

Fokus Volkswirtschaft

Nr. 98, 16. Juli 2015

Beteiligungsmarkt in Deutschland – Lücke bei Venture Capital

Autoren:

Dr. Georg Metzger, Telefon 069 7431-9717,

Albrecht Bauer, Telefon 069 7431-3146, research@kfw.de

Start-ups greifen neue Technologien häufig als erste auf und entwickeln daraus marktgängige Produkte. Diese Unternehmen haben daher eine besondere Bedeutung für die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft. Start-ups haben allerdings zum Teil auch erhebliche Finanzierungsprobleme, da ihre Erfolgs- und Wachstumschancen schwerer zu beurteilen sind als bei etablierten Unternehmen. Venture Capital ist für sie eine sinnvolle und wichtige Finanzierungsalternative. Der Markt für Risikokapital in Deutschland ist im internationalen Vergleich eher klein und hat noch erheblichen Nachholbedarf. Hier muss gegengesteuert werden, damit viel versprechende Start-ups in Deutschland mit ihren Ideen und Innovationen nicht auf der Strecke bleiben. Ziel sollte es insbesondere sein, die Marktlücke bei Ansbuch- und größeren Wachstumsfinanzierungen zu schließen.

Start-ups kommt im Innovationssystem eine besondere Rolle zu, denn sie greifen oftmals neue Technologien auf, entwickeln als erste marktgängige Produkte und Verfahren und weisen daher häufig hohes Wachstumspotenzial, aber auch Kapitalbedarf auf. Gleichzeitig sind die Erfolgchancen für Außenstehende nur schwer einschätzbar (Informationsasymmetrie). Diese Konstellation – hoher Kapitalbedarf, hohes Wachstumspotenzial, hohes Risiko – macht eine Finanzierung über Venture Capital für Start-ups und somit für die Volkswirtschaft so wichtig.

Beteiligungskapital (Private Equity) ist daher gerade für Gründer und junge, in-

novative Unternehmen (Start-ups), aber auch für etablierte Unternehmen, die ihr weiteres Wachstum finanzieren wollen, als Finanzierungsinstrument unverzichtbar. Denn eine Kreditfinanzierung stößt bei diesen innovations- und wachstumsorientierten Unternehmen häufig an ihre Grenzen.

Da im Gegensatz zu Kreditgebern Beteiligungskapitalgeber direkt am steigenden Unternehmenswert erfolgreicher Unternehmen partizipieren, können diese ihre höheren Risiken mit höheren Chancen aufwiegen. Mit der Aufnahme von Beteiligungskapital verbessert sich zudem die Bilanzstruktur und somit die Bonität eines Unternehmens, das auch vom Knowhow und den Kontakten des Investors profitiert. Zu beachten ist allerdings, dass Beteiligungskapital nur etwas für Unternehmer ist, die bereit sind, Mitsprache- und Kontrollrechte an Investoren abzugeben – denn ohne diese Rechte wird kein Investor eine Beteiligung eingehen.

Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes – Höhen und Tiefen

Lange Zeit hat Private Equity im deutschen Finanzsystem kaum eine Rolle gespielt. Erstmals entstand in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre ein nennenswerter Markt für außerbörsliches Beteiligungskapital. So hat sich das jährlich neu investierte Marktvolumen zwischen 1995 und der Jahrtausendwende auf rund 4,5 Mrd. EUR verneunfacht. Der Markt fiel mit dem Platzen der New-Economy-Blase aber in ein Tief, vor allem VC-Neuengagements blieben aus. Erst mit der Auflegung des High-Tech Gründerfonds und dem ERP-Startfonds durch die öffentliche Hand entspannte

sich die Lage für Seed- und Start-up-Finanzierungen wieder.

