

Beteiligungsfinanzierung nach der Marktkonsolidierung.

Anhaltende Defizite in der Frühphase.

Eine Analyse der Arbeitsstrukturen, Finanzierungsmuster
und Marktlücken im deutschen Beteiligungsmarkt.
Publikation der Volkswirtschaftlichen Abteilung
April 2006.

Herausgeber:

KfW Bankengruppe, Konzernkommunikation
Palmengartenstraße 5-9, 60325 Frankfurt am Main
Telefon: 069 7431-0, Telefax 069 7431-2944
www.kfw.de

Redaktion: KfW Bankengruppe, Volkswirtschaftliche Abteilung

Autoren:

Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, KfW Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance, TU München
Nick Ehrhart, KfW Bankengruppe
Dr. Volker Zimmermann, KfW Bankengruppe

Frankfurt am Main, April 2006

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	3
1 Einführung	8
2 Die befragten Beteiligungsgesellschaften	10
2.1 Klassifizierung der Beteiligungsgeber.....	10
2.2 Anzahl Portfoliounternehmen und durchschnittliche Investi-tionssumme.....	14
2.3 Mitarbeiter der Gesellschaften.....	17
2.4 Alter der Gesellschaften.....	20
2.5 Eigentümerstruktur und Sitz des größten Anteilseigners.....	23
2.6 Herkunft des Kapitals.....	27
2.7 Zwischenfazit.....	30
3 Von der Deal-Akquisition bis zum Deal-Abschluss	32
3.1 Mindestanforderungen an mögliche Deals.....	32
3.2 Wettbewerbsvorteile bei der Akquisition.....	36
3.3 Dealquellen und deren Erfolgsquoten.....	38
3.4 Finanzierungsanfragen und die Auswahl von Investments.....	41
3.5 Die Bedeutung verschiedener Informationen für die Due-Diligence.....	45
3.6 Gründe für das Nichtzustandekommen von Deals trotz positiver Due-Diligence.....	48
3.7 Erwartete Mindestrenditen.....	50
3.8 Konkurrenz durch Mezzanineprodukte.....	53
3.9 Zwischenfazit.....	56
4 Investitionstätigkeit	57
4.1 Dealgröße, Finanzierungsphasen und Branchen.....	58
4.2 Finanzierungsformen und die Betreuung von Investments.....	64
4.3 Syndizierungen.....	69
4.4 Exits und Ausfälle.....	71
4.5 Veränderungen in den Investmentstrategien.....	76
4.6 Zwischenfazit.....	80
5 Ausmaß und Ursachen von Angebotslücken auf dem Beteiligungsmarkt	81
5.1 Unterversorgte Marktsegmente.....	82
5.2 Investitionshemmnisse.....	86
5.3 Zwischenfazit.....	88
6 Förderprogramme	89
6.1 Nutzung von Förderprogrammen.....	89
6.2 Anbieter und einzelne Förderprogramme.....	93
6.3 Bedeutung von Förderaspekten.....	95
6.4 Zwischenfazit.....	97

7	Fazit und Ausblick.....	98
8	Anhang: Methodologie und Angaben zur Stichprobe.	102
9	Literatur.....	105
10	Abbildungsverzeichnis.	107
11	Tabellenverzeichnis.	109
12	Abkürzungsverzeichnis.	110

Beteiligungsfinanzierung nach der Marktkonsolidierung: Anhaltende Defizite in der Frühphase.

Eine Analyse der Anbieterstrukturen, Finanzierungsmuster
und Marktlücken im deutschen Beteiligungsmarkt.

Zusammenfassung

Gemeinsam mit dem KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance an der Technischen Universität München hat die KfW auf Basis einer breit angelegten Befragung im Herbst 2005 eine umfassende Analyse des Beteiligungskapitalmarktes in Deutschland durchgeführt. Im Rahmen der Befragung wurden im September 2005 177 Beteiligungsgesellschaften angeschrieben, die Mitglied im „Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity and Venture Capital Association e.V.“ (BVK) sind. Vor allem dank großer Unterstützung durch den BVK konnte eine **Rücklaufquote von 47%** erzielt werden.

Ziel dieser an eine Vorgängerstudie aus dem Jahr 2003¹ anknüpfenden Befragung ist es, einen aktuellen Überblick über den deutschen Beteiligungskapitalmarkt zu geben und darzustellen, inwieweit sich Anbieterstrukturen, Finanzierungsmuster, Marktlücken und Förderbedarf in Deutschland im Zuge der Marktkonsolidierung im Zeitraum 2002-2004 im Vergleich zu den Jahren 1999 bis 2001 verschoben haben. Die Hauptergebnisse der Befragung sind:

Verschiebung der Marktaktivität zur Spätphase bei weiterhin kleinen Fondsgrößen und deutlich verändertem Refinanzierungsumfeld.

1. Das Platzen der New-Economy-Blase hat zu einer kräftigen **Verschiebung der Marktaktivität** im deutschen Beteiligungsmarkt weg von der Früh- und hin zur Spätphase geführt. Diese Verlagerung der Marktaktivität schlägt sich deutlich in der Ausrichtung der Investmenttätigkeit der Gesellschaften nieder. So lag der Anteil der Spätphaseninvestments bei den befragten Beteiligungsgesellschaften im Jahr 2004 rund 10%-Punkte über dem Vergleichswert des Jahres 2001. Die Beteiligungsgesellschaften haben sich tendenziell aus

¹ Vgl. V. Zimmermann und J. Fischer (2003) sowie J. Schumacher und V. Zimmermann (2004).

der Frühphase zurückgezogen bzw. haben sich verstärkt auf die Spätphase ausgerichtet. Innerhalb der Spätphase hat zudem eine Verschiebung zu größeren Deals stattgefunden. Dieser Trend hin zu größeren Spätphasendeals spiegelt sich auch in vergleichsweise hohen Anforderungen der Spätphasengesellschaften hinsichtlich der Mindestgröße der Zielunternehmen wider. So investiert über die Hälfte der Spätphasenspezialisten im Markt nur in Portfoliounternehmen, die zumindest einen Jahresumsatz von 1,5 Mio. Euro aufweisen.

2. Die Verschiebung der Marktaktivität hin zur Spätphase und zu größeren Einzeldeals geht überraschenderweise nur bedingt mit einem Anstieg der **durchschnittlichen Fondsgroßen** einher. Zwar ist der Anteil großer Fonds von über 100 Mio. Euro Fondsvolumen gegenüber der Befragung vor drei Jahren leicht gestiegen. Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt weist jedoch nach wie vor sehr viele Fonds mit Volumina von unter 25 Mio. Euro auf. Bei diesen Kleinstfonds ist zu befürchten, dass sie möglicherweise ineffizient klein sind, da sie nur eine geringe Diversifizierung zulassen und eine Durchfinanzierung der Portfoliounternehmen in Anschlussfinanzierungsrunden oftmals nicht möglich ist. Insbesondere kleine Frühphasengesellschaften sind deshalb verstärkt bestrebt, einen höheren Diversifizierungsgrad durch **Syndizierung** mit anderen Beteiligungsgesellschaften zu erreichen.
3. Hinsichtlich der **Eigentümerstruktur und der Refinanzierungsquellen** von Beteiligungsgesellschaften war der deutsche Beteiligungskapitalmarkt lange Zeit durch eine starke Präsenz der Banken geprägt. Obgleich Banken noch immer eine bedeutende Rolle im deutschen Beteiligungsmarkt spielen, hat sich diese in den Jahren 2002 bis 2004 jedoch gewandelt. So treten Banken heute deutlich seltener als Hauptanteilseigner und Kapitalgeber von Beteiligungsgesellschaften auf als noch zum Zeitpunkt der Vorgängerstudie. Insbesondere als Hauptanteilseigner und Refinanzierungsquelle unabhängiger Beteiligungsgesellschaften sind Banken nahezu bedeutungslos geworden, da sie ihr (reduziertes) Beteiligungsgeschäft heute verstärkt über eigene Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften durchführen. Mit dem Bedeutungsverlust der Banken und einem leichten Bedeutungszuwachs der in den USA oder Großbritannien für das Fundraising so wichtigen Pensionsfonds hat Deutschland hinsichtlich der Refinanzierungsquellen in den letzten Jahren eine leichte Annäherung an angelsächsische Beteiligungsmarktstrukturen durchlaufen. Da neben dem Rückzug der Banken jedoch auch die Industrie ihr Engagement in der Beteiligungsfinanzierung zurückgefahren hat, haben die Beteiligungsgesellschaften verstärkt auf den öffentlichen Sektor als Kapitalgeber zurückgegriffen.

Spezialisierungsstrategien der Beteiligungsgesellschaften bewirken eine verstärkte Segmentierung des Beteiligungskapitalmarkts.

4. Viele der im deutschen Beteiligungsmarkt aktiven Beteiligungsgesellschaften verfolgen eine **Strategie der Spezialisierung**. Abgesehen von einigen großen „Generalisten“ sind die meisten Anbieter offenbar bestrebt, sich durch Konzentration auf einzelne Marktsegmente und die Implementierung spezifischer Geschäftsmodelle auf Teilmärkte oder gar Marktnischen zu spezialisieren. Durch den Einsatz der für „ihren“ Teilmarkt besonders geeigneten Dealselektionskriterien, Finanzierungsinstrumente, Betreuungsintensität und Exitkanäle versuchen die unterschiedlichen Typen von Beteiligungsgesellschaften, Spezialisierungsvorteile zu realisieren. So setzen beispielsweise Frühphasenspezialisten bei der Dealselektion in stärkerem Maße als Spätphasengesellschaften zukunftsorientierte Kriterien ein und betreuen ihre Portfoliounternehmen deutlich häufiger aktiv (Hands-on-Management). Spätphasenspezialisten wiederum greifen bei der Betreuung und dem Monitoring ihrer Portfoliounternehmen weitaus stärker auf standardisierte Ratinginstrumente zurück. Aber auch hinsichtlich des Einsatzes unterschiedlicher Finanzierungsinstrumente, dem Ausmaß der Syndizierung oder der Wahl der Exitkanäle zeigen sich je nach Art, Größe und Finanzierungsphasenschwerpunkt deutliche Unterschiede zwischen den Beteiligungsgesellschaften. Die im Vergleich zur Befragung vor drei Jahren leicht zurückgegangene Dynamik bei der Tendenz zur Spezialisierung deutet darauf hin, dass viele Beteiligungsgesellschaften inzwischen „ihre“ Zielgruppen und Marktnischen gefunden haben und die Strategiewechsel heute eher inkrementeller Natur sind. Trotz dieser Spezialisierungstendenzen bei den Beteiligungsgesellschaften, welche sich auch als „Industrialisierung“ der Private-Equity-Branche beschreiben lassen, weist die Branche jedoch nach wie vor stark informelle Züge auf. So sind Netzwerke und Reputation einer Beteiligungsgesellschaft nach wie vor die wichtigsten Einflussfaktoren für den Erfolg bei der Dealakquisition.
5. Als Folge der eingeschlagenen Spezialisierungsstrategien und der nach wie vor hohen Bedeutung informeller Strukturen ist eine verstärkte **Segmentierung des Beteiligungskapitalmarktes** in separate Teilmärkte zu beobachten, in denen bisweilen sehr unterschiedliche Spielregeln für Beteiligungsgeber und -nehmer gelten. Erstens zeichnet sich am Markt eine Segmentierung **zwischen tendenziell etablierten, größeren, erfahrenen und eher in der Spätphase aktiven Beteiligungsgesellschaften** auf der einen Seite **und tendenziell kleineren, in der Regel auch jüngeren Beteiligungsgebern aus dem Frühphasensegment** auf der anderen Seite ab. Erstere, in aller Regel etablierte Anbieter, sehen sich dank einer in der Vergangenheit erworbenen Reputation und einer graduell aufgebauten guten Integration in die Netzwerksstrukturen der Beteiligungsbranche oftmals einem hohen Dealflow gegenüber. Die zuletzt genannte weniger etablierte Anbie-

tergruppe ist dagegen eher in Nischensegmenten mit einem geringeren Dealflow aktiv. Der von den etablierten Marktteilnehmern bediente Teilmarkt ist durch höhere Renditechancen aber auch eine deutlich höhere Wettbewerbsintensität charakterisiert als der von den jüngeren, weniger etablierten Marktteilnehmern bediente. Eine weitere Aufteilung des Marktes deutet sich **zwischen rendite- und förderorientierten Beteiligungsgebern** an. So sind insbesondere die förderorientierten Beteiligungsgeber bereit, auch kleinteilige Investments zu tätigen, während renditeorientierte Gesellschaften häufiger Mindestanforderungen an die Deal- oder Unternehmensgröße haben. Entsprechend ihrem Förderverständnis liegen die erwarteten Renditen bei den förderorientierten Gesellschaften in der Regel deutlich niedriger als bei den privaten Gesellschaften.

6. Parallel zu den Marktsegmentierungstendenzen zeigt sich, dass der **Markt für Beteiligungskapital in Deutschland insgesamt reifer** geworden ist. Darauf weist eine Reihe von Indizien hin: Erstens verfügt inzwischen ein Drittel der in Deutschland aktiven Beteiligungsgesellschaften über eine Erfahrung von mindestens 10 Jahren Marktaktivität. So hat die Marktkonsolidierung bewirkt, dass die **Marktteilnehmer heute sehr viel erfahrener** sind als beispielsweise zu Zeiten des New-Economy-Booms. Auch ist insbesondere bei den etablierten Spätphasenfinanzierern die **Wettbewerbsintensität deutlich gestiegen**. So kommt heute ein nicht zu vernachlässigender Anteil der aus Sicht der Beteiligungsgesellschaften akzeptablen Deals nicht zustande, weil ein anderer, konkurrierender Investor zum Zug kommt. Die Unternehmen können sich somit häufig zwischen den Angeboten verschiedener Beteiligungsgesellschaften entscheiden. Dass dies vor allem in der Spätphase und bei großen Gesellschaften geschieht, spiegelt die Tatsache wider, dass sich ein Großteil der Marktteilnehmer in den letzten Jahren zur Spätphase und zu größeren Deals orientiert haben. Gerade in diesem Segment hat sich in jüngerer Zeit auch ein **Angebot an standardisierten Mezzaninkapitalprodukten** herausgebildet, die unter Umständen als alternative Finanzierungsquelle zu Beteiligungskapital für potentielle Beteiligungsnehmer dienen können. Von den Spätphasengesellschaften wird Mezzaninkapital deshalb auch mehrheitlich als Konkurrenz zu den eigenen Produkten angesehen.

Herausforderung für die Förderung: Marktkonforme Verringerung der Angebotslücken in der Frühphase und im kleinteiligen Segment.

7. **Dauerhafte Angebotslücken** werden von den befragten Beteiligungsgesellschaften insbesondere in der Frühphasenfinanzierung (und dort vor allem in der **Seed-Phase**) und **bei kleinen Investitionsvolumina** gesehen. Dabei handelt es sich um genau die Marktsegmente, in denen aus theoretischer Sicht ausgeprägte Marktversagenstatbestände

auftreten können. Als wichtigste Gründe dafür, dass in manchen Segmenten von den Beteiligungsgesellschaften keine Finanzierungen angeboten werden, nennen die befragten Gesellschaften ein zu hohes erwartetes Risiko und eine ablehnende Haltung der potentiellen Beteiligungsnehmer gegenüber Beteiligungskapital. Ein zu hohes Risiko dürfte insbesondere in der Frühphase eine wichtige Rolle spielen, während Vorbehalte gegen Beteiligungskapital vor allem bei familiengeführten mittelständischen Unternehmen und damit tendenziell im kleinteiligen Segment zu vermuten sind.

8. Die von Bund, Ländern, EU sowie der KfW und den Förderbanken bzw. Wagniskapitalgesellschaften der Länder geleistete **Beteiligungsmarktförderung** sieht sich der Herausforderung gegenüber, die **Marktaktivität in der Frühphase und im kleinteiligen Segment anzuschieben**, ohne private Marktteilnehmer zu verdrängen oder die Marktentwicklung zu ersticken. Im Falle der ablehnenden Haltung potentieller Zielunternehmen gegenüber Beteiligungskapital dürfte die Beseitigung des Investitionshemmnisses durch verstärkte Aufklärung über die Wirkungen und die Funktionsweise von Beteiligungskapital und im Zuge einer zunehmenden Etablierung des Finanzierungsinstrumentes Private Equity mittel- bis langfristig möglich sein. Ist jedoch ein zu hohes Risiko der Grund für die Angebotslücke, wie es in der Frühphase oftmals der Fall ist, gestaltet sich die Aufgabe für die Förderung schwieriger. Sie muss versuchen, durch marktkonforme Instrumente wie z.B. Co-Investments öffentlicher Kapitalgeber für Risikoentlastung bei den privaten Marktteilnehmern und damit für eine natürliche Marktentwicklung zu sorgen, ohne dabei Fehlanreize zu setzen oder prozyklisch zu wirken.

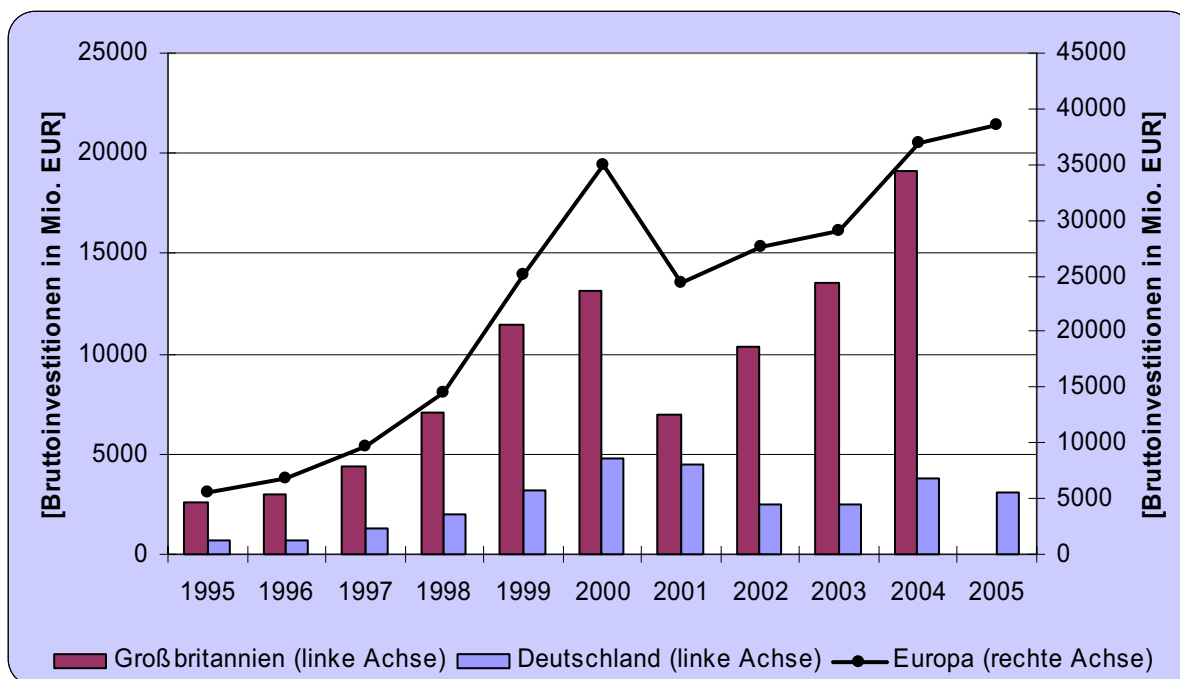
Fazit: Trotz erfolgreicher Konsolidierung und einem spürbaren Reifeprozess des Beteiligungskapitalmarktes gibt es weiter anhaltende Defizite in der Frühphase.

Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt hat in den letzten Jahren einen Konsolidierungsprozess durchlaufen, der die Marktteilnehmer dazu gezwungen hat, sich stärker auf bestimmte Marktsegmente und Geschäftsmodelle zu spezialisieren sowie hinsichtlich der eingesetzten Instrumente und Strategien professioneller und zielgerichteter zu agieren. Da die Marktteilnehmer inzwischen auch deutlich mehr Erfahrung aufweisen als zum Zeitpunkt der Vorgängerstudie, lässt sich von einem spürbaren Reifeprozess des deutschen Beteiligungskapitalmarktes sprechen. Dies stimmt zuversichtlich für die zukünftige Marktentwicklung. Es muss allerdings konstatiert werden, dass dieser Befund in weitaus stärkerem Maße für die Spätphase gilt, während der Konsolidierungsprozess in der Frühphase noch nicht abgeschlossen ist und dort weiterhin ein ausgeprägter Nachholbedarf sowie deutliche Angebotslücken bestehen.

1 Einführung.

Das deutsche Finanzsystem ist in weiten Teilen immer noch stark durch Fremdkapitalfinanzierung und Bankenintermediation geprägt. Typischerweise finanzierten sich deutsche Unternehmen nahezu ausschließlich durch die Einbehaltung von Gewinnen und die Aufnahme von Bankkrediten. Mit der zunehmenden Internationalisierung und Globalisierung der Finanzmärkte sowie den rapiden Fortschritten auf dem Feld der Informations- und Kommunikationstechnologien änderten sich die Rahmenbedingungen im deutschen Finanzsystem seit Mitte der 90er Jahre jedoch grundlegend. Im Zuge des in der Folge einsetzenden Finanzmarktwechsels hin zu einer stärker kapitalmarktbasierter Finanzierung der Unternehmen lockerte sich das für Deutschland charakteristische Hausbanksystem sukzessive. Obgleich der Bankkredit in Deutschland noch immer die mit Abstand am weitesten verbreitete Außenfinanzierungsquelle mittelständischer Unternehmen ist, gewannen alternative Finanzierungsformen wie Anleihen oder Aktien im Zuge des Finanzmarktwechsels zusehend an Bedeutung. Insbesondere entstand in Deutschland in der zweiten Hälfte der 90er Jahre erstmals ein Markt für außerbörsliches Beteiligungskapital (Private Equity). Abbildung 1 zeigt, dass sich dieser in Deutschland wie auch in vielen anderen europäischen Ländern bis zur Jahrtausendwende sehr dynamisch entwickelte.

Abbildung 1: Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes in Deutschland, Großbritannien und Europa 1995-2005



In innovationsgetriebenen Volkswirtschaften spielt Beteiligungskapital eine wichtige Rolle für die technologische Leistungsfähigkeit und damit die Wirtschaftskraft eines Landes.² Denn Beteiligungskapital insbesondere in seiner Ausprägung als Frühphasen-Wagniskapital (Early Stage Venture Capital) stellt oftmals die wichtigste, wenn nicht die einzige Finanzierungsquelle für so genannte High-Tech Start-ups dar. Durch die Sicherstellung der Finanzierung technologieintensiver Gründungen befördert Frühphasen-Wagniskapital den Strukturwandel hin zur modernen Wissens- und Technologiegesellschaft. Aber auch Spätphasen-Beteiligungskapital (Later Stage Private Equity) spielt eine bedeutende Rolle für die Innovationskraft einer Volkswirtschaft. Denn auch bestehende Unternehmen sind verstärkt gezwungen, den Wandel zu wissens- und technologieintensiveren Produktionsprozessen zu vollziehen. Spätphasen-Beteiligungskapital kann dazu beitragen, dass etablierte Unternehmen diesen Wandel schneller vollziehen.³ Einem entwickelten Beteiligungskapitalmarkt kommt somit eine herausragende Rolle für die Innovationskraft einer Volkswirtschaft und damit letzten Endes für ihre internationale Wettbewerbsfähigkeit zu.

Im Herbst 2002 hat die KfW daher zusammen mit den Universitäten Cambridge, Edinburgh, Eichstätt und Hamburg eine erste umfassende Analyse der Beteiligungsmärkte in Deutschland und Großbritannien auf Basis einer breit angelegten Befragung durchgeführt. Ziele dieser Untersuchung waren die Bestandsaufnahme von Marktstrukturen, die Identifizierung von Marktlücken und die Beurteilung der Rolle von Förderprogrammen in Deutschland und Großbritannien. Abbildung 1 zeigt, dass sich der deutsche und der britische Beteiligungskapitalmarkt im Jahr 2002 in grundsätzlich anderen Phasen befanden. Unabhängig vom höheren Entwicklungsstand (gemessen im Bruttoinvestitionsvolumen) des britischen Marktes hatte dieser im Jahr 2002 die im Nachfeld der New-Economy-Blase notwendigen Korrekturen schon so gut wie durchlaufen und war wieder kräftig am wachsen. Für den deutschen Beteiligungskapitalmarkt stellte das Jahr 2002 dagegen den Beginn einer längeren Investitionsschwäche dar.

Drei Jahre später wurde deshalb von der KfW, diesmal mit dem KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance an der Technischen Universität München, erneut eine Befragung der deutschen Beteiligungsgesellschaften durchgeführt. Ziel dieser Folgestudie ist es, aufzuzeigen, inwieweit sich Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf

² M.E. Porter (2004) unterscheidet historisch drei Stufen der Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften: Die faktorgetriebene, die investitionsgetriebene und die innovationsgetriebene, in der sich die entwickelten Volkswirtschaften heute befinden.

³ Mit der Bedeutung von Spätphasenbeteiligungskapital für den Strukturwandel hin zu wissens- und technologieintensiveren Produktionsprozessen ist nur ein Aspekt von Later Stage Private Equity angesprochen. Den weitaus größeren Teil machen Buy-Outs aus. Ein weiteres wichtiges Einsatzfeld für Spätphasenbeteiligungskapital – vor allem im deutschen Mittelstand – ist die Nutzung der ratingverbessernden Wirkung einer höheren Eigenkapitalquote. Siehe hierzu auch Abschnitt 3.1.

in den Jahren 2002 bis 2004 verschoben haben. Der Fragebogen orientierte sich in weiten Teilen an dem Fragebogen der Vorgängerstudie. Um dem veränderten Marktumfeld Rechnung zu tragen, wurden zusätzlich einige Fragen mit aktuellem Bezug neu in den Fragebogen aufgenommen. Auch wurden teilweise weiterführende Fragen gestellt, die ein besseres Verständnis eines Themenkomplexes ermöglichen sollen. Sofern möglich und angemessen, nimmt die vorliegende Studie Bezug auf die Ergebnisse der Vorgängerstudie.

2 Die befragten Beteiligungsgesellschaften.

2.1 Klassifizierung der Beteiligungsgeber.

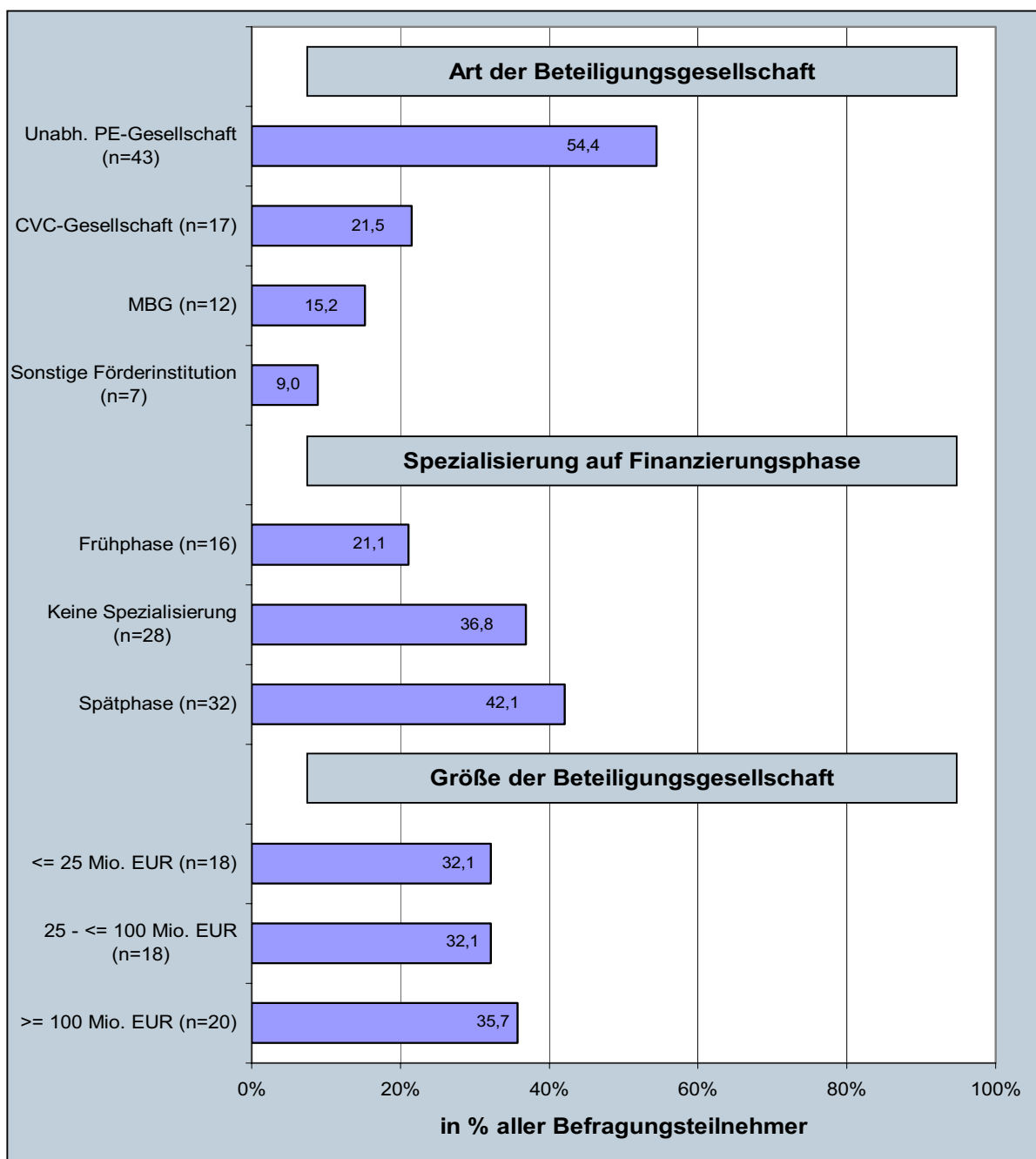
Die befragten Beteiligungsgesellschaften verteilen sich hinsichtlich ihrer **Art** auf vier Gruppen (siehe Abbildung 2). Die bedeutendste unter ihnen stellen die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften dar. Sie machen in der vorliegenden Befragung 54% aller Gesellschaften aus. 22% der Gesellschaften gehören zur Gruppe der Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften (CVCs) und bei 24% handelt es sich um Förderinstitutionen. Letztere werden weiter unterteilt in Mittelständische Beteiligungsgesellschaften (MBGen) und sonstige Förderinstitutionen. Die der vorliegenden Studie zugrunde liegende Stichprobe spiegelt damit weitgehend die Struktur der BVK-Grundgesamtheit wider. Lediglich die CVCs sind leicht unterrepräsentiert, während förderorientierte Beteiligungsgesellschaften (insbesondere die MBGen) aufgrund ihres guten Antwortverhaltens in der Stichprobe etwas stärker vertreten sind als im BVK.⁴

Bei den CVCs handelt es sich um Beteiligungsgesellschaften, die zu einem wesentlichen Teil im Eigentum eines Unternehmens sind. CVCs im engeren Sinne verfolgen strategische und finanzielle Ziele. Hierbei handelt es sich in der Regel um Tochtergesellschaften von großen (Industrie-)Unternehmen. Zu dieser Gruppe zählen allerdings lediglich 4% der antwortenden Gesellschaften. Der Großteil der antwortenden CVCs sind hingegen CVCs im weiteren Sinne, d.h. sie verfolgen ausschließlich finanzielle Ziele. Hierbei handelt es sich überwiegend um Tochtergesellschaften von Landesbanken und Sparkassen. Zu dieser Gruppe zählen 18% der Gesellschaften und damit mehr als 80% der CVCs, die an dieser Befragung teilgenommen haben. In den folgenden Analysen werden CVCs häufig mit den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften unter dem Begriff „renditeorientierte Gesellschaften“ zusammengefasst.

⁴ Zur Struktur der Stichprobe siehe Kapitel 8: Methodologie und Angaben zur Stichprobe.

Die förderorientierten Gesellschaften, die im Unterschied zu dieser Gruppe nicht ausschließlich auf Rendite ausgerichtete Ziele verfolgen, setzen sich aus den MBGen und aus den sonstigen Förderinstitutionen zusammen. In der Stichprobe liegen die Anteile beider Gruppen bei 15% bzw. 9%. Zu den sonstigen Förderinstitutionen zählen die Bundes- und Landesbeteiligungsgesellschaften, die keine MBGen sind.

Abbildung 2: Verteilung der Befragungsteilnehmer nach Art, Finanzierungsphasenspezialisierung und Größe der Gesellschaften



Lesebeispiel: Bei 42,1% aller antwortenden Gesellschaften handelt es sich um Spätphasenspezialisten (d.h. sie investieren zumindest 70% ihres Investitionsvolumens in Spätphasendeals).

Ein erster Strukturvergleich zeigt, dass sich die Zusammensetzung der Stichprobe gegenüber der Vorgängerstudie leicht geändert hat. Gegenüber dem Jahr 2002 ist der Anteil der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften zurückgegangen (von 63% auf 54%), während der Anteil der CVCs (von 17% auf 22%) und insbesondere der der MBGen (von 9% auf 15%) gestiegen ist. Diese Veränderungen sind zwar teilweise – vor allem im Fall der MBGen – auf die Zusammensetzung der Stichprobe zurückzuführen. Die relative Bedeutungsveränderung zwischen unabhängigen Beteiligungsgesellschaften und CVCs dürfte in erster Linie auf Verschiebungen am Markt zurückzuführen sein.

Unterscheidet man die Beteiligungsgesellschaften nach ihrem **Investitionsschwerpunkt** (siehe Abbildung 2), so zeigt sich, dass sich 42% der Befragungsteilnehmer auf Spätphasenfinanzierungen konzentrieren und 21% auf Frühphasenfinanzierungen. Als Spätphasenspezialisten werden dabei jene Beteiligungsgesellschaften klassifiziert, die zu mehr als 70% in Expansion, Buy-Outs oder öffentlich gelistete Unternehmen investiert haben, als Frühphasenspezialisten solche, die in der Zeitspanne von 2002 bis 2004 mit mehr als 70% ihres Investitionsvolumens in Seed- oder Start-up-Finanzierungen involviert waren.⁵ 37% der antwortenden Gesellschaften verfolgen nach dieser Definition hingegen keine konkrete Spezialisierung. An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass die Darstellung ungewichtet erfolgt. Gewichtet man die Gesellschaften mit ihrer Größe, ist der Spätphasenanteil höher, da Spätphasengesellschaften tendenziell größer sind als Frühphasengesellschaften.⁶

Der Vergleich zu den Ergebnissen der Vorgängerstudie zeigt auch bezüglich des Investitionsschwerpunkts eine erhebliche Verschiebung in der Marktstruktur. Besonders auffällig ist dabei die deutliche Verringerung des Anteils der Frühphasenfinanzierer, der in der Vorgängerstudie noch 33% ausmachte. Es ist zu vermuten, dass dies nicht zuletzt auch auf den Zusammenbruch der New Economy und das Austrocknen der Exitkanäle zurückzuführen ist. Offenbar hat der stärkere Marktzusammenbruch in der Frühphase zu einem Ausscheiden oder einer strategischen Neuorientierung von Marktteilnehmern mit Frühphasenspezialisie-

⁵ Replacement-(Secondary-Purchase-)Kapital wird nicht mit in die Klassifizierung einbezogen, da es sich sowohl um eine Frühphasen-, als auch um eine Spätphasenfinanzierung handeln kann. Der wahre Anteil der Frühphasen- und Spätphasengesellschaften wird daher systematisch zu niedrig ausgegeben.

⁶ Oft ist eine gewichtete Darstellung sehr interessant, da sie in stärkerem Maße Rückschlüsse auf die Marktaktivität zulässt. Für die Gewichtung ist jedoch Kenntnis der Fondsgröße einer Gesellschaft nötig. Da es sich bei der Fondsgröße allerdings um eine sensible Information handelt, waren nur zwei Drittel der befragten Gesellschaften bereit, diese anzugeben. Um die Fallzahlen und damit die Aussagekraft hoch zu halten, wird in der vorliegenden Studie deshalb zumeist ausschließlich der ungewichtete Wert herangezogen.

rung geführt.⁷ Daher, wenn auch in geringerem Ausmaß, hat die relative Bedeutung der Spätphasenfinanzierungen im Vergleich zur Vorgängerstudie zugenommen.

Anteilmäßig am stärksten gewachsen ist die Gruppe der Beteiligungsgesellschaften ohne Spezialisierung. Ihr Anteil beträgt heute 37% und liegt damit 8%-Punkte über der Vorgängerstudie. Eine mögliche Erklärung für die gewachsene Bedeutung dieser Gruppe ist, dass sich ehemalige Frühphasengesellschaften nach dem Marktzusammenbruch strategisch neu ausgerichtet haben und nun auch Spätphasenfinanzierungen vornehmen.

Ein drittes Unterscheidungskriterium ist schließlich die verwaltete **Fondsgröße**. Dabei bestimmt in dieser Studie die Gesamthöhe der eingeworbenen Mittel (d.h. investierte Mittel und eingeworbene, aber noch nicht investierte Mittel) die Fondsgröße. Dies ist angemessen, da Fonds ihre Kapazitäten an den gesamten von Investoren eingeworbenen und nicht an den bereits investierten Mitteln ausrichten. Des Weiteren sind die eingeworbenen Mittel geringeren Schwankungen unterworfen als die investierten Mittel, die zu Beginn des Lebenszyklus eines Fonds erst langsam ansteigen.

Abbildung 2 zeigt, dass sich die Gesellschaften bezüglich der Fondsgröße relativ gleichmäßig auf die gewählten Größenklassen verteilen.⁸ Es fällt jedoch auf, dass beinahe zwei Drittel der befragten Beteiligungsgesellschaften ein Fondsvolumen von unter 100 Mio. Euro aufweisen. Da große institutionelle Investoren wie international agierende Pensionsfonds heute oftmals eine Fondsmindestgröße von 100 Mio. Euro für ein Engagement voraussetzen, könnte dies die im internationalen Vergleich relativ geringe Bedeutung dieser Investorenklasse als Kapitalgeber deutscher Private-Equity-Gesellschaften erklären.⁹

Angesichts der Marktverschiebung hin zur Spätphase in den letzten drei Jahren wäre ein deutliches Ansteigen der durchschnittlichen Fondsgrößen zu erwarten gewesen. Dies ist jedoch nur bedingt geschehen. Zwar stieg der Anteil der großen Fonds gegenüber der Vorgängerstudie um 5%-Punkte an (von 31% auf 36%). Gleichzeitig ist jedoch auch ein leichter Anstieg des Anteils der Kleinstfonds (weniger als 25 Mio. Euro) gegenüber der Untersuchung vor drei Jahren zu verzeichnen (von 30% auf 32%). Die geringe Veränderung der durchschnittlichen Fondsgrößen ist angesichts der Marktverschiebung hin zur Spätphase erstaun-

⁷ Der Marktzusammenbruch im Nachfeld des Platzens der New-Economy-Blase fiel im Frühphasensegment sehr viel stärker aus als in der Spätphase. Von 2000 bis 2003 gingen die Frühphaseninvestitionen (Seed und Start-up) von gut 1,6 Mrd. Euro auf unter 300 Mio. Euro zurück. Dies ist ein Rückgang von -82%. Von diesem dramatischen Investitionseinbruch hat sich das Frühphasensegment noch immer nicht erholt (Investitionsvolumen 2004 und 2005 355 Mio. Euro bzw. 305 Mio. Euro). In der Spätphase fiel der Markteinbruch mit einem Investitionsrückgang von -41% zwischen 2001 (3,3 Mrd. Euro) und 2002 (2 Mrd. Euro) hingegen nur halb so stark aus. Darüber hinaus erholte sich das Spätphasensegment schneller vom Investitionsrückgang (Investitionsvolumen 2004 und 2005 3,4 Mrd. Euro bzw. 2,7 Mrd. Euro). Vgl. BVK (2006), S. 29.

