mit der Veröffentlichung zum Vorquartal vergleichbar.

Quelle: KfW Research, BVK und DBVN.

Steigende Zinsen machen für Fondsinvestoren die Asset-Klasse VC gegenüber sichereren Anlagen unattraktiver. Mit dem großen Zinsschritt ist deshalb auch das Fundraising-Klima bei VC-Fonds weiter eingebrochen. Es ist nach dem Corona-Schock der bisher zweithöchste Rückgang des Fundraisingklimas. Der Einbruch Anfang 2020 wurde durch die Unsicherheit über die weitere Pandemieentwicklung ausgelöst. Diese Unsicherheit legte sich schnell, das Fundraisingklima erreichte bereits ein Jahr später das alte Rekordniveau. Aktuell ist eine solche V-förmige Erholung angesichts der veränderten makroökonomischen Fundamentaldaten aber unwahrscheinlich.

Unsicherheit belastet Investitionsbereitschaft

Die deutliche Abkühlung des Fundraisingklimas wirkt sich nun offenbar auf die Bereitschaft der VC-Investoren aus, Neuinvestitionen zu tätigen. Trotz der günstigeren Einstiegsgelegenheiten ist der entsprechende Indikator eingeknickt, insbesondere die Erwartungskomponente. Angesichts absehbarer Schwierigkeiten neue Mittel einzuwerben, versuchen die Investoren möglicherweise, ihre vorhandenen Mittel über einen längeren Zeitraum zu strecken oder zur Stabilisierung des Bestandsportfolios zu nutzen. Möglicherweise ist es auch eine Reaktion auf die im Falle anhaltend hoher Inflationsraten weiter angekündigten Zinsschritte. Werden bei diesen die Markterwartungen nicht getroffen, ist mit weiteren Kurs- und somit Bewertungsverlusten zu rechnen. Manche Investoren zögern offenbar in dieser Phase der Unsicherheit weiter zu investieren. In anekdotischen Berichten von Marktteilnehmern ist von „ausgedehnten Sommerferien“ bei Investoren zu hören. Es ist somit wahrscheinlicher geworden, dass sich das abgekühlte Marktklima im dritten Quartal in einer spürbareren Abschwächung der Investitionstätigkeit niederschlägt.

Bisher war weder im Indikator zur Investitionsbereitschaft noch in den realisierten Deals eine große Zurückhaltung zu erkennen. Zwar blieb das Dealvolumen im ersten Halbjahr dieses Jahres klar hinter den beiden vorherigen Halbjahren zurück, allerdings war 2021 auch ein unerwartetes Ausnahmehjahr. Angetrieben durch US-Investoren hatte sich das Dealvolumen im Vergleich zum Vorjahr 2020 verdreifacht. Ausgehend von diesem hohen Niveau und angesichts der veränderten Marktbedingungen war nun für das erste Halbjahr 2022 ein stärkerer Rückgang als die zu beobachtenden -25 % im Vergleich zum ersten Halbjahr 2021 zu befürchten gewesen. So waren die ersten sechs Monate 2022 mit Blick auf die Investitionstätigkeit sogar das drittbeste Halbjahr auf dem deutschen VC-Markt überhaupt. Die Aussichten für die Investitionstätigkeit haben sich nun zwar für die kurze Frist vorerst eingetrübt, für die mittlere Frist bleiben sie aber gut. Denn aufgrund der sehr guten Fundraising-Bedingungen sind in den letzten Jahren viele neue Fonds hinzugekommen. Selbst in diesem Jahr gab es noch etliche Closings. Es ist deshalb noch viel „dry powder“ im Markt, das innerhalb der jeweiligen Fondslaufzeit investiert werden muss. Eben diese jungen Fonds, die noch den allergrößten Teil ihres Kapitals bei den Fondsinvestoren abrufen können, dürften von den nun wieder günstigeren Einstiegsgelegenheiten

profitieren. Wenn deren Portfolien in ihre Disvestitionsphasen kommen, könnten sich für sie auch die Exitaussichten bereits wieder verbessert haben.