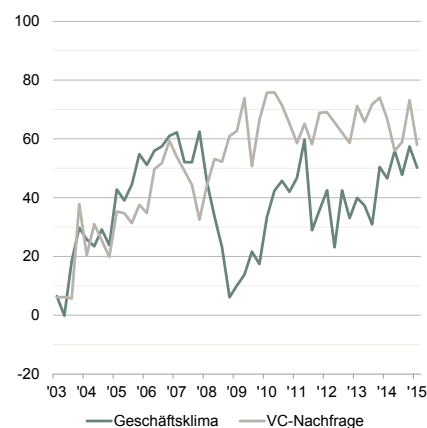
Einen neuerlichen Dämpfer erhielt der Markt durch die Finanz- und Wirtschaftskrise, der allerdings nur kurz anhielt. Im Jahr 2014 wurden bereits wieder über 5 Mrd. EUR von in Deutschland ansässigen Kapitalbeteiligungsgesellschaften investiert. Nach wie vor ist Beteiligungskapital allerdings nur für relativ wenige Unternehmen eine Alternative. Zum Vergleich: Das im Jahr 2014 investierte Beteiligungskapital entspricht nur etwa einem Prozent des im gleichen Zeitraum neu vergebenen Kreditvolumens an Unternehmen.

Die Gesamtentwicklung der letzten 20 Jahre spiegelt sich auch im von KfW und BVK gemeinsam ermittelten German Private Equity Barometer wider (Grafik 1). Insgesamt hat sich die Stimmung auf dem deutschen Beteiligungsmarkt demnach derzeit wieder erholt, trotz einem leichten Rückgang zum Jahresstart 2015.

Die Erholung des Gesamtmarkts lenkt allerdings vom Blick auf das VC-Segment

Grafik 1: Geschäftsklima für Beteiligungskapitalgeber wieder besser

(Saldenpunkte, Max: 100, Min: -100)



Anmerkung: Die Indikatoren geben die gewichteten Salden zwischen „Gut“ und „Schlecht“-Meldungen der teilnehmenden BVK-Mitglieder wieder.

Quelle: German Private Equity Barometer.

ab. Denn seit dem Ende der New-Economy-Euphorie gab es im deutschen Beteiligungsmarkt eine deutliche Verschiebung der Marktaktivitäten. Heute dominieren große Buy-out-Deals mit etablierten Unternehmen. VC-Investments in Start-ups verloren dagegen immer mehr an Gewicht. Im Jahr 2014 wurden in Deutschland lediglich 560 Mio. EUR Venture Capital investiert – eine geringe Summe bezogen auf die Wirtschaftskraft. Zum Vergleich: In den USA wird gemessen am Bruttoinlandsprodukt jährlich rund sieben Mal mehr VC investiert (Grafik 2). Auch in europäischen Industrienationen wie Großbritannien oder Frankreich wird mehr VC investiert. Der deutsche VC-Markt hat daher erhebliches Nachholpotenzial.

Nachfrager sind jung, innovativ und technologieorientiert

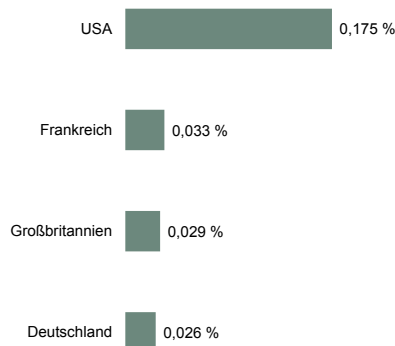
Beteiligungskapital spielt für den breiten Mittelstand in Deutschland lediglich eine untergeordnete Rolle. Die gemeinsam von KfW Research mit Wirtschaftsverbänden durchgeführte „Unternehmensbefragung“ zeigt, dass Beteiligungskapital in seiner Bedeutung als Finanzierungsinstrument erst deutlich nach der Innenfinanzierung, Bankdarlehen, Lieferantenkrediten und Leasing rangiert.² Auch das KfW-Mittelstandspanel belegt: Den Löwenanteil ihres Investitionsvolumens decken Mittelständler über Innenfinanzierung, Darlehen und Fördermittel; 2013 machte Beteiligungskapital nur 1,5 % des Investitionskapitals aus.