⁸ Die Grenzwerte der Größenklassen zählen jeweils zur kleineren Größenklasse.

⁹ Zu den Refinanzierungsquellen der Beteiligungsgesellschaften siehe Abschnitt 2.6.

lich. Sie lässt sich einerseits mit der schwierigen Fundraisingsituation in den Jahren nach dem Platzen der New-Economy-Blase erklären, die größere Fonds nicht zuließ. Andererseits kann sie auch als Indiz für Spezialisierungstendenzen bei den Beteiligungsgesellschaften interpretiert werden, da vor allem mittlere Fondsgrößen an Bedeutung verloren haben. Während erstere Erklärung ein Anzeichen für ineffizient kleine Fondsgrößen wäre, würde letztere Erklärung für eine verstärkte Spezialisierung und die Besetzung von Nischen durch die Beteiligungsgesellschaften sprechen.

2.2 Anzahl Portfoliounternehmen und durchschnittliche Investitionssumme.

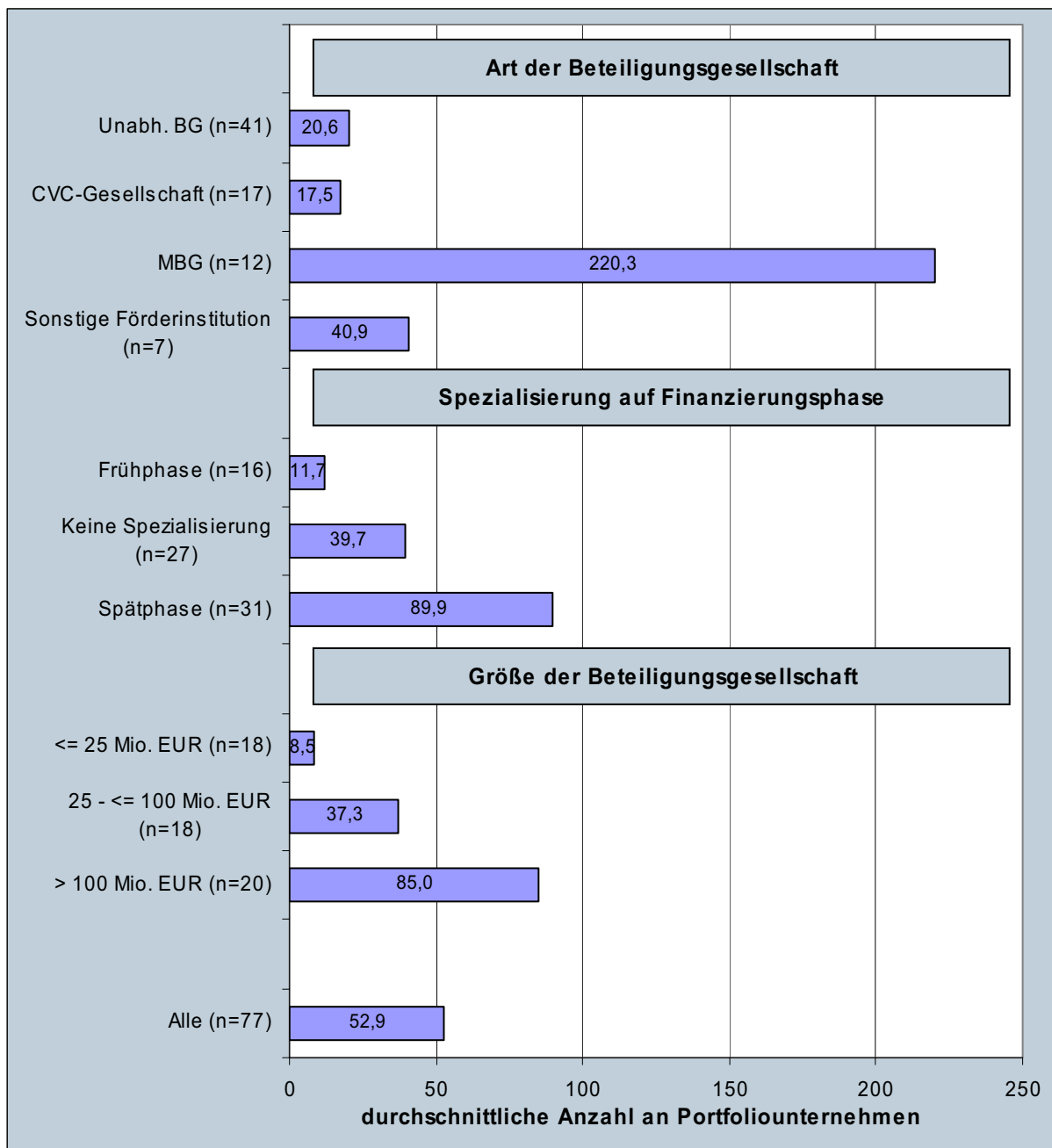
Die Größe einer Beteiligungsgesellschaft wird in dieser Studie durch die Fondsgröße erfasst. Neben der Fondsgröße ist auch die Anzahl der Portfoliounternehmen von Interesse, da beispielsweise zwei Beteiligungsgesellschaften mit je 100 Mio. Euro Fondsvolumen tendenziell grundverschiedene Geschäftsmodelle aufweisen dürften, wenn die eine mit ihren 100 Mio. Euro 100 bis 200 Portfoliounternehmen finanziert, während die andere ein Portfolio von nur 5 bis 10 großen Unternehmen aufweist. Im Durchschnitt über alle Gesellschaften befinden sich 53 Unternehmen im Portfolio und die durchschnittliche Investitionssumme pro Portfoliounternehmen beträgt 4,7 Mio. Euro. Abbildungen 3 und 4 zeigen jedoch, dass diese Durchschnittswerte große Unterschiede zwischen den verschiedenen Arten von Beteiligungsgesellschaften überdecken.

Grundsätzlich zeigt sich, dass sowohl die durchschnittliche Anzahl an Portfoliounternehmen als auch die durchschnittliche Investitionssumme pro Deal von der Früh- zur Spätphase sowie von kleinen zu großen Beteiligungsgesellschaften ansteigt. Es fällt jedoch auf, dass die primär in der Spätphase aktiven MBGen im Vergleich zu den anderen Beteiligungsgesellschaften durchschnittlich doppelt so viele Portfoliounternehmen haben, wenn man „Ausreißer“ nach oben bereinigt.¹⁰ Gleichzeitig investieren die MBGen mit rund 400.000 Euro pro Deal jedoch nur rund ein Zehntel des Stichprobendurchschnitts. Hier spiegelt sich das vom „typischen“ Beteiligungsgeschäft abweichende Geschäftsmodell der MBGen wider, kleinteilige Spätphasendeals zu tätigen. Berücksichtigt man, dass die MBGen vor drei Jahren noch knapp ein Drittel ihrer Investments in der Frühphase tätigten, zeigt sich hier einerseits die

¹⁰ Die in Abbildung 3 angegebene durchschnittliche Portfoliogröße von 220 Unternehmen bei den MBGen ist vor allem auf zwei Gesellschaften zurückzuführen. Von diesen verfügt eine über mehr als 500, die andere über mehr als 1000 Beteiligungen. Lässt man diese beiden „Ausreißer“ unberücksichtigt, beträgt die durchschnittliche Anzahl der Portfoliounternehmen bei den MBGen 105.

anfangs beschriebene Marktverschiebung hin zur Spätphase und andererseits eine klare „Spezialisierung“ der MBGen auf einen Nischenmarkt.¹¹

Abbildung 3: Durchschnittliche Anzahl an Portfoliounternehmen einer Gesellschaft



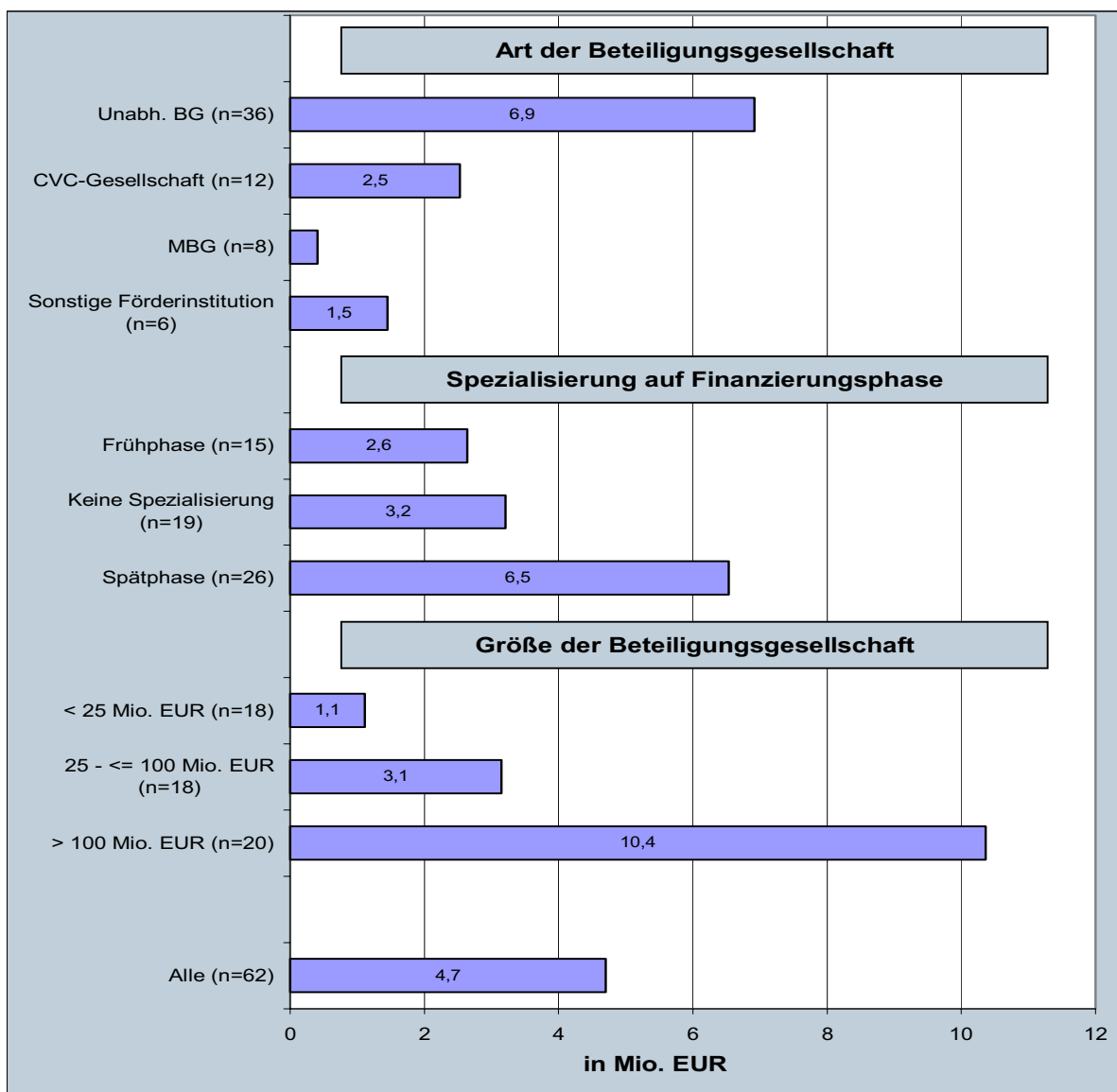
Lesebeispiel: Die antwortenden Frühphasengesellschaften haben im Durchschnitt 11,7 Portfoliounternehmen.

¹¹ Zu den Spezialisierungstendenzen der Beteiligungsgesellschaften siehe Abschnitt 4.5.

Wie beschrieben, steigt die Anzahl an Portfoliounternehmen für alle Arten von Beteiligungsgesellschaften deutlich von der Früh- zur Spätphase. Somit kann die These, dass aufgrund des höheren Risikos von Frühphasenfinanzierungen die Portfolios dieser Beteiligungsgesellschaften mehr Unternehmen aufweisen als Portfolios mit vergleichsweise risikoarmen Spätphasenfinanzierungen, zunächst nicht bestätigt werden. Berücksichtigt man jedoch die starken Unterschiede in der durchschnittlichen Fondsgröße der Frühphasen- (83 Mio. Euro) und Spätphasengesellschaften (409 Mio. Euro), so zeigt sich, dass die deutlich niedrigere Anzahl an Portfoliounternehmen bei den Frühphaseninvestoren vor allem darauf zurückzuführen ist, dass die kleineren Fondsgrößen eine stärkere Diversifizierung nicht zulassen. In diesem Zusammenhang lohnt es sich hervorzuheben, dass Frühphasengesellschaften weit aus stärker auf das Instrument der Syndizierung (Co-Finanzierungen mit anderen Beteiligungsgesellschaften) zurückgreifen als Spätphasengesellschaften.¹² Offenbar dient die Syndizierung den Frühphasengesellschaften als Strategie, um einen höheren Diversifizierungsgrad ihres Portfolios zu erreichen.

¹² Wie später noch gezeigt wird, ist der Anteil der Frühphasendeals, der durch mehrere Beteiligungsgesellschaften finanziert wird (Syndizierungen), im Vergleich zu Spätphasendeals hoch. Vgl. Abschnitt 4.3.

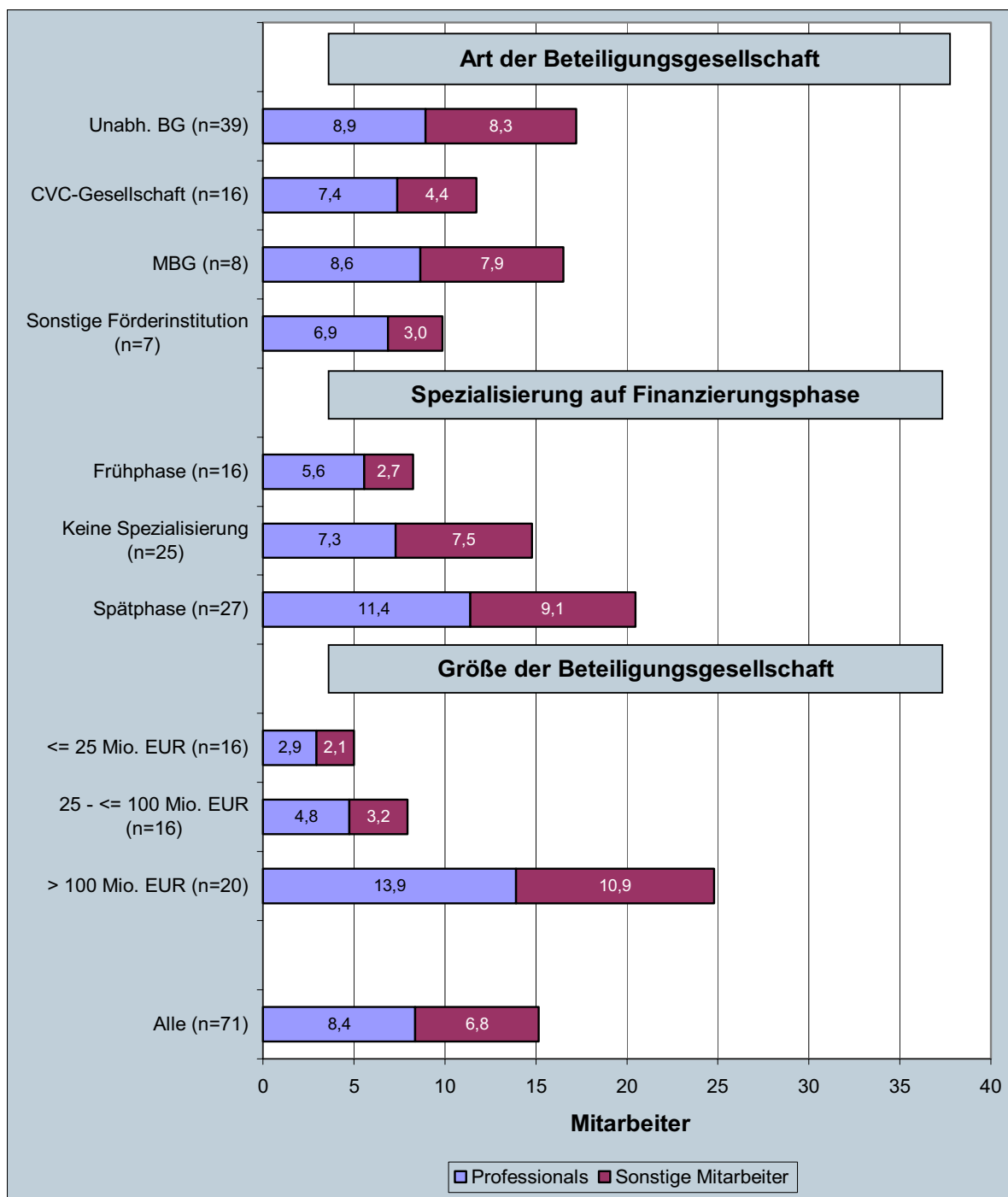
Abbildung 4: Durchschnittliche Investitionssumme pro Deal



Lesebeispiel: Die antwortenden Frühphasengesellschaften investieren im Durchschnitt 2,6 Mio. Euro pro Deal.

2.3 Mitarbeiter der Gesellschaften.

Im Durchschnitt über alle Arten, Investitionsphasen und Größenklassen beschäftigt jede der befragten Beteiligungsgesellschaften 8,4 Investment Professionals und 6,8 sonstige Mitarbeiter (siehe Abbildung 5).

Abbildung 5: Durchschnittliche Mitarbeiteranzahl

Lesebeispiel: Im Durchschnitt aller antwortenden Gesellschaften beschäftigt eine Beteiligungsgesellschaft 8,4 Investmentprofessionals und 6,8 sonstige Mitarbeiter.

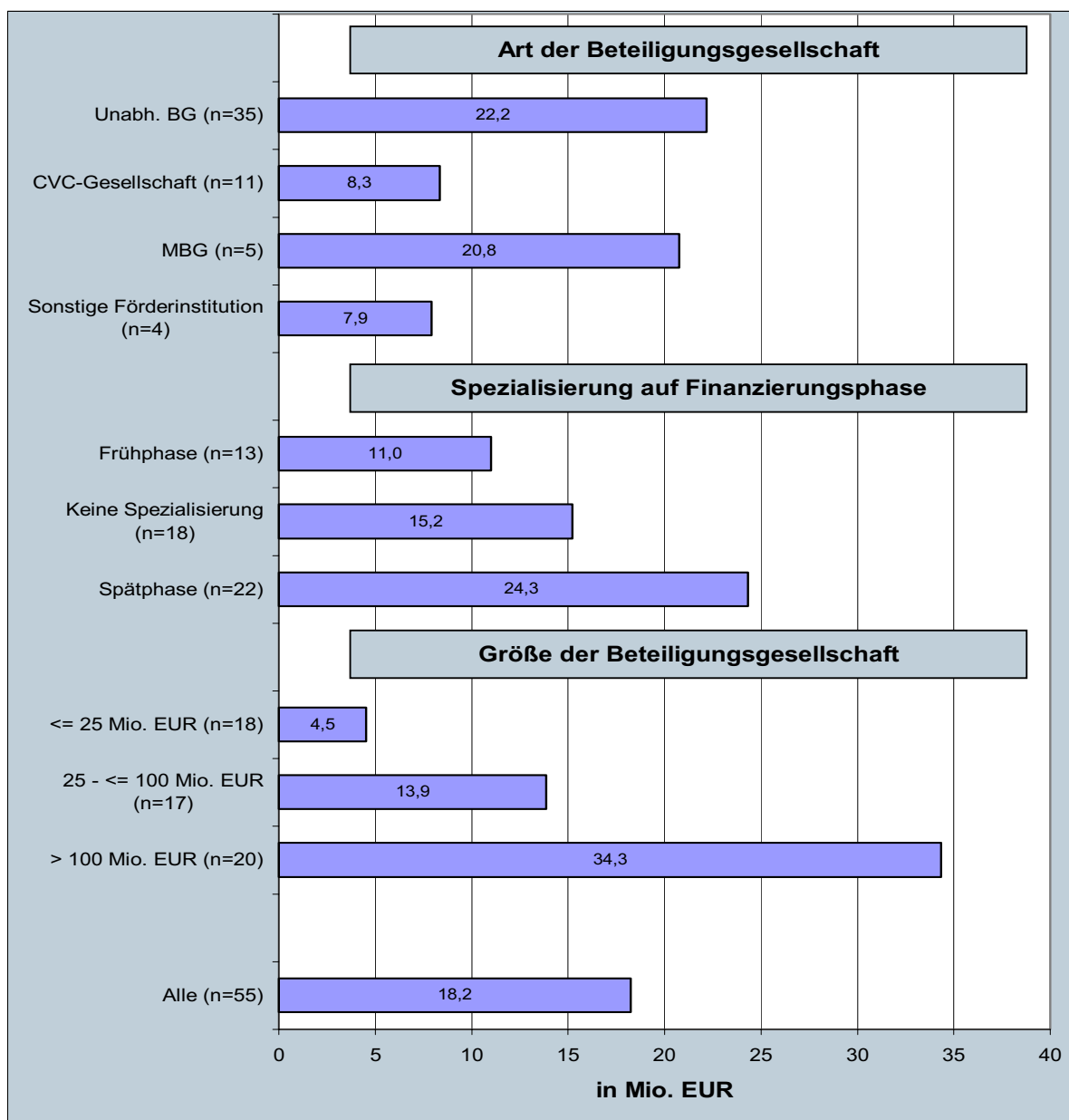
Bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften und den MBGen liegt das Verhältnis der Investmentprofessionals zu den sonstigen Mitarbeitern in etwa bei eins zu eins, während die CVCs und die sonstigen Förderinstitutionen einen höheren Anteil an Investmentprofessionals aufweisen. Da die CVCs und die sonstigen Förderinstitutionen in stärkerem Maße in der Frühphase aktiv sind als die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften und die MBGen,

spiegelt dieser Befund wahrscheinlich den höheren Betreuungsaufwand in der Frühphase wider. Insbesondere in der technologieorientierten Frühphase dürfte nämlich die Betreuung der Portfoliounternehmen nur durch professionelle Beteiligungsmanager möglich sein.

Abbildung 6 zeigt, dass das durchschnittliche Fondsvolumen pro Mitarbeiter von der Früh- zur Spätphase ansteigt. Infolgedessen weisen die CVCs und die sonstigen Förderinstitutionen deutlich niedrigere Fondsvolumina pro Mitarbeiter auf als die MBGen und die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften. Insgesamt sind diese Unterschiede zwischen den in der Frühphase aktiven und den eher spätphasenorientierten Gesellschaften ein Indiz für die höhere Kostenintensität in der Frühphase: So sind zum einen für die Frühphasenaktivität verhältnismäßig mehr (teure) Investment Professionals nötig. Darüber hinaus ist der Personalbedarf dort pro investiertem Euro höher.¹³

Die durchschnittliche Beschäftigungsdauer der Investment Professionals (nicht ausgewiesen) liegt bei 5,6 Jahren. Investment Professionals von MBGen weisen die längste und jene der sonstigen Förderinstitutionen die kürzeste durchschnittliche Beschäftigungsdauer auf. Bei den Größenklassen zeigt sich eine mit der Größe des Fonds zunehmende durchschnittliche Beschäftigungsdauer der Investment Professionals. Infolgedessen steigt die durchschnittliche Beschäftigungsdauer von der Früh- zur Spätphase an. Dieser Befund überrascht zunächst, da die Betreuung eines Frühphasenunternehmens sehr viel Erfahrung voraussetzt. Ursächlich für dieses Resultat dürften jedoch die deutlich geringeren Fondsvolumina in der Frühphase sein. Denn tendenziell werden nur erfahrene Investment Professionals mit dem Management großer (Spätphasen-)Fonds beauftragt. Investmentmanager müssen sich demnach zunächst durch das erfolgreiche Verwalten von kleinen Fonds „ihre Sporen verdienen“, ehe sie mit dem Management großer Fonds beauftragt werden. Die geringere Erfahrung der Beteiligungsmanager in der Frühphase dürfte der oben angesprochenen höheren Personalkostenintensität des Frühphasengeschäftes entgegenwirken, da weniger erfahrene Manager tendenziell auch weniger verdienen.

¹³ Da Frühphasengesellschaften im Durchschnitt deutlich kleiner sind als Spätphasengesellschaften, gelten die hier gemachten Aussagen über die Unterschiede zwischen der Früh- und der Spätphase analog für kleine und große Gesellschaften.

Abbildung 6: Durchschnittliches Fondsvolumen pro Investmentprofessional

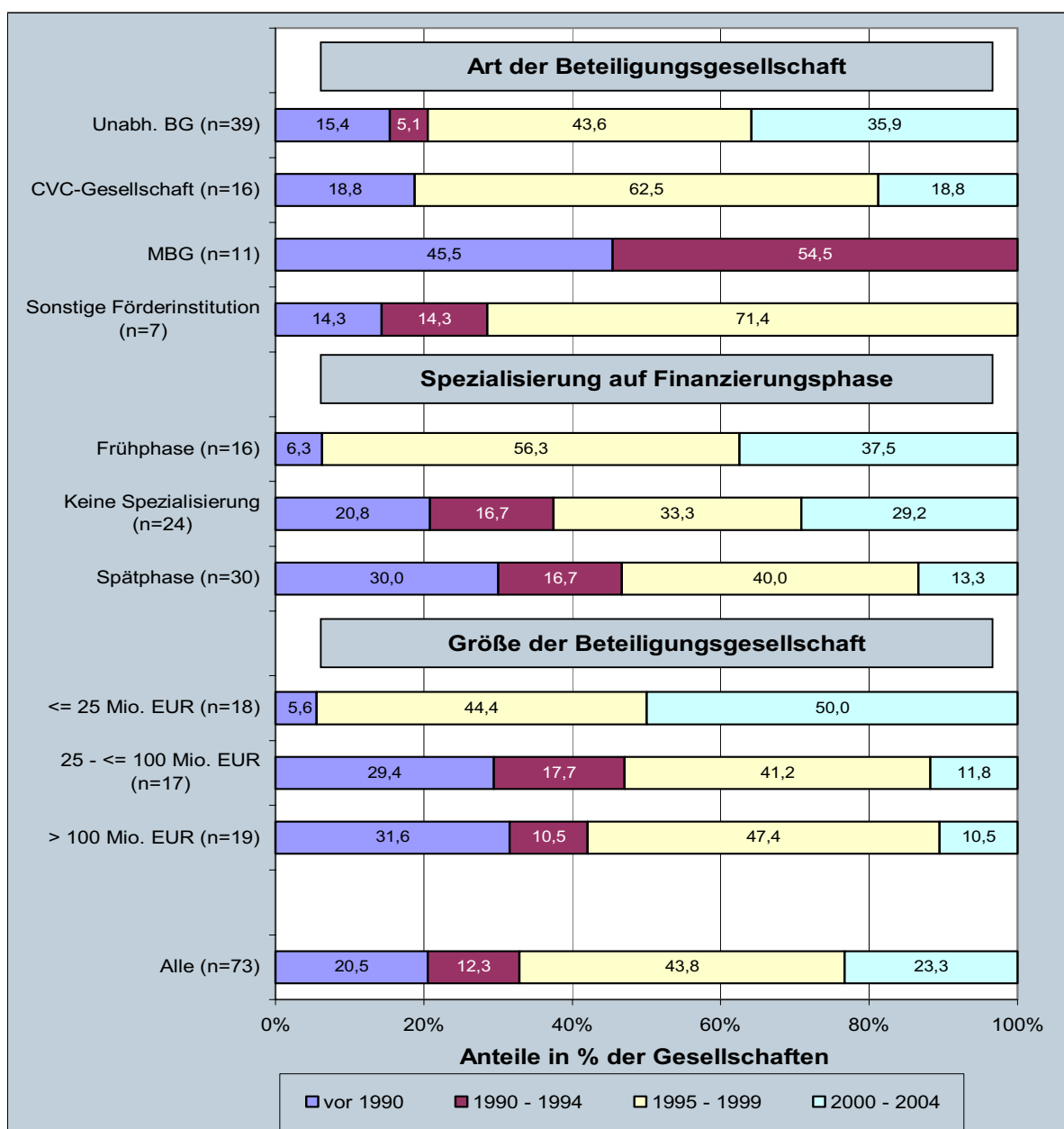
Lesebeispiel: Im Durchschnitt über alle unabhängigen Beteiligungsgesellschaften verwaltet ein Investmentprofessional 22,2 Mio. Euro.

2.4 Alter der Gesellschaften.

Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt ist im internationalen Vergleich, wie eingangs beschrieben, ein relativ junger Markt. Es ist deshalb wenig erstaunlich, dass nur ein Drittel der Gesellschaften auf eine mindestens zehnjährige Tätigkeit in Deutschland zurückblicken kann. Abbildung 7 zeigt, dass mehr als zwei Drittel der Marktteilnehmer erst seit 1995 im deutschen Markt tätig sind und ein Viertel sogar erst seit 2000. Dabei fällt auf, dass zwischen 2000 und 2004 vor allem unabhängige Beteiligungsgesellschaften und CVCs entstanden

sind. Die MBGen hingegen haben ihre Geschäftstätigkeit alle vor 1995 aufgenommen. Da auch die befragten sonstigen Förderinstitutionen allesamt vor 2000 gegründet wurden, führt dies zu einem Gesamtbild, bei dem renditeorientierte Gesellschaften deutlich jünger sind als förderorientierte Gesellschaften.

Abbildung 7: Aufnahme der Geschäftstätigkeit in Deutschland



Lesebeispiel: 20,5% aller antwortenden Gesellschaften geben an, ihre Geschäftstätigkeit in Deutschland vor 1990 aufgenommen zu haben.

Interessant ist eine Betrachtung der „Gründungsaktivität“ während der Boomphase des deutschen Beteiligungskapitalmarktes, also den Jahren 1998 bis 2000 (nicht graphisch ausgewiesen). Zunächst einmal zeigt sich, dass nur rund die Hälfte der befragten Beteili-

gungsgesellschaften schon vor den Boomjahren aktiv war. In den drei Boomjahren 1998 bis 2000 erfolgte dann ein massiver Markteintritt; 44% der Beteiligungsgesellschaften der Stichprobe wurden in diesem Zeitraum erstmals in Deutschland aktiv. In der Konsolidierungsphase nach dem Marktzusammenbruch erfolgten dagegen kaum noch Markteintritte; nur 7% der antwortenden Gesellschaften haben ihre Geschäftstätigkeit in den Jahren 2002 bis 2004 aufgenommen. Dieser zeitliche Verlauf der Eintrittsaktivität im deutschen Beteiligungskapitalmarkt ist ein anschauliches Beispiel dafür, wie übermäßige Markteintritte einen Investitionszyklus zunächst überhitzen und infolgedessen zusammenbrechen lassen können.¹⁴

Bei den Marktzutritten der Boomjahre handelte es sich größtenteils um Beteiligungsgesellschaften mit Frühphasenfokus, während nahezu die Hälfte der Spätphasengesellschaften schon vor 1995 im deutschen Markt aktiv war. Dies hat zweierlei zur Folge. Erstens weisen die Frühphasenspezialisten im deutschen Markt infolgedessen im Durchschnitt deutlich weniger Erfahrung auf als die eher auf die Spätphase spezialisierten Fonds. Zweitens ist zu vermuten, dass viele der in der Boomphase erstmals aktiv gewordenen Marktteilnehmer ihre Beteiligungen zu deutlich überhitzten und damit überbewerteten Bewertungen eingegangen sind, um dann den Marktzusammenbruch miterleben zu müssen. Insofern dies nicht zum Ausscheiden aus dem Markt geführt hat, dürfte es zumindest die Bereitschaft, riskante Investitionen zu tätigen, deutlich reduziert haben. Dies könnte eine Erklärung für den eingangs beschriebenen weit aus stärkeren und länger andauernden Marktzusammenbruch in der Frühphase sein.

Bei der Größe der Fonds erkennt man deutlich einen positiven Zusammenhang zwischen Alter und Fondsgröße der Gesellschaft. Diese Feststellung überrascht nicht, kann doch beobachtet werden, dass es Gesellschaften jeweils auf der Basis eines erfolgreich agierenden Fonds gelingt, einen volumenmäßig größeren Nachfolgefonds aufzulegen. Dies ist umso verständlicher angesichts der Zurückhaltung gegenüber First-Time-Fonds und der ohnehin schwierigen Fundraising-Situation, die in diesem Zeitraum vorherrschte.

Im Vergleich zur Vorgängerstudie fällt auf, dass die in Deutschland aktiven Beteiligungsgesellschaften heute im Durchschnitt deutlich erfahrener sind. So stieg der Anteil der Gesellschaften, die seit mindestens 10 Jahren in Deutschland tätig sind von 20% auf ein Drittel und der Anteil der Gesellschaften, die zumindest einen Investitionszyklus mitgemacht haben (d.h. seit mindestens 5 Jahre aktiv sind) von 40% auf drei Viertel.

¹⁴ Die erstmalige Entstehung eines lebhaften Beteiligungskapitalmarktes in Deutschland in der zweiten Hälfte der 90er Jahre kann als Erschließung eines „neuen Marktes“ angesehen werden. Die massiven Markteintritte in den Jahren um die Jahrtausendwende lassen sich dann mit Schumpeter als „nachstoßender Wettbewerb“ interpretieren, welcher die Gewinne der „Pioniere“ untergräbt und in der Folge zum Einbruch des neuen Marktsegmentes beitragen kann.

2.5 Eigentümerstruktur und Sitz des größten Anteilseigners.

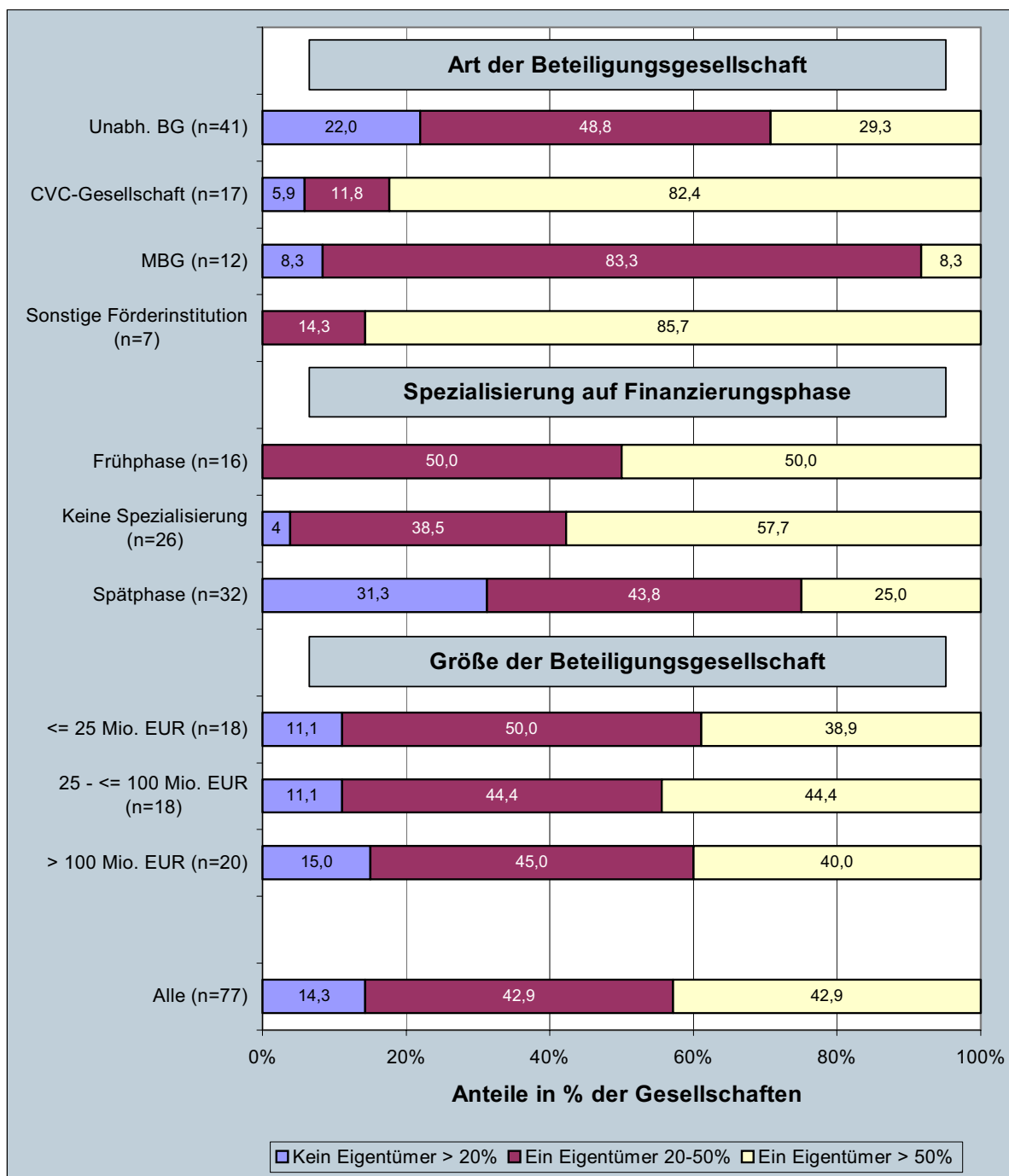
Viele Beteiligungsgesellschaften haben meist einen Haupteigentümer. Wenn dieser einen hinreichend großen Anteil an der Managementgesellschaft besitzt, kann er mitunter erheblichen Einfluss auf das Fondsmanagement nehmen. Abbildung 8 zeigt, dass bei gut 40% der befragten Beteiligungsgesellschaften der größte Anteilseigner mehr als die Hälfte der Anteile der Managementgesellschaft hält, während nur bei knapp 15% der Beteiligungsgesellschaften keiner der Eigentümer mehr als ein Fünftel der Anteile besitzt.

Differenziert man die Beteiligungsgesellschaften nach ihrem Investitionsphasenschwerpunkt, fällt auf, dass die Eigentümerstruktur in der Frühphase deutlich konzentrierter ist als in der Spätphase. Infolgedessen weisen auch die eher in der Frühphase aktiven CVCs und sonstigen Förderinstitutionen eine stärker konzentrierte Eigentümerschaft auf als die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften oder die MBGen. Ein möglicher Grund für die höhere Konzentration der Eigentümerstruktur in der Frühphase ist, dass Frühphasengesellschaften bei ihrer Investitionstätigkeit tendenziell eher strategische Ziele verfolgen als Spätphasengesellschaften und die Verfolgung strategischer Ziele einen höheren Grad an Interessenshomogenität verlangt als eine stärker auf Rendite orientierte Geschäftstätigkeit.¹⁵

Ein Vergleich mit der Vorgängerstudie zeigt, dass der Anteil der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften, deren größter Eigentümer mehr als 50% der Anteile hält zurückgegangen ist (von 41% auf 29%). Dies ist ein Hinweis dafür, dass der in Abschnitt 2.1 hervorgehobene Rückgang bei den in der Frühphase aktiven Beteiligungsgesellschaften durch eine strategische Neuausrichtung der Investmentaktivität der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften hin zur Spätphase getrieben sein könnte, da die Eigentümerkonzentration dort geringer ist. Analog dazu, kann bei den sonstigen Förderinstitutionen eine Zunahme bei der Konzentration der Eigentümerstruktur festgestellt werden. Bei diesen stieg der Anteil, der Gesellschaften, deren größter Eigentümer mehr als 50% der Anteile hält von 78% auf 86%. Diese Entwicklung dürfte auf die stärkere Orientierung der sonstigen Förderinstitutionen auf die Frühphase zurückzuführen sein.

¹⁵ Bei den förderorientierten MBGen wird die Interessenshomogenität durch die regionale Verwurzelung der großen Anteilseigner (Sparkassen, IHKs und Unternehmensverbände) sichergestellt.