Schlechte Stimmung bei Exits

Die Beurteilung des Exitklimas ist aktuell sehr schlecht. Sie war lediglich nach dem Corona-Schock und während der Finanzkrise schlechter. Neu ist die Geschwindigkeit, mit der das Exitklima abgekühlt ist. Der entsprechende Indikator hat zweimal in Folge mehr als 50 Zähler verloren. Insbesondere das IPO-Klima hat sich verschlechtert. Das IPO-Fenster hat sich noch nie zuvor so schnell geschlossen, wie im ersten Halbjahr 2022. Nachdem sich 2021 das beste IPO-Jahr seit langem zeigte, gab es im ersten Halbjahr in den USA und in Europa zuletzt 2009 so wenige IPOs VC-finanzierter Unternehmen wie in diesem Jahr. Während mit Blick auf IPOs die Stimmung der Marktbeobachtung entspricht, ist es bei Trade-Sales anders. Hier ist die Stimmung zwar ähnlich schlecht wie mit Blick auf IPOs, bei der Anzahl registrierter Akquisitionen VC-finanzierter Unternehmen aus Deutschland war es jedoch das drittstärkste Halbjahr überhaupt. Die Diskrepanz zwischen Stimmung und beobachteten Exits könnte mit den gesunkenen Bewertungen zusammenhängen. Diese machen sich natürlich nicht nur bei neuen Deals und im Portfolio bemerkbar, sondern drücken auch mögliche Verkaufserlöse. Selbst wenn die Zahl der Trade-Sales hoch war, erzielten Investoren damit möglicherweise nicht die Exiterlöse, die sie sich wünschten.

Beim Dealfow trennt sich die Spreu vom Weizen

Die aktuellen Entwicklungen auf den VC-Märkten haben auch Spuren im Dealfow der VC-Investoren hinterlassen. Ausgehend vom im ersten Quartal erreichten Bestwert verliert der Indikator zur Höhe des Dealfows deutlich. Das kann verschiedene Gründe haben. So war die einschlägige Medienberichterstattung im letzten Quartal von Entlassungen und Downrounds bei Start-ups sowie Sparempfehlungen von Investoren an ihre Portfoliounternehmen geprägt. Durch die Negativschlagzeilen könnten potenzielle Start-up-Gründerinnen und -Gründer vom Gründen abgeschreckt worden sein. Das hätte den Dealfow im (Pre-) Seed-Bereich reduziert. Auch könnte sich die strategische Refokussierung vieler Investoren bei der Investitionsentscheidung – weg von schnellem Wachstum, hin zu positiven Cashflows – ausgewirkt haben. Denn es könnte Start-ups mit stark wachstumsorientierten Geschäftsmodell dazu bewogen haben, sich mit Finanzierungsanfragen zurückzuhalten. Generell dürften im aktuellen Marktumfeld eher jene Start-ups in die Kapitalakquise gehen, die neues Kapital brauchen, weil sie das noch vorhandene Kapital nicht weiter strecken können. Finanzierungsrundern, um den bereits vorhandenen Liquiditätspuffer weiter auszubauen, dürften dagegen selten geworden sein. Hervorzuheben ist allerdings, dass die Qualität des verbliebenden Dealfows nach wie vor hoch zu sein scheint. Der Qualitätsindikator ist weiter gestiegen und liegt auf einem hohen Niveau.