Je innovativer und jünger das Unternehmen, desto wichtiger wird diese Finanzierungsalternative allerdings. Denn fehlende Unternehmenshistorie, Mangel an Sicherheiten und hohe Unsicherheit über den Erfolg von Innovationen werden von Fremdkapitalgeber häufig als unüberwindbare Informationsdefizite angesehen. Entsprechend wichtiger ist VC für sie. Während nur 8 % aller Unternehmen Beteiligungskapital für wichtig erachten, sind es bei forschungsintensiven und jüngeren Unternehmen jeweils rund 13 %.²

Dies spiegelt sich auch in der externen Finanzierung von Start-ups wider. Ergebnisse des KfW/ZEW-Gründungspanels zeigen, dass nur 5 % der externen Mittel aller Gründungen durch Beteili-

Grafik 2: Deutschland hinkt bei VC-Investitionen hinterher

(VC-Investitionen bezogen auf das jeweilige BIP)



Quelle: OECD (2014).¹

gungskapital gedeckt werden. Bei Hightech-Start-ups in Industriebereichen sind es 13 %, bei Hightech-Start-ups in Dienstleistungsbereichen sogar 35 %.

Angebot hat Exitkanäle im Blick

Die Nachfrage nach Venture Capital durch Start-ups ist in Deutschland vorhanden (Grafik 1). Als Gründe für das vergleichsweise geringe Angebot werden neben rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen vor allem die Exitperspektiven diskutiert. Denn die Anreize für Investitionen sind umso höher, je besser die Möglichkeiten sind, beim Ausstieg aus Beteiligungen (Exit) eine hohe Rendite zu erzielen.

Ein erfolgreicher Börsengang (Initial Public Offering, IPO) bietet die besten Renditeaussichten für Investoren. Nach dem Platzen der New-Economy-Blase und dem Niedergang des Neuen Markt-

tes zu Beginn des Jahrtausends war dieser Exitkanal in Deutschland aber so gut wie blockiert. Der deutsche IPO-Markt hat sich davon bisher (noch) nicht erholt. Selbst vor der Einrichtung des Neuen Markts war die Anzahl um ein Vielfaches höher als heute. Bis sich das zuletzt bessere Klima für IPOs in Deutschland in der Anzahl der IPOs VC-finanzierter Unternehmen niederschlägt, wird es wohl auch noch etwas Zeit brauchen.

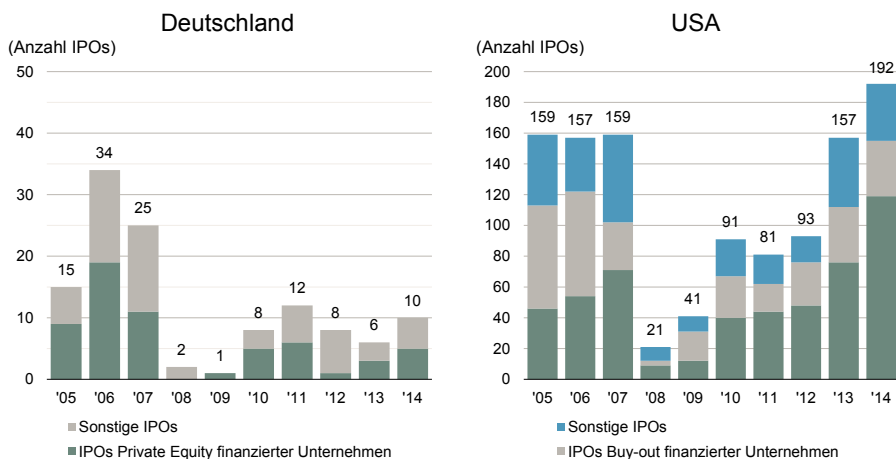
IPOs sind zwar der renditestärkste Exitkanal, aufgrund des erheblichen Aufwands sind sie allerdings nicht für jedes Start-up geeignet. Die volumenstärksten Exitkanäle von VC-Gebern für den Ausstieg aus einer Beteiligung sind daher typischerweise Trade Sales, also der Verkauf der Unternehmensbeteiligung an einen strategischen Investor, beispielsweise ein Industrieunternehmen der gleichen Branche. Auch „Secondaries“, also der Weiterverkauf an eine andere Kapitalbeteiligungsgesellschaft spielen eine wesentliche Rolle.