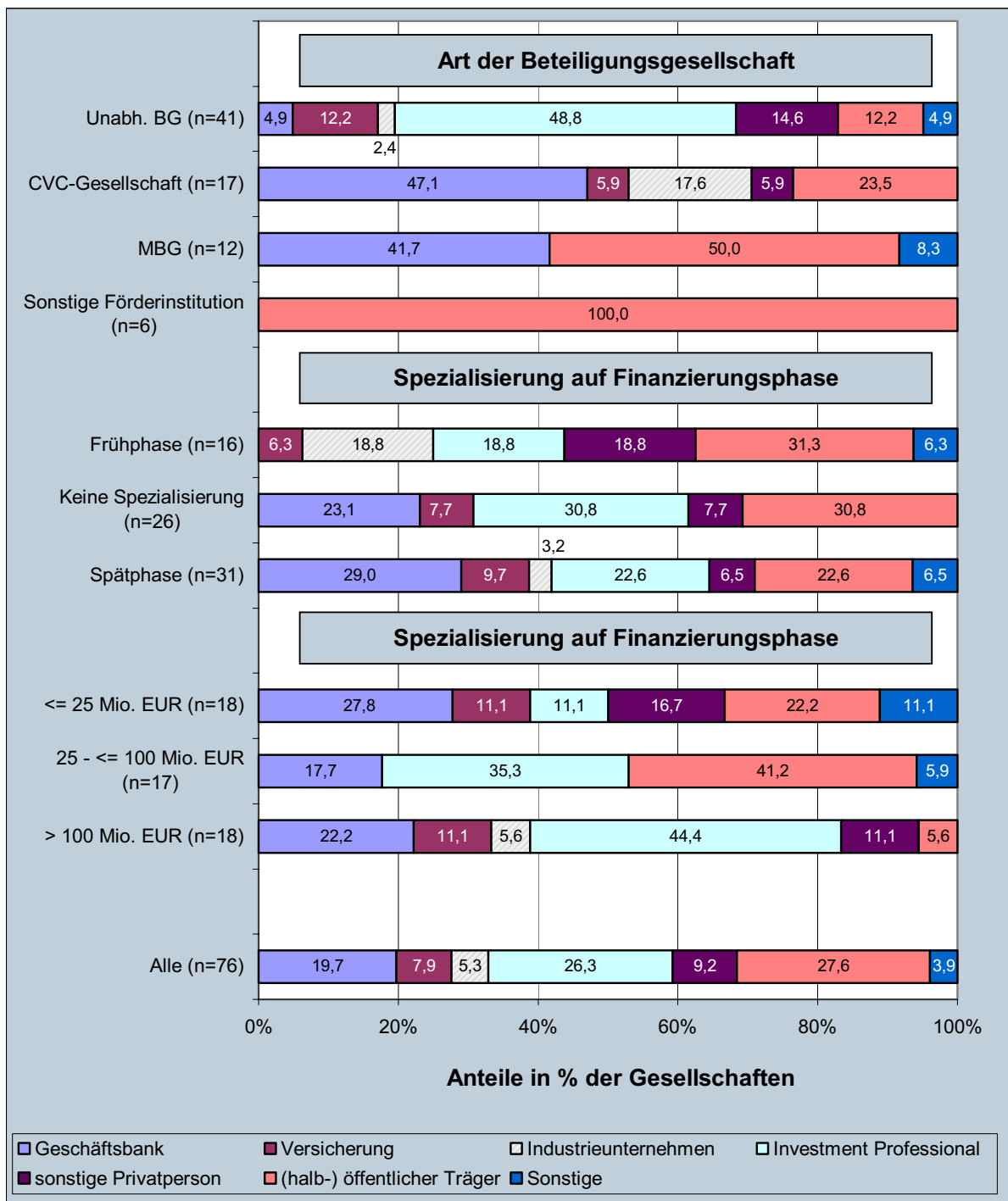
Abbildung 8: Anteil des größten Eigentümers



Lesebeispiel: Bei 14,3% der befragten Beteiligungsgesellschaften hält kein Eigentümer mehr als 20% der Anteile der Managementgesellschaft.

Während die Höhe des vom größten Eigentümer gehaltenen Anteils ein Anhaltspunkt für das Ausmaß seines Einflusses auf die Investmenttätigkeit darstellt, ist es vor allem sein Hintergrund, der die Art und Zielsetzung seiner Einflussnahme bestimmt. Abbildung 9 zeigt, dass es in Deutschland im Wesentlichen drei Typen Hauptanteilseigner gibt: So genannte Corporates (Banken, Versicherungen, Industrieunternehmen), (halb-)öffentliche Träger und Privatpersonen (Investmentprofessionals).

Abbildung 9: Größter Eigentümer



Lesebeispiel: 19,7% aller antwortenden Gesellschaften geben an, dass sie eine Geschäftsbank als größten Anteilseigner haben.

Die drei unterschiedlichen Typen möglicher Hauptanteilseigner spiegeln verschiedene Geschäftsmodelle von Beteiligungsgesellschaften wider. Ist der Hauptanteilseigner ein (halb-) öffentlicher Träger, so deutet dies in der Regel auf eine förderorientierte Beteiligungsgesellschaft hin. Ist der Hauptanteilseigner dagegen ein Investmentprofessional, ist dies ein klarer Hinweis auf das Vorliegen der in den USA und Großbritannien vorherrschenden partner-

schaftlichen Organisationsstruktur. Ein Corporate als Hauptanteilseigner hingegen kann entweder bedeuten, dass es sich um eine aktiv vom Corporate beeinflusste CVC handelt oder aber um eine unabhängige Beteiligungsgesellschaft.

Über alle Arten, Investitionsphasen und Gesellschaftsgrößen sind drei Typen von Hauptanteilseignern relativ gleich häufig: Je rund ein Drittel der Gesellschaften haben einen Corporate bzw. einen Investmentprofessional als Hauptanteilseigner und ein gutes Viertel wird hauptsächlich von (halb-)öffentlichen Trägern gehalten. Differenziert man jedoch nach Art der Beteiligungsgesellschaft, zeigen sich deutliche Unterschiede, die im Wesentlichen die beschriebenen unterschiedlichen Geschäftsmodelle widerspiegeln. So existiert die partnerschaftliche Struktur ausschließlich bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften, dort ist sie jedoch die vorherrschende Organisationsform. Bei den CVCs zeigt sich überraschenderweise, dass es hauptsächlich Banken und weniger Industrieunternehmen sind, die als Hauptanteilseigner auftreten. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, weshalb es sich bei den CVCs der Stichprobe mehrheitlich um CVCs im weiteren Sinne, d.h. solche ohne strategische Ziele, handelt. Denn für Banken gibt es tendenziell weniger Ansatzpunkte für die Verfolgung strategischer Ziele bei einer Beteiligung als für Industrieunternehmen.

Auffällig sind die Unterschiede bei den Hauptanteilseignern zwischen den verschiedenen Investitionsphasen. So zeigt sich, dass Banken als Hauptanteilseigner in der Frühphase gänzlich fehlen. Industrieunternehmen dagegen sind nahezu ausschließlich in der Frühphase als Hauptanteilseigner aktiv. Beide Befunde deuten wiederum auf die unterschiedliche strategische Zielsetzung von Banken und Industrieunternehmen hin. Industrieunternehmen zielen offenbar stärker auf die Nutzung von Synergien bzw. komplementärer Kenntnisse zwischen Beteiligungsgeber und Portfoliounternehmen ab als die eher an relativ sicheren Renditen orientierten Banken. Diese unterschiedliche strategische Orientierung von Banken und Industrieunternehmen war in der Vorgängerstudie noch nicht erkennbar und deutet damit auf zunehmende Spezialisierungstendenzen bei den Marktteilnehmern hin.¹⁶

Wie beschrieben, wird die partnerschaftliche Organisationsstruktur inzwischen von rund der Hälfte der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften in Deutschland praktiziert. Dies ist deutlich mehr als zum Zeitpunkt der Vorgängerbefragung. Damals gab ein Drittel der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften an, eine Privatperson als Hauptanteilseigner zu ha-

¹⁶ In der Vorgängerstudie waren Banken noch in 17% der Fälle Hauptanteilseigner in der Frühphase und Industrieunternehmen waren damals über alle Investitionsphasen als Hauptanteilseigner aktiv (Frühphase 14%, ohne Spezialisierung 20% und Spätphase 8%). Zu den Spezialisierungstendenzen bei den Marktteilnehmern siehe auch Abschnitt 4.5.

ben.¹⁷ Im Gegenzug ist der Anteil der Banken als größter Anteilseigner der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften sehr stark zurückgegangen (von 23% auf 5%). Zusammen ist dies ein Indiz dafür, dass sich die Organisationsstrukturen der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften in Deutschland in den letzten Jahren den im angelsächsischen Ausland vorherrschenden Organisationsstrukturen angenähert haben.¹⁸ Der Bedeutungsverlust der Banken als Hauptanteilseigner unabhängiger Beteiligungsgesellschaften ist wiederum als deutlicher Hinweis für eine strategische Neuausrichtung der Banken zu werten. Gegenüber der Vorgängerstudie haben sie ihr Engagement bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften offensichtlich stark zurückgefahren, um es im Gegenzug bei ihren CVCs deutlich auszubauen. Bei diesen sind sie inzwischen in nahezu der Hälfte der Fälle der größte Anteilseigner. Dies entspricht beinahe einer Verdopplung gegenüber dem Wert der Vorgängerstudie (28%). Offenbar führen Banken ihr Beteiligungsgeschäft verstärkt durch ihre eigenen CVCs durch.

Unabhängige Beteiligungsgesellschaften wurden auch gefragt, in welchem Land bzw. welcher Region der größte Anteilseigner seinen Hauptsitz hat. Mehrheitlich ist dies Deutschland. Lediglich acht Gesellschaften (nicht graphisch ausgewiesen) geben an, dass sich der Hauptsitz ihres größten Anteilseigners im Ausland befindet. Es sei darauf hingewiesen, dass sechs der acht Gesellschaften mit Hauptsitz des größten Anteilseigners im Ausland ein Fondsvolumen von über 200 Mio. Euro verwalten. Einerseits spiegelt dies die Tatsache wider, dass tendenziell nur größere Fonds im Ausland aktiv werden. Andererseits könnte es aber auch ein Hinweis dafür sein, dass größere Fonds mehr Möglichkeiten bei der Wahl ihres Standortes haben und die Standortwahl deshalb stärker durch steuerliche Aspekte beeinflusst wird.¹⁹

2.6 Herkunft des Kapitals.

Die Refinanzierungsquellen der Beteiligungsgesellschaften sind vielfältig. Dabei variiert ihr jeweiliger Anteil in Abhängigkeit von der Art der Beteiligungsgesellschaft, ihrer Investitionsphasenspezialisierung und ihrer Größe. Im Unterschied zu der in dieser Studie meist gewähl-

¹⁷ In der Vorgängerstudie wurde nicht zwischen Investmentprofessionals und sonstigen Privatpersonen als Hauptanteilseignern unterschieden. Die beiden Gruppen wurden unter der Rubrik „Privatperson“ zusammengefasst. So definiert, stellen Privatpersonen inzwischen bei gut 63% der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften den größten Anteilseigner dar.

¹⁸ Diese Annäherung an angelsächsische Beteiligungsmarktstrukturen wird auch durch andere Merkmale wie z.B. größere Vielfalt bei den eingesetzten Finanzierungsinstrumente deutlich (siehe Abschnitt 4.5). Vgl. auch V. Zimmermann, C. Bienz und J. Hirsch (2005).

¹⁹ So wird z.B. vermutet, dass die Unsicherheit über die Gewerblichkeit und damit die Gewerbesteuerpflicht von Private-Equity-Gesellschaften dazu führt, dass ausländische Interessenten ihr Kapital nicht in deutsche Fonds investieren, sondern Fonds im Ausland auflegen, die dann in Deutschland aktiv werden. Zur steuerlichen Behandlung von Private Equity siehe ZEW (2005).

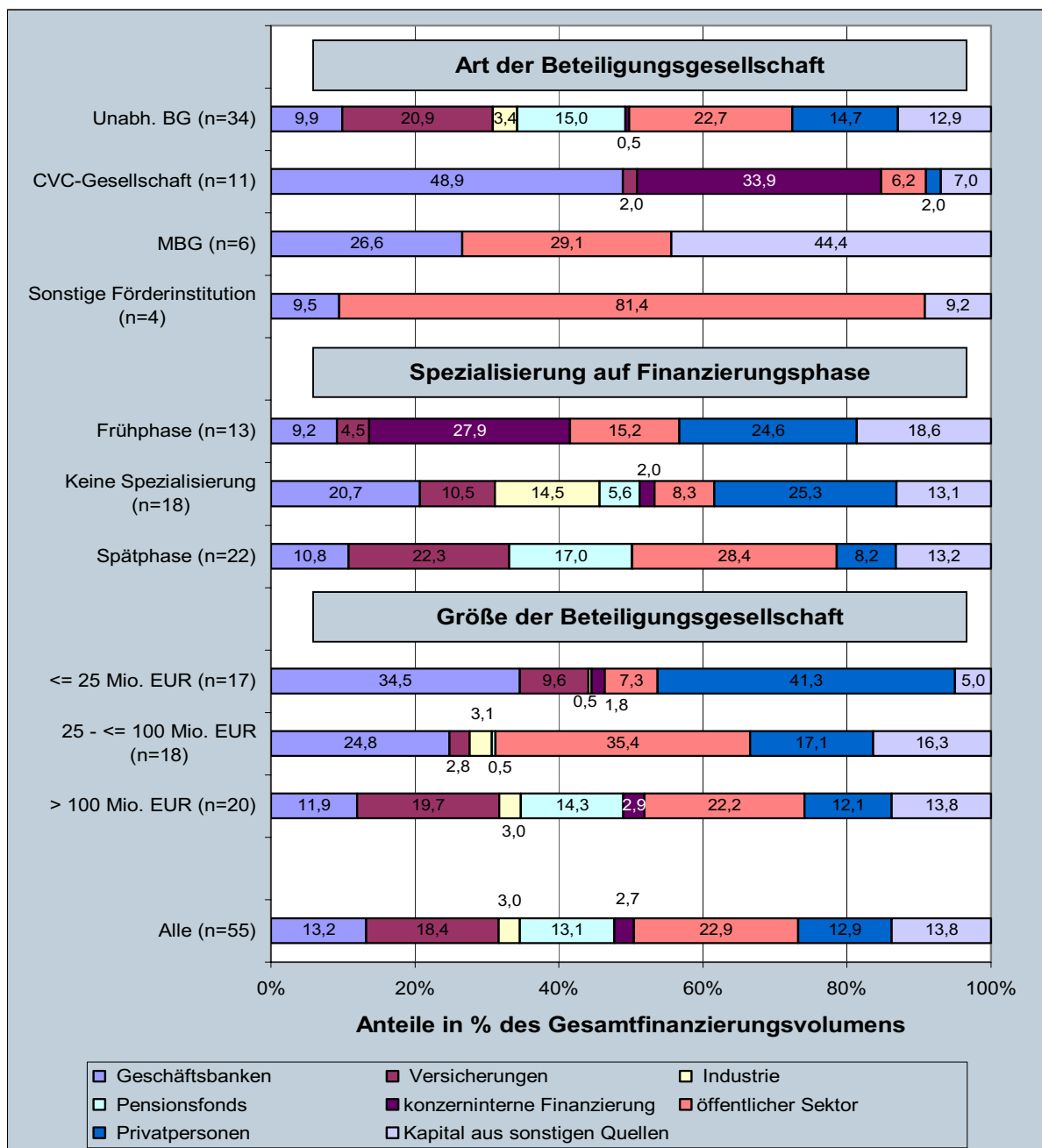
ten ungewichteten Darstellung werden im Folgenden die mit dem Fondsvolumen gewichteten Refinanzierungsquellen der Gesellschaften diskutiert (siehe Abbildung 10).²⁰ Im Durchschnitt aller befragten Gesellschaften stellen der öffentliche Sektor und Versicherungen mit einem Anteil von 23% bzw. 18% die wichtigen Refinanzierungsquellen dar. Erst dann folgen gleichauf mit den Pensionsfonds und privaten Anlegern die in Deutschland lange Zeit dominierenden Banken (alle rund 13%).

Betrachtet man die einzelnen Arten der Beteiligungsgesellschaften differenziert, zeigt sich, dass die renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften hinsichtlich ihrer Refinanzierungsquellen vergleichsweise breit aufgestellt sind, während förderorientierte Beteiligungsgesellschaften nahezu ausschließlich auf den öffentlichen Sektor und die Banken (insbesondere die Sparkassen) angewiesen sind. Dieser Befund ist wenig überraschend. Interessanter sind die Unterschiede zwischen den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften und den CVCs. So spielen die Banken für die Refinanzierung der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften kaum eine Rolle, während sie bei den CVCs für nahezu die Hälfte des Refinanzierungsvolumens verantwortlich sind. Dies kann als weiterer Beleg dafür angesehen werden, dass Banken sich zunehmend auf ihre eigenen Beteiligungsgesellschaften konzentrieren (siehe dazu auch Abschnitt 2.5).

Auch eine Differenzierung nach dem Investitionsphasenschwerpunkt zeigt einige Besonderheiten auf. Erstens fällt auf, dass die Bedeutung von Versicherungen und tendenziell auch von Banken als Refinanzierungsquelle von der Früh- zur Spätphase zunimmt, während die konzerninterne Finanzierung nur in der Frühphase eine Rolle spielt. Dieser Befund deutet abermals darauf hin, dass Banken und Versicherungen eher an „sicheren“ Renditen interessiert sind, während die Frühphasen-CVCs, bei denen die konzerninterne Finanzierung eine große Rolle spielen dürfte, ausschließlich in der Frühphase aktiv sind. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass die Frühphase mehr Potenzial für die Realisierung strategischer Ziele bietet. Zweitens fällt auf, dass die in Deutschland lange Zeit als unbedeutend geltenden Pensionsfonds in der Spätphase mit einem Anteil von 17% am Refinanzierungsvolumen dort inzwischen die dritt wichtigste Refinanzierungsquelle darstellen. An dieser Stelle lohnt es sich hervorzuheben, dass Pensionsfonds bei ungewichteter Betrachtung nur bei 2% der befragten Beteiligungsgesellschaften eine Rolle für die Refinanzierung gespielt haben. Pensionsfonds investieren also nur in wenige Gesellschaften, dafür aber überdurchschnittlich hohe Beträge. Davon profitieren in Deutschland jedoch ausschließlich große Spätphasenfonds.

²⁰ In der Vorgängerstudie wurden die Refinanzierungsquellen ungewichtet dargestellt. Um die Ergebnisse der vorliegenden Studie mit denen der Vorgängerstudie vergleichbar zu machen, wurde die gewichtete Darstellung der Refinanzierungsquellen für die Vorgängerstudie nachträglich berechnet.

Abbildung 10: Durchschnittliche Anteile der Refinanzierungsquellen



Lesebeispiel: 13,2% des Kapitals der befragten Gesellschaften stammen von Geschäftsbanken.

Im Vergleich zu den Ergebnissen der Vorgängerstudie stechen einige starke Veränderungen ins Auge. Erstens ist ein starker Bedeutungsverlust der Banken als Refinanzierungsquelle zu verzeichnen; ihr Anteil ging gegenüber der Vorgängerstudie von 24% auf 13% zurück. Besonders ausgeprägt war der Rückzug der Banken aus der Refinanzierung von Beteiligungsgesellschaften bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften (von 33% auf 10%) und in der Frühphase (von 20% auf 9%). Der Bedeutungsverlust der Banken als Refinanzierungsquelle kann als Auflösung eines deutschen Charakteristikums in der Beteiligungsfinanzierung gedeutet werden, da Banken in anderen Ländern bei weitem nicht die herausragende Rolle

für die Refinanzierung von Beteiligungsgesellschaften haben wie dies in Deutschland lange Zeit der Fall war. Zusammen mit dem Bedeutungszuwachs der Pensionsfonds (von 8% auf 13%) deutet dies wiederum auf eine Annäherung an angelsächsische Beteiligungsstrukturen hin. Gegenüber der Vorgängerstudie haben jedoch nicht nur die Banken ihr Engagement als Kapitalgeber deutlich reduziert, sondern auch die Industrie hat sich stark aus der Refinanzierung von Beteiligungsgesellschaften zurückgezogen. Dies zeigt sich sowohl im Rückgang des originären Anteils der Industrie als auch im Bedeutungsverlust der konzerninternen Finanzierung (beide jeweils von 13% auf 3%).²¹

Da die Banken und die Industrie in Deutschland traditionell wichtige Refinanzierungsquellen für die Beteiligungsgesellschaften sind, waren diese gezwungen, aufgrund des Rückzugs dieser beiden Gruppen als Kapitalgeber, neue Refinanzierungsquellen zu erschließen. Teilweise gelang dies in Form der Versicherungen. Ein Grund dafür dürfte gewesen sein, dass die Versicherungen aufgrund der niedrigen Kapitalmarktzinsen in den letzten Jahren gezwungen waren, ihr Engagement in der Beteiligungsfinanzierung aufrechtzuerhalten bzw. in geringerem Maße zurückzufahren als Banken und Industrie.²² Der Anteil der Versicherungen an der Refinanzierung der Beteiligungsgesellschaften stieg infolgedessen von 11% auf 18%. Darüber hinaus wurde verstärkt auf den öffentlichen Sektor als Refinanzierungsquelle zurückgegriffen; sein Anteil hat sich gegenüber der Vorgängerstudie mehr als verdoppelt (von 9% auf 23%).

2.7 Zwischenfazit.

Die Struktur der Marktteilnehmer im deutschen Beteiligungskapitalmarkt hat sich in den vergangenen drei Jahren gewandelt. Ein Vergleich mit der Vorgängerstudie zeigt, dass sich die Marktteilnehmer tendenziell aus der Frühphase zurückgezogen bzw. sich strategisch verstärkt auf die Spätphase ausgerichtet haben. Diese Verlagerung der Aktivität der Marktteilnehmer auf die Spätphase in einer Phase der Marktkonsolidierung hat unter Umständen prozyklisch gewirkt und dürfte so eine zügige Erholung des Frühphasensegmentes erschwert haben. Die Spätphase dagegen erfuhr eine Zuwanderung von Marktteilnehmern, die für eine schnelle Erholung dieses Segments gesorgt hat.

²¹ Der Bedeutungsverlust der konzerninternen Finanzierung gegenüber der Vorgängerstudie ist jedoch zumindest teilweise durch den geringeren Anteil von CVCs an der vorliegenden Stichprobe bedingt. Nichtsdestotrotz hat der Anteil der konzerninternen Finanzierung auch bei den CVCs deutlich (von 45% auf 34%) abgenommen.

²² Es sollte berücksichtigt werden, dass die hiesige Darstellung auf relative Anteile der verschiedenen Gruppen von Kapitalgebern abstellt. Das Fundraisingvolumen in Deutschland (ohne pan-europäische Funds) im Betrachtungszeitraum 2002 bis 2004 belief sich mit 4,9 Mrd. Euro jedoch nur auf etwas mehr als ein Drittel des Vergleichswertes des Beobachtungszeitraums der Vorgängerstudie 1999 bis 2001 (13,8 Mrd. Euro). Infolgedessen ist das absolute Volumen der Refinanzierungsquellen mit relativem Bedeutungszuwachs tendenziell auch zurückgegangen. Für die Fundraisingvolumina vgl. BVK-Jahresstatistiken, Jahrgänge 2000 bis 2005.

Da Spätphasendeals im Durchschnitt ein deutlich größeres Investitionsvolumen aufweisen als Frühphasendeals, wäre mit der Neuausrichtung des Marktes auf die Spätphase ein kräftiger Anstieg der Fondsgrößen zu erwarten gewesen. Dies ist jedoch nur bedingt der Fall. Zwar ist der Anteil großer Fonds (über 100 Mio. Euro Fondsvolumen) gegenüber der Untersuchung vor drei Jahren leicht gestiegen. Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt weist jedoch nach wie vor sehr viele Fonds mit Fondsvolumina bis 25 Mio. Euro auf. Hier besteht durchaus die Gefahr, dass einige dieser Kleinstfonds möglicherweise ineffizient klein sind, da sie nur eine geringe Diversifizierung der Investitionstätigkeit zulassen oder eine Durchfinanzierung der Portfoliounternehmen in Anschlussfinanzierungsrunden oftmals nicht möglich ist.

Im Hinblick auf die Eigentümerstruktur liefern die Ergebnisse Indizien für eine zunehmende Bedeutung der partnerschaftlichen Struktur (Investmentprofessional als Hauptanteilseigner) und für eine strategische Neuausrichtung der Corporates (Banken und Industrieunternehmen). Der Bedeutungszuwachs von Investmentprofessionals als Hauptanteilseigner deutet auf eine Annäherung an angelsächsische Beteiligungsmarktstrukturen bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften hin. Die strategische Neuausrichtung der Banken auf die Spätphase und ihre eigenen CVCs sowie der deutliche Rückzug der Industrieunternehmen aus dem Spätphasengeschäft sind deutliche Indizien für die zunehmende Spezialisierung der Marktteilnehmer auf bestimmte Geschäftsmodelle und Marktsegmente.

Auch bei den Quellen für die Refinanzierung von Beteiligungsgesellschaften hat der Markt einige grundlegende Verschiebungen durchlaufen. Vor allem die Industrie hat sich aus der Beteiligungsfinanzierung zurückgezogen. Bei den Banken ist die Lage komplexer. Einerseits haben sie ihr Engagement bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften und bei den Frühphasengesellschaften reduziert. Andererseits haben sie ihre Aktivitäten in der Beteiligungsfinanzierung über ihre eigenen CVCs ausgebaut. Der Anteil der Banken am gesamten Refinanzierungsvolumen ist jedoch insgesamt deutlich zurückgegangen. Die im angelsächsischen Ausland für das Fundraising wichtigen Pensionsfonds spielen dagegen in Deutschland inzwischen eine größere Rolle. Infolgedessen erlebt der deutsche Beteiligungskapitalmarkt in dieser Hinsicht eine leichte Annäherung an angelsächsische Beteiligungsmarktstrukturen. Der Bedeutungsverlust der Banken und Versicherungen für die Refinanzierung konnte jedoch noch nicht von neuen Kapitalgeberquellen ausgeglichen werden, so dass die Beteiligungsgesellschaften verstärkt auf den öffentlichen Sektor als Kapitalgeber zurückgegriffen haben. Der öffentliche Sektor ist infolgedessen zur quantitativ wichtigsten Refinanzierungsquelle deutscher Beteiligungsgesellschaften geworden.

Insgesamt hat die Marktkonsolidierung der letzten drei Jahre dazu geführt, dass heute wesentlich mehr erfahrene Marktteilnehmer aktiv sind. Zwar ist der deutsche Beteiligungskapitalmarkt im internationalen Vergleich immer noch jung. Die Marktkonsolidierung hat jedoch

bewirkt, dass inzwischen ein Drittel der aktiven Beteiligungsgesellschaften über eine Erfahrung von mindestens 10 Jahren verfügt und über drei Viertel zumindest einen Investitionszyklus mitgemacht hat (d.h. mindestens fünf Jahre am Markt aktiv ist). Darüber hinaus hat der Marktzusammenbruch im Nachfeld der New-Economy-Blase die Marktteilnehmer dazu gezwungen, sich verstärkt zu spezialisieren und Marktnischen zu besetzen. Grundsätzlich stimmt dies zuversichtlich für die zukünftige Entwicklung des deutschen Beteiligungsmarktes. Allerdings muss auch konstatiert werden, dass insbesondere die Frühphase den Konsolidierungsprozess noch nicht abgeschlossen hat und gerade dort viele Marktteilnehmer noch wenig erfahren sind.

3 Von der Deal-Akquisition bis zum Deal-Abschluss.

Im Folgenden soll dargestellt werden, wie die Beteiligungsgeber ihre Zielunternehmen auswählen. Dabei soll insbesondere untersucht werden, worin – nach eigener Einschätzung der befragten Gesellschaften – ihre spezifischen Stärken bei der Akquise von Deals liegen, auf welche Weise die Auswahl der Zielunternehmen erfolgt und wie hoch der Anteil der Investments an allen eingehenden Finanzierungsanfragen ist.

3.1 Mindestanforderungen an mögliche Deals.

In diesem Abschnitt soll zunächst aufgezeigt werden, ob Beteiligungsgesellschaften Mindestanforderungen – etwa hinsichtlich des Umsatzes und des Investitionsvolumens – an ihre potenziellen Targets stellen, damit diese für eine Beteiligungswürdigkeitsprüfung in Frage kommen. Die Frage nach einer Mindestanforderung an die Unternehmens- beziehungsweise die Dealgröße ist von großer Wichtigkeit, da sie eine Ursache für Lücken auf dem Beteiligungskapitalmarkt sein kann.

Zum einen können Anforderungen an die Mindestgröße von Unternehmen Engagements im Frühphasensegment a priori ausschließen. Zum anderen – und dies ist für den deutschen Markt von Bedeutung – sind gerade auch kleinere, etablierte mittelständische Unternehmen auf Beteiligungskapital angewiesen, um ihre im internationalen Vergleich niedrigen Eigenkapitalquoten zu verbessern. Dies ist umso bedeutender, als die in den letzten Jahren zunehmenden Veränderungen auf den Finanzmärkten, wie etwa die flächendeckende Anwendung von Ratingverfahren, dazu geführt haben, dass die Eigenkapitalausstattung eine immer wichtigere Rolle für den Zugang mittelständischer Unternehmen zu klassischen Finanzie-

rungsquellen wie Bankkrediten spielt.²³ Neben Anforderungen hinsichtlich eines Mindestumsatzes können auch Mindestanforderungen an die Größe von Einzelinvestments eine wichtige Rolle spielen.

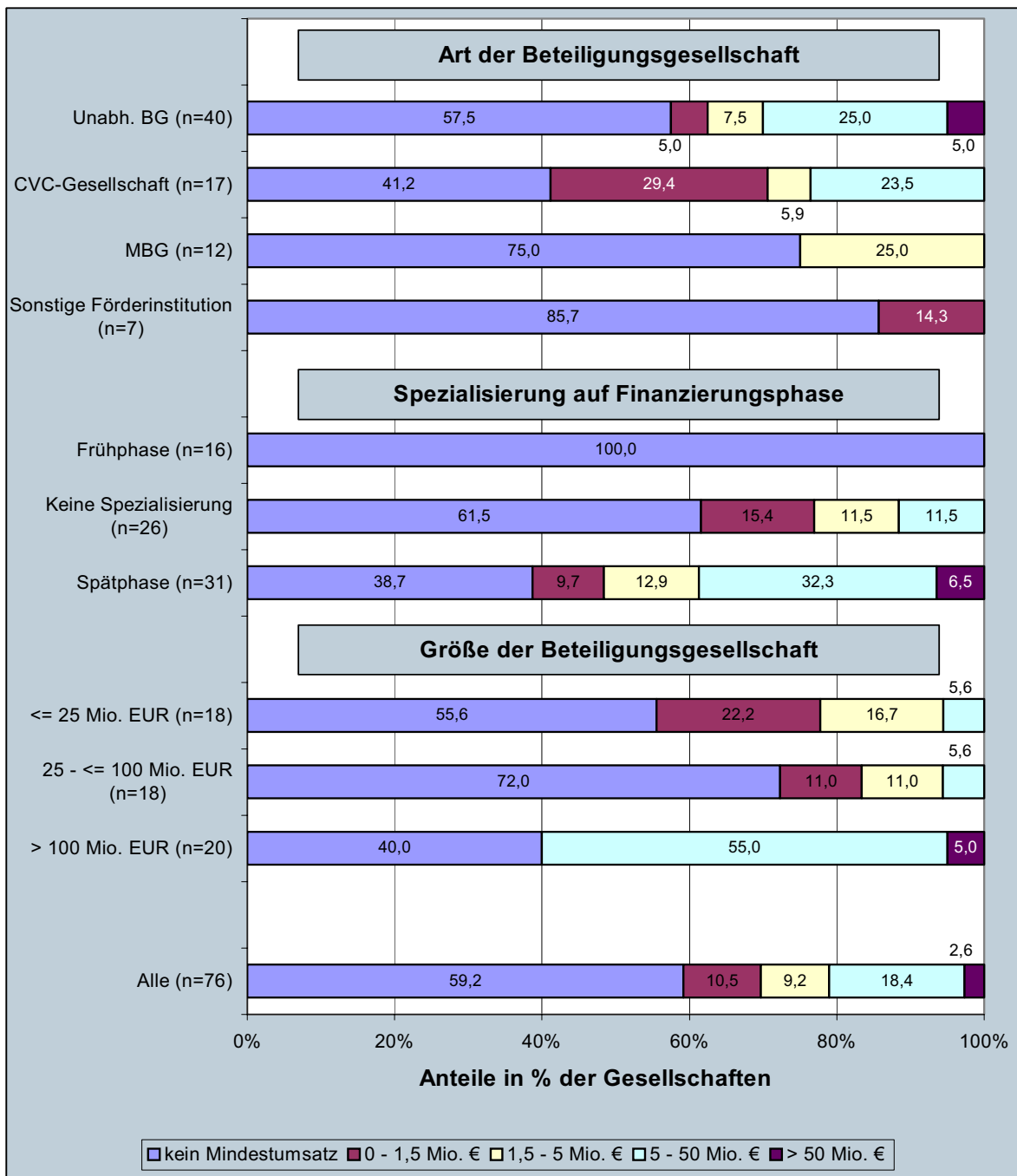
Abbildung 11 zeigt die Antworten der befragten Beteiligungsgesellschaften bezüglich der Existenz von Mindestanforderungen an den Unternehmensumsatz. Fast 60% der befragten Gesellschaften nennen keine Untergrenzen für ein Engagement bezüglich der Unternehmensgröße. Bei über 20% der Gesellschaften beträgt der Mindestumsatz, den ein Unternehmen aufweisen muss, damit die Beteiligungsgesellschaft eine Prüfung der Anfrage vornimmt, allerdings mehr als 5 Mio. Euro.

Hinter diesen Durchschnittswerten verbergen sich jedoch starke Unterschiede zwischen den verschiedenen Gruppen von Beteiligungsgebern. So nennt keiner der befragten Frühphasenfinanzierer Anforderungen hinsichtlich des Mindestumsatzes. Dies ist wenig überraschend, ist es doch gerade ein zentrales Merkmal des Frühphasensegments, dass die Investitionen in junge Unternehmen erfolgen, die noch keinen oder lediglich einen geringen Umsatz, dafür aber hohe Wachstumsaussichten aufweisen. Von den Spätphasenfinanzierern dagegen nennen über 60% eine Mindestumsatzgröße, unter der keine Engagements getätigt werden. Rund zwei Fünftel der Spätphasenfinanzierer engagieren sich nur in Unternehmen, deren Jahresumsatz mehr als 5 Mio. Euro beträgt. Weite Teile des etablierten Mittelstands in Deutschland kommen für diese Gesellschaften somit allein aufgrund ihrer Größe als Investitionsziele nicht in Frage.²⁴ Unterscheidet man zwischen renditeorientierten und förderorientierten Gesellschaften, so zeigt sich, dass der Anteil der Gesellschaften, die einen Mindestumsatz des Zielunternehmens fordern, erwartungsgemäß bei den renditeorientierten Beteiligungsgebern deutlich höher ist als bei den förderorientierten Gesellschaften.

²³ Vgl. zur Ausbreitung der Ratingkultur in Deutschland V. Zimmermann und J. Schumacher (2005). Zur Bedeutung der Eigenkapitalausstattung für den Zugang zu Bankkrediten siehe beispielsweise V. Zimmermann (2006), S. 63f. Andere Wege zur Erhöhung der Eigenkapitalbasis als die Aufnahme von Beteiligungskapital wie etwa ein Börsengang, stehen diesen Unternehmen – mit Ausnahme von mezzaninen Finanzierungsmitteln (siehe auch Abschnitt 3.8) – oftmals nicht zur Verfügung.

²⁴ Das KfW-Mittelstandspanel 2005 zeigt, dass rund 97% des deutschen Mittelstandes Umsätze bis zu 5 Mio. Euro aufweisen. Vgl. F. Reize (2005).

Abbildung 11: Mindestumsatz

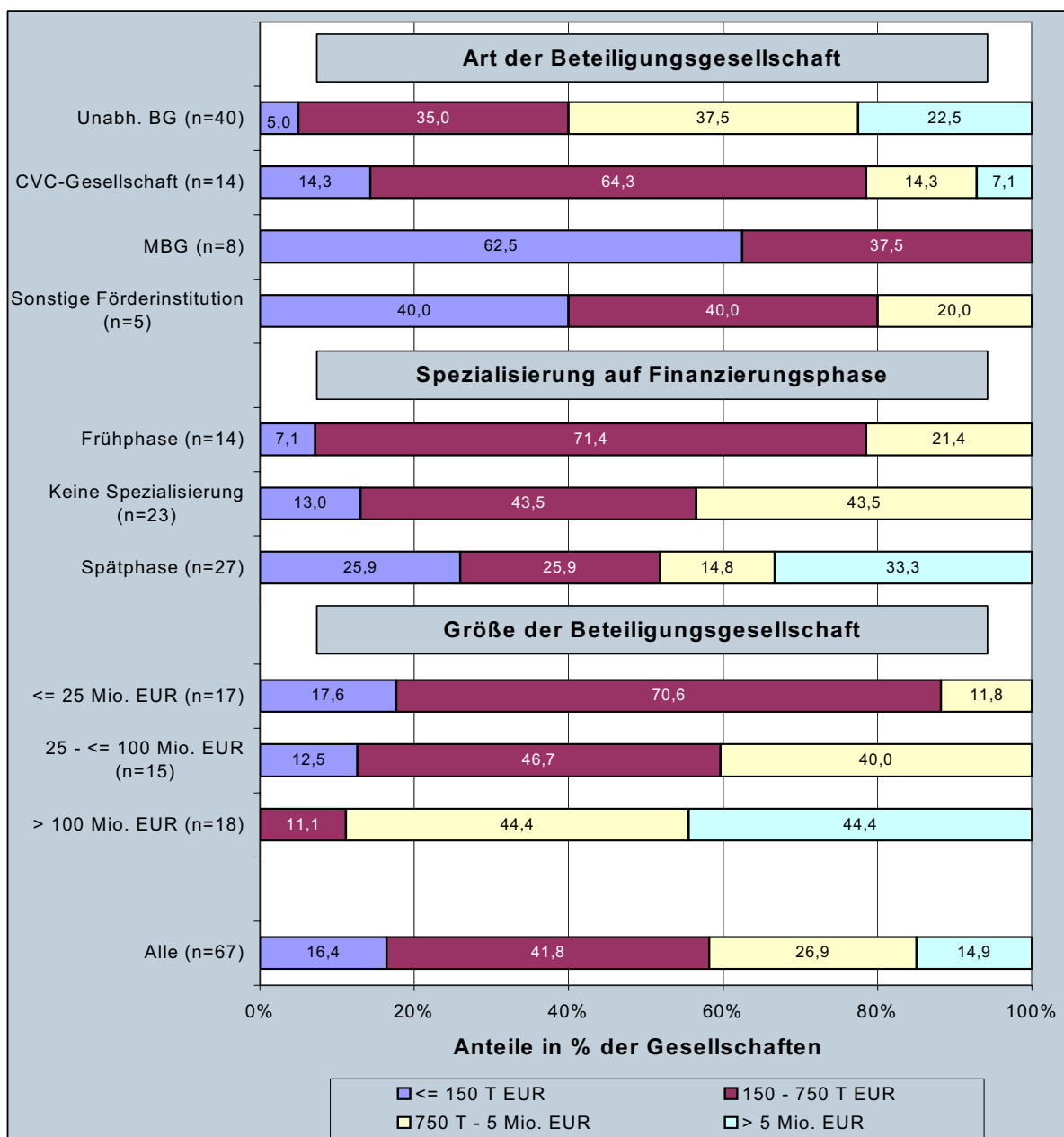


Lesebeispiel: 59,2% aller Gesellschaften geben an, dass sie keinen Mindestumsatz verlangen, um ein Unternehmen einer Beteiligungswürdigkeitsprüfung zu unterziehen.