Stimmen zur aktuellen Entwicklung

Dr. Fritzi Köhler-Geib,
Chefvolkswirtin der KfW

„Das VC-Geschäftsklima hat sich auch im zweiten Quartal 2022 weiter abgekühlt. Die Märkte haben sich von der Konsequenz und Stärke mit der die Fed die Zinswende nun durchzieht, überrascht gezeigt“, sagt Dr. Fritzi Köhler-Geib, Chefvolkswirtin der KfW, „Das hat Fundraising und Bewertungen auf dem VC-Markt unter Druck gesetzt. Solange die Inflationsraten hoch bleiben, kann es immer wieder zu Momenten kommen, in denen die Zinsschritte der Notenbanken von den Erwartungen abweichen und zu Marktausschlägen führen. Die Unsicherheit im VC-Markt wird kurzfristig also hoch bleiben. Doch auch wenn sich die Unsicherheit legt, wird wohl das Dealvolumen hinter dem Ausnahmejahr 2021 zurückbleiben. Ein Absturz ist nach aktuellem Kenntnisstand aber auch unwahrscheinlich. Grundsätzlich befinden wir uns in der Übergangsphase von einem ‚heißen‘ in einen ‚kühleren‘ Markt.“

Ulrike Hinrichs,
geschäftsführendes Vorstandsmitglied des BVK

„Die Fortsetzung der Stimmungsabkühlung kam nicht unerwartet angesichts der wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen. Erfreulicherweise ist die trübere Stimmung der VCs nicht ebenso abrupt auf deren Investitionstätigkeit durchgeschlagen. Die Investitionen zeigten sich im ersten Halbjahr robust. Durch die erfolgreichen Fundraising-Jahre 2020 und 2021 stehen den Gesellschaften noch erhebliche Mittel zur Verfügung, um bestehende Beteiligungen durch die aktuell schwierige Zeit zu bringen aber auch, um die sich aktuell bietenden Chancen zu nutzen. Hierfür sprechen die hohe Qualität des Dealflows und die gesunkenen Einstiegsbewertungen. Sorgen bereitet vielmehr der Blick auf die Exit-Situation. Erfolgreiche Verkäufe zu attraktiven Bewertungen dürften im aktuellen Umfeld schwierig sein.“

Zur Konstruktion des German Venture Capital Barometers

Das **German Venture Capital Barometer** wird unter den Mitgliedern des Bundesverbands Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, (seit dem 2. Quartal 2021) den Mitgliedsinvestoren des Deutsche Börse Venture Networks sowie weiteren Beteiligungsgesellschaften mit Sitz in Deutschland vierteljährlich erhoben. Berichtet wird das Marktklima auf dem deutschen Venture Capital-Markt auf Basis der Einschätzungen von Beteiligungsgesellschaften mit einem Fokus auf junge Unternehmen. Alle Klimaindikatoren entsprechen dem Durchschnitt des Saldos der Lageeinschätzung (Anteil „gut“ minus Anteil „schlecht“) und des analog ermittelten Saldos der Erwartungen für die kommenden 6 Monate, bereinigt um die jeweiligen historischen Saldenmittelwerte. Positive Indikatorwerte stehen somit konstruktionsbedingt für ein überdurchschnittliches Klima, negative für ein unterdurchschnittliches Klima.

Der **Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK)** ist die Stimme und das Gesicht der Beteiligungsbranche in Deutschland. Der Verband setzt sich für bessere Rahmenbedingungen und einen leichteren Zugang zu Beteiligungskapital ein, damit noch mehr Unternehmen in Deutschland von Beteiligungskapital profitieren können. Der Verband vereint ca. 300 Mitglieder. Darunter befinden sich rund 200 Beteiligungsgesellschaften und Investoren sowie rund 100 Beratungsgesellschaften und Dienstleister der Branche.

Das **Deutsche Börse Venture Network (DBVN)** wurde 2015 gegründet und ist mittlerweile das größte Netzwerk für Wachstumsfinanzierung und „Capital Market Readiness“ in Europa. Der Fokus liegt neben einem effizienten Kapitalzugang auf einem umfangreichen Netzwerk- und Trainingsangebot. Aus dem 200+ Wachstumsunternehmen und 450+ Investoren umfassenden Netzwerk sind bereits 13 Börsengänge und zahlreiche Trade-Sales hervorgegangen.



Bundesverband Deutscher
Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V.

Deutsche Börse
Venture Network