Vergleich über den Atlantik

In den USA sind IPOs von Start-ups ein etablierter Bestandteil der Börsenlandschaft. Der US-IPO-Markt brach während der Finanzkrise kurz ein, erholte sich aber rasch. Allein im Jahr 2014 wurden ca. 120 VC-finanzierte Unternehmen an die Börse gebracht. In Deutschland war es dagegen nur eine Handvoll (siehe Grafik 3).

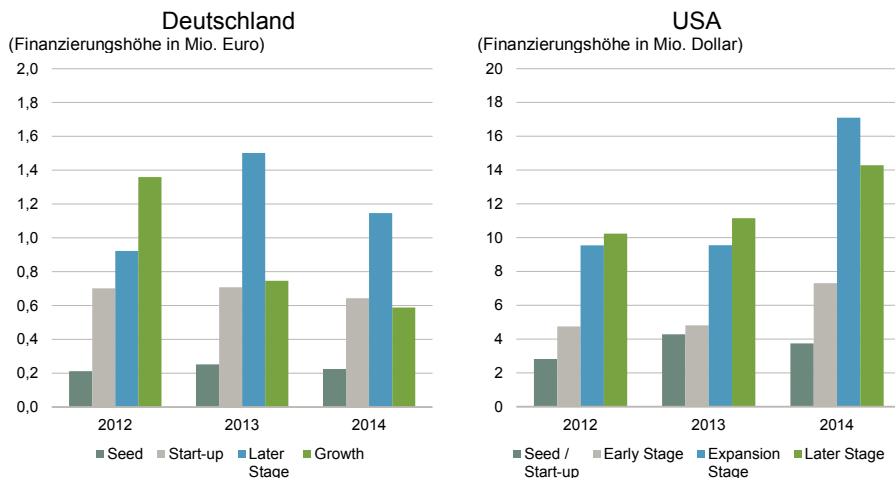
Die lebhaftere IPO-Tätigkeit dürfte auch ein Grund dafür sein, dass die Dealgrößen im US-amerikanischen VC-Markt

Grafik 3: Nur wenige IPOs in Deutschland, US-IPO-Markt floriert



Quelle: BVK für Deutschland, Ritter (2014) für die USA.³

Grafik 4: US-Start-ups sind deutlich besser mit VC ausgestattet



Anmerkung: Die durchschnittliche Finanzierungshöhe wurde als Verhältnis des jährlichen Investitionsvolumens im jeweiligen Land und der Anzahl der finanzierten Unternehmen berechnet. Die Aussage „die Dealgrößen im US-amerikanischen VC-Markt [sind] rund achtmal größer sind als bei Investitionen in deutsche Start-ups“, gilt auch wechselfähig.

Quelle: BVK, NVCA, eigene Berechnungen.

rund achtmal größer sind als bei Investitionen in deutsche Start-ups (siehe Grafik 4). Investoren dürften investitionsfreudiger sein, wenn ein aufnahmefähiger Exit-Markt für großvolumige Beteiligungen existiert.