Abbildung 12 zeigt die Antworten der befragten Gesellschaften nach ihrer Mindestgröße für ein einzelnes Engagement. Analog zur Frage nach den Mindestumsatzgrößen zeigt sich auch hier ein starker Zusammenhang zwischen der Finanzierungsphase und der Mindestdealgröße. Frühphasenfinanzierer sind demnach eher bereit, auch kleinere Investments zu tätigen als Spätphasenfinanzierer. Mit knapp vier Fünfteln der Frühphasenfinanzierer liegt der Anteil der Gesellschaften, die auch Deals mit einem Volumen von weniger als 750 Tsd.

Euro eingehen, in diesem Marktsegment deutlich höher als bei den Spätphasenfinanzierern. Auch bezüglich der minimalen Dealgröße zeigt sich die bereits für die Mindestunternehmensgröße berichtete Beobachtung, dass insbesondere förderorientierte Beteiligungsgeber bereit sind, das kleinteilige Marktsegment zu bedienen.

Abbildung 12: Mindestinvestitionssummen



Lesebeispiel: 16,4% aller Gesellschaften geben eine Mindestinvestitionssumme von zwischen 0 und 150 Tsd. Euro an.

Insgesamt zeigen die Auswertungen zu den Mindestdeal- und Mindestumsatzgrößen, dass sich am Markt inzwischen ein gewisses Angebot an Beteiligungskapital auch für kleinere Unternehmen mit vergleichsweise geringem Finanzierungsbedarf herausgebildet hat, als ein

nicht zu vernachlässigender Anteil an Gesellschaften es nicht a priori ausschließt, sich in diesem Marktsegment zu engagieren. Allerdings sind dies vor allem die förderorientierten und die in der Frühphase aktiven Gesellschaften. Die renditeorientierten Beteiligungsgeber der Spätphase dagegen konzentrieren sich eher auf größere Zielobjekte und höhere Investitionsvolumina.

3.2 Wettbewerbsvorteile bei der Akquisition.

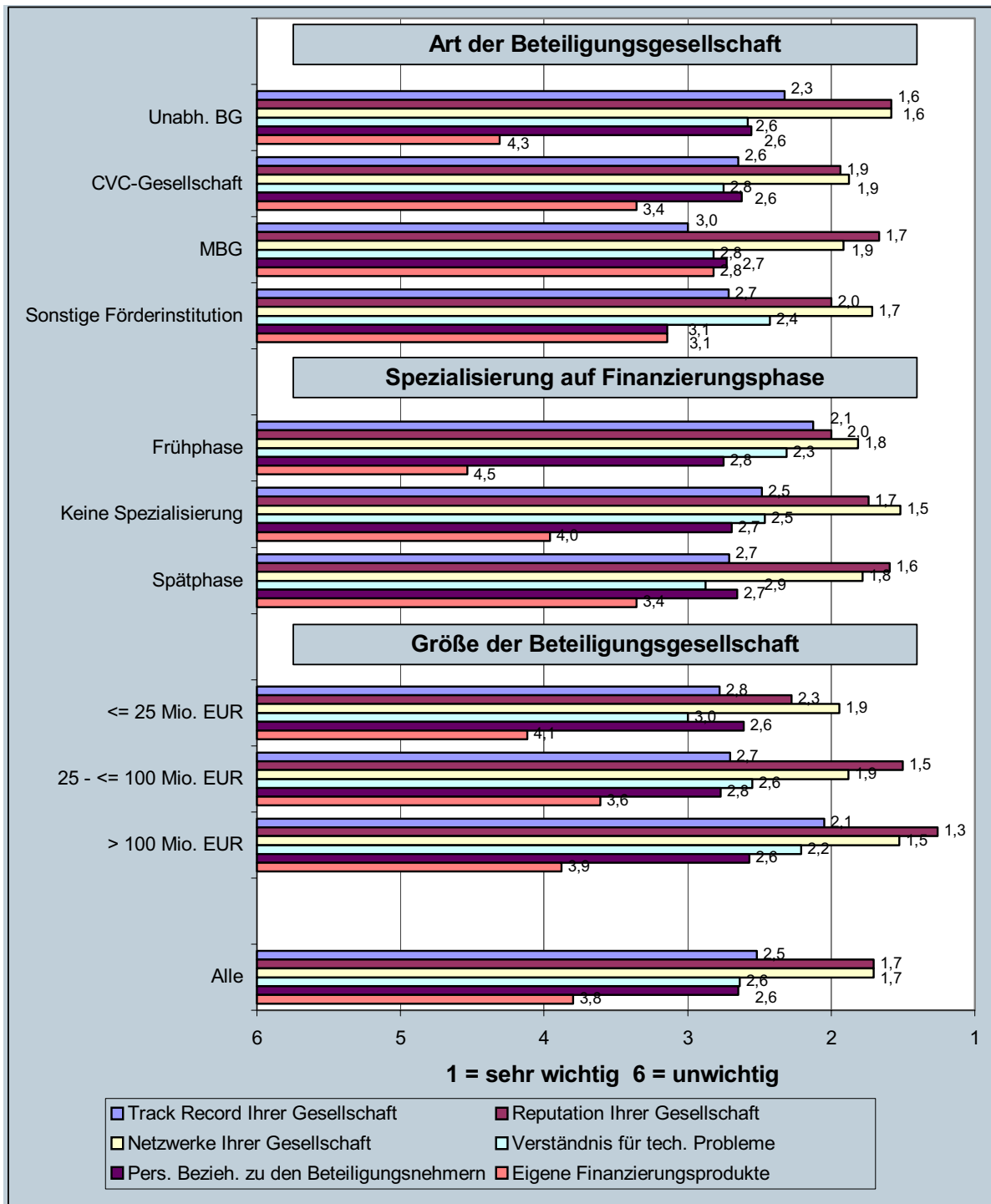
Die Qualität und die Anzahl der bei einer Beteiligungsgesellschaft eingehenden Finanzierungsfragen sind elementar wichtig für den Erfolg einer Beteiligungsgesellschaft. Daher kommt der Akquisition von Deals eine zentrale Bedeutung im Geschäftsablauf einer Beteiligungsgesellschaft zu. Der folgende Abschnitt widmet sich daher der Frage, welche Stärken die Beteiligungsgeber speziell ihrer Gesellschaft bei der Akquise von Deals beimessen. Wie Abbildung 13 zeigt, wurden von den Beteiligungsgebern insgesamt ihre Reputation sowie ihr Netzwerk mit deutlichem Abstand vor den weiteren Eigenschaften als ihre wichtigsten Vorteile bei der Akquisition neuer Deals genannt. Mit deutlichem Abstand folgen der eigene „Track Record“,²⁵ das Verständnis für technische Probleme sowie persönliche Beziehungen zu den Beteiligungsnehmern. Damit bestätigt die aktuelle Befragung weitgehend die Ergebnisse der Vorgängerstudie.

Auch bei der Einschätzung der Akquisitionsvorteile zeigen sich Unterschiede zwischen den verschiedenen Gruppen von Beteiligungsgebern. So stufen Frühphasengesellschaften die Eigenschaften „Verständnis für technologische Probleme der Beteiligungsnehmer“ sowie „Track Record“ wichtiger ein als Spätphasengesellschaften oder Beteiligungsgesellschaften ohne Spezialisierung auf bestimmte Finanzierungsphasen. Die Reputation ihrer Gesellschaft sehen sie dagegen seltener als spezifischen Vorteil bei der Akquisition an. Da insbesondere bei Frühphasenengagements häufig technologisches Know-how notwendig ist, erscheint es nicht überraschend, dass Frühphasenfinanzierer diese Eigenschaft für sich reklamieren. Weniger eindeutig ist dagegen, weshalb – im Vergleich zu den anderen Gesellschaften – insbesondere Frühphasenfinanzierer ihren „Track Record“ als ihren Akquisitionsvorteil nennen, während sie gleichzeitig ihrer Reputation eine geringere Bedeutung für die Akquise ihrer Deals beimessen. Denn es ist schließlich der „Track Record“, der langfristig die Reputation einer Beteiligungsgesellschaft bestimmt. Eine mögliche Erklärung dafür ist, dass die Frühphasenfinanzierer aufgrund ihres vergleichsweise geringen Alters seltener bereits eine Reputation auf dem Markt erworben haben, als die in der Regel älteren Spätphasenfinanzie-

²⁵ Bei der Interpretation der Antworten einer Beteiligungsgesellschaft ist zu berücksichtigen, dass der „Track Record“ sowie die Reputation eng miteinander zusammenhängen und es daher für die Gesellschaften schwierig sein kann, beide Eigenschaften von einander zu trennen.

rer (siehe Abbildung 2). In ihrer tendenziell kürzeren Aktivität am Markt können sie jedoch durchaus einige erfolgreiche Investments betreut haben. Auch wenn diese Einzelfälle noch nicht zum Aufbau einer Reputation gereicht haben, so können sie nichtsdestotrotz als Signal für VC-Expertise fungieren. Frühphasenfinanzierer versuchen deshalb offenbar häufiger, ihre Expertise durch das Hervorheben zurückliegender, gelungener Einzelfälle auszuweisen.

Abbildung 13: Bedeutung von Eigenschaften des Beteiligungsgebers für Dealakquise



Lesebeispiel: Mit einem Durchschnittswert von 1,7 auf einer Skala von 1 bis 6 sind die Reputation sowie die Netzwerke die wichtigsten Eigenschaften einer Gesellschaft bei der Akquisition von Deals.

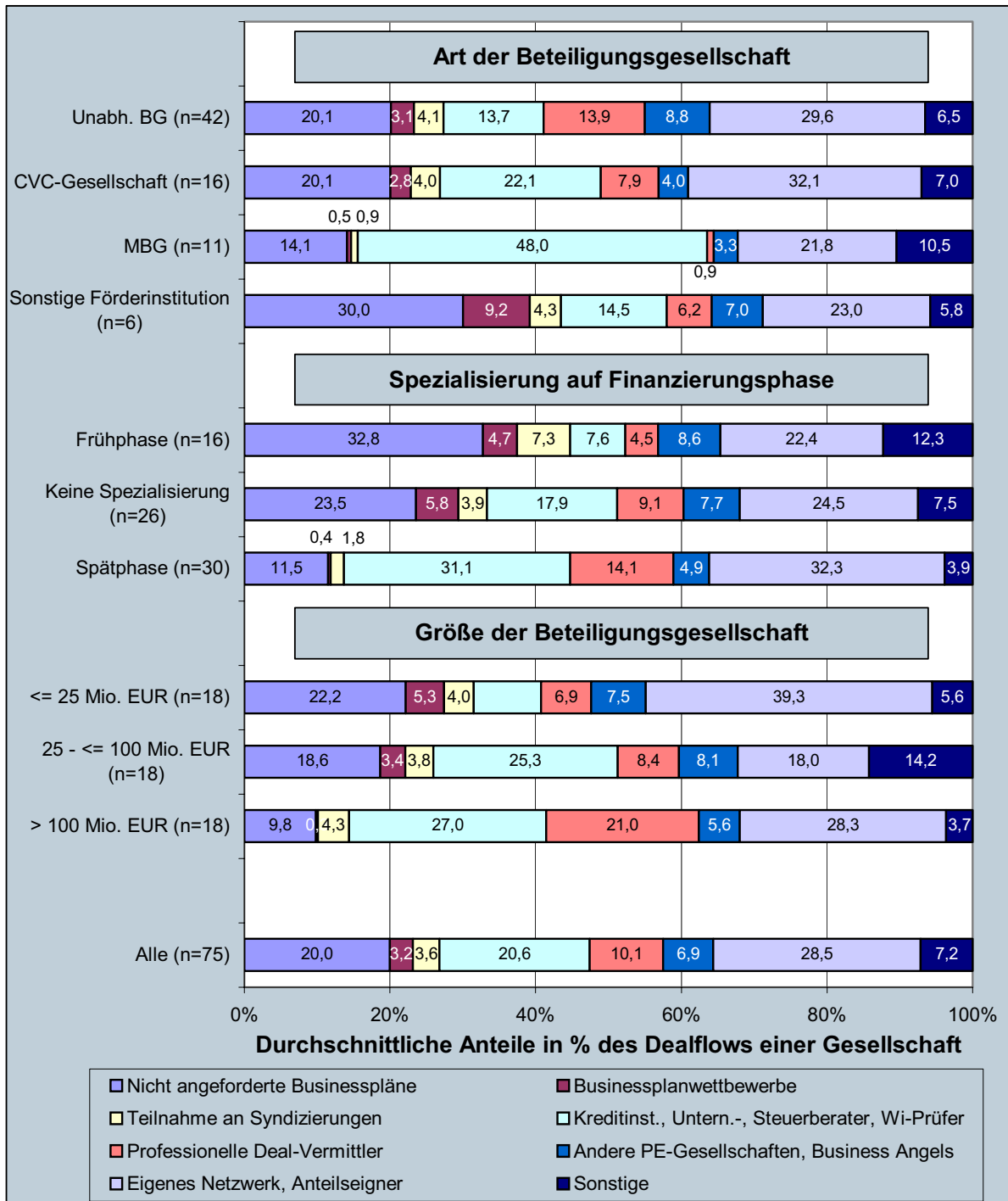
Mit zunehmender Größe der Gesellschaft nimmt vor allem die Bedeutung der Reputation und des Netzwerkes für die Dealakquisition einer Gesellschaft deutlich zu. Gleiches gilt in abgeschwächter Form auch für die Eigenschaften „Track Record“ sowie „Verständnis für technologische Probleme der Beteiligungsnehmer“. Somit sehen die großen Beteiligungsgeber bei nahezu allen Eigenschaften spezifische Vorteile ihrer Gesellschaft bei der Akquisition. Da – wie in Abschnitt 2.4 gezeigt wurde – die kleinen Gesellschaften in der Regel auch die jüngeren Gesellschaften sind, ist anzunehmen, dass gerade den (noch) kleinen Gesellschaften die notwendige Zeit gefehlt hat, diese Eigenschaften aufzubauen und sie daher Nachteile bei der Akquise in Kauf nehmen müssen. Hinweise für die Richtigkeit dieser Hypothese finden sich in den sich anschließenden Abschnitten. Dort kann gezeigt werden, dass gerade die Beteiligungsgeber mit noch kleinem Fondsvolumen nur einen geringeren Dealflow generieren können, ihre Deals weniger stark selektieren und zu größeren Teilen auch geringere Anforderungen an die Mindestrendite stellen.

3.3 Dealquellen und deren Erfolgsquoten.

Neben einer ausreichend hohen Anzahl an Finanzierungsfragen (siehe Abschnitt 3.4) ist es für die Beteiligungsgesellschaften ebenfalls außerordentlich wichtig, dass die eingehenden Finanzierungsanfragen möglichst gut zu den Anforderungen der Gesellschaften passen, um den Auswahlprozess der für die Gesellschaft „geeigneten“ Deals effizient zu gestalten. Im Folgenden wird daher untersucht, aus welchen Quellen die Beteiligungsgesellschaften Finanzierungsanfragen erhalten sowie in welchem Ausmaß bei diesen Quellen auch tatsächlich eine Beteiligung zustande kommt.

Im Durchschnitt über alle untersuchten Gruppen hinweg sind das eigene Netzwerk bzw. die eigenen Anteilseigner die wichtigste Quelle für Deals (siehe Abbildung 14). Fasst man unter der Kategorie „Netzwerke“ im weiteren Sinn auch jene Finanzierungsanfragen zusammen, die von anderen Gesellschaften oder Business Angels weitergeleitet wurden, sowie jene Anfragen, die sich auf Teilnahmen an Syndizierungen beziehen, so stammen rund zwei Fünftel aller Deals aus dieser Quelle. Eine weitere Dealquelle sind mit einem Anteil von 20% an den Finanzierungsanfragen die nicht angeforderten Businesspläne. Die große Bedeutung beider Kategorien deutet darauf hin, dass die Beteiligungsbranche noch immer stark von informellen Strukturen geprägt ist und unterstreicht die Wichtigkeit von Netzwerken sowie der Reputation einer Gesellschaft für die Akquise von Deals, wie sie insbesondere von großen Gesellschaften als ihre Wettbewerbsvorteile genannt wurden.

Abbildung 14: Quellen des Dealflows



Lesebeispiel: Im Durchschnitt stammen 3,2% der Finanzierungsanfragen (Businesspläne) einer Gesellschaft aus Businessplanwettbewerben.

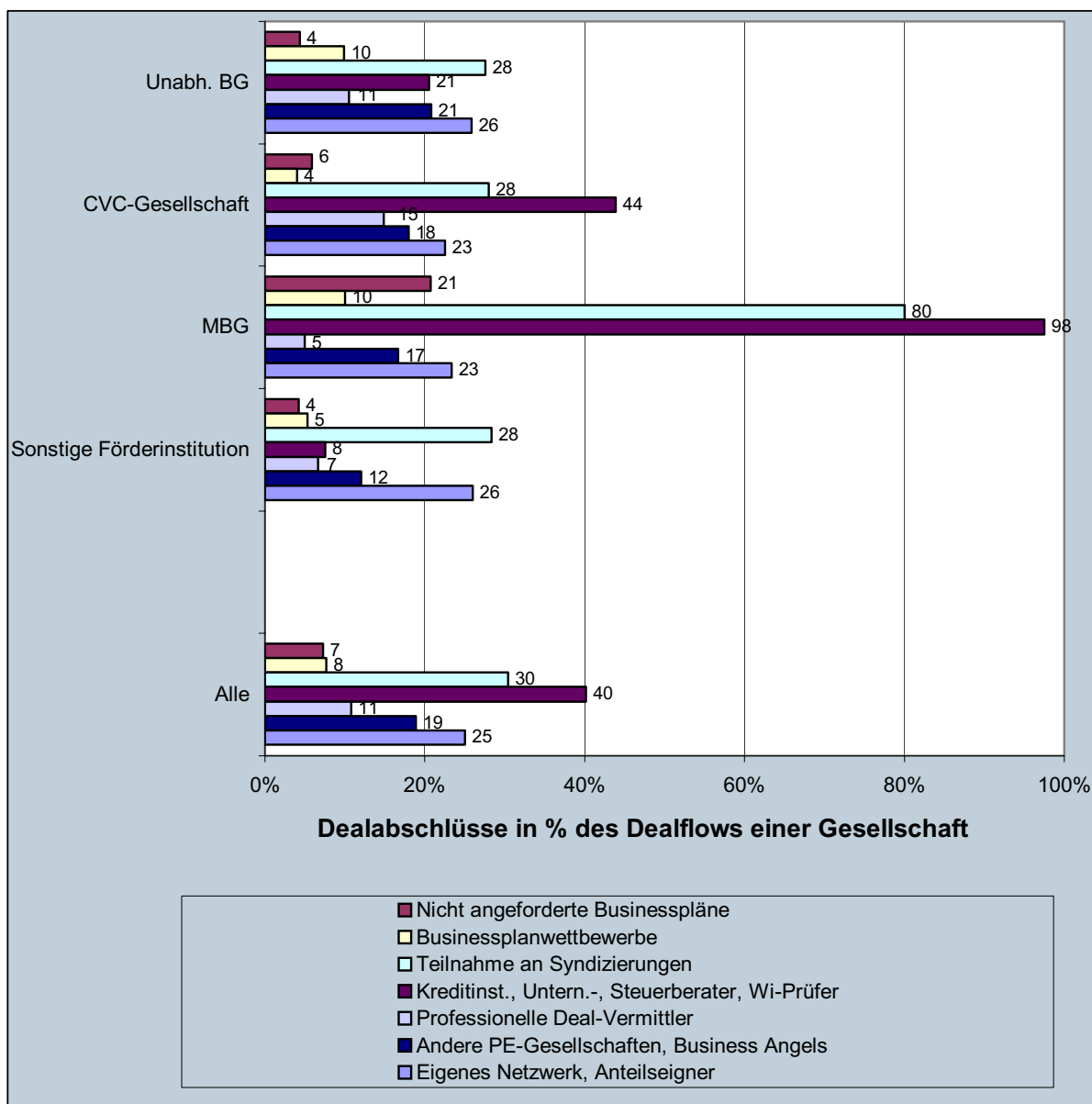
Unterscheidet man die Dealquellen nach Art, Größe und Phase der Beteiligungsgesellschaften, fallen unterschiedliche Strategien beim Generieren des Dealflows auf. So beziehen MBGen überdurchschnittlich häufig ihre Deals von Banken, Unternehmensberatungen, Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern, während ihre eigenen Netzwerke eine vergleichswei-

se untergeordnete Rolle spielen. Der hohe Anteil des Dealflows aus dieser Kategorie dürfte auf die enge Zusammenarbeit der MBGen mit den Sparkassen zurückzuführen sein. Auch Frühphasengesellschaften rekrutieren ihren Dealflow weniger häufig aus dem eigenen Netzwerk, dafür spielen nicht angeforderte Businesspläne für den Dealflow dieser Gesellschaften eine wichtige Rolle. Ein geringer „Institutionalisierungsgrad“ deutet sich somit insbesondere für das Frühphasensegment an. Darüber hinaus syndizieren Frühphasengesellschaften, wie eingangs erwähnt, sehr viel häufiger als Spätphasengesellschaften. Businessplanwettbewerbe spielen für den Beteiligungskapitalmarkt insgesamt – wie auch speziell in der Frühphase mit rund 5% der Finanzierungsanfragen – dagegen eine untergeordnete Rolle.

Die Erfolgsquote der Anfragen aus den verschiedenen Quellen ist sehr unterschiedlich (siehe Abbildung 15). Während die Erfolgsquote bei nicht angeforderten Businessplänen nur bei 7% liegt, wird beispielsweise ein Viertel der Deals, die aus dem eigenen Netzwerk kommen, auch abgeschlossen. Die Teilnahme an Syndizierungen macht zwar nur einen geringen Teil des Dealflows aus, hat aber mit 30% die zweithöchste Abschlusswahrscheinlichkeit aller Dealquellen.²⁶ Hier dürfte die Vorauswahl durch eine Beteiligungsgesellschaft dazu führen, dass Finanzierungsanfragen, die Syndizierungen betreffen, im Durchschnitt die höchste Erfolgsquote haben. Auch die von anderen Beteiligungsgesellschaften weitergeleiteten Finanzierungsanfragen weisen mit knapp 20% eine hohe Erfolgsquote auf. Der vergleichsweise hohe Anteil an abgeschlossenen Deals, der aus diesen drei zuletzt genannten Dealquellen stammt, macht wiederum deutlich, wie wichtig eine gute Integration in die Private-Equity-Branche ist. Vor dem Hintergrund, dass rund zwei Fünftel aller Finanzierungsanfragen aus diesen Quellen stammen, zeigt sich jedoch auch, dass sich die Beteiligungsgesellschaften bei der Generierung ihres Dealflows auf die „richtigen“ Kanäle konzentrieren.

²⁶ Die höchste Erfolgsquote weisen die von Kreditinstituten, Unternehmens- und Steuerberatern sowie Wirtschaftsprüfern weitergeleiteten Finanzierungsanfragen auf. Dies ist jedoch vor allem auf die MBGen zurückzuführen. Die enge Zusammenarbeit der MBGen mit den Sparkassen sorgt in dieser Kategorie für eine Erfolgsquote von 98%. Dies verzerrt die durchschnittliche Erfolgsquote der von Kreditinstituten weitergeleiteten Finanzierungsanfragen stark nach oben.

Abbildung 15: Erfolgsquoten der Dealquellen



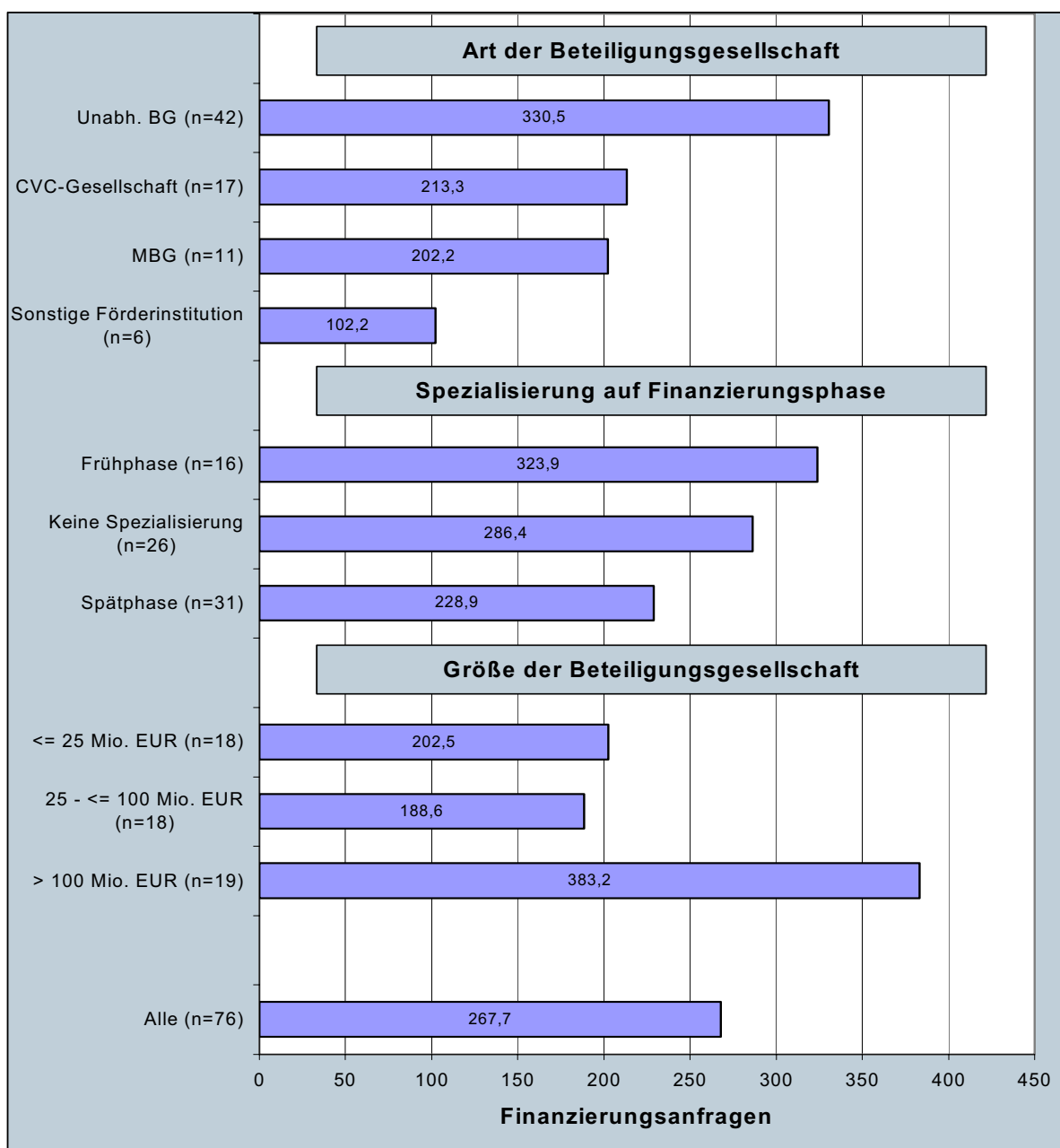
Lesebeispiel: Im Durchschnitt investiert eine Gesellschaft in 7,2% der eingehenden, nicht angeforderten Businesspläne.

3.4 Finanzierungsanfragen und die Auswahl von Investments.

Abbildung 16 zeigt die durchschnittliche Anzahl an Finanzierungsanfragen, die bei einer Beteiligungsgesellschaft im Jahr 2004 eingingen. Mit durchschnittlich 267 Finanzierungsanfragen pro Beteiligungsgesellschaft hat sich der Dealflow bei den Beteiligungsgebern gegenüber der Vorerhebung mit im Durchschnitt 490 Anfragen je Beteiligungsgeber deutlich reduziert. Berücksichtigt man, dass in diesem Zeitraum auch die Anzahl der auf dem deutschen Markt aktiven Beteiligungsgesellschaften zurückgegangen ist, so wird deutlich, wie stark die Dynamik im deutschen Beteiligungsmarkt gegenüber der Boomphase eingebrochen ist.

Zwischen den Gruppen von Beteiligungsgesellschaften variiert die durchschnittliche Anzahl an Finanzierungsanfragen stark (siehe Abbildung 16). So gehen bei unabhängigen Beteiligungsgesellschaften – ähnlich wie in der Vorerhebung – deutlich mehr Finanzierungsanfragen ein als bei den förderorientierten Beteiligungsgebern. Darüber hinaus fällt auf, dass Frühphasengesellschaften trotz ihrer geringeren Größe in etwa 40% mehr Anfragen erhalten als Spätphasengesellschaften. Dies ist ein klares Indiz dafür, dass seitens potentieller Beteiligungsnehmer eine große Nachfrage nach Frühphasenkapital besteht.

Abbildung 16: Durchschnittliche Anzahl der Finanzierungsanfragen im Jahr 2004



Lesebeispiel: Im Jahr 2004 verzeichneten unabhängige Beteiligungsgesellschaften im Durchschnitt 330,5 Finanzierungsanfragen pro Gesellschaft.

Die Betrachtung nach Größenklassen zeigt, dass sich große Beteiligungsgeber einem überdurchschnittlich hohen Dealflow gegenübersehen; bei ihnen gehen fast doppelt so viele Finanzierungsanfragen ein als im Durchschnitt über alle befragten Gesellschaften. Die Gründe dafür dürften in den im vorangegangenen Abschnitt dargestellten spezifischen Vorteilen dieser Gesellschaften bei der Akquisition – wie ihrer Reputation, ihrer Netzwerke und ihres „Track Records“ – begründet sein.

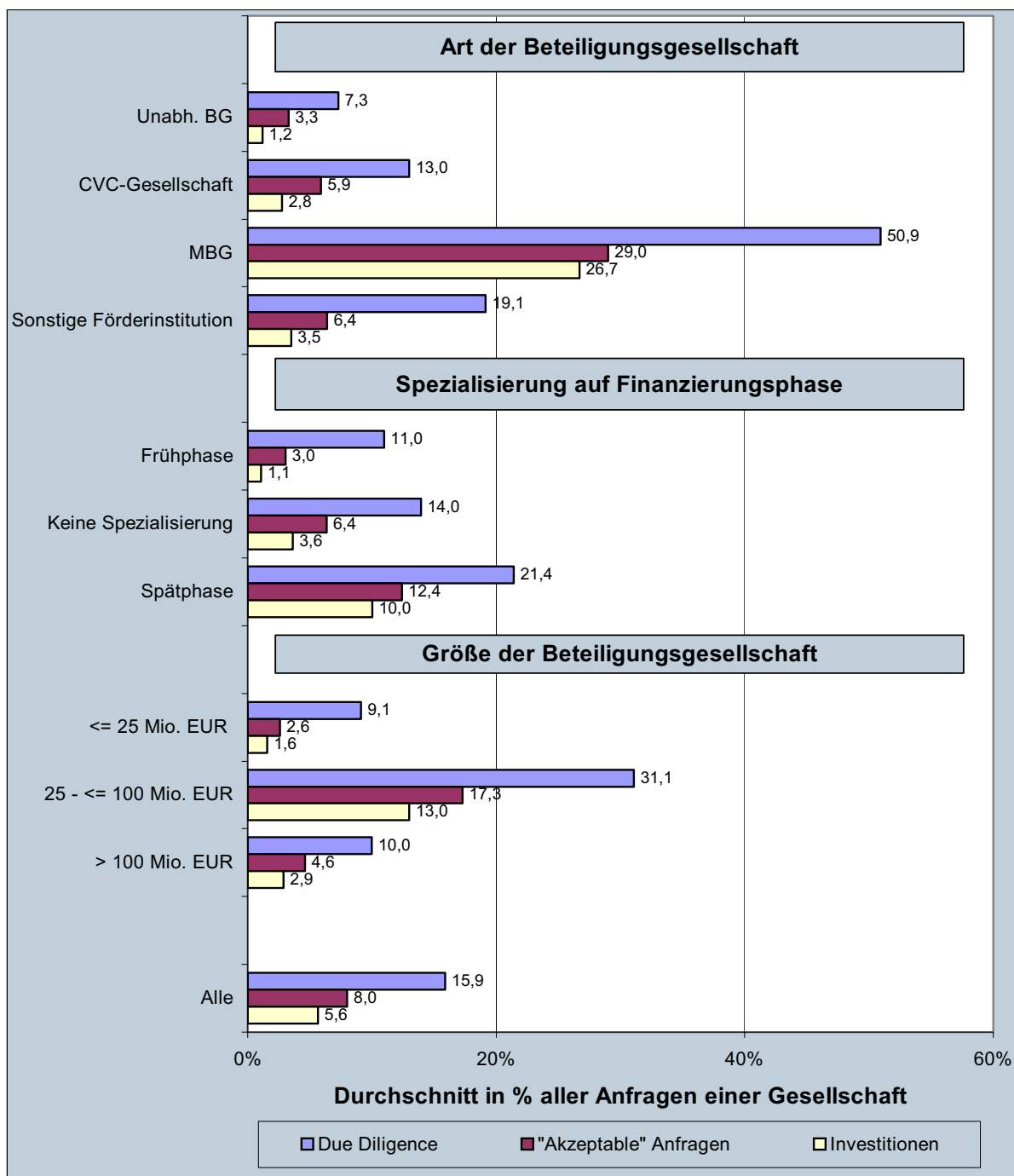
Betrachtet man die Veränderungen der Finanzierungsanfragen nach der Größe der Gesellschaften, so zeigt sich, dass die Anzahl der Finanzierungsanfragen vor allem bei den mittelgroßen Beteiligungsgesellschaften zurückging. Offensichtlich gelang es insbesondere diesen Gesellschaften nicht, während der Abschwungphase des Beteiligungskapitalmarktes ihre Marktposition zu halten. Der deutlich geringere Dealflow in dieser Größenklasse ist vermutlich auch eine Erklärung für den in Abschnitt 2.1 angesprochenen starken Rückgang des Anteils der Beteiligungsgesellschaften dieser Größenklasse.

Abbildung 17 zeigt den Selektionsprozess der eingehenden Finanzierungsanfragen. Dargestellt sind jene Anteile der Finanzierungsanfragen an allen Finanzierungsanfragen einer Gesellschaft, die den Auswahlprozess bis einschließlich der genannten Stufe bestehen. Im Durchschnitt werden bereits 84% der Anfragen bei der Eingangsprüfung aussortiert und gelangen nicht in das Stadium der intensiven Einzelfallprüfung (Due-Diligence). Bei der Due-Diligence scheitert nochmals rund die Hälfte der Deals, so dass insgesamt nur 8% aller Anfragen auch diese Hürde überstehen und von den Beteiligungsgesellschaften als akzeptable Investments eingestuft werden.²⁷ Im letzten Schritt, der Verhandlung des Beteiligungsvertrags, scheitert dann gut ein Viertel der von den Beteiligungsgesellschaften für interessant befundenen Targets, so dass schließlich in knapp 6% aller Anfragen auch investiert wird. Im Vergleich zur Vorerhebung zeigt sich somit, dass insgesamt weniger Finanzierungsanfragen im Einzelfall geprüft werden, dafür bei der Beteiligungswürdigkeitsprüfung weniger Finanzierungsanfragen aussortiert werden.²⁸ Diese Entwicklung deutet auf eine Verschlankung des Auswahlprozesses bei den Beteiligungsgebern hin, welche nicht zuletzt auf die mittlerweile größere Erfahrung der Gesellschaften bei der Beurteilung eingehender Finanzierungsanfragen zurückzuführen sein dürfte und den Gesellschaften eine effizienter gestaltete Auswahl der Deals erlaubt. Eine weitere mögliche Erklärung kann sein, dass diese Beobachtung auf knappe – personelle oder finanzielle – Kapazitäten zurückzuführen ist.

²⁷ Als „akzeptabler Deal“ wurde im Fragebogen ein Deal definiert, bei dem die Beteiligungsgesellschaft investieren würde, wenn eine Einigung über den Preis bzw. die Anteile gefunden wird.

²⁸ Diese Beobachtung gilt für alle Beteiligungsgebergruppen – mit Ausnahme der MBGen – gleichermaßen.

Abbildung 17: Selektionsprozess der Deals



Lesebeispiel: Im Durchschnitt über alle Gesellschaften werden knapp 16% der Finanzierungsanfragen einer Due-Diligence unterzogen.

Deutliche Unterschiede im Auswahlprozess zeigen sich zwischen den verschiedenen Beteiligungsgebergruppen. So selektieren die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften am stärksten unter den eingehenden Finanzierungsanfragen. Lediglich 7% der eingehenden Deals gelangten in die Due-Diligence, welche nur insgesamt 3% aller eingehenden Deals bestehen. Beteiligungen werden bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften lediglich bei

1% der Anfragen eingegangen. Anders verhält es sich bei den MBGen. Die MBGen prüfen die Hälfte der Anfragen eingehend. Knapp 30% werden als akzeptable Deals eingestuft, bei denen es bei fast allen zu einem Engagement einer MBG kommt. Der vergleichsweise hohe Anteil der MBGen in der Gruppe der Gesellschaften mit einem Fondsvolumen von 25 bis 100 Mio. Euro und bei den Spätphasenfinanzierern dürfte teilweise erklären, warum die Selektion in dieser Gruppe im Vergleich zu den Frühphasengesellschaften weniger stark ausgeprägt ist. Ein weiterer Grund hierfür ist, dass insbesondere bei den Frühphasenfinanzierern viele Anfragen von Gründern oder jungen Unternehmen eingehen, die – z.B. aufgrund zu geringer Wachstumsaussichten oder eines zu wenig ausgereiften Geschäftsmodells – für Beteiligungsgesellschaften wenig interessant sind. Ein Hinweis auf die Richtigkeit dieser Hypothese ist, dass gerade bei den Frühphasenfinanzierern ein hoher Anteil der Finanzierungsanfragen aus nicht angeforderten Finanzierungsanfragen besteht (siehe Abbildung 14).

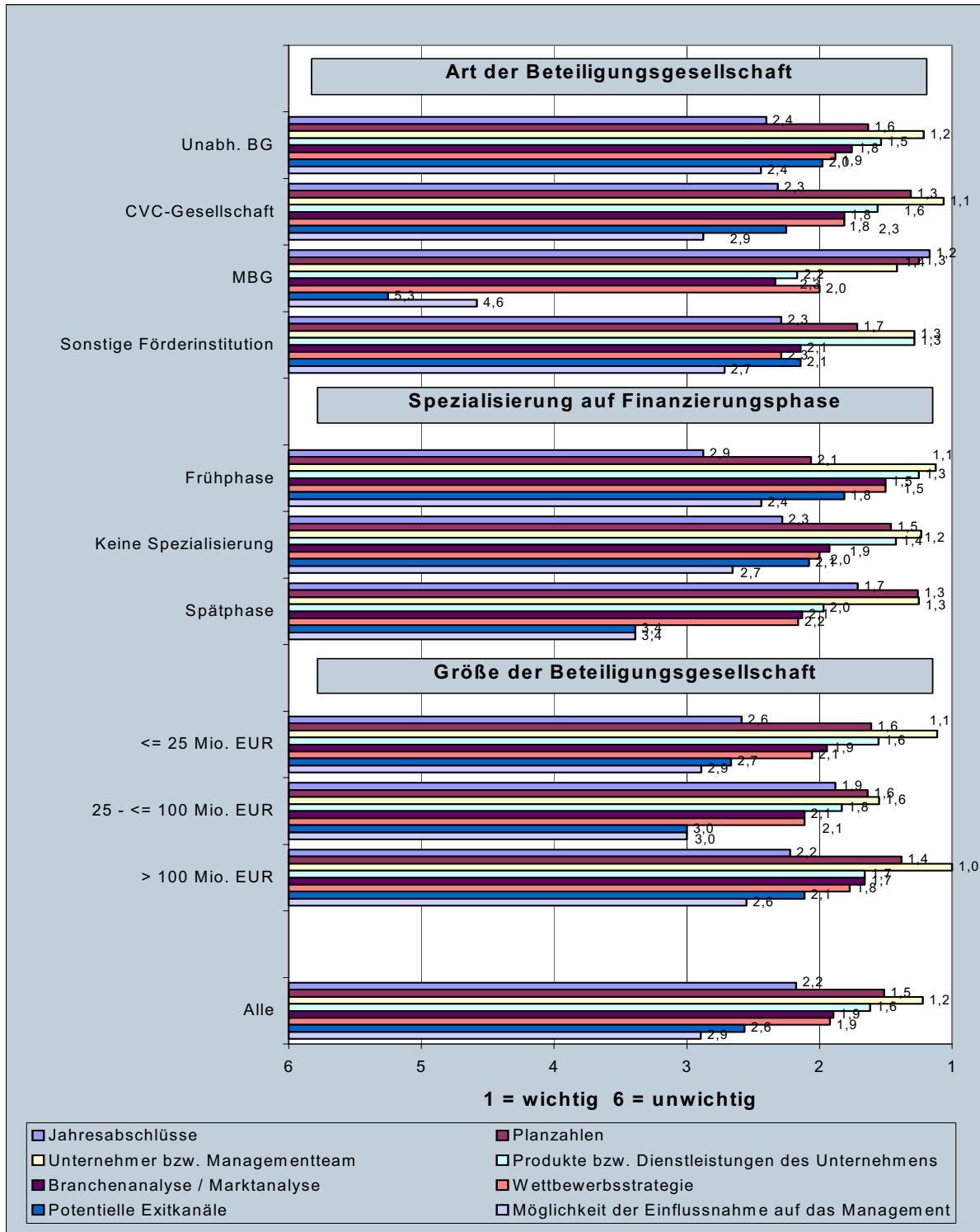
3.5 Die Bedeutung verschiedener Informationen für die Due-Diligence.

Der Beteiligungswürdigkeitsprüfung kommt eine zentrale Rolle für die Entscheidung über eine Beteiligung und für die Ausgestaltung (die Regelungen) des Beteiligungsvertrags zu. Wichtigstes Unterscheidungskriterium zu der ihr grundsätzlich ähnlichen Kreditwürdigkeitsprüfung ist, dass für Eigenkapitalgeber in der Regel die Entwicklung des Unternehmensumsatzes von primärer Bedeutung ist, während Fremdkapitalgeber vor allem an der Solvenz des Zielunternehmens interessiert sind. Dies hat zur Folge, dass für die Beteiligungswürdigkeitsprüfung in stärkerem Maße zukunftsorientierte Analysen herangezogen werden und die für die Kreditwürdigkeitsprüfung wichtigen (vergangenheitsorientierten) Bilanzdaten in der Regel nur eine untergeordnete Rolle spielen.

Abbildung 18 zeigt, welche Bedeutung die befragten Beteiligungsgesellschaften verschiedenen Informationen bei der Due-Diligence beimessen. Als wichtigster Faktor bei der Due-Diligence wird im Durchschnitt über alle Gesellschaften die Beurteilung des Unternehmers bzw. des Managementteams genannt. Auch weitere, zukunftsorientierte Unternehmens- und Unternehmensumfeldinformationen – wie Planzahlen, Produkt-, Branchen- bzw. Marktanalyse sowie die Wettbewerbsstrategie – spielen bei der Beurteilung eine wichtige Rolle. Jahresabschlüsse sowie die Möglichkeiten der Einflussnahme auf das Management sind dagegen bei der Beteiligungswürdigkeitsprüfung von untergeordneter Bedeutung. Die Beteiligungsgesgeber messen auch der Verfügbarkeit potenzieller Exitkanäle eine eher untergeordnete Rolle bei. Diese Beobachtung wird auch von Zimmermann und Karle (2005) bestätigt, die für den Zeitraum von 2003 bis 2004 ermitteln, dass die Beurteilung der Exitmöglichkeiten durch die

Beteiligungsgeber für die Beurteilung der Geschäftslage im Beteiligungskapitalmarkt lediglich von untergeordneter Bedeutung ist. Allerdings ist dieser Befund stark durch die MBGen getrieben, bei denen der Exit von untergeordneter Bedeutung ist, da er ohnehin meist ausschließlich als Ablösung der stillen Beteiligung durch das Portfoliounternehmen erfolgt.

Abbildung 18: Bedeutung verschiedener Informationen für die Due-Diligence



Lesebeispiel: Mit einem Durchschnittswert von 1,2 auf einer Skala von 1 bis 6 ist die Beurteilung des Unternehmers bzw. des Managementteams der wichtigste Aspekt bei der Due-Diligence.

Unterscheidet man die Bedeutung der Einflussfaktoren nach Finanzierungsphasen, so zeigt sich erwartungsgemäß, dass die Bedeutung zukunftsorientierter Informationen in der Frühphase ganz besonders hoch ist. Dies ist verständlich, da bei Frühphasenunternehmen kaum vergangenheitsorientierte Daten vorliegen und diese aufgrund der erwarteten Unternehmensentwicklung auch wenig aussagekräftig für das Entwicklungspotential sein dürften. Wichtiger als in den anderen Finanzierungsphasen ist den Frühphasenfinanzierern daher der Unternehmer beziehungsweise das Managementteam, die Wettbewerbsstrategie sowie Branchen- und Marktanalysen.

In starkem Gegensatz zu den anderen Beteiligungsgesellschaften ist die Analyse der Jahresabschlüsse bei den MBGen die wichtigste Information für die Beteiligungswürdigkeitsprüfung. Hier zeigt sich das besondere Geschäftsmodell der MBGen. Wie in den folgenden Kapiteln aufgezeigt wird, kommen bei ihnen – überwiegend – Spätphasenengagements vor allem fremdkapitalähnliche Finanzierungsinstrumente (typische stille Beteiligungen) zum Einsatz. Da die Renditen eines Einzelengagements entsprechend dem Förderverständnis der MBGen vergleichsweise gering kalkuliert sind, ist der Puffer zum Ausgleich von Ausfällen einzelner Beteiligungen ebenfalls niedrig. In einer solchen Konstellation kommt der Einschätzung des Ausfallrisikos gegenüber dem Wertsteigerungspotenzial eines Zielunternehmens eine deutlich größere Wichtigkeit zu.²⁹ Auffällig ist ebenfalls die geringe Bedeutung, die MBGen potentiellen Exitkanälen beimessen. Die Ursache hierfür liegt ebenfalls im Geschäftsmodell der MBGen begründet, welches vorsieht, dass ihr Engagement in der Regel durch Rückkauf seitens des Beteiligungsnehmers beendet wird und somit andere Exitkanäle für sie eine eher geringe Rolle spielen (siehe auch Abschnitt 4.4). Aufgrund der Verwendung fremdkapitalähnlicher Finanzierungsinstrumente messen gerade MBGen auch den Möglichkeiten der Einflussnahme auf das Management eine geringe Bedeutung bei.

Die vergleichsweise hohe Bedeutung, welche die Beteiligungsgeber den Produkten und Dienstleistungen für die Due-Diligence beimessen, kann ein Hinweis darauf sein, dass das Vorliegen fertiger Produkte und Dienstleistungen wesentlich für die Risiko- und Chanceneinschätzung durch den Beteiligungsgeber ist. Mitunter kann somit erklärt werden, weshalb insbesondere Seed-Investments auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt anders als in der Boomphase des deutschen Beteiligungskapitalmarktes derzeit vergleichsweise selten getätigt werden (siehe auch Abbildung 23). Eine stärkere Betonung dieses Aspekts bei der Beteiligungswürdigkeitsprüfung kann ebenfalls zu dem in den zurückliegenden Jahren beobachteten Rückzug der Beteiligungsgesellschaften aus der Seed-Phase beigetragen haben.

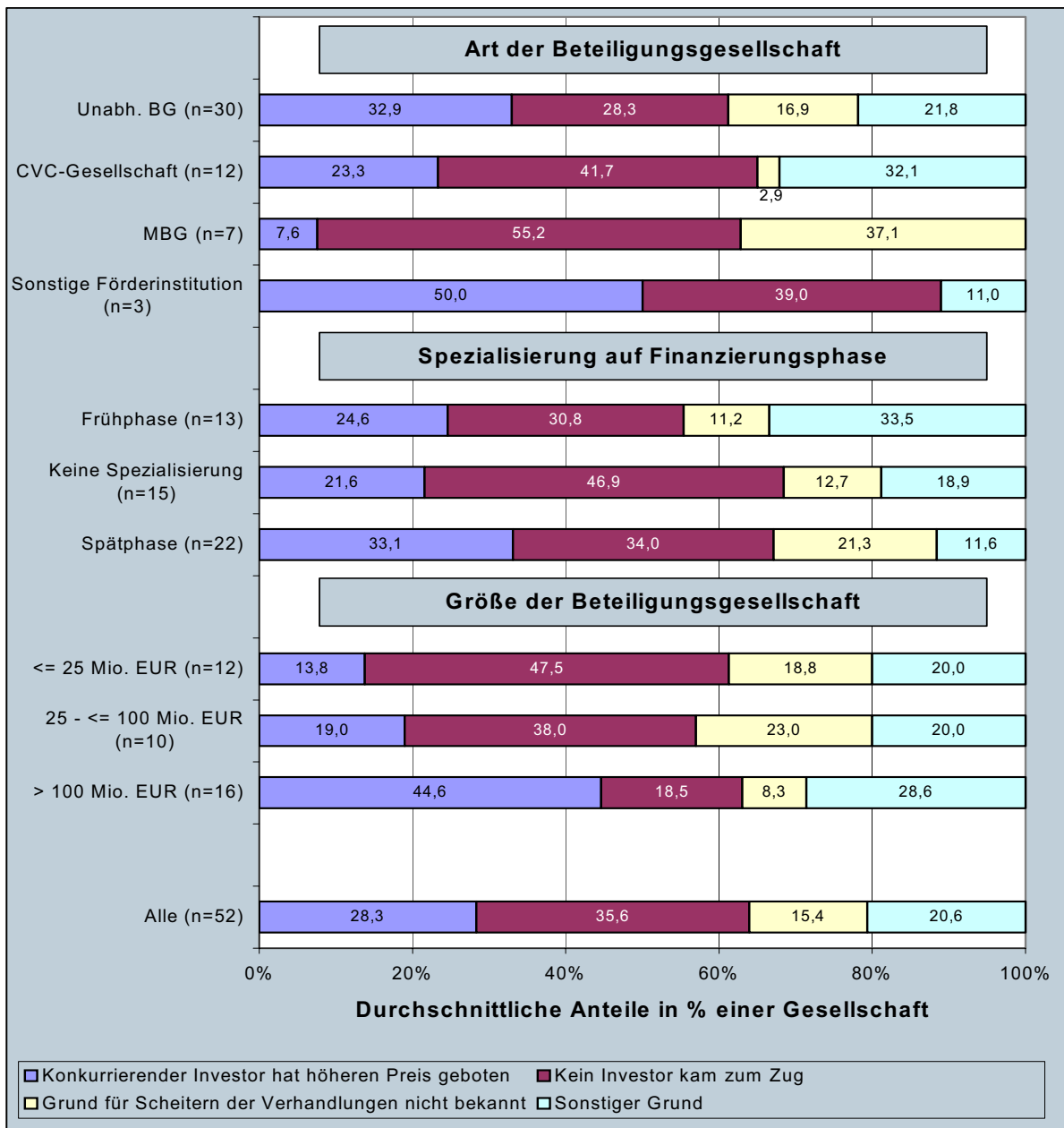
²⁹ So kann etwa gezeigt werden, dass in den Jahren 2003 und 2004 bei den MBGen die Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen der wichtigste Faktor für die Beurteilung der eigenen Geschäftslage waren. Vgl. V. Zimmermann und H. Karle (2005).

3.6 Gründe für das Nichtzustandekommen von Deals trotz positiver Due-Diligence.

Wie in Abschnitt 3.4 gezeigt wurde, kommt bei knapp einem Drittel der Finanzierungsanfragen einer Gesellschaft trotz einer positiv verlaufenen Due-Diligence keine Beteiligung zustande. Mit rund 36% der Fälle ist der wichtigste Grund hierfür, dass kein Investor zum Zug kam (siehe Abbildung 19). Gründe für das Nichtzustandekommen einer Beteiligung können sein, dass sich das Zielunternehmen für eine andere Finanzierungsart (Fremd- oder Mezzaninekapital) entschied oder der Grund für die Aufnahme von Beteiligungskapital (z.B. der Verkauf des Unternehmens, das Investitionsvorhaben) wegfiel. Aufgrund eines besseren Angebots einer konkurrierenden Beteiligungsgesellschaft scheitern weitere 28% der Deals. Andere Gründe werden in rund einem Fünftel der trotz positiver Beteiligungswürdigkeitsprüfung nicht zustande kommenden Deals angeführt. Entsprechend den Freitextangaben der antwortenden Beteiligungsgesellschaften sind dies vor allem Differenzen bezüglich der Vertragsgestaltung, im Nachgang zur Due-Diligence auftretende Zweifel am Management oder der Unternehmensstrategie sowie interne Gründe beim Beteiligungsgeber. In 15% der Fälle sind die Gründe für das Scheitern unbekannt.

Insbesondere bei unabhängigen Beteiligungsgesellschaften sowie den Frühphasenfinanzierern scheitern viele Deals noch nach positiv verlauener Due-Diligence (siehe Abbildung 17). Die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften geben als Gründe dafür an, dass in einem Drittel der Fälle ein konkurrierender Investor einen höheren Preis für die Anteile geboten hat. Dies zeigt, dass sich in dem von unabhängigen Beteiligungsgesellschaften bedienten Marktsegment in der Zwischenzeit ein Wettbewerb zwischen den Gesellschaften um Deals entwickelt hat und insbesondere auch, dass sich die an Beteiligungskapital interessierten Unternehmen nicht auf das Angebot eines einzigen Beteiligungsgebers verlassen, sondern parallel mit verschiedenen Gesellschaften verhandeln. In 27% der Fälle ist die Transaktion überhaupt nicht durchgeführt worden. Gründe dafür könnten sein, dass z.B. eine Finanzierung mit Fremd- oder Mezzaninekapital gefunden wurde, dass den Anteilseignern Beteiligungskapital zu teuer war oder dass das Unternehmen gar kein Interesse an einer Beteiligung hatte, sondern die Beteiligungsverhandlung lediglich dazu nutzte, um z.B. eine externe außerbörsliche Einschätzung des Unternehmenswertes zu erhalten. Aus den Freitextangaben lässt sich des Weiteren ablesen, dass insbesondere bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften Differenzen bezüglich der Vertragsgestaltung häufiger zum Nichtzustandekommen von Beteiligungen beitragen.

Abbildung 19: Gründe für das Scheitern "akzeptabler" Deals



Lesebeispiel: Im Durchschnitt über alle Gesellschaften scheitern 28,3% der akzeptablen Deals, weil ein konkurrierender Investor einen höheren Preis geboten hat.

Bei den Frühphasenfinanzierern kommt der Konkurrenz durch andere Beteiligungsgeber dagegen eine geringere Bedeutung zu. Dies kann als Hinweis dafür gewertet werden, dass sich die Frühphasengesellschaften stärker als andere Gesellschaften spezialisiert haben und sich daher weniger Konkurrenz gegenüber sehen. Aus den Freitextangaben zu den „sonstigen Gründen“ kann abgeleitet werden, dass Frühphasenfinanzierer häufig noch nach erfolgreich abgeschlossener Due-Diligence – also während der Vertragsverhandlungen – Erkenntnisse gewinnen, die ein Engagement aus ihrer Sicht als nicht lohnenswert erscheinen lassen. Diese Beobachtung kann darauf zurückzuführen sein, dass aufgrund der wenigen in der

Frühphase für die Due-Diligence vorliegenden Informationen auch eine höhere Unsicherheit über die Erfolgsaussichten von Deals besteht. Eine weitere Erklärung ist, dass die in diesem Segment aktiven Gesellschaften aufgrund ihres vergleichsweise geringen Alters und der oftmals damit verbundenen Unerfahrenheit häufiger auch nach Abschluss der Due-Diligence ihre Beurteilung der Beteiligungswürdigkeit eines potenziellen Engagements revidieren müssen.

Bei kleinen Gesellschaften scheitert ein akzeptabler Deal nur in 14% der Fälle, weil ein konkurrierender Investor einen höheren Preis für die Anteile geboten hat. Dafür kommt in beinahe der Hälfte des Scheiterns akzeptabler Deals kein Investor zum Zug, etwa weil das Targetunternehmen ein anderes Finanzierungsinstrument vorzieht oder der Grund für die Ausnahme von Beteiligungskapital in der Zwischenzeit wegfiel. Bei größeren Gesellschaften hingegen spielt umgekehrt Konkurrenz durch andere Beteiligungsgesellschaften eine deutlich größere Rolle, während der Grund „kein Investor kam zum Zug“ weniger bedeutend ist. Dies kann ein weiterer Hinweis darauf sein, dass sich die kleinen Beteiligungsgesellschaften aufgrund ihrer im Vergleich zu großen Gesellschaften fehlenden Vorteile bei der Akquise von Finanzierungsanfragen in einem Marktsegment bewegen, welches für etablierte Gesellschaften eher weniger attraktiv erscheint. Auf die Richtigkeit dieser Hypothese deutet auch hin, dass bei den kleinen Gesellschaften 40% eine Mindestbruttorendite von unter 20% für ein Einzelengagement fordern, während dieser Anteil bei den großen lediglich 30% beträgt (siehe Abschnitt 3.7).³⁰ Eine weitere mögliche Begründung für den geringeren Teil der abge-sagten Deals ist, dass große Gesellschaften tendenziell älter sind, mehr Erfahrung aufweisen und besser schon im Voraus Finanzierungsanfragen erkennen, für die Beteiligungskapital keine angemessene Finanzierungsform ist.

3.7 Erwartete Mindestrenditen.

Beteiligungsfinanzierungen sind in der Regel stark risikobehaftet. Hinzu kommt, dass insbesondere bei kleinen Finanzierungsvolumina, aufgrund des häufig hohen (Fix-)Kostenanteils an den Kosten der Beteiligungswürdigkeitsprüfung, der Vertragsverhandlung und -gestaltung sowie der Betreuung der Investments der Investition hohe Kosten gegenüberstehen können. Beides führt dazu, dass Beteiligungsgesellschaften bei ihren Investmententscheidungen berücksichtigen, welche Rendite aus einem Engagement erwartet werden kann und ob damit die Kosten gedeckt werden können.

³⁰ Und dies obwohl unter den großen Beteiligungsgesellschaften mit mehr als 100 Mio. Euro Fondsvolumen, der Anteil der Spätphasenfinanzierer deutlich höher ist als unter den kleinen Gesellschaften und in der Frühphase tendenziell höhere Mindestrenditen gefordert werden (siehe Abbildung 20).

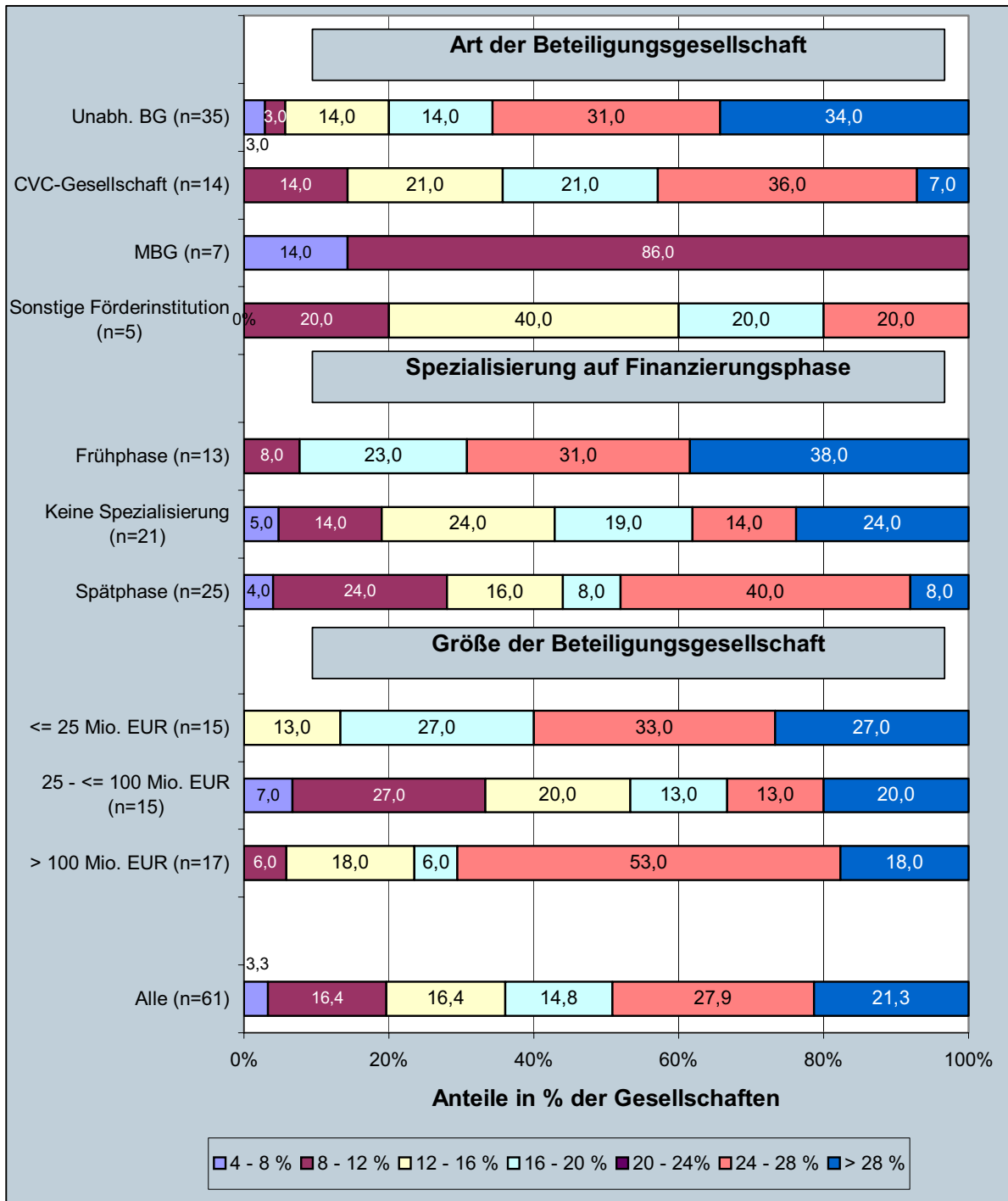
Abbildung 20 zeigt, welche Bruttorenditen (vor Steuern und Risikoabschlägen) die befragten Beteiligungsgeber von einem Engagement mindestens erwarten, damit das Investment getätigt wird. Bei einem Drittel der Gesellschaften liegt die erwartete Bruttorendite unter 16%, während rund die Hälfte der befragten Beteiligungsgeber eine Bruttorendite von mehr als 24% erwartet. Im Vergleich zur Vorerhebung hat sich somit der Anteil der Gesellschaften, die Renditen im mittleren Bereich von zwischen 16% bis 24% fordern, beinahe halbiert. Somit zeichnet sich bei den erwarteten Renditen eine deutliche Polarisierung ab, die auf eine Marktsegmentierung zwischen Gesellschaften mit hohen und niedrigeren Renditeerwartungen und damit auch auf eine zunehmende Spezialisierung im Markt hindeutet.

Die deutlich verschiedenen Renditeerwartungen zeigen sich gerade auch zwischen den verschiedenen Gruppen an Beteiligungsgesellschaften. So verlangen jeweils rund zwei Drittel der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften sowie der Frühphasenfinanzierer eine Bruttorendite von über 24%. Dieser Anteil ist gerade bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften gegenüber der Vorgängerstudie stark gestiegen. Die hohen Renditeerwartungen dieser Gesellschaften sind sicherlich auch ein Grund für die starke Selektion dieser Beteiligungsgeber unter den eingehenden Finanzierungsanfragen. Sowohl die starke Selektion als auch die vergleichsweise hohen Renditeerwartungen zeigen, dass sich diese Beteiligungsgebergruppen verstärkt auf ein Marktsegment konzentrieren, welches durch hohe Wachstumspotentiale, aber auch ein hohes Risiko geprägt ist. Wie Abschnitt 4.2 zeigen wird, versuchen diese Beteiligungsgesellschaften, ihr Risiko zu begrenzen sowie die Ertragssaussichten zu erhöhen, indem sie – neben der Selektion – ihre Engagements aktiv bei der Unternehmensführung betreuen. Anders verhält es sich bei den MBGen, die institutionell bedingt nicht mehr als 12% Bruttorendite fordern.³¹ Allerdings gibt es auch unter den MBGen weniger Gesellschaften als noch vor drei Jahren, die weniger als 8% Rendite erwarten. Sonstige Förderinstitutionen fordern deutlich höhere Mindestbruttorenditen als MBGen, was sich wohl durch ihre stärkere Konzentration auf die Frühphase erklärt (siehe Abschnitt 4.1).

Wenig überraschend ist, dass Spätphasengesellschaften deutlich häufiger niedrigere Mindestbruttorenditen angeben als Frühphasengesellschaften. Hier spiegelt sich das höhere Risiko und der höhere Betreuungsaufwand (siehe Abschnitt 4.2) in der Frühphasenfinanzierung wider, für welche die Investoren eine Kompensation in Form einer höheren Rendite verlangen. Bei der Betrachtung der Größenklassen zeigt sich, dass gerade die großen, renommierten Beteiligungsgesellschaften hohe Renditeforderungen erheben. Fast drei Viertel dieser Gesellschaften erwarten eine Rendite von über 24%.

³¹ Die MBGen dürfen meist nicht mehr als 12% erwartete Rendite fordern.

Abbildung 20: Mindestbruttorendite



Lesebeispiel: 16,4% der Gesellschaften verlangen eine Mindestbruttorendite ihrer Investitionen von mehr als acht und höchstens zwölf Prozent.

Neben der stärkeren Spezialisierung auf entweder hohe oder niedrige erwartete Mindestrenditen zeigt sich gegenüber den Ergebnissen der Vorgängerstudie insgesamt eine tendenzielle Abnahme der erwarteten Mindestrenditen bei den Beteiligungsgesellschaften. Die Reduktion der erwarteten Mindestrenditen dürfte ein Resultat der in den Jahren nach dem Marktzugang sein.

sammenbruch gemachten Erfahrungen sein, die die Beteiligungsgesellschaften dazu gebracht haben, heute realistischere – also niedrigere – Renditeerwartung an ihre Zielunternehmen zu haben.

3.8 Konkurrenz durch Mezzanineprodukte.

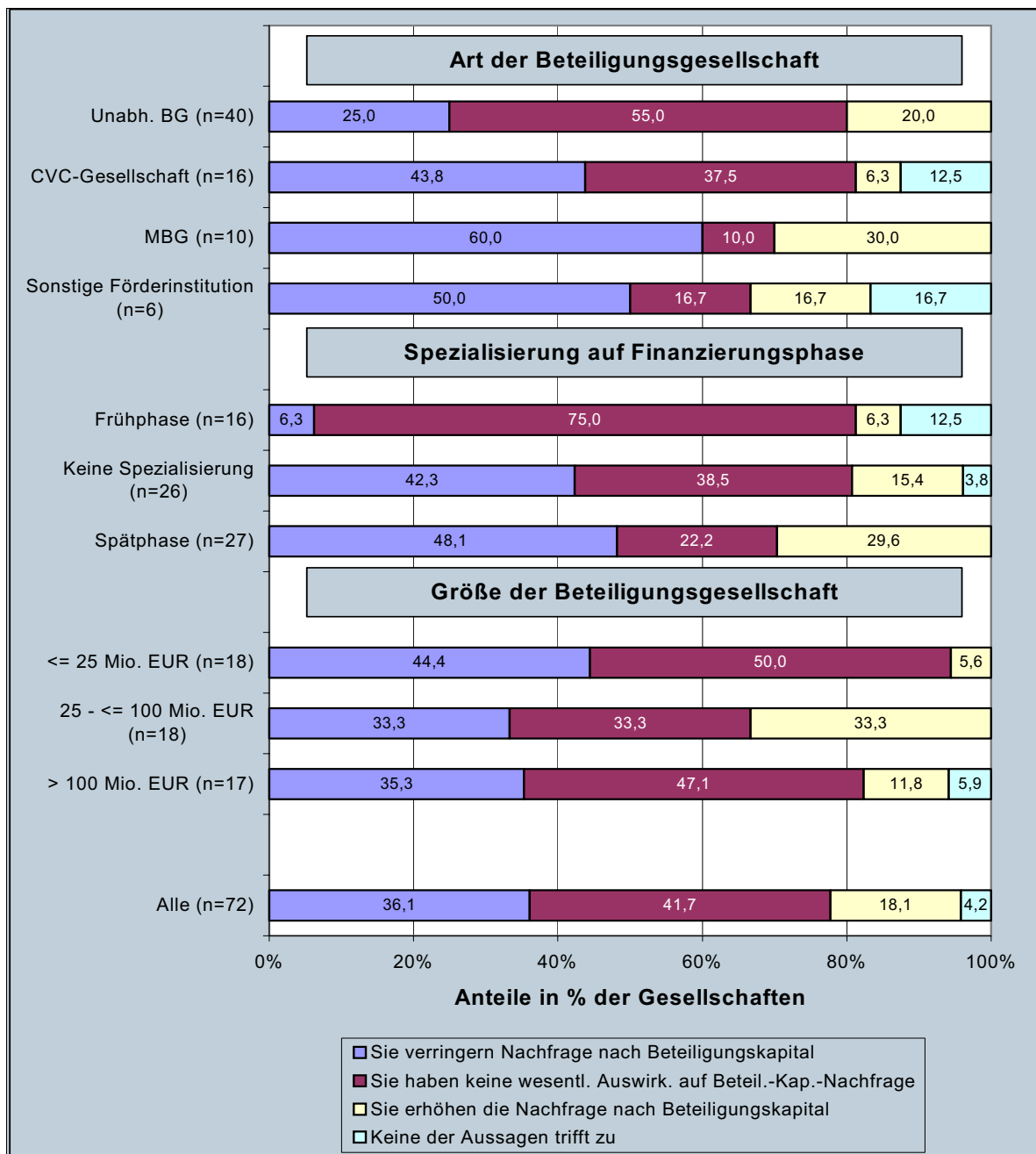
In den letzten Jahren hat das Angebot an Mezzanineprodukten für mittelständische Unternehmen sprunghaft zugenommen. Während Mezzaninekapital lange Zeit hauptsächlich im Rahmen der Akquisitionsfinanzierung eingesetzt wurde, hat sich in jüngerer Zeit ein differenziertes Angebot mehr oder weniger standardisierter Produkte seitens der Fremdkapitalgeber, vor allem der Banken, herausgebildet. Dieses Standard-Mezzaninekapital wird verstärkt zum Zwecke der allgemeinen Unternehmensfinanzierung eingesetzt. Dabei werden den Unternehmen nachrangige Mittel zur Verfügung gestellt. Da Mezzaninekapital die Gesellschafterstruktur nicht verändert, stehen einem Mezzaninegeber keine Mitspracherechte zu. Dies macht Mezzaninekapital insbesondere für Unternehmen aus dem breiten Mittelstand zu einer attraktiven Alternative zu Beteiligungskapital. Da das Volumen des standardisierten Mezzaninemarktes inzwischen ein beachtliches Ausmaß angenommen hat, ist Mezzaninekapital inzwischen verstärkt ins Blickfeld der Beteiligungsgesellschaften gerückt.³²

Es stellt sich daher die Frage, ob die Beteiligungsgesellschaften in diesen von Fremdkapitalgebern angebotenen Mezzanineprodukten eine Konkurrenz für ihre eigene Akquise sehen oder ob diese Mezzanineprodukte von ihnen als komplementär zu klassischem Beteiligungskapital betrachtet werden. Für letztere Sichtweise würde sprechen, dass durch die Bereitstellung von Mezzanineprodukten die Möglichkeiten, komplexere Transaktionen unter Beteiligung sowohl von Fremd-, als auch von Eigenkapital durchzuführen, steigen und somit durch die Entwicklung des Mezzaninemarktes auch der Markt für Beteiligungskapital einen Anschlag erhalten könnte. Der Frage nach dem Verhältnis zwischen Beteiligungs- und Mezzaninekapital in Deutschland wird in dieser Studie deshalb erstmals nachgegangen.

Insgesamt gehen 36% der Beteiligungsgesellschaften davon aus, dass es sich bei den Mezzanineprodukten der Kreditinstitute um Konkurrenzprodukte handelt, welche die Nachfrage nach Beteiligungskapital verringern (siehe Abbildung 21). 42% der befragten Beteiligungsgeber sehen keinerlei Einfluss auf die Nachfrage nach Beteiligungskapital und 18% nehmen an, dass diese Produkte die Nachfrage nach Beteiligungskapital sogar erhöhen.

³² Für einen Überblick über den deutschen Mezzaninkapitalmarkt siehe D. Plankensteiner und T. Rehbock (2005).

Abbildung 21: Rolle mezzaniner Finanzierungsprodukte für die Nachfrage nach Beteiligungskapital



Lesebeispiel: 36,1% der Gesellschaften sind der Meinung, dass Mezzanineprodukte die Nachfrage nach Beteiligungskapital ihrer Gesellschaft verringern werden.

Von den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften gibt mehr als die Hälfte an, dass diese Produkte keine Auswirkung auf die Nachfrage nach Beteiligungskapital haben. Dies kann als Hinweis dafür angesehen werden, dass sich die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften in einem Marktsegment wännen, welches sich – z.B. aufgrund der hohen Bedeutung von Hands-on-Managementbetreuung (siehe Abschnitt 4.2) – grundsätzlich von dem Marktseg-

ment unterscheidet, das von Mezzaninegebern bedient wird. CVCs hingegen sind skeptischer bezüglich des Einflusses der Mezzanineprodukte. 44% von ihnen gehen von einem negativen Einfluss auf die Nachfrage nach Beteiligungskapital aus. Noch kritischer stehen MBGen den neuen Mezzanineprodukten gegenüber. Sechs der 10 antwortenden MBGen sehen das Mezzaninekapitalangebot der Kreditinstitute als Konkurrenzprodukte an. Dies ist wenig erstaunlich, stellen doch MBGen – wie Abbildung 25 zeigt – zum einen Beteiligungskapital ausschließlich durch typische stille Beteiligungen zur Verfügung, welche als Finanzierungsinstrument eine große Ähnlichkeit mit den neuen standardisierten Mezzanineprodukten aufweisen. Ein weiterer Grund für den von den MBGen befürchteten Nachfragerückgang könnte auch darin liegen, dass insbesondere die MBGen einen hohen Anteil ihrer Finanzierungsanfragen von Kreditinstituten beziehen und deshalb die Sorge bestehen kann, dass – wenn das Angebot an Mezzanineprodukten von diesen Finanzintermediären auch für kleinere Finanzierungsbedarfe zunimmt – diese für die MBGen wichtige Dealquelle zukünftig versiegen könnte.

Die Unterscheidung nach Finanzierungsphasen offenbart deutliche Differenzen in der Beurteilung von Mezzaninekapital durch die verschiedenen Gruppen von Beteiligungsgebern. So erwarten Frühphasengesellschaften mehr als alle anderen Gruppen, dass die angesprochenen Mezzanineprodukte keine Auswirkung auf die Nachfrage nach Beteiligungskapital haben. Dieses Ergebnis dürfte darauf zurückzuführen sein, dass derzeit insbesondere etablierte, größere Unternehmen Zugang zu den neuen Mezzanineprodukten haben. So zeigt beispielsweise ein Blick auf das Mezzanineangebot der deutschen Banken, dass standardisiertes Mezzaninekapital am Markt tendenziell nur Unternehmen mit einem Jahresumsatz von rund 5 Mio. Euro an aufwärts und zumindest einem Rating an der Schwelle zum Investmentgrade zur Verfügung steht. Angeboten werden dabei Transaktionsgrößen zwischen 250.000 Euro und 40 Mio. Euro, so dass diese Deals nicht zur Zielgruppe der Frühphasenbeteiligungskapitalgeber zu zählen sind, sondern eher in das Marktsegment passen, das von größeren Spätphasengesellschaften bedient wird. Bei den Spätphasenfinanzierern herrscht dagegen eine stark polarisierte Einschätzung: Knapp die Hälfte der Gesellschaften befürchtet – vermutlich aufgrund der vergleichsweise hohen Ähnlichkeit der Finanzierungsinstrumente in diesem Marktsegment – eine Verringerung der Nachfrage nach Beteiligungskapital, während rund 30% vom Gegenteil überzeugt sind. Die Sorge ersterer Gesellschaften dürfte sich insbesondere darauf stützen, dass aufgrund der hohen Standardisierung der von den Kreditinstituten angebotenen Mezzanineprodukte ein Preisdruck auch auf das Angebot der Beteiligungsgesellschaften ausgehen kann.

3.9 Zwischenfazit.

Das Verhalten bei der Akquisition und Auswahl von Deals unterscheidet sich deutlich zwischen den verschiedenen Gruppen von Beteiligungsgebern. Die Untersuchung zeigt eine klare Spezialisierung der verschiedenen Typen von Beteiligungsgesellschaften auf unterschiedliche Geschäftsmodelle und Strategien. Eine Folge der Spezialisierung der Marktteilnehmer ist eine Segmentierung des deutschen Beteiligungskapitalmarktes hinsichtlich der Dimensionen etablierte versus junge Beteiligungsgesellschaften sowie renditeorientierte versus förderorientierte Beteiligungsgesellschaften.

Erstens zeichnet sich eine Segmentierung zwischen tendenziell etablierten, größeren, erfahrenen und eher in der Spätphase aktiven Beteiligungsgesellschaften auf der einen Seite und tendenziell kleineren, in der Regel auch jüngeren Beteiligungsgebern aus dem Frühphasensegment auf der anderen Seite ab. Die etablierten Beteiligungsgesellschaften haben in der Vergangenheit für die Akquisition vorteilhafte Eigenschaften aufbauen können. So zeichnen diese Beteiligungsgeber insbesondere eine hohe Reputation sowie die gute Integration in Netzwerke und in die (informellen) Strukturen der Beteiligungsbranche aus. Diese Eigenschaften lenken einen hohen Dealflow zu diesen Gesellschaften, was ihnen erlaubt, die eingehenden Finanzierungsanfragen streng zu selektieren und vergleichsweise hohe Renditeansprüche mit ihren Engagements zu verknüpfen. Die Tatsache, dass insbesondere in diesem Marktsegment häufiger Deals nicht zustande kommen, weil Konkurrenten den Zuschlag erhalten, deutet darauf hin, dass sich in diesem Marktsegment ein relativ intensiver Wettbewerb zwischen den Gesellschaften herausgebildet hat.

Hingegen gilt in dem Marktsegment, welches von den noch weniger etablierten Beteiligungsgesellschaften bedient wird, dass die hier agierenden Gesellschaften für ihre Engagements tendenziell niedrigere Renditeforderungen stellen und weniger stark selektieren können. Dies dürfte auf die geringere Reputation der in diesem Segment aktiven Gesellschaften zurückzuführen sein. Eine Konkurrenz durch andere Gesellschaften lässt sich in diesem Segment durch die Befragung nicht feststellen, was darauf zurückzuführen sein kann, dass sich diese Beteiligungsgesellschaften entweder erfolgreich auf eine Marktnische spezialisiert haben oder dass aufgrund der geringen Anbieterdichte in dem von ihnen bedienten Marktsegment die Wettbewerbsintensität niedriger ist. Ferner deutet sich an, dass in diesem Marktsegment auf der Seite der Nachfrager nach Beteiligungskapital eine geringere Professionalität im Umgang mit Finanzierungsinstrumenten vorherrscht, da beispielsweise überdurchschnittlich viele Deals noch nach erfolgreicher Due-Diligence scheitern.