Mit der digitalen Wirtschaft wird Wachstumsfinanzierung wichtiger

Die größeren Tickets, die US-Start-ups zur Verfügung gestellt werden, scheinen gerade im globalen Wachstumsfeld der Digitalen Wirtschaft ein entscheidender Vorteil zu sein. Denn Digital-Start-ups unterscheiden sich in ihren Geschäftsmodellen fundamental von klassischen Tech-Start-ups. Häufig genügt ihnen eine relativ geringe Anschubfinanzierung (Seed Capital), um eine „digitale“ Geschäftsidee zu entwickeln. Die Hürden für den Markteintritt sind also eher gering.

Um im globalen Wettbewerb bestehen zu können, ist es für solche Start-ups dann aber wichtig, schnell viele Kunden (Marktanteile) zu gewinnen und sich einen Bekanntheitsvorsprung zu erarbeiten. Für sie ist also nicht die aufwendige Vorabentwicklung eines technisch ausgereiften Produkts maßgeblich, sondern die Schnelligkeit der Markterschließung.

Der klassische VC-Finanzierungsprozess, mit mehreren, immer größer werdenden Finanzierungsrunden beim Erreichen von Meilensteinen, ist für eine solche Strategie kaum geeignet. Vielmehr sind nach einer relativ niedrigen Anschubfinanzierung große Anschlussfinanzierungen für Wachstum und Marktdurchdringung wichtig. Die US-amerikanische VC-Szene hat sich auf diese speziellen Bedarfe von Start-ups in der Digitalen Wirtschaft eingestellt. Auch

in Deutschland sollte diese Entwicklung beachtet werden.

Schließung der Lücke in der Start-up- und Wachstumsphase

Insgesamt lässt sich feststellen, dass in Deutschland insbesondere bei den Anschlussfinanzierungen für Unternehmen in der Start-up- und Wachstumsphase eine VC-Angebotslücke besteht. Auch die Exit-Möglichkeiten mittels IPO sind nach wie vor unter ihrem Potenzial. In Expertenkreisen wurde bereits darüber diskutiert, ob Start-up-Unternehmer nicht wie in Großbritannien mit einem speziellen Trainings-Programm fit für die Börse gemacht werden können. Auch die Wiedereinführung eines speziellen Börsensegmentes wurde von einigen Akteuren des Beteiligungsmarktes angeregt, um mehr Aufmerksamkeit und Sichtbarkeit bei Investoren zu erreichen.

Während des Tiefs des VC-Markts nach dem Platzen der New-Economy-Blase hatte sich gezeigt, wie wichtig die öffentliche Bereitstellung von VC für den Erhalt des deutschen VC-Marktes ist. Wichtig auch gerade deshalb, weil sich VC von privaten Kapitalgebern durch die Bereitstellung von öffentlichem Wagniskapital mobilisieren lässt (Crowding-in). Gerade Hightech-Gründer können durch die Aussicht auf VC motiviert werden: Es werden mehr Start-ups gegründet, wenn sich die VC-Versorgung verbessert.⁴ Ein Angebot öffentlichen VCs ist daher eine zentrale Rahmenbedingung für die Entwicklung einer nachhaltigen Start-up-Szene. ■

¹ OECD (2014), Entrepreneurship at a Glance 2014, OECD Publishing
² Schwartz, M. und V. Zimmermann (2012), Unternehmensbefragung 2012, Unternehmensfinanzierung trotz Eurokrise stabil, KfW Bankengruppe, Frankfurt am Main, Mai 2012.
³ BVK (2015), Private Equity-Prognose 2015 – Erwartungen der deutschen Beteiligungsgesellschaften zur Marktentwicklung, BVK-Studie, Berlin, Februar 2015.
 Ritter, J. (2014), Initial Public Offerings: Updated Statistics, Cordell Professor of Finance, University of Florida, December 2014, <http://bear.warrington.ufl.edu/ritter>.
⁴ Brutscher, P. und G. Metzger (2012), Befördert Wagniskapital Hightech-Gründungen? Akzente Nr. 60, KfW Bankengruppe, Frankfurt am Main, April 2012.