Insgesamt zeigt die zunehmende Polarisierung der Renditeforderungen der Beteiligungsgeber eine Aufteilung des Beteiligungsmarktes in ein eher Hoch- sowie ein Niedrigpreissegment. Erstaunlicherweise ist dabei die Wettbewerbsintensität um die einzelnen Deals im

Hochpreissegment – wohl aufgrund des erfolgreichen Reputationsaufbaus der dort aktiven Beteiligungsgesellschaften – höher.

Eine weitere Aufteilung des Marktes deutet sich auch im Akquisitionsverhalten zwischen rendite- und förderorientierten Beteiligungsgebern an. So sind insbesondere die förderorientierten Beteiligungsgeber bereit, auch kleinteilige Investments zu tätigen, während renditeorientierte Gesellschaften häufiger Mindestanforderungen an die Deal- oder Unternehmensgröße haben. Entsprechend ihrem Förderverständnis liegen die erwarteten Renditen bei den förderorientierten Gesellschaften in der Regel deutlich niedriger als bei den privaten Gesellschaften. Deutliche Unterschiede zeigen sich zwischen beiden Beteiligungsgebergruppen darüber hinaus auch im Grad der Selektion der eingehenden Finanzierungsanfragen. Bei den renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften gelangt ein deutlich geringerer Teil der eingehenden Finanzierungsanfragen in das Stadium einer engeren Beteiligungswürdigkeitsprüfung (Due-Diligence). Weiterhin scheitern bei den renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften tendenziell mehr Deals in der Due-Diligence-Phase als bei den förderorientierten.

Unabhängig von den Marktsegmentierungstendenzen zeigt sich, dass der Markt für Beteiligungskapital in Deutschland insgesamt reifer geworden ist. Ein Indiz dafür ist die Tatsache, dass ein nicht zu vernachlässigender Anteil der aus Sicht der Beteiligungsgesellschaften akzeptablen Deals scheitert, weil ein anderer Investor zum Zug kommt. Die Unternehmen können sich somit häufig zwischen den Angeboten verschiedener Beteiligungsgesellschaften entscheiden. Dass dies insbesondere in der Spätphase und bei großen Gesellschaften geschieht, spiegelt die Tatsache wider, dass sich die Marktaktivität und damit auch ein Großteil der Marktteilnehmer in den letzten Jahren zur Spätphase und zu immer größeren Deals orientiert haben.

4 Investitionstätigkeit.

Nachdem im vorangegangenen Kapitel der Auswahlprozess der Finanzierungsanfragen dargestellt wurde, widmet sich der folgende Abschnitt der Investitionstätigkeit der Beteiligungsgesellschaften. Dazu wird zunächst untersucht, welche Charakteristika die abgeschlossenen Deals aufweisen, welche Bedeutung einzelnen Exitkanälen zukommt sowie welche Veränderungen die Beteiligungsgeber in ihrem Investitionsverhalten in den vergangenen Jahren ausmachen.

4.1 Dealgröße, Finanzierungsphasen und Branchen.

Wie Abbildung 22 zeigt, wies in den Jahren 2002 bis 2004 beinahe die Hälfte der getätigten Investitionen einer Gesellschaft ein Volumen von weniger als 750 Tsd. Euro auf. Investments mit einem Volumen von mehr als 5 Mio. Euro machten rund 20% aller abgeschlossenen Deals aus. Somit haben sich die durchschnittlichen Anteile der Investitionsgrößenklassen im Vergleich zur Vorgängerstudie leicht verändert. Während der Anteil der mittleren Dealgrößen zurückgegangen ist, hat der Anteil der kleinen Investments mit weniger als 750 Tsd. Euro sowie der Anteil der großen Investments mit einem Finanzierungsvolumen von über 5 Mio. Euro zugenommen.

Der Anstieg bei den kleinen Investitionsgrößen ist zum Teil auf die Entwicklung bei den Frühphasenfinanzierern zurückzuführen, bei denen der Anteil der kleinvolumigen Investitionen von etwas über einem Drittel deutlich auf knapp die Hälfte der Deals angestiegen ist. Die Gründe hierfür dürften zum einen in der starken Zunahme von Syndizierungen gerade bei den Frühphaseninvestments begründet liegen.³³ Zum anderen dürften in der Frühphase auch die Projektgrößen im betrachteten Zeitraum zurückgegangen sein, nach dem diese in der Boomphase auf dem Beteiligungskapitalmarkt bis 2001 stark zugenommen hatten.³⁴ Ein Grund für den Rückgang der durchschnittlichen Investmenthöhe könnte ein höherer Anteil gestaffelter Finanzierungen („Staging“) an allen Finanzierungen ab dem Jahr 2001 sein.³⁵ Durch die Staffelung der Investments in mehrere Phasen („Stages“) sinkt bei unveränderter Gesamtprojektgröße das Investitionsvolumen pro Finanzierungsrunde.

Auch zeigt sich im Vergleich zur Vorgängerstudie, dass die MBGen in den zurückliegenden drei Jahren zunehmend kleinere Investitionsvolumina getätigt haben, was ebenfalls zum Anstieg des Anteils der kleineren Dealgrößen auf dem Gesamtmarkt beigetragen hat.³⁶ Insbesondere bei den MBGen ist ein – aufgrund ihres Förderverständnisses – deutlich von den anderen Beteiligungsgesellschaften abweichendes Investitionsverhalten bezüglich der

³³ Vgl. V. Zimmermann, C. Bienz und J. Hirsch (2005).

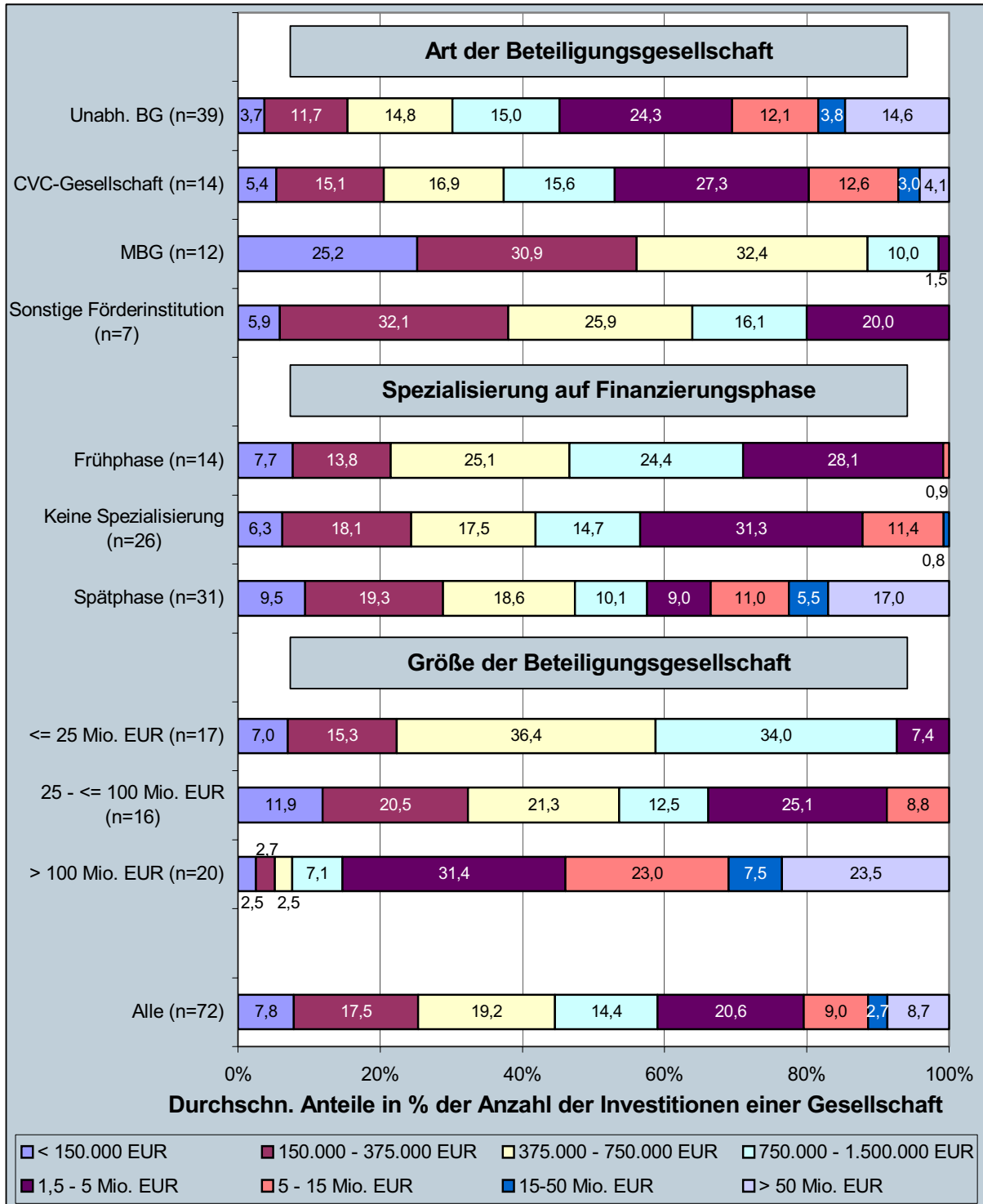
³⁴ Die durchschnittliche Beteiligungshöhe der von den BVK-Mitgliedern in der Frühphase getätigten Investment sank von rund 1,48 Mio. Euro im Zeitraum 1999 bis 2001 auf 0,84 Mio. Euro im Beobachtungszeitraum 2002 bis 2004. Diese Durchschnittswerte überdecken jedoch eine grundsätzliche Tendenz hin zu größeren Einzelinvestments. So stieg die durchschnittliche Beteiligungshöhe in der Frühphase von 1995 bis 2001 kontinuierlich von 0,34 Mio. Euro auf 1,57 Mio. Euro an, um sich dann im Jahr 2002 auf 0,76 Mio. Euro zu halbieren. Seit 2002 ist die durchschnittliche Beteiligungshöhe in der Frühphase jedoch wieder kontinuierlich auf knapp 1 Mio. Euro im Jahr 2004 gestiegen. In der Spätphase verlief die Entwicklung ähnlich, wenngleich der Rückgang der durchschnittlichen Beteiligungshöhe im Jahr 2002 schwächer ausfiel (von 7,7 Mio. Euro auf 6,9 Mio. Euro), während der Anstieg der durchschnittlichen Beteiligungshöhe seit 2002 sehr viel kräftiger war (auf 26,9 Mio. Euro im Jahr 2004). Vgl. BVK (2006), S. 29f (eigene Berechnungen).

³⁵ Untersuchungen der KfW zeigen, dass der Anteil gestaffelter Finanzierungen von knapp unter 70% im Zeitraum 1998 bis 2000 auf deutlich über 80% im Zeitraum 2001 bis 2003 angestiegen ist. Vgl. V. Zimmermann, C. Bienz und J. Hirsch (2005), S. 79ff.

³⁶ Da der Anteil unabhängiger Beteiligungsgesellschaften in dieser Studie unter jenem der Vorgängerstudie liegt, machen sich die beschriebenen Beobachtungen besonders bemerkbar.

Dealgrößen zu erkennen. MBGen tätigen in beinahe neun von zehn Fällen Investments mit einem Volumen von weniger als 750 Tsd. Euro.

Abbildung 22: Durchschnittliche Anteile von Investmentgrößenklassen an der Anzahl der Engagements im Zeitraum 2002 bis 2004



Lesebeispiel: Im Durchschnitt tätigte eine Beteiligungsgesellschaft in den Jahren 2002 bis 2004 7,8% ihrer Investments in Deals mit einem Volumen von weniger als 150 Tsd. Euro.

Spätphasenfinanzierer gehen trotz des hohen Anteils der MBGen in dieser Gruppe dagegen deutlich größere Investments ein als andere Beteiligungsgesellschaften. Im Vergleich zur Voruntersuchung ist der Anteil der sehr großen Investments bei dieser Gruppe beachtlich gestiegen. Generell zeigt sich, dass kleine Gesellschaften – aufgrund ihrer begrenzten Mittel in Verbindung mit der Notwendigkeit zur Risikodiversifizierung – häufiger kleine Investments eingehen, während große Gesellschaften eher auch die großen Deals tätigen.

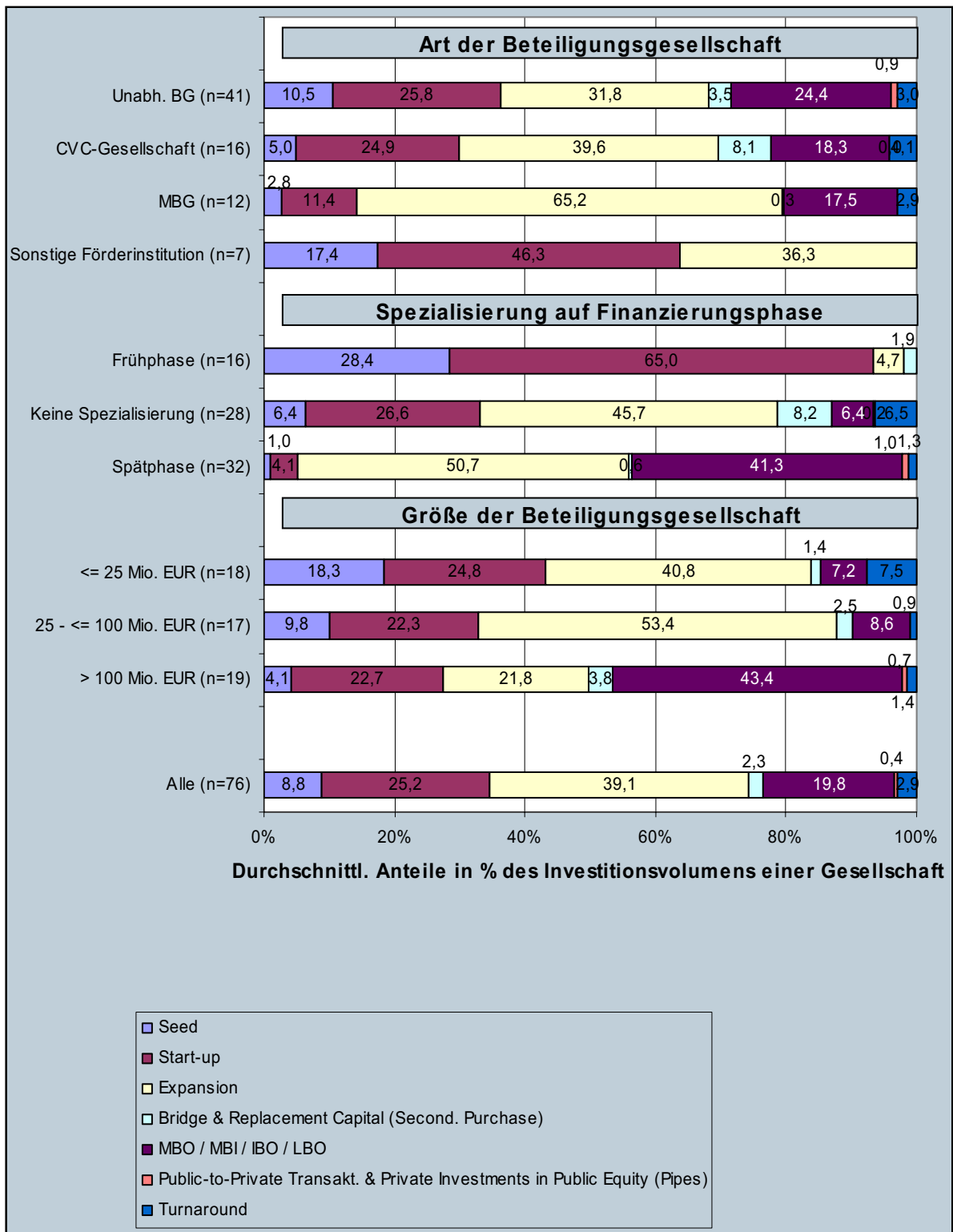
Bezüglich der Finanzierungsphasen bestätigen auch die Ergebnisse der vorliegenden Studie den Rückgang der Seed- und Start-up-Finanzierungen. Gleichwohl fällt der Rückgang des Anteils der Frühphasenengagements von 42% auf 34% im Durchschnitt je Beteiligungsgesellschaft nicht so stark aus, wie man vielleicht hätte vermuten können (siehe Abbildung 23). Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass auch die Anzahl der Deals insgesamt in der in dieser Studie betrachteten Periode um etwa 35% unter der Anzahl an Investments der in der Vorgängerstudie untersuchten Periode liegt. Die Anzahl der Frühphasendeals hat sich somit gegenüber des in der Vorgängerstudie betrachteten Zeitraums um rund die Hälfte verringert.³⁷

Zugenommen haben dagegen vor allem Buy-Out- und Expansionsfinanzierungen. Der Bedeutungszuwachs der Buy-Outs auf Kosten der Frühphasenfinanzierungen gilt für die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften, die CVCs und die MBGen. Möglicherweise haben gerade aufgrund dieser Entwicklung die „sonstigen Förderinstitutionen“ einen anderen Weg eingeschlagen. Sie erhöhten den Anteil von Frühphasenfinanzierungen in den Jahren 2002 bis 2004 auf 64% (bezogen auf das Volumen) im Vergleich zu 38% in den Jahren 1999 bis 2001. Damit zeigt sich nun auch eine deutliche Marktsegmentierung zwischen den „sonstigen Förderinstitutionen“ und den MBGen. Während sich die MBGen heute deutlicher auf Spätphasenengagements konzentrieren und ihren Anteil der Frühphasenfinanzierungen auf 14% gegenüber rund 29% im Zeitraum der Vorgängeruntersuchung reduziert haben, bedienen die „sonstigen Förderinstitutionen“ gerade bevorzugt dieses Marktsegment. Die stärkere Fokussierung der „sonstigen Förderinstitutionen“ auf Frühphaseninvestments kann als Reaktion dieser Gesellschaften auf den Einbruch dieses Marktsegments betrachtet werden.

Eine Zunahme der Spezialisierung ist gegenüber der Vorerhebung auch bei den Früh- und Spätphasenfinanzierern zu beobachten. So halbierte sich etwa bei den Frühphasenfinanzierern der durchschnittliche Anteil der Nicht-Frühphasenfinanzierungen auf rund 6%. Auch bei den Spätphasengesellschaften machen nach einem Rückgang gegenüber der Vorerhebung, die für sie nicht zum Kerngeschäft gehörenden Frühphaseninvestments, lediglich noch 5% am durchschnittlichen Investitionsvolumen einer Gesellschaft aus.

³⁷ Dies entspricht in etwa den Zahlen der BVK-Statistik. Dieser zufolge hat die Anzahl der Frühphasendeals im Zeitraum 2002 bis 2004 im Vergleich zu 1999 bis 2001 um 42% abgenommen. Vgl. BVK (2005), S. 26, 28.

Abbildung 23: Anteile von Finanzierungsphasen am Investitionsvolumen



Lesebeispiel: Im Durchschnitt platzierte eine Beteiligungsgesellschaft in den Jahren 2002 bis 2004 8,8% ihres Investitionsvolumens in Seed-Finanzierungen.

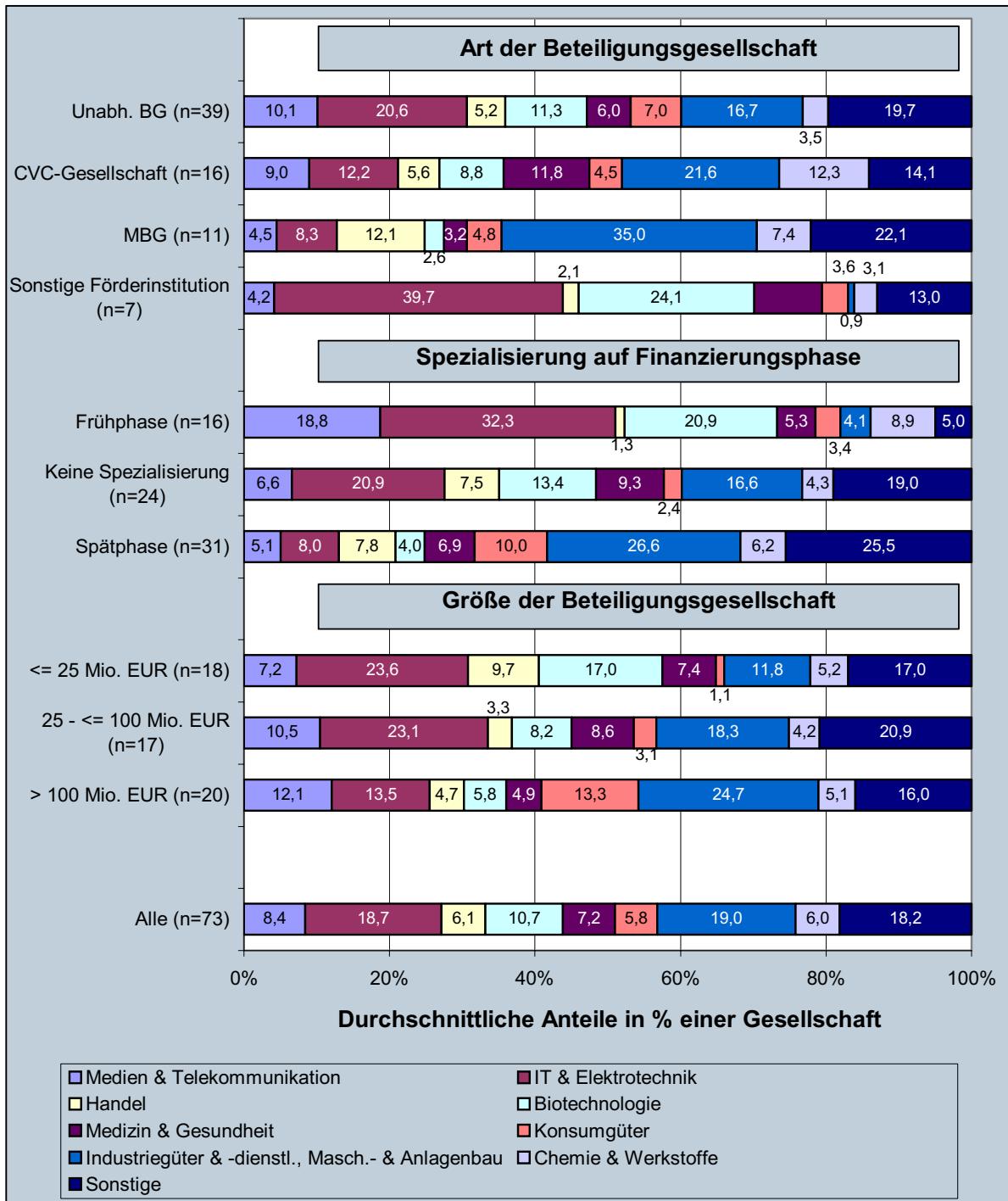
Aus dem Blickwinkel der Vorgängerstudie erstaunt der weiterhin geringe Anteil der Turnaround-Investitionen. Marktbeobachter hatten eine Bedeutungszunahme dieses Segments vermutet.³⁸ Diese Vermutung wurde von der Vorgängerstudie unterstützt, denn 40% der Gesellschaften, die in mindestens einem Marktsegment eine dauerhafte Angebotslücke sahen, gaben damals an, dass es bei Turnaround-Investitionen eine Marktlücke gäbe. Da mittlerweile nur noch sehr wenige Gesellschaften angeben, dass sie im Turnaround-Segment eine Marktlücke sehen,³⁹ wurden die Aussichten dieses Marktsegmentes offensichtlich überschätzt.

Abbildung 24 zeigt die Verteilung der Investitionen nach Branchen. Gegenüber der Vorgängerstudie zeigen sich nur kleinere Veränderungen in der Branchenzusammensetzung der Investments. So zeigt sich nach dem Platzen der New-Economy-Blase ein leichter Rückgang des Bereichs „Medien & Telekommunikation“ sowie „IT & Elektronik“ auf nunmehr 27% des durchschnittlichen Investitionsvolumens einer Gesellschaft. Dieser Rückgang ist bei allen Typen von Beteiligungsgebern mit Ausnahme der „sonstigen Förderinstitutionen“ zu beobachten. Da IT- und IuK-Investments bei den Frühphasenfinanzierern an Bedeutung gewonnen haben, dürfte die Abnahme dieser Bereiche jedoch vorrangig auf die Gesamtmarktverschiebungen zum Spätphasensegment zurückzuführen sein.

³⁸ Vgl. z.B. V. Kraft (2001), S 338ff.

³⁹ Vgl. Abschnitt 5.1.

Abbildung 24: Anteile von Branchen am Investitionsvolumen



Lesebeispiel: Im Durchschnitt tätigte eine Beteiligungsgesellschaft in den Jahren 2002 bis 2004 8,4% ihres Investitionsvolumens in dem Technologiefeld „Medien & Telekommunikation“.

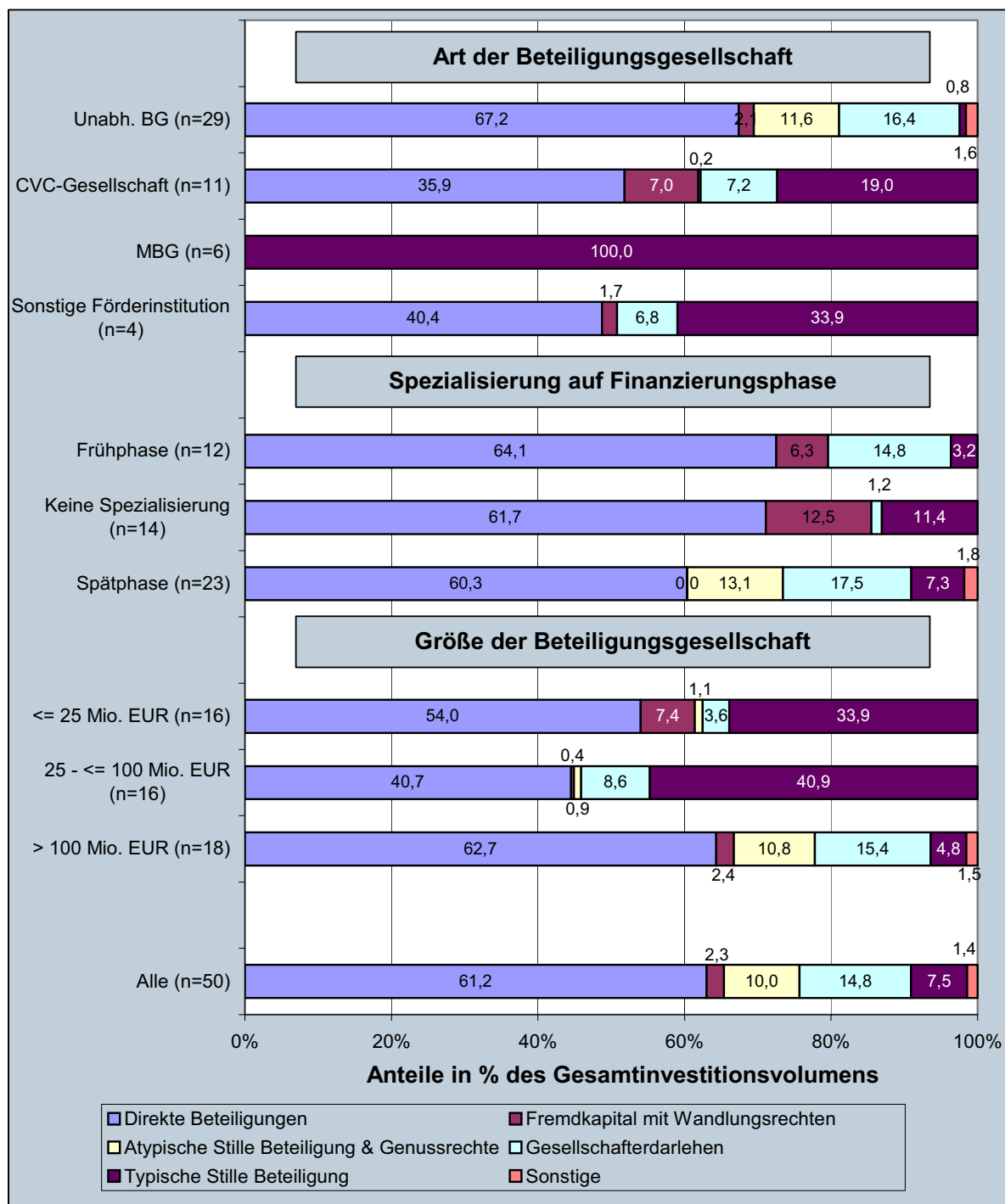
4.2 Finanzierungsformen und die Betreuung von Investments.

Abbildung 25 zeigt die Verteilung der verwendeten Finanzierungsinstrumente am Gesamtinvestitionsvolumen. Erwartungsgemäß kommt direkten – bzw. offenen – Beteiligungen die größte Bedeutung unter den Finanzierungsinstrumenten zu. So machen direkte Beteiligungen über 60% des zur Verfügung gestellten Kapitals aus. Typische stille Beteiligungen spielen mit knapp 8% des Investitionsvolumens nur noch eine untergeordnete Rolle.

Die Arten von Beteiligungsgesellschaften unterscheiden sich stark in der Verwendung der Finanzierungsinstrumente. Unabhängige Beteiligungsgesellschaften, die „sonstigen Förderinstitutionen“ sowie Frühphasenfinanzierer gehen überdurchschnittlich häufig direkte Beteiligungen ein. Auch werden von diesen Beteiligungsgebern Gesellschafterdarlehen öfter als von anderen Gesellschaften als Finanzierungsinstrument verwendet. MBGen finanzieren dagegen ausschließlich über typische stille Beteiligungen.

Zwischen den verschiedenen Finanzierungsphasenschwerpunkten gibt es überraschenderweise nur geringe Unterschiede hinsichtlich der eingesetzten Finanzierungsinstrumente. Es zeigt sich jedoch, dass das von US-amerikanischen Wagniskapitalgebern häufig eingesetzte Instrument der Wandelanleihe (Fremdkapital mit Wandeloption) ausschließlich von Frühphasenspezialisten bzw. von Gesellschaften ohne Spezialisierung verwendet wird, während die mezzaninen Finanzierungsinstrumente atypische stille Beteiligungen und Genussrechte lediglich in der Spätphase zum Einsatz kommen. Angesichts der verschiedenartigen Anforderungen an die Finanzierungsinstrumente in den unterschiedlichen Finanzierungsphasen ist dies einleuchtend. Denn in der Frühphase herrscht mehr Unsicherheit, so dass in stärkerem Ausmaß auf Finanzierungsinstrumente mit optionalem Charakter zurückgegriffen wird, während sich die Spätphase eher für den Einsatz mezzaniner Finanzierungsinstrumente eignet.

Abbildung 25: Verwendete Finanzierungsinstrumente



Lesebeispiel: 61,2% des Gesamtinvestitionsvolumens stellten die befragten Beteiligungsgesellschaft in den Jahren 2002 bis 2004 durch direkte Beteiligungen bereit.

In engem Zusammenhang mit dem verwendeten Finanzierungsinstrument steht auch die Betreuung der Engagements durch den Beteiligungsgeber. So ermöglichen gerade echte Eigenkapitalfinanzierungen weitreichende Kontroll- und Entscheidungsrechte eines Beteiligungsgebers. Da vor allem bei direkten Beteiligungen die Rendite, welche eine Beteiligungs-

gesellschaft erzielt, stark vom Erfolg des Zielunternehmens abhängig ist, geht somit insbesondere von dieser Finanzierungsform ein Anreiz auf den Beteiligungsgeber aus, aktive Managementunterstützung zu leisten. Im deutschen Beteiligungskapitalmarkt kann daher in den vergangenen 15 Jahren mit der Zunahme der direkten Beteiligungen auch ein Anstieg der Mitsprache- und Entscheidungsrechte von Beteiligungsgesellschaften beobachtet werden.⁴⁰ Der Betreuung einer Portfoliogesellschaft durch intensives Monitoring und aktive Einflussnahme auf das Management („Hands-on-Betreuung“) kommt eine wichtige Rolle in der Schaffung von Mehrwert durch Beteiligungskapitalgesellschaften zu. Sie unterscheidet Beteiligungskapital als „smart money“ – über die höhere Risikoübernahmebereitschaft und die Expertise bei der Projektauswahl hinaus – von anderen Finanzierungsformen.

Wie Abbildung 26 zeigt, betreut gut die Hälfte der Gesellschaften mehr als 50% ihrer Engagements aktiv, über ein Drittel der Gesellschaften gibt sogar an, dass sie über 75% ihrer Investments „Hands-on“ betreuen. Die Unterscheidung nach den untersuchten Gruppen von Beteiligungsgebern zeigt, dass sich die Betreuungsintensität – wie erwartet – vor allem danach unterscheidet, welche Finanzierungsphasen schwerpunktmäßig von den Gesellschaften bedient werden. So betreuen von den Frühphasenfinanzierern knapp drei Viertel der Gesellschaften auch mehr als 75% ihrer Beteiligungen aktiv, während dieser Anteil bei den Spätphasenfinanzierern bei nur knapp über einem Sechstel der Gesellschaften liegt. Dieser Befund ist wenig überraschend, da gerade in der Frühphase eine aktive Managementunterstützung durch Hands-on-Betreuung als Mehrwert schaffend angesehen wird, während die Bedeutung des „smart money“ bei Spätphasenfinanzierungen abnimmt, da eine aktive Managementeinflussnahme bei etablierten Unternehmen bisweilen sogar negativ wirken kann, wenn zu stark in gewachsene und intakte Managementstrukturen eingegriffen wird.

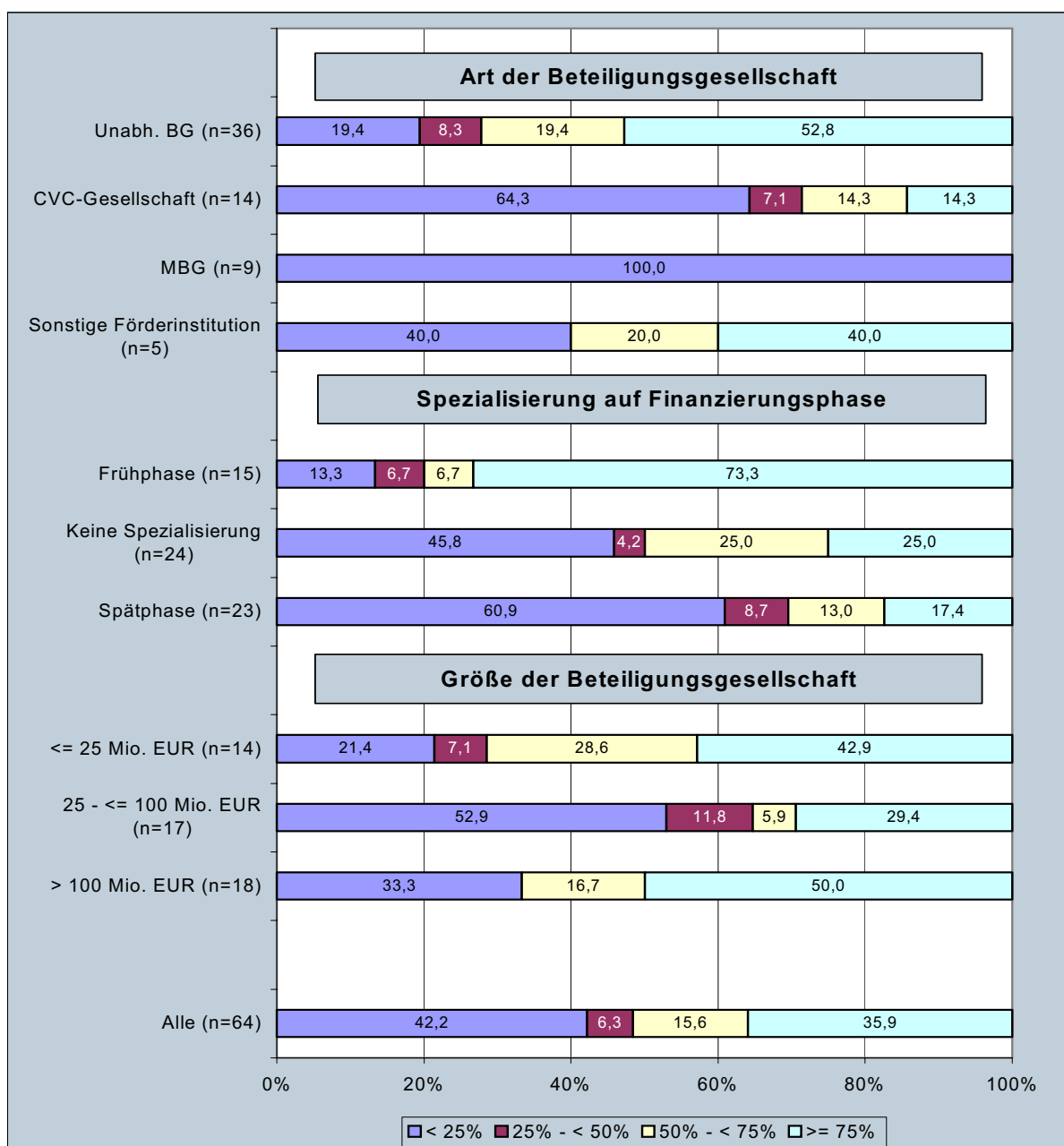
Im Vergleich zur Vorstudie deuten sich in beiden Gruppen unterschiedliche Entwicklungen bezüglich der Betreuungsintensität an.⁴¹ So hat bei den Frühphasenfinanzierern der Anteil der Gesellschaften, die ihre Unternehmen Hands-on betreuen, ausgehend von einem bereits hohen Niveau, noch weiter zugenommen, während bei den Spätphasenfinanzierern dieser Anteil eher abnimmt. Zwar ist aufgrund der veränderten Fragestellung nicht mit letzter Sicherheit zu entscheiden, ob diese Beobachtung auf die Veränderungen im Fragebogen zurückgeführt werden kann oder Ausdruck eines veränderten Verhaltens der Gesellschaften

⁴⁰ Vgl. V. Zimmermann, C. Bienz und J. Hirsch (2005), S. 71ff.

⁴¹ Anders als in der Vorgängerstudie – in der gefragt wurde, ob die Gesellschaften bei den meisten Unternehmen aktiv Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen – wurden in der vorliegenden Studie die Gesellschaften nach dem Prozentsatz ihrer Investments gefragt, bei denen sie aktiv Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen. Um beide Studien vergleichen zu können, wurde die Antwort im Sinne der Frage der Vorgängerstudie als „ja“ gewertet, wenn dieser Anteil über 50% lag. Sieben Gesellschaften gaben exakt 50% an und wurden der Kategorie „nein“ zugeordnet.

ist. Nichtsdestotrotz lässt sich die unterschiedliche Entwicklung des Anteils Hands-on betreuer Portfoliounternehmen in beiden Gruppen als Ausdruck der zunehmenden Spezialisierung der Beteiligungsgesellschaften interpretieren: Wie in Abschnitt 4.1 dargestellt wurde, konzentrieren sich die Frühphasenfinanzierer gegenüber der Vorerhebung stärker auf Frühphaseninvestments, während für die Spätphasenfinanzierer das gleiche für Spätphaseninvestments gilt, so dass die Entwicklung bei der Betreuungsintensität in beiden Gruppen die Veränderungen im Investitionsverhalten der beiden Gruppen widerspiegelt.

Abbildung 26: Anteil der Beteiligunggeber mit Hands-on-Betreuung



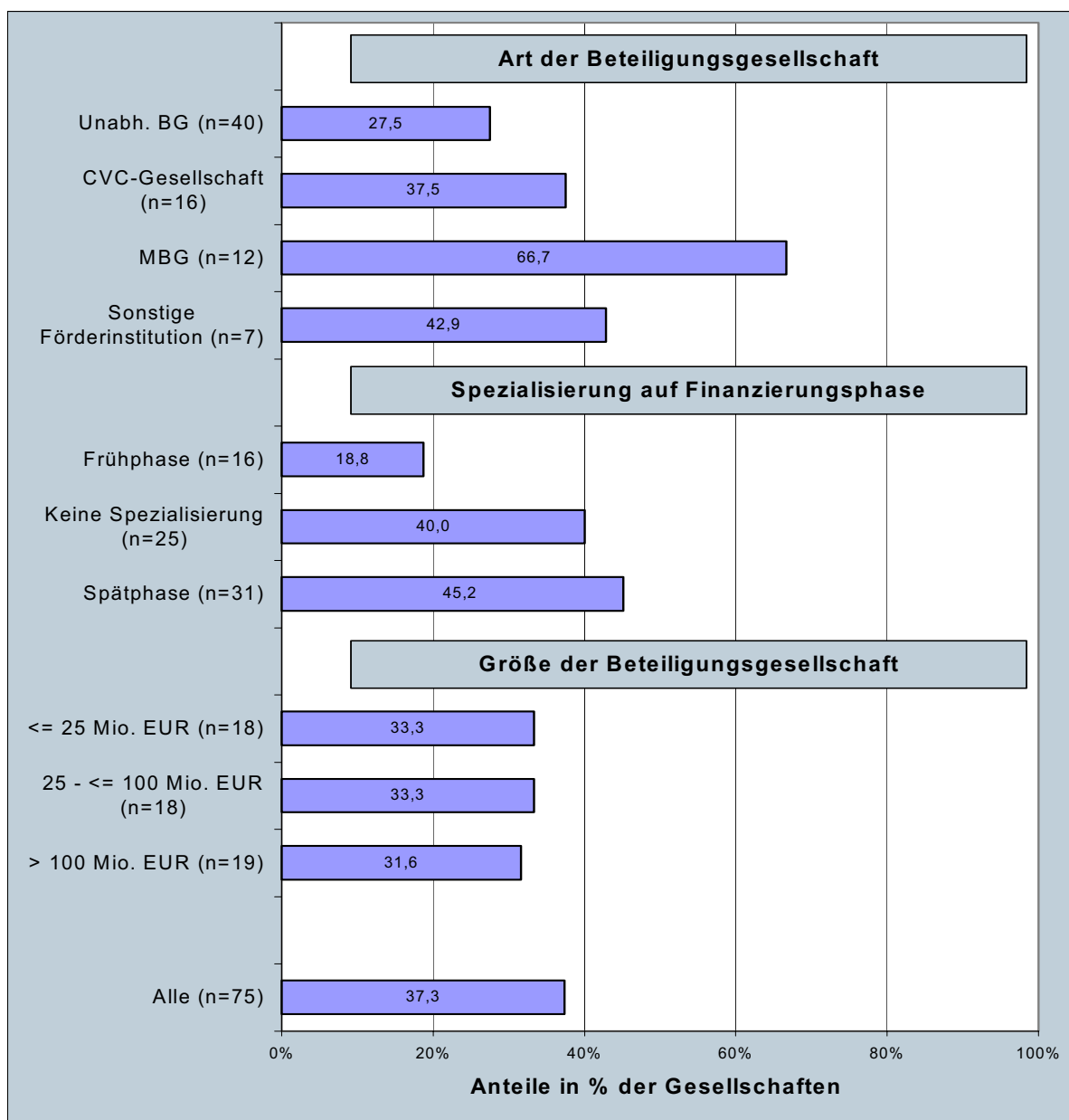
Lesebeispiel: 42,2% der Beteiligungsgesellschaften betreuen weniger als 25% ihrer Beteiligungen "Hands-on".

Eine weitere – in anderen Finanzdienstleistungsbereichen intensiv genutzte – Möglichkeit, die Kosten der Überwachung sowie der Auswahl von Deals zu senken, bieten Ratingverfahren. Solche Verfahren werden von etwas mehr als einem Drittel der befragten Beteiligungsgesellschaften verwendet (siehe Abbildung 27). Ihre Nutzung hat sich damit im Vergleich zur Vorgängerstudie nur geringfügig verändert.

Bei der Betrachtung einzelner Beteiligungsgebergruppen ist die hohe Verbreitung von Ratingverfahren bei den MBGen auffällig. So nutzen acht der zwölf MBGen Ratingverfahren. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass sich in dem von den MBGen bedienten Marktsegment der kleinteiligen Spätphaseninvestments ein standardisiertes Instrument sehr gut einsetzen lässt, da die Zielunternehmen der MBGen zwar ein für Beteiligungsfinanzierungen niedriges Wachstumspotential aber auch ein vergleichsweise niedriges Risiko aufweisen.

In der Frühphase dagegen spielen Ratingverfahren mit knapp einem Fünftel der befragten Beteiligungsgesellschaften erwartungsgemäß eine deutlich geringere Rolle als in der Spätphase mit 45% der Gesellschaften. Bezüglich der Nutzung von Ratinginstrumenten durch diese Gruppen zeigen sich deutliche Verschiebungen gegenüber der Vorgängerstudie. So hat sich der Anteil der Ratinganwender bei den Frühphasengesellschaften beinahe halbiert, während er unter den Spätphasenfinanzierern deutlich gestiegen ist (Vorerhebung: 28%). Diese Veränderungen dürften einen Lernprozess bei den entsprechenden Beteiligungsgesellschaften widerspiegeln: Wie in Abschnitt 3.4 gezeigt wurde, liegen gerade für die Beteiligungswürdigkeitsprüfung im Frühphasensegment häufig überwiegend nur „weiche“ Informationen vor. Aussagekräftige quantitative Angaben – deren Verarbeitung eine Stärke von Ratingverfahren ist – sind dagegen kaum verfügbar, so dass Ratingverfahren in der Frühphase kaum Anhaltspunkte für eine Entscheidung liefern können. Auch ist ein Einsatz von Ratingverfahren nur dann sinnvoll, wenn ein Ratingsystem anhand einer ausreichend großen Anzahl vergleichbarer Unternehmen spezifiziert werden kann. Dies ist jedoch tendenziell eher im Segment der reiferen Unternehmen und damit in der Spätphase möglich.

Hinsichtlich der Größe der Gesellschaften lässt sich feststellen, dass die kleinsten Gesellschaften mindestens genauso häufig Ratingverfahren anwenden wie größere Gesellschaften. Dies ist verwunderlich, da in dieser Gruppe keine MBGen enthalten sind, die Anzahl der Portfoliounternehmen gering ist und der Anteil der Frühphasengesellschaften in dieser Gruppe hoch ist. Der Einsatz von Ratingverfahren bietet sich somit für diese Gruppe kaum an. Eine mögliche Erklärung hierfür könnte sein, dass gerade diese Gesellschaften aufgrund ihrer ungünstigen Betreuungsrelation (siehe Abschnitt 2.3) verstärkt Ratinginstrumente einsetzen, um ihren hohen Kostendruck zu verringern.

Abbildung 27: Anteile der Gesellschaften, die ein Ratingverfahren verwenden

Lesebeispiel: 45,2% der Spätphasenspezialisten verwenden ein Ratingverfahren für die Auswahl oder Überwachung ihrer Deals.

4.3 Syndizierungen.

Ein weiteres Charakteristikum der Beteiligungsfinanzierung, welches in den vergangenen Jahren auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt stark an Bedeutung gewann, ist die Syndizierung von Finanzierungen.⁴² Eine Syndizierung liegt vor, wenn sich mehrere Beteiligungsgeber gemeinsam an einem Unternehmen beteiligen. Auf diese Weise sollen das

⁴² Vgl. V. Zimmermann, C. Bienz und J. Hirsch (2005), S. 79ff.

komplementäre Know-how und die Netzwerke mehrerer Beteiligungsgeber gebündelt werden, um eine bessere Dealselektion sicherzustellen sowie durch gemeinsame Betreuung der Portfoliounternehmen eine höhere Wertsteigerung bei diesen zu erzielen.⁴³ Ein weiterer Grund für Syndizierungen ist die Diversifizierung aus finanzwirtschaftlichen Gründen. So ermöglicht die Syndizierung, aufgrund eines geringeren Finanzierungsvolumens des einzelnen Investors, bei gegebenem Fondsvolumen eine Beteiligung an einer größeren Anzahl an Unternehmen. Durch den höheren Diversifizierungsgrad wird das Portfoliorisiko reduziert.⁴⁴

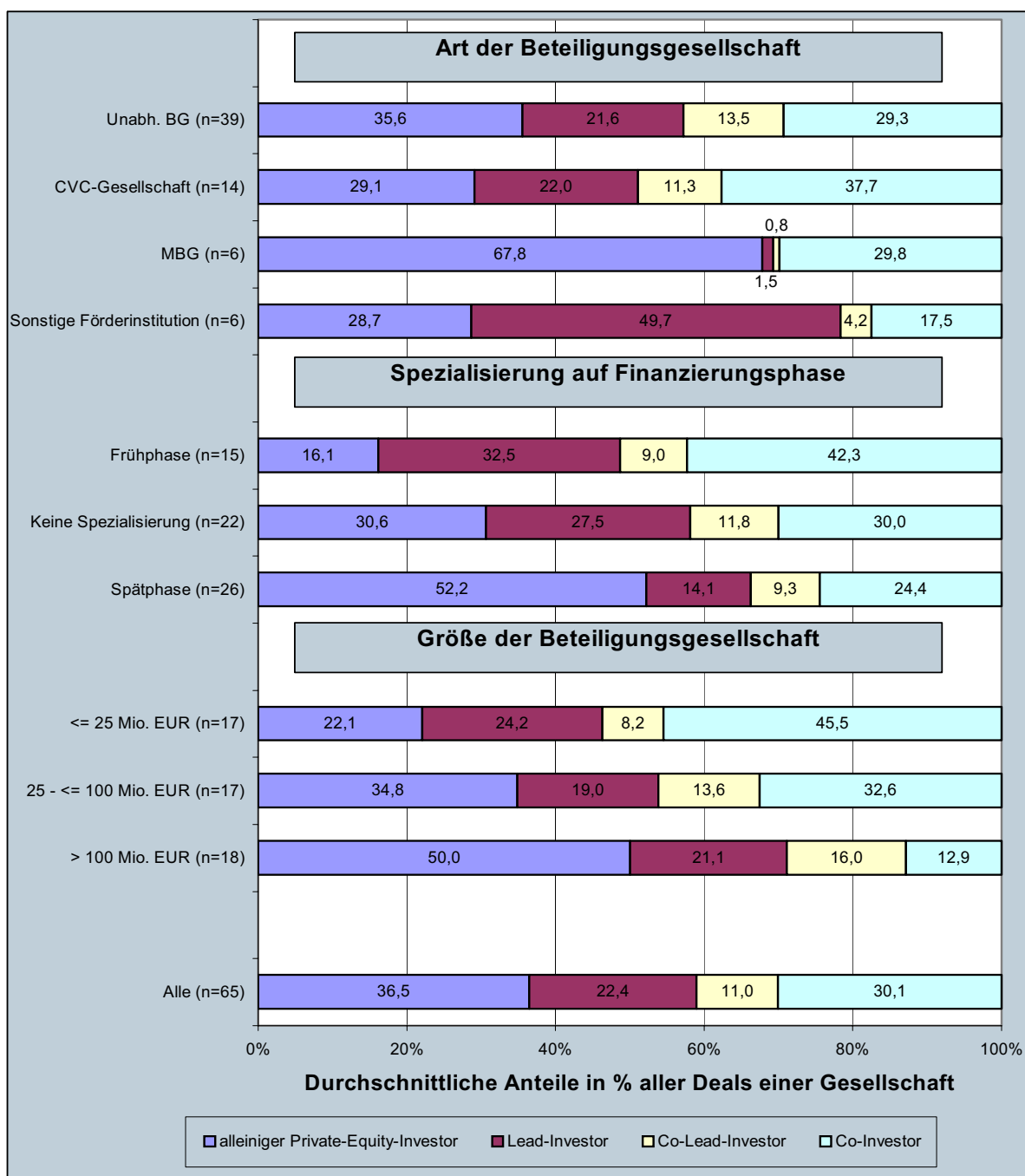
Wie Abbildung 28 zeigt, geben die Beteiligungsgesellschaften hinsichtlich des Syndizierungsgrades an, dass durchschnittlich knapp zwei Drittel der Investments einer Gesellschaft gemeinsam mit anderen Investoren durchgeführt werden. Insbesondere Frühphasengesellschaften syndizieren mit 84% der Deals sehr häufig, während unter den Spätphasenfinanzierern der Anteil der syndizierten Investments im Durchschnitt über die Gesellschaften weniger als die Hälfte der Engagements beträgt. Da – wie die vorangegangenen Abschnitte gezeigt haben – die aktive Unterstützung mit Know-how durch den Beteiligungsgeber aufgrund des hohen Scheiterrisikos gerade in der Frühphase von den Beteiligungsgebern als besonders wichtig erachtet wird, deutet der hohe Grad an Syndizierungen in der Frühphase auf die Richtigkeit dieses Arguments hin. Es ist jedoch auch zu berücksichtigen, dass die Frühphasengesellschaften im deutschen Markt häufig kleine Gesellschaften sind. So verfügt über die Hälfte der befragten Frühphasenfinanzierer über ein Fondsvolumen von weniger als 25 Mio. Euro (siehe Tabelle 4 im Anhang), so dass gerade für diese Gesellschaften ein höherer Diversifizierungsgrad ein wichtiges Motiv für eine Syndizierung sein dürfte. Darauf deutet auch hin, dass es Frühphasengesellschaften – wie in Abschnitt 2.2 gezeigt – bislang nicht gelingt, einen der Spätphase vergleichbaren Diversifizierungsgrad zu erreichen.⁴⁵

⁴³ Bei diesen komplementären Ressourcen kann es sich (in der Pre-Investment-Phase) um unterschiedliche Beteiligungswürdigkeitsprüfungen der Syndizierungspartner handeln, die zusammen zu einer besseren Auswahl von Deals führen als eine Einzelentscheidung. Zu dieser sog. (Deal-)Selektionshypothese siehe J. Lerner (1994). Komplementäre Ressourcen können aber auch nach erfolgter Investition eine Rolle spielen, wenn die Syndizierungspartner komplementäre Erfahrungen und Fähigkeiten in der Betreuung ihrer Portfoliounternehmen aufweisen. Zu dieser sog. Value-Added-Hypothese siehe J.A. Brander et al. (2002).

⁴⁴ Zu syndizierten Venture-Capital-Finanzierungen siehe beispielsweise E. Nathusius (2005).

⁴⁵ Das Ergebnis aus Abschnitt 3.4, dass in der Frühphase viermal so viele Deals nach erfolgreicher Due-Diligence scheitern wie in der Spätphase (siehe Abbildung 17) könnte ein Hinweis dafür sein, dass es weniger die Nutzung komplementärer Ressourcen als vielmehr der Versuch einen höheren Diversifizierungsgrad zu erreichen ist, welcher ursächlich für den höheren Syndizierungsgrad in der Frühphase ist.

Abbildung 28: Anteile der Deals mit einem und mehreren Investoren



Lesebeispiel: Im Durchschnitt war eine Beteiligungsgesellschaft zum Zeitpunkt der Umfrage bei 36,5% ihrer Beteiligungen alleiniger Investor.

4.4 Exits und Ausfälle.

Ein wichtiges Merkmal einer Beteiligungsfinanzierung ist es, dass das Engagement eines Beteiligungsgebers zeitlich begrenzt ist. Da die Rendite eines Beteiligungsgebers bei einer Vielzahl der Engagements im Wesentlichen vom Erlös bei Beendigung des Engagements bestimmt ist, kommt dem Exit eine zentrale Bedeutung im Investitionszyklus zu.

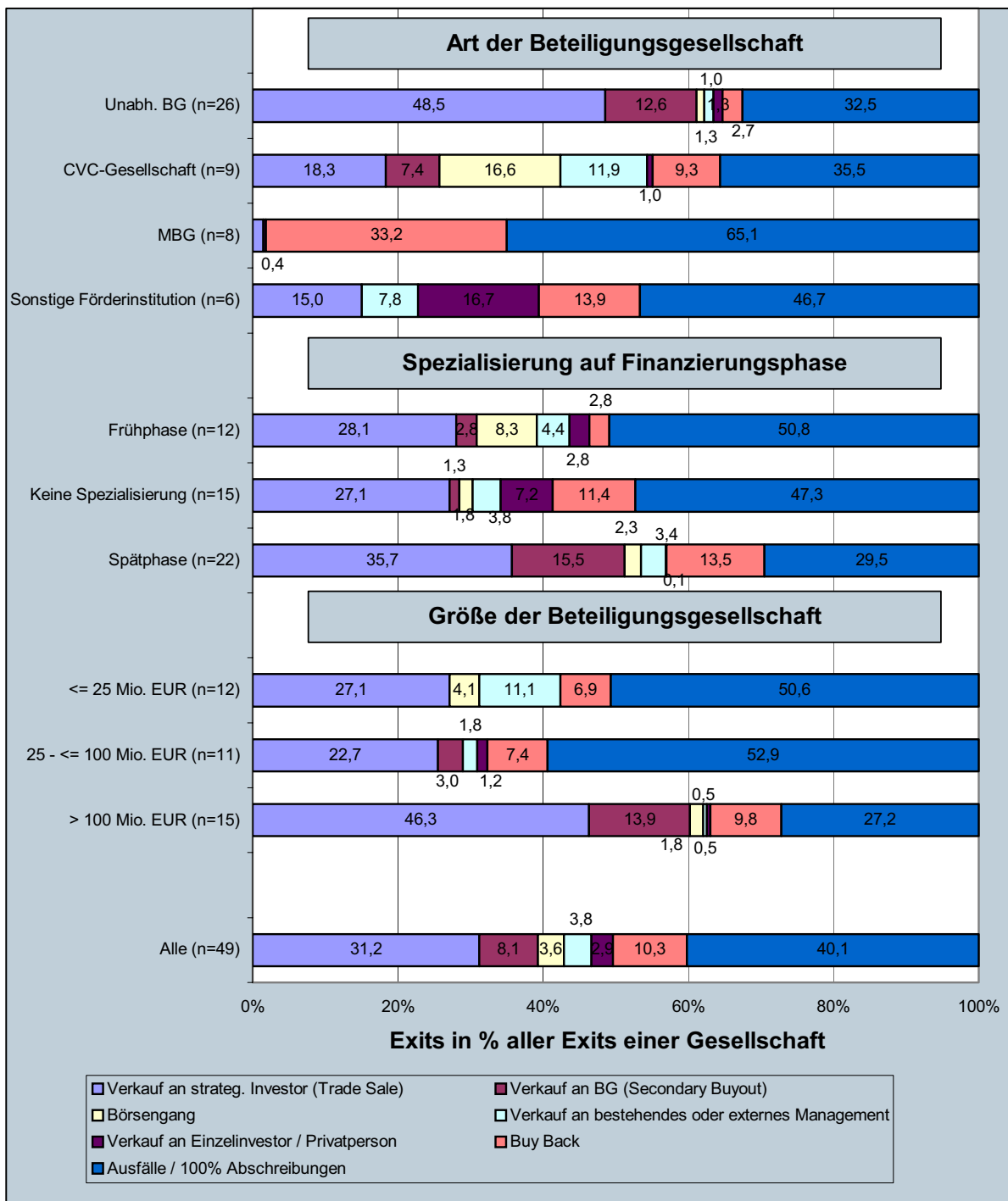
Wie Abbildung 29 zeigt, wurden im Jahr 2004 mit 40% im Durchschnitt über die Gesellschaften die meisten Engagements durch den Ausfall bzw. die Abschreibung des Investments beendet. Bei den erfolgreichen Exits kommt dem Verkauf an strategische Investoren (sog. Trade Sale) mit knapp einem Viertel der Exits einer Gesellschaft (inklusive den Ausfällen) die wichtigste Bedeutung zu. Im Vergleich zu den ersten beiden genannten Kategorien spielt der Verkauf an einen anderen Beteiligungsgeber (sog. Secondary) mit rund 10% eine deutlich geringere Rolle.⁴⁶

Wichtigster Exitkanal für unabhängige Beteiligungsgesellschaften waren im Jahr 2004 Trade Sales mit knapp der Hälfte der Exits einer Gesellschaft. Bezogen auf die Anzahl der Exits hatten diese Gesellschaften mit rund einem Drittel den niedrigsten Anteil an Ausfällen zu verzeichnen. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass sich hinter diesem Anteil bezogen auf die Anzahl der Exits zum Teil sehr hohe Ausfallquoten – gemessen als ausgefallenes Investmentvolumen bezogen auf die Fondsgröße einer Gesellschaft – verbergen können (siehe Abbildung 30). Drittwichtigster Exitkanal für unabhängige Beteiligungsgesellschaften waren Secondaries. Vergleicht man die Bedeutung der Exitkanäle der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften mit jenen der MBGen, zeigt sich auch hier das unterschiedliche Geschäftsmodell beider Beteiligungsgebertypen. So zielt ein Engagement einer MBG nicht auf den Verkauf des Investments an einen anderen Investor ab, sondern auf die Ablösung der Beteiligung durch das Portfoliunternehmen. Die gescheiterten Investments nicht mitgerechnet, machen diese Rückkäufe (Buy Backs) nahezu alle Exits bei den MBGen aus.

Wie zu erwarten, machen die Ausfälle bei Frühphasenfinanzierern einen deutlich höheren Anteil bei den Exits aus als bei den Spätphasengesellschaften. Größere Unterschiede zwischen den beiden Typen von Beteiligungsgesellschaften zeigen sich auch bei den erfolgreichen Exits. Die Beteiligungen von Frühphasengesellschaften werden – bezogen auf die Anzahl der erfolgreichen Exits – häufiger an strategische Investoren verkauft. Auch spielen Börsengänge beinahe ausschließlich bei Frühphaseninvestments eine nennenswerte Rolle. Buy Backs dagegen sind in diesem Marktsegment kaum von Bedeutung. Im Spätphasensegment sind hingegen Secondaries sowie Buy Backs von größerer Wichtigkeit, Börsengänge hingegen kommen kaum vor. Der Verkauf an strategische Investoren ist zwar auch in der Spätphase der wichtigste Exitkanal, im Vergleich zum Frühphasensegment nimmt er – bezogen auf die erfolgreichen Exits einer Gesellschaft – jedoch einen geringeren Anteil ein.

⁴⁶ Die Daten wurden nicht auf Dealbasis erhoben, so dass Doppelzählungen möglich sind, wenn es mehr als einen Investor gab.

Abbildung 29: Anteile der Exitkanäle an der Anzahl der Exits einer Gesellschaft 2004

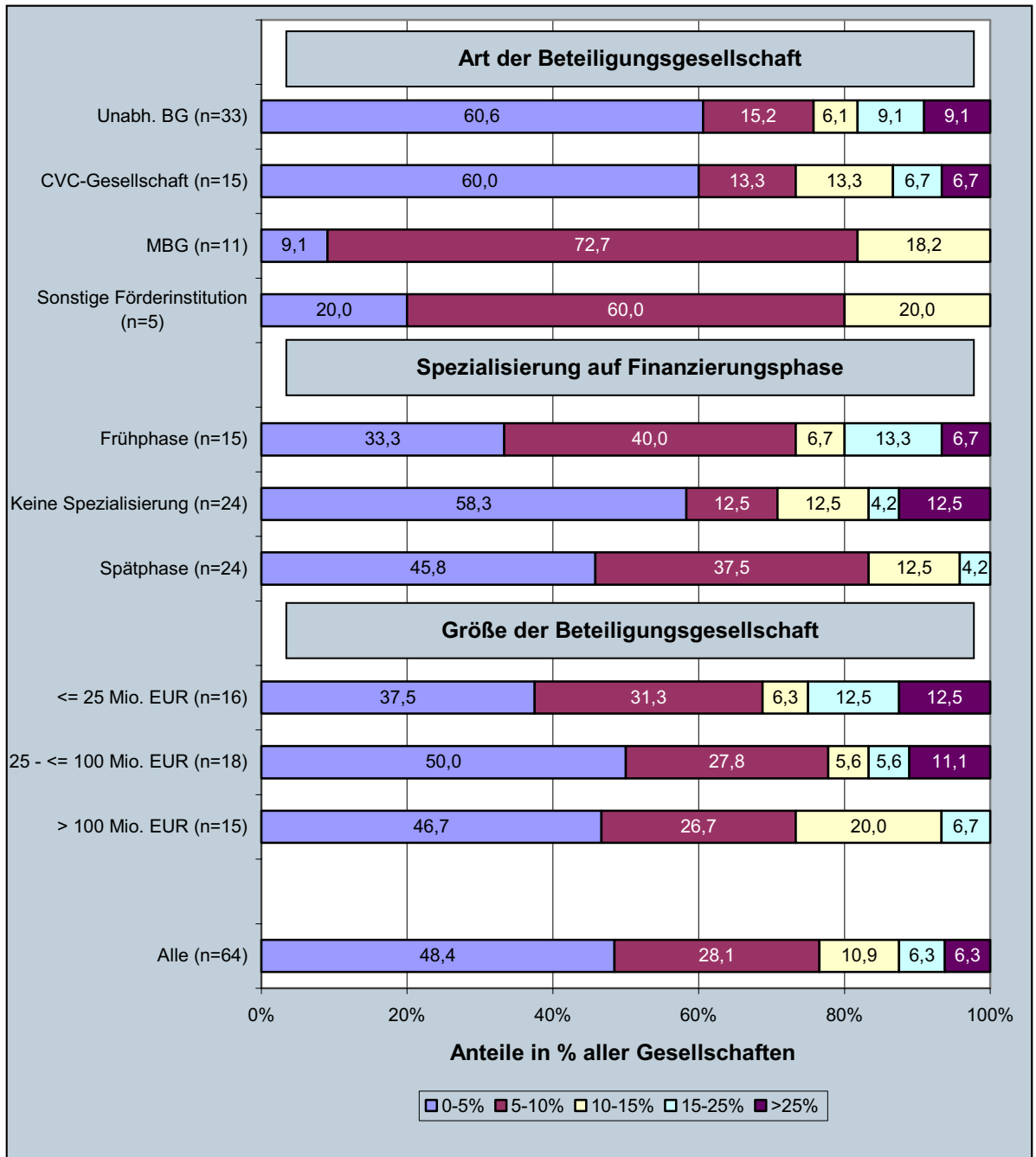


Lesebeispiel: 32,1% aller Exits einer Beteiligungsgesellschaft waren im Jahr 2004 Verkäufe an strategische Investoren (Trade Sales).

Wie eben gezeigt wurde, waren Ausfälle der häufigste Exitkanal für die Beteiligungsgesellschaften im Jahr 2004. Daher soll im Folgenden auf die Verteilung der Ausfälle detaillierter eingegangen werden. Im Jahr 2004 verzeichnete nahezu die Hälfte der Gesellschaften Ausfallquoten von unter 5% des Volumens ihres Portfolios (siehe Abbildung 30). Der Anteil der Unternehmen, die eine Ausfallquote von über 10% aufweisen, betrug im Jahr 2004

knapp ein Viertel. Damit zeichnet sich im Vergleich zur Vorgängerstudie, in welcher die Ausfälle des Jahres 2001 untersucht wurden, ein deutlicher Rückgang der Ausfälle ab.

Abbildung 30: Ausfallquoten 2004 bezogen auf das Portfoliovolumen



Lesebeispiel: 48,4% der Gesellschaften geben an, dass die Ausfallrate bezogen auf das Volumen in 2004 zwischen null und fünf Prozent lag.

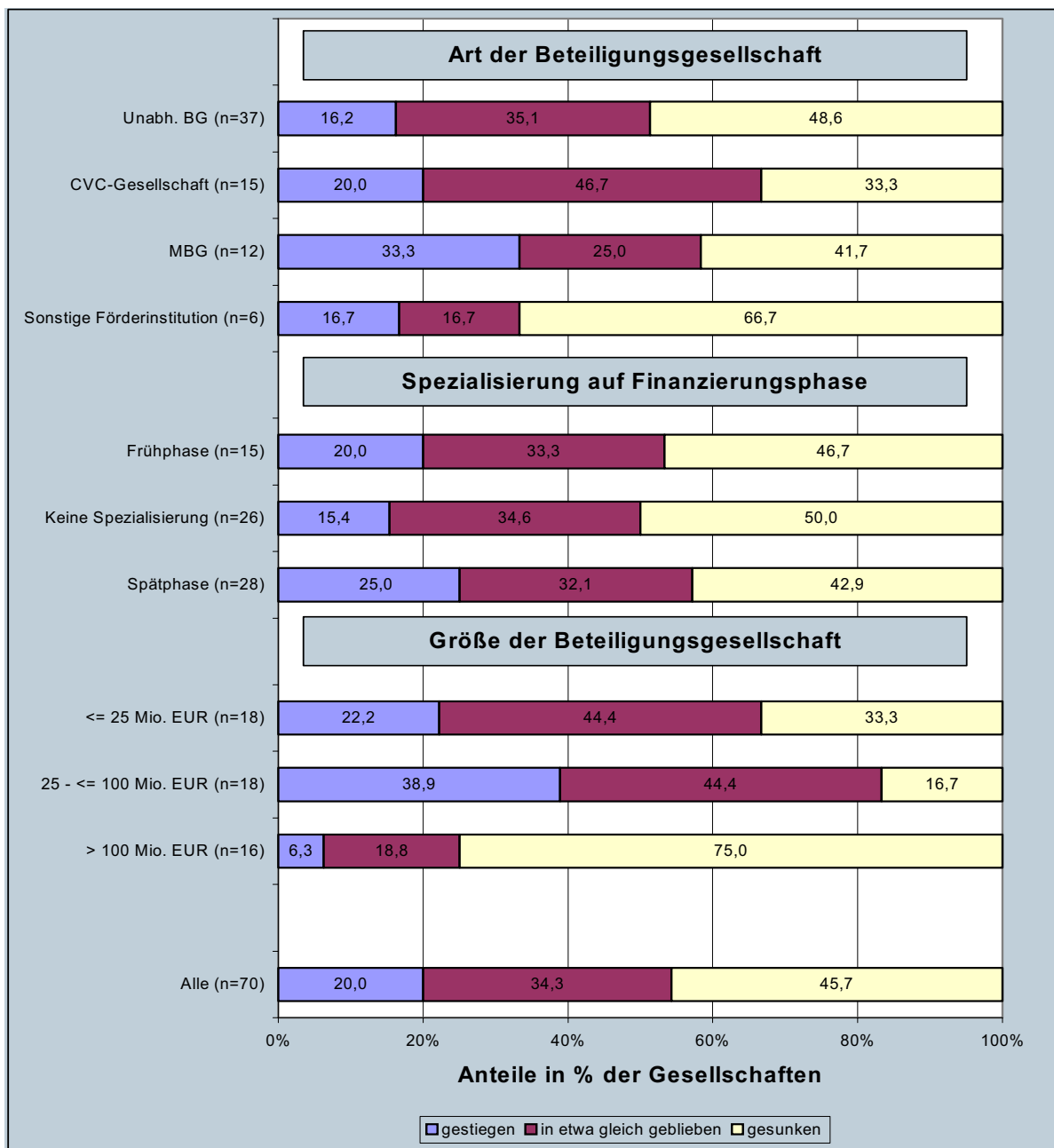
Die Betrachtung nach den einzelnen Beteiligungsgebergruppen zeigt starke Unterschiede in der Verteilung der Ausfälle unter den Gesellschaften. So weisen die renditeorientierten

Gesellschaften eine stärkere Streuung der Ausfallquoten und damit zum Teil auch deutlich höhere Ausfallquoten auf als die förderorientierten Gesellschaften. Auch dies kann als Anzeichen für die Marktsegmentierung zwischen beiden Gruppen von Beteiligungsgebern betrachtet werden. So konzentrieren sich große Teile der renditeorientierten Gesellschaften auf ein Segment, welches durch hohe Risiken, aber auch ein hohes Wachstumspotenzial geprägt ist. Die vergleichsweise hohen Ausfallquoten versuchen sie zum einen – wie in Abschnitt 4.2 gezeigt – durch eine aktive Betreuung ihrer Engagements zu verringern. Zum anderen sollen dennoch auftretende Ausfälle durch die vergleichsweise hohen Renditen der erfolgreichen Investments überkompensiert werden (siehe Abschnitt 3.7 für die Renditeforderungen der Beteiligungsgesellschaften). Die förderorientierten Beteiligungsgesellschaften und darunter insbesondere die MBGen bedienen dagegen ein Marktsegment mit einem vergleichsweise geringen Risiko. Daher können sie auf eine aufwändige Betreuung ihrer Engagements verzichten und Finanzierungsformen mit – für den Beteiligungskapitalmarkt – niedrigen Renditeforderungen anbieten.

Hohe Ausfallquoten sind insbesondere bei den Frühphasenfinanzierern zu beobachten, worin sich das hohe Risiko des Frühphasengeschäfts widerspiegelt. Im Vergleich zur Voruntersuchung sind die Ausfallquoten jedoch auch in diesem Marktsegment deutlich zurückgegangen. So ist der Anteil der Gesellschaften mit Ausfällen von unter 10% des Portfoliovolumens gegenüber der Vorgängerstudie von 45% auf 73% gestiegen, während der Anteil der Gesellschaften mit höheren Ausfallquoten deutlich gesunken ist. Dies ist ein weiteres Indiz für eine kräftige Marktberreinigung in der Frühphase. So kann angenommen werden, dass einiger der Gesellschaften mit hohen Ausfallquoten aus dem Markt ausgeschieden sind und die anderen Gesellschaften ihre Portfolios zwischenzeitlich bereinigt haben.

Zwischen der Fondsgröße und der Verteilung der Ausfallquoten ist ebenfalls ein Zusammenhang zu erkennen. So musste ein Viertel der kleinsten Gesellschaften Ausfallquoten von über 15% verkraften, während von den größten Gesellschaften nur knapp 7% solche hohen Ausfallquoten aufwiesen. Hier zeigt sich, dass größere Gesellschaften ihre Risiken besser diversifizieren können. Auch spielt dabei eine Rolle, dass diese Gesellschaften häufig auf Spätphasenfinanzierungen spezialisiert sind.

Die Gesellschaften wurden zum Thema Ausfälle auch gefragt, wie sich die Ausfallquote im Jahr 2004 im Vergleich zur Ausfallquote im Jahr 2003 entwickelt hat (siehe Abbildung 31). Wie das leichte Anziehen des Marktes im Jahr 2004 vermuten lässt, ist die Ausfallquote zwischen 2003 und 2004 bei über 45% der Gesellschaften zurückgegangen, während sie nur bei 20% stieg. Besonders häufig sind die Ausfallquoten bei sonstigen Förderinstitutionen und den größten Beteiligungsgesellschaften zurückgegangen.

Abbildung 31: Veränderung der Ausfallrate im Jahr 2004 im Vergleich zu 2003

Lesebeispiel: 20% der Gesellschaften geben an, dass ihre Ausfallrate im Jahr 2004 im Vergleich zum Jahr 2003 gestiegen ist.

4.5 Veränderungen in den Investmentstrategien.

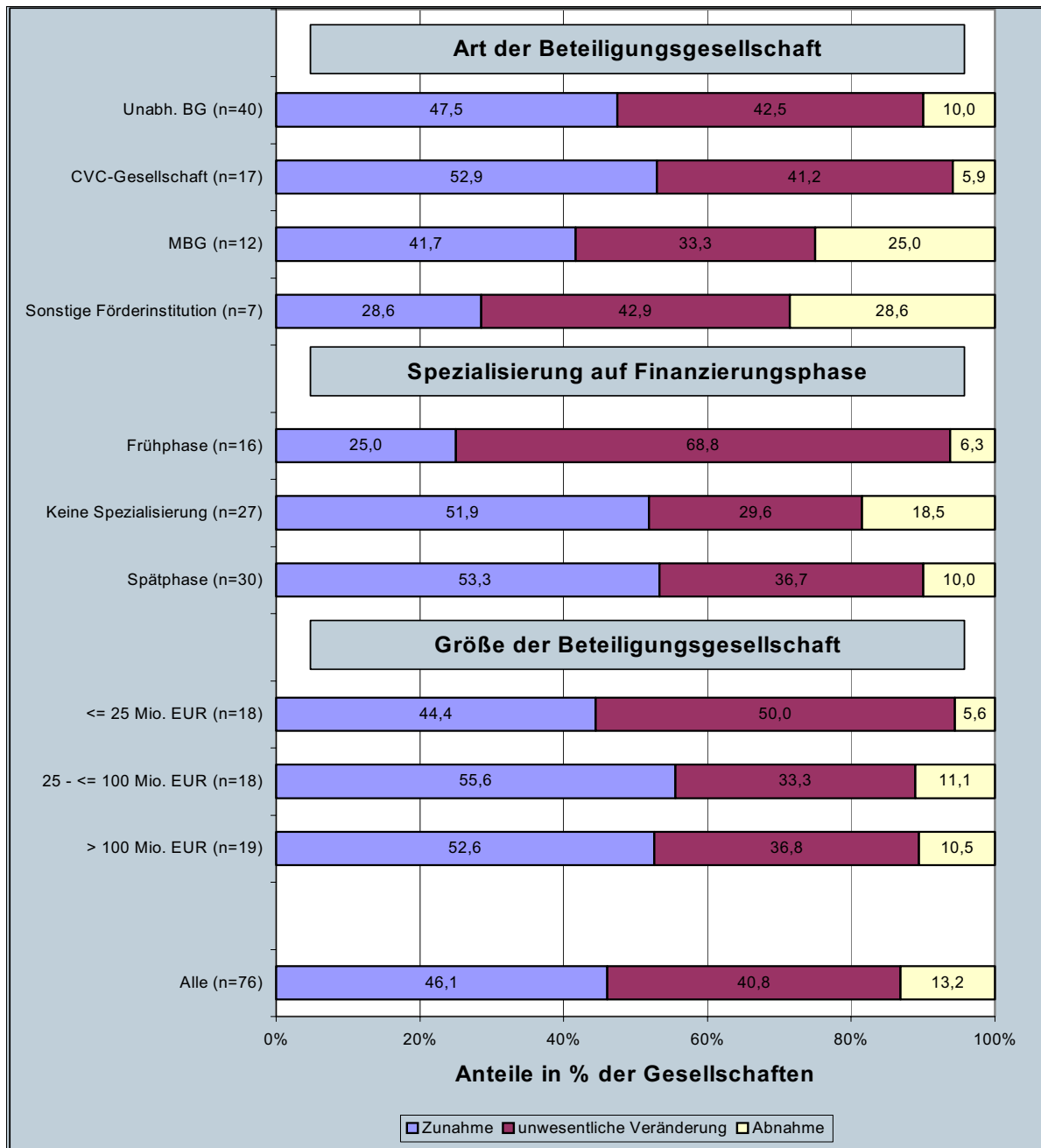
Abschließend zum Kapitel über die Investitionstätigkeit wird im Folgenden untersucht, ob die Beteiligungsgesellschaften in den Jahren 2002 bis 2004 nach eigener Einschätzung ihre Investmentstrategien bezüglich der Dealgröße sowie bezüglich einer stärkeren Spezialisierung oder Diversifizierung verändert haben.

Nach der Entwicklung der durchschnittlichen Einzelinvestmentgröße gefragt, geben die Beteiligungsgesellschaften per Saldo an, dass diese in den letzten drei Jahren zugenommen hat (siehe Abbildung 32). Dieser Befund gilt für alle Größenklassen, Phasen und Gesellschaftstypen mit Ausnahme der sonstigen Förderinstitutionen. Damit scheint sich der Trend hin zu größeren Einzelinvestments, wie er sich schon in der Vorgängerstudie angedeutet hat, im Jahr 2002 auf niedrigerem Niveau fortzusetzen.⁴⁷ Insgesamt gibt knapp die Hälfte der Gesellschaften an, dass sich ihre durchschnittliche Investitionssumme erhöht hat, während nur 13% der Beteiligungsgesellschaften von einer Abnahme der durchschnittlichen Dealgröße berichten. Auch hier zeigen sich deutliche Unterschiede für die einzelnen Beteiligungsgebergruppen.

Während bei den renditeorientierten Gesellschaften der Trend zu größeren Investments sehr deutlich ausfällt, stehen bei den MBGen den fünf Gesellschaften, die steigende Dealgrößen melden, immerhin drei Gesellschaften gegenüber, deren Investmentsummen im Beobachtungszeitraum im Durchschnitt gesunken sind. Insgesamt bedienen die MBGen diesen somit weiterhin das Marktsegment der kleinteiligen Investments, wie schon Abschnitt 4.1 (siehe Abbildung 22) gezeigt hat. Bei den „sonstigen Förderinstitutionen“ blieb die durchschnittliche Einzelinvestmenthöhe sogar per Saldo unverändert. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass sich die sonstigen Förderinstitutionen in den letzten drei Jahren verstärkt auf die Frühphase konzentriert haben (siehe Abbildung 23) und die durchschnittlichen Investitionssummen in diesem Marktsegment niedriger ausfallen.

Auffällig ist, dass die Tendenz zu größeren Deals bei den Spätphasenfinanzierern stärker ist als in der Frühphase. Dies deutet darauf hin, dass nicht nur Umschichtungen zwischen den einzelnen Investitionsphasen – von der Früh- zur Spätphase – stattgefunden haben, sondern darüber hinaus innerhalb der Spätphase eine Verschiebung der Investitionstätigkeit hin zu größeren Transaktionen stattfindet. Nutznießer dieser Veränderung dürften tendenziell größere Buy-Outs sein, während Wachstumsfinanzierungen zu den Verlierern dieser Entwicklung gehören dürften. Wie aus Abbildung 23 hervorgeht, kann im Spätphasensegment im Vergleich zur Vorerhebung auch ein Anstieg bei den Buy-Outs und eine Abnahme bei den Wachstumsfinanzierungen festgestellt werden.

⁴⁷ Siehe hierzu Abschnitt 4.1 und dort insbesondere die Ausführungen in Fußnote 34.

Abbildung 32: Veränderung der durchschnittlichen Investitionssumme zwischen 2002 und 2004 pro Beteiligung

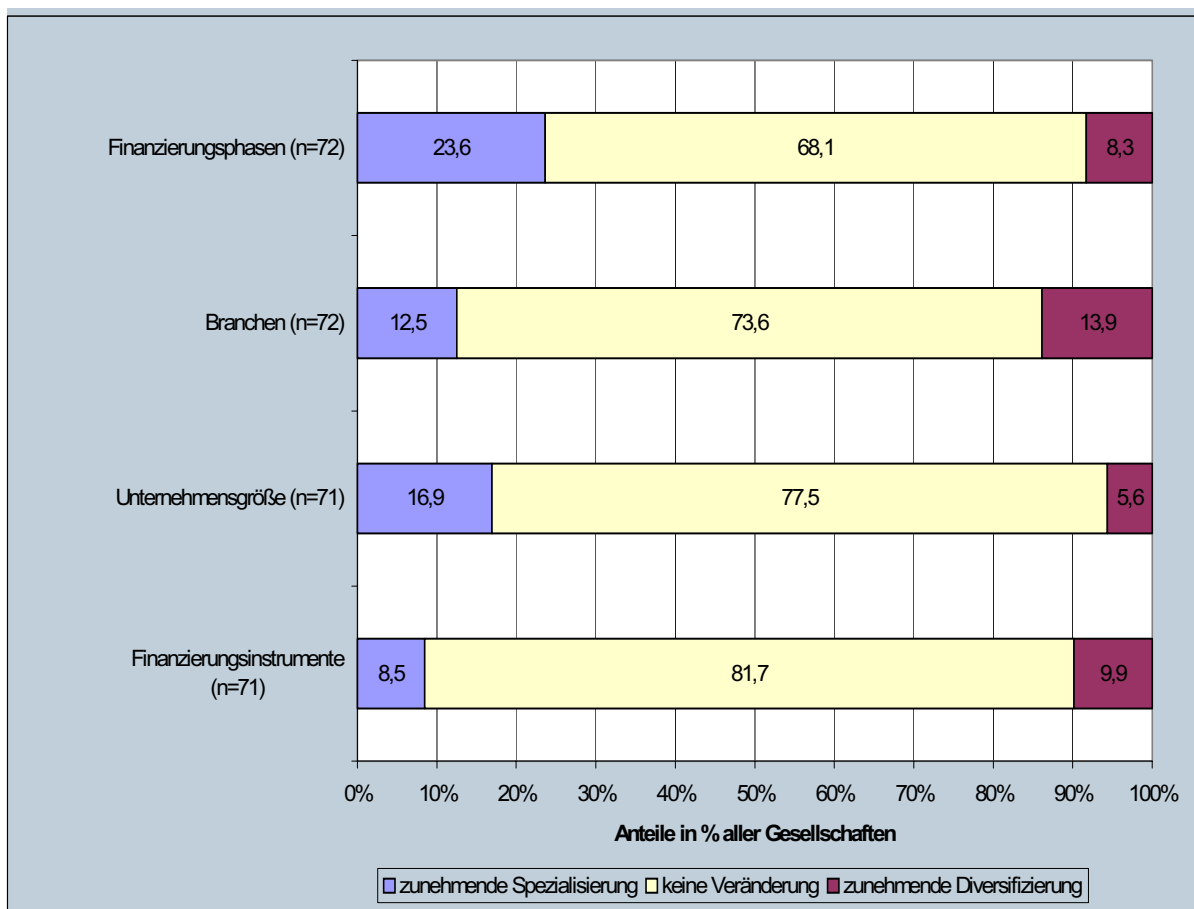
Lesebeispiel: 46,1% der Gesellschaften geben an, dass sich zwischen 2002 und 2004 die durchschnittliche Investitionssumme pro Beteiligung erhöht hat.

In einem jungen, noch wenig entwickelten Markt ist der Spezialisierungsgrad der Marktteilnehmer in der Regel noch niedrig. Mit zunehmender Marktreife setzen jedoch oftmals „Industrialisierungsprozesse“ ein, die zu einer stärkeren Spezialisierung der meisten Marktteilnehmer führen, während sich einige wenige – tendenziell größere Marktteilnehmer – als Generalisten behaupten bzw. zur Nutzung von Skalenvorteilen sogar Diversifizierungsstrategien einschlagen. Eine solche Entwicklung zeichnete sich deutlich in der Vorgängerstudie

ab. In Bezug auf Finanzierungsphasen, Branchen und Unternehmensgrößen konnte dort gezeigt werden, dass der Anteil der Gesellschaften, die sich spezialisiert haben, im Vergleich zu den Gesellschaften, die eine Diversifizierungsstrategie verfolgt haben, deutlich überwog.

Drei Jahre später gilt diese Aussage nach wie vor für die Spezialisierung der Beteiligungsgesellschaften auf bestimmte Finanzierungsphasen und Größenklassen bei den Portfoliounternehmen (siehe Abbildung 33). Allerdings geben insgesamt weniger Gesellschaften an, dass sie sich in den Jahren 2002 bis 2004 weiter spezialisiert haben, und mehr Gesellschaften, dass sie sich diversifiziert haben. Die abnehmende Dynamik in der Spezialisierungstendenz kann als Zeichen gedeutet werden, dass der deutsche Beteiligungskapitalmarkt in den letzten drei Jahren deutlich „erwachsener“ geworden ist und viele Marktteilnehmer „ihre“ Zielgruppen und Marktnischen gefunden haben und heute eher inkrementelle als drastische Strategiewechsel vornehmen.

Abbildung 33: Anteile sich im Zeitraum von 2002 bis 2004 spezialisierender und diversifizierender Beteiligungsgesellschaften



Lesebeispiel: 23,6% der Gesellschaften geben an, dass sie sich zwischen 2002 und 2004 zunehmend auf bestimmte Finanzierungsphasen spezialisiert haben.

4.6 Zwischenfazit.

Die Untersuchung der Investitionstätigkeit der Beteiligungsgesellschaften bestätigt die Veränderungen auf dem Beteiligungskapitalmarkt, wie sie sich bereits im Kapitel zur Akquisition und zur Auswahl von Deals angedeutet haben. Dabei belegen die Ergebnisse der Befragung zur Investitionstätigkeit, dass nicht nur starke Umschichtungen zwischen den einzelnen Investitionsphasen – von der Früh- zur Spätphase – stattgefunden haben, sondern darüber hinaus innerhalb der Spätphase eine Verschiebung der Investitionstätigkeit hin zu größeren Transaktionen stattfindet.

Ebenfalls zeigt sich ein Trend zu einer stärkeren Spezialisierung der meisten Marktteilnehmer auf bestimmte Finanzierungsphasen und Größenklassen bei den Portfoliounternehmen sowie auf ihr eigentliches „Kerngeschäft“ und somit eine zunehmende Segmentierung des Beteiligungsmarktes zwischen den Gesellschaften. Dass die Dynamik der Spezialisierungstendenzen jedoch abnimmt, kann als Zeichen gedeutet werden, dass der deutsche Beteiligungskapitalmarkt in den letzten drei Jahren deutlich reifer geworden ist und viele Marktteilnehmer „ihre“ Zielgruppen und Marktnischen gefunden haben. In diese Richtung deutet ferner, dass die Beteiligungsgesellschaften ihren Engagements zunehmend die Art von Betreuung zukommen lassen, die „ihrem“ Marktsegment angemessen erscheint.

Die zunehmende Spezialisierung und ein damit verbundenes unterschiedliches Agieren zeigen sich etwa zwischen den Früh- und den Spätphasenfinanzierern in beinahe jedem der untersuchten Merkmale. So verwenden beide Beteiligungsgebergruppen unterschiedliche Finanzierungsinstrumente, differenzieren sich zunehmend in der Betreuung der Investments und beenden ihre Engagements durch verschiedenartige Exitkanäle. So wird im Vergleich zu den Ergebnissen der Vorgängerstudie in der Frühphase verstärkt aktiv in das Management der Portfoliounternehmen eingegriffen (Hands-on-Betreuung), während in der Spätphase in stärkerem Ausmaß auf die Verwendung von Ratingverfahren zurückgegriffen wird. Umgekehrt werden die in der Frühphase wenig zweckmäßigen Ratingverfahren dort inzwischen deutlich seltener eingesetzt, während Spätphasenfinanzierer seltener aktiv in das Management ihrer Portfoliounternehmen eingreifen.

Merklicher als früher grenzt sich auch das Marktsegment der MBGen von den anderen Marktteilnehmern ab. Sie konzentrieren sich stärker auf kleinteilige Spätphasenengagements. Aufgrund ihres Förderverständnisses besteht ihre Zielgruppe vorrangig aus kleinen mittelständischen Unternehmen mit vergleichsweise niedrigem Risiko sowie tendenziell niedrigen Wachstumserwartungen, für welche sie stille Beteiligungen mit dem Ziel des Rückkaufs durch die Unternehmen anbieten. Von den MBGen heben sich neuerdings auch die „sonstigen förderorientierten Beteiligungsgeber“ ab. Sie wenden sich zunehmend Frühphaseninvestments zu.

Erfreulich ist, dass in den vergangenen Jahren deutlich weniger Ausfälle verzeichnet werden mussten. Dies zeigt zum einen, dass die Beteiligungsgesellschaften nunmehr ihre Portfolien bereinigt haben und dass gerade in dem noch jungen Frühphasensegment ein Lernprozess stattgefunden hat, der es den dort agierenden Beteiligungsgesellschaften zunehmend erlaubt, Risiken exakter einzuschätzen und so deutlich zu einer Professionalisierung in diesem Segment beiträgt. Zum anderen reflektiert die gesunkene Ausfallquote jedoch auch die Marktverschiebung weg von der tendenziell riskanten Frühphase hin zur relativ sicheren Spätphase.

5 Ausmaß und Ursachen von Angebotslücken auf dem Beteiligungsmarkt.

Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt ist im internationalen Vergleich wie eingangs hervorgehoben ein relativ junger Markt. In jungen Märkten sind anfangs zunächst nur wenige Marktteilnehmer aktiv. Diese bedienen in der Regel zunächst die ertragsträchtigsten Marktsegmente, so dass weniger ertragsversprechende Teile des Marktes unter Umständen anfangs nicht bedient werden. Durch Marktzutritte werden so entstehende Angebotslücken im Zeitablauf jedoch meist relativ schnell beseitigt, wenn die bisher nicht bedienten Marktsegmente ausreichend ertragsversprechend sind. Es gibt jedoch auch Gründe, die dafür sorgen können, dass bestimmte Marktsegmente aus Sicht der Anbieter unattraktiv sind und deshalb systematisch nicht bedient werden. Liegen solche Gründe vor, obwohl ein Marktangebot aus gesamtwirtschaftlicher Sicht lohnenswert ist, spricht man von **Marktversagen**. Aus theoretischer Sicht gibt es eine Reihe von Gründen, die ein Versagen des Marktes bedingen können.⁴⁸ Auf dem Beteiligungskapitalmarkt sind es vor allem zwei Marktversagenstatbestände, die zu Angebotslücken führen können.

Erstens können **positive externe** Effekte bei der Schaffung von neuem Wissen und neuen Technologien dafür sorgen, dass die Finanzierung innovativer Unternehmensgründungen bzw. innovativer Vorhaben etablierter Unternehmen unterbleibt. Treten positive externe Effekte auf, so können andere Unternehmen nur unvollständig von der Nutzung neuen Wissens bzw. neuer Technologien ausgeschlossen werden, die ein innovatives Unternehmen hervorbringt. Infolgedessen kann sich ein innovatives Unternehmen und somit auch seine

⁴⁸ Bei diesen Marktversagenstatbeständen handelt es sich im Einzelnen um das Vorliegen externer Effekte, eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen den Marktteilnehmern, das Vorliegen (de)meritorischer Güter und das Vorliegen eines natürlichen Monopols.

Kapitalgeber die aus einem erfolgreichen Innovationsprojekt resultierenden Erträge nur teilweise aneignen. Dies macht die Finanzierung innovativer Unternehmen(sgründungen) aus Sicht potentieller Kapitalgeber vergleichsweise unattraktiv. Aufgrund dessen hat sich die Erkenntnis durchgesetzt, dass insbesondere in der technologieorientierten Frühphase auf Marktversagen zurückzuführende Angebotslücken auftreten können.

Zweitens können **Informationsasymmetrien zwischen Beteiligungsgeber und Beteiligungsnehmer** dafür sorgen, dass die Finanzierung potentieller Zielunternehmen unterbleibt. Dies ist dann der Fall, wenn die Beteiligungsgesellschaft die Erfolgchancen eines Investitionsprojektes oder eines Gründungsvorhabens ex ante nicht hinreichend gut einschätzen kann und der potentielle Beteiligungsnehmer die Güte seines Vorhabens nicht adäquat signalisieren kann.

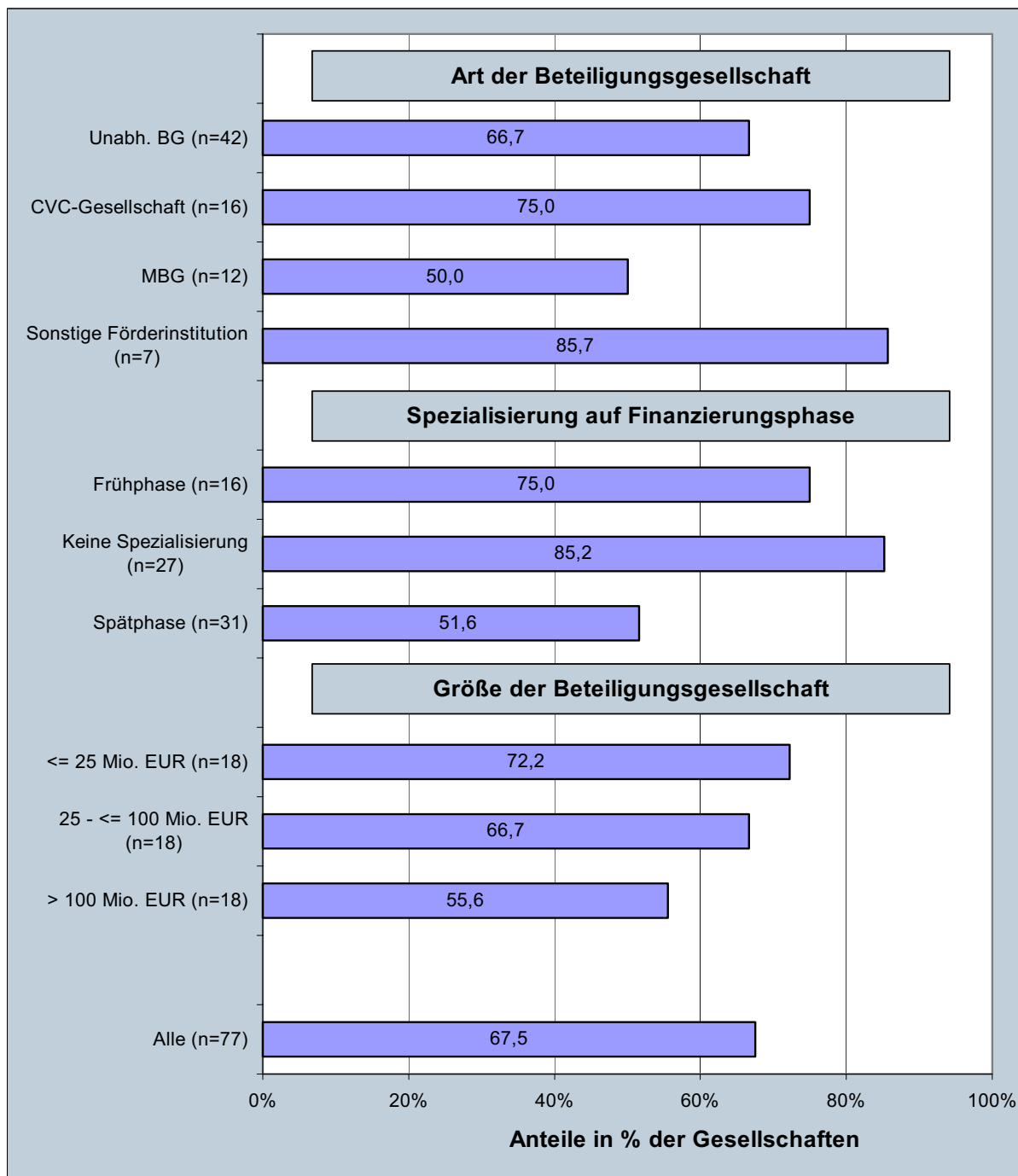
Neben diesen beiden Marktversagenstatbeständen gibt es zwei weitere Gründe, die für Angebotslücken auf dem Beteiligungskapitalmarkt verantwortlich sein können. Wie in Abschnitt 3.5 gezeigt wurde, unterscheidet sich die Beteiligungswürdigkeitsprüfung durch ihre Orientierung an zukunftsorientierten Daten deutlich von der Kreditwürdigkeitsprüfung. Die Erhebung dieser zukunftsorientierten Kennzahlen geht jedoch mit erheblichen **Fixkosten** einher, welche **kleinteilige Investitionsvorhaben** schnell unattraktiv machen können. Weiterhin ist im Hinblick auf das Auftreten von Angebotslücken im deutschen Beteiligungsmarkt zu berücksichtigen, dass das **deutsche Finanzsystem** historisch gewachsen, stark auf die Finanzierung durch **Fremdkapital und Bankintermediation** angewiesen ist und dies die Entstehung eines dynamischen Beteiligungsmarktes hemmen kann.

Alles in allem deuten diese theoretischen Überlegungen darauf hin, dass Angebotslücken insbesondere in der technologieorientierten Frühphase und im kleinteiligen Segment vorliegen dürften. Um aufzuzeigen, ob und in welchem Ausmaß dies der Fall ist wurden die Beteiligungsgesellschaften danach befragt, ob und gegebenenfalls wo sie Angebotslücken sehen.

5.1 Unterversorgte Marktsegmente.

Nach Angebotslücken auf dem Beteiligungskapitalmarkt befragt, geben 68% der Gesellschaften an, dass sie Angebotslücken sehen. Obgleich die Einschätzungen der unterschiedlichen Typen von Beteiligungsgesellschaften bisweilen erheblich von diesem Durchschnittswert abweichen, zeigt Abbildung 34, dass keine der Gruppen zu weniger als 50% davon ausgeht, dass es Marktbereiche mit einem Unterangebot an Beteiligungskapital gibt.

Abbildung 34: Anteile der Gesellschaften, die in bestimmten Marktsegmenten ein dauerhaftes Unterangebot an Beteiligungskapital ausmachen



Lesebeispiel: 67,5% der Beteiligungsgesellschaften sehen in bestimmten Marktsegmenten ein dauerhaftes Unterangebot an Beteiligungskapital.

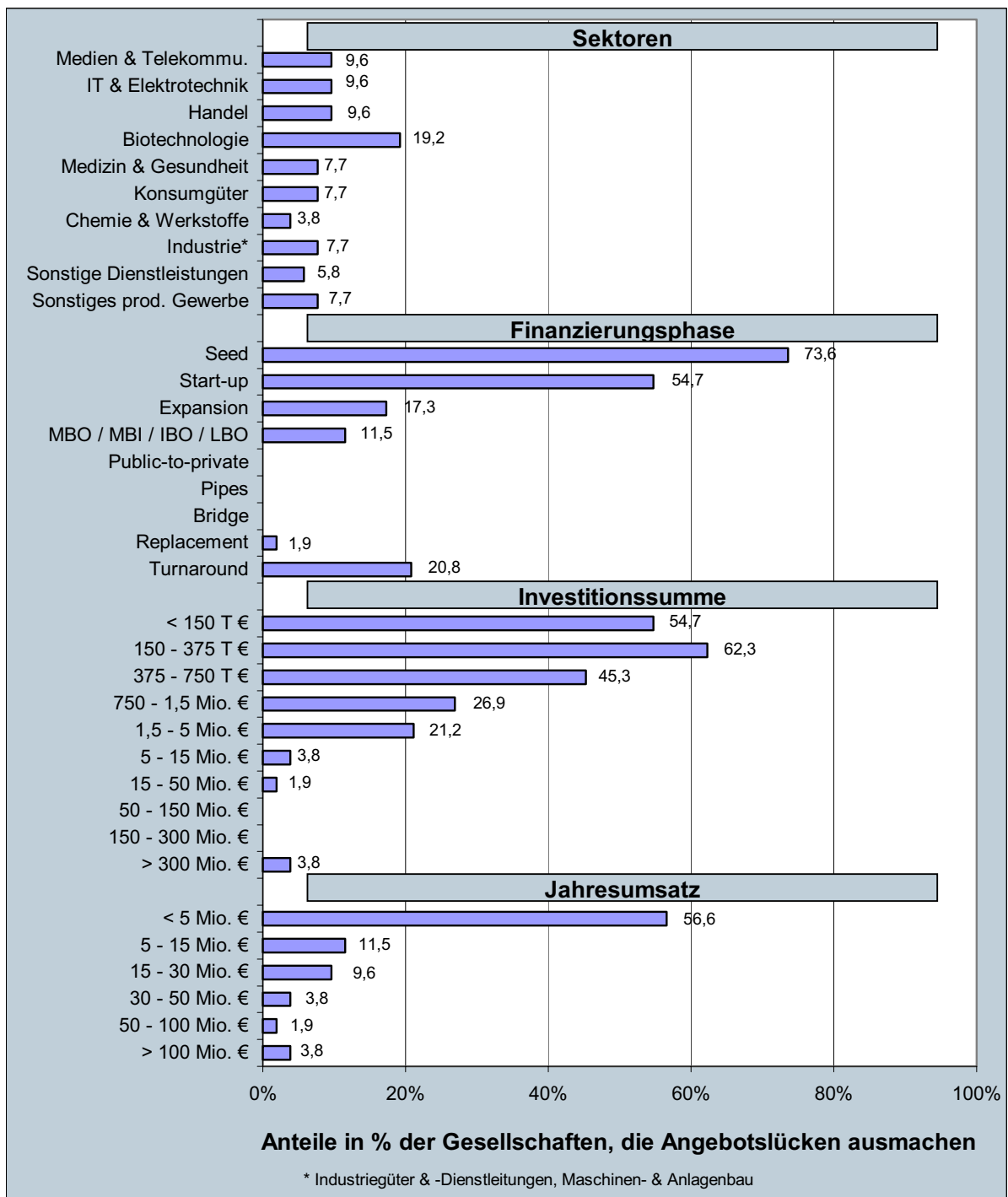
Abbildung 35 zeigt, dass die Angaben zu Marktlücken über die Branchen relativ gleich verteilt sind. Die Biotechnologie ist die einzige Branche, die mit 19% häufiger genannt wurde. Dies deutet darauf hin, dass Angebotslücken in Deutschland weniger in speziellen Branchen zu finden sind. Vielmehr sind die Angebotslücken finanzierungsphasen- und größenklassen-

spezifisch. Sie werden vor allem im Bereich der Frühphasenfinanzierung gesehen: 74% der Gesellschaften sind der Meinung, dass es im Bereich der Seed-Finanzierung Marktlücken gibt und 55% sehen Marktlücken im Bereich der Start-up-Finanzierung. Dieser Befund bestätigt die oben ausgeführten theoretischen Vermutungen.

Ebenfalls in Übereinstimmung mit den theoretischen Überlegungen gibt es in den Augen der Beteiligungsgesellschaften vor allem bei kleinen Investitionssummen Angebotslücken: 55% bzw. 62% der befragten Gesellschaften machen Marktlücken bei Investitionsvolumina von weniger als 150 Tsd. Euro sowie zwischen 150 Tsd. und 375 Tsd. Euro aus. Neben den hohen Fixkosten, die ein Angebot in diesem kleinteiligen Segment wenig attraktiv machen, kann ein weiterer möglicher Grund für die Marktlücke in diesen beiden Investitionsgrößenklassen eine gestiegene Nachfrage nach Beteiligungskapital im kleinteiligen Segment sein, welche auf die Veränderungen auf dem deutschen Kapitalmarkt in den letzten Jahren zurückzuführen sein dürfte. Mit der sukzessiven Lockerung der Hausbankbeziehung und zunehmend risikoadäquaten Zinssätzen im Rahmen der Einführung von Basel II ist es gerade für kleinere Mittelständler immer wichtiger geworden, alternative Finanzierungsquellen wie Beteiligungskapital zu erschließen. In Abschnitt 3.1 konnte zwar gezeigt werden, dass sich für dieses kleinteilige Segment grundsätzlich ein Angebot herausgebildet hat, da knapp die Hälfte der Spätphasenspezialisten nicht a priori ausschließt, Investments von unter 750 Tsd. Euro einzugehen (siehe Abbildung 12). Wie in Abschnitt 4.1 gesehen, geht diese grundsätzliche Bereitschaft, auch im kleinteiligen Segment aktiv zu werden, jedoch nicht mit einer entsprechenden Investitionstätigkeit in diesem Marktsegment einher. Dies gilt insbesondere für die renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften, die weniger als ein Drittel ihrer Deals im Bereich der Investitionsvolumina bis 750 Tsd. Euro tätigen (siehe Abbildung 22).

Mit zunehmender Größe der Deals sehen dagegen immer weniger Gesellschaften eine Angebotslücke. Die Angaben zu Angebotslücken basierend auf dem Umsatz der Unternehmen korrespondieren mit den Angaben zur Investitionssumme und zeigen ebenfalls, dass Marktlücken insbesondere beim Beteiligungskapitalangebot für kleine Unternehmen gesehen werden.

Abbildung 35: Dauerhafte Angebotslücken



Lesebeispiel: 73,6% aller Gesellschaften, die angeben, dass es dauerhafte Angebotslücken gibt, sehen diese in der Seed-Phase.

Im Vergleich zur Vorgängerstudie haben sich die Einschätzung der befragten Beteiligungsgesellschaften hinsichtlich des Vorliegens von Angebotslücken nur leicht geändert. So sehen heute mehr Frühphasengesellschaften (75% gegenüber 71%) und weniger Spätphasengesellschaften (52% gegenüber 66%) Marktlücken. Die Veränderungen bestätigen, dass die Marktverschiebung hin zur Spätphase von den Marktteilnehmern dahingehend wahrgenom-

men wird, dass das Ausmaß an Angebotslücken im Frühphasenbereich zugenommen hat, wohingegen es in der Spätphase geringer geworden ist. Eine deutliche Veränderung gegenüber der Vorgängerstudie kann im Bereich der Turnaround-Finanzierung ausgemacht werden. Hier gehen nur noch 21% der Beteiligungsgeber im Vergleich zu 40% vor drei Jahren davon aus, dass es dauerhafte Angebotslücken gibt. Diese Veränderung geht jedoch, wie in Abschnitt 4.1 gesehen, nicht mit einer wesentlichen Veränderung des Anteils der Turnaround-Finanzierungen am Gesamtfinanzierungsvolumen einher, was darauf schließen lässt, dass die Nachfrage nach Turnaroundinvestitionen seit 2002 abgenommen hat.

5.2 Investitionshemmnisse.

Ein Großteil der befragten Gesellschaften gibt an, dass es Angebotslücken im deutschen Beteiligungsmarkt gibt. Aus wirtschaftspolitischer Sicht ist es deshalb von großem Interesse, die Ursachen für diese Marktlücken zu kennen, um ihnen gegebenenfalls entgegenzuwirken. Die Beteiligungsgesellschaften wurden deshalb gefragt, welche Faktoren die Investitionstätigkeit ihrer Gesellschaft einschränken.

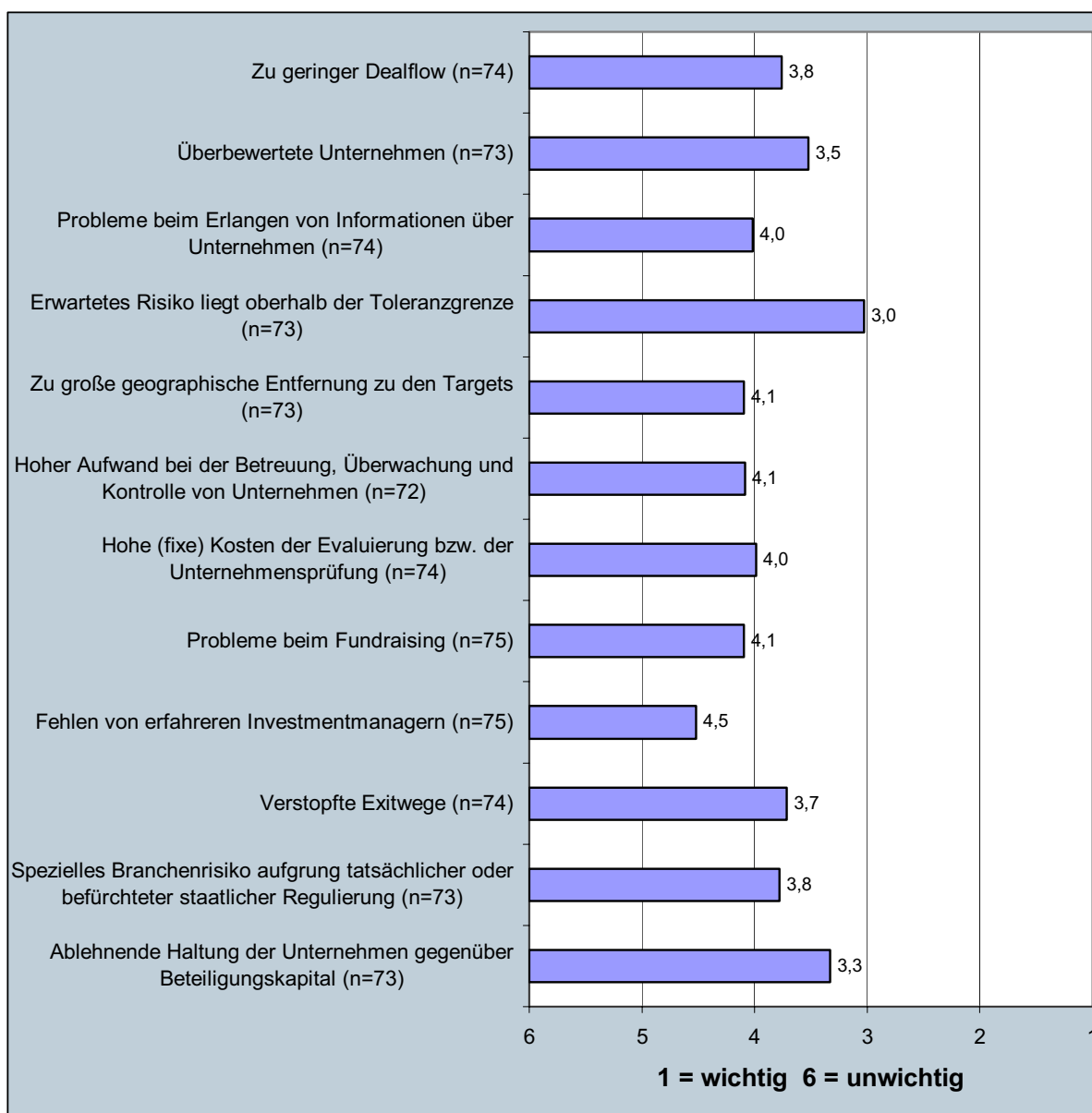
Erstaunlicherweise zeigt Abbildung 36, dass keiner der Faktoren von den Gesellschaften im Durchschnitt als sehr stark oder stark hemmend bewertet wird. Als der am stärksten hemmende Einflussfaktor wird das hohe Risiko eingestuft. Dies entspricht dem Ergebnis der Vorgängerstudie. Im Vergleich zu dieser hat die Bedeutung des Faktors Risiko jedoch leicht abgenommen (von 2,4 auf 3,0). Diese leichte Abnahme ist einerseits darauf zurückzuführen, dass der Anteil der Frühphasenfinanzierer gegenüber der Vorgängerstudie zurückgegangen ist und dass riskante Frühphasenfinanzierungsanfragen insgesamt seltener geworden sind. Andererseits dürften sich die Beteiligungsgesellschaften mit zunehmender Tätigkeit im Markt auch an das hohe Risiko gewöhnt haben. Darüber hinaus wird heute stärker als vor drei Jahren syndiziert. Dadurch können Beteiligungsgesellschaften ihre Portfolios besser diversifizieren und Einzelinvestments mit vergleichsweise hohem Risiko eher tätigen.

Dem weiterhin bestehenden Hemmnis eines zu hohen Risikos kann wirtschaftspolitisch sowohl durch direkte Risikoentlastungen als auch indirekt durch Co-Investments öffentlicher Kapitalgeber entgegengewirkt werden. Indem Beteiligungskapitalgebern die Möglichkeit gegeben wird, mit öffentlichen Kapitalgebern zu syndizieren, können die privaten Marktteilnehmer ihr knappes Investitionskapital auf mehr Einzelinvestments verteilen. Dadurch können sie einen höheren Diversifizierungsgrad erreichen und somit ihr Risiko reduzieren.

Ebenfalls als einschränkend für die Investitionstätigkeit werden die Faktoren „ablehnende Haltung der Unternehmen gegenüber Beteiligungskapital“ und hohe Einstiegspreise („überbewertete Unternehmen“) beurteilt. Ersterem Hemmnis kann wirtschaftspolitisch durch Auf-

klärung entgegengewirkt werden, beispielsweise durch Industrie- und Handelskammern, Förderinstitutionen und Regierungen (in Bund und Ländern).⁴⁹ Dem Hemmnis „überbewertete Unternehmen“ kann dagegen nicht wirtschaftspolitisch entgegengewirkt werden, ohne in den marktwirtschaftlichen Preisbildungsprozess einzugreifen.

Abbildung 36: Bedeutung von Investitionshemmnissen



Lesebeispiel: Mit einem Durchschnittswert von 3,0 auf einer Skala von 1 bis 6 ist das hohe Risiko das wichtigste Hemmnis für eine stärkere Investitionstätigkeit.

⁴⁹ Vgl. zur ablehnenden Haltung von Familienunternehmen gegenüber Beteiligungskapital und der Rolle von Intermediären A. Poech, A.-K. Achleitner und M. Burger-Calderon (2005).

Die übrigen Faktoren werden als wenig einschränkend eingestuft. Insbesondere der Faktor „Fehlen von erfahrenen Investmentmanagern“ scheint kein einschränkender Faktor zu sein. Dies ist ein erfreuliches Zeichen, da es ein Indiz für den zunehmenden Entwicklungsstand des deutschen Beteiligungskapitalmarktes ist.

Im Vergleich zur Vorgängerstudie fällt auf, dass die Bedeutung des Faktors „verstopfte Exitwege“ deutlich abgenommen hat (von 2,8 und 3,7). Dieser etwas überraschende Befund ist in Einklang mit dem Ergebnis aus Abschnitt 3.5, dass potentielle Exitkanäle nur eine untergeordnete Rolle für die Due-Diligence spielen. Dieses Ergebnis könnte auf die Wiederbelebung des Exitkanals Börse und das verstärkte Auftreten von (Groß-)Unternehmen als strategische Investoren zurückzuführen sein.

5.3 Zwischenfazit.

Gut zwei Drittel der Marktteilnehmer sehen Angebotslücken im deutschen Beteiligungskapitalmarkt. Dies entspricht der Markteinschätzung der Vorgängerstudie. Gegenüber der Situation vor drei Jahren werden Marktlücken jedoch verstärkt in der Frühphase und weniger in der Spätphase gesehen. Da im Zuge des Markteinbruchs der Jahre 2002 und 2003 die Investitionstätigkeit vor allem in der Frühphase zurückging, ist es wenig überraschend, dass die Marktteilnehmer Angebotslücken insbesondere in dieser sowie im kleinteiligen Segment sehen. Damit wird bestätigt, dass es genau in jenen Marktsegmenten Angebotslücken gibt, in denen aus theoretischer Sicht besonders ausgeprägte Marktversagenstatbestände vermutet werden können.

Die befragten Gesellschaften nennen ein zu hohes Risiko bei den potentiellen Deals und eine ablehnende Haltung der Unternehmen gegenüber Beteiligungskapital als die wichtigsten Ursachen für das Vorhandensein von Angebotslücken. Abgesehen davon, dass letzterer Grund nicht angebots-, sondern nachfrageseitig bedingt ist, kann den genannten Ursachen wirtschaftspolitisch durch verschiedene Instrumente entgegengewirkt werden. Im Zusammenhang mit dem Investitionshemmnis „zu hohes Risiko“ gilt es für die Wirtschaftspolitik, den privaten Marktteilnehmern eine anreizkompatible Risikoentlastung zu bieten. Als wirtschaftspolitische Instrumente bieten sich in diesem Zusammenhang das Auftreten öffentlicher Kapitalgeber als Syndizierungspartner (öffentliche Co-Investments oder öffentliche Investments in Fonds) sowie die Risikoentlastung durch (partielle) Haftungsfreistellung an. Im Zusammenhang mit dem Investitionshemmnis einer „ablehnenden Haltung der Unternehmen gegenüber Beteiligungskapital“ bietet sich eine Aufklärung über die Funktionsweise und Wirkungen von Beteiligungskapital durch Ministerien, Förderinstitutionen und Interessensverbände (IHKs, Branchenverbände u.ä.) an.

6 Förderprogramme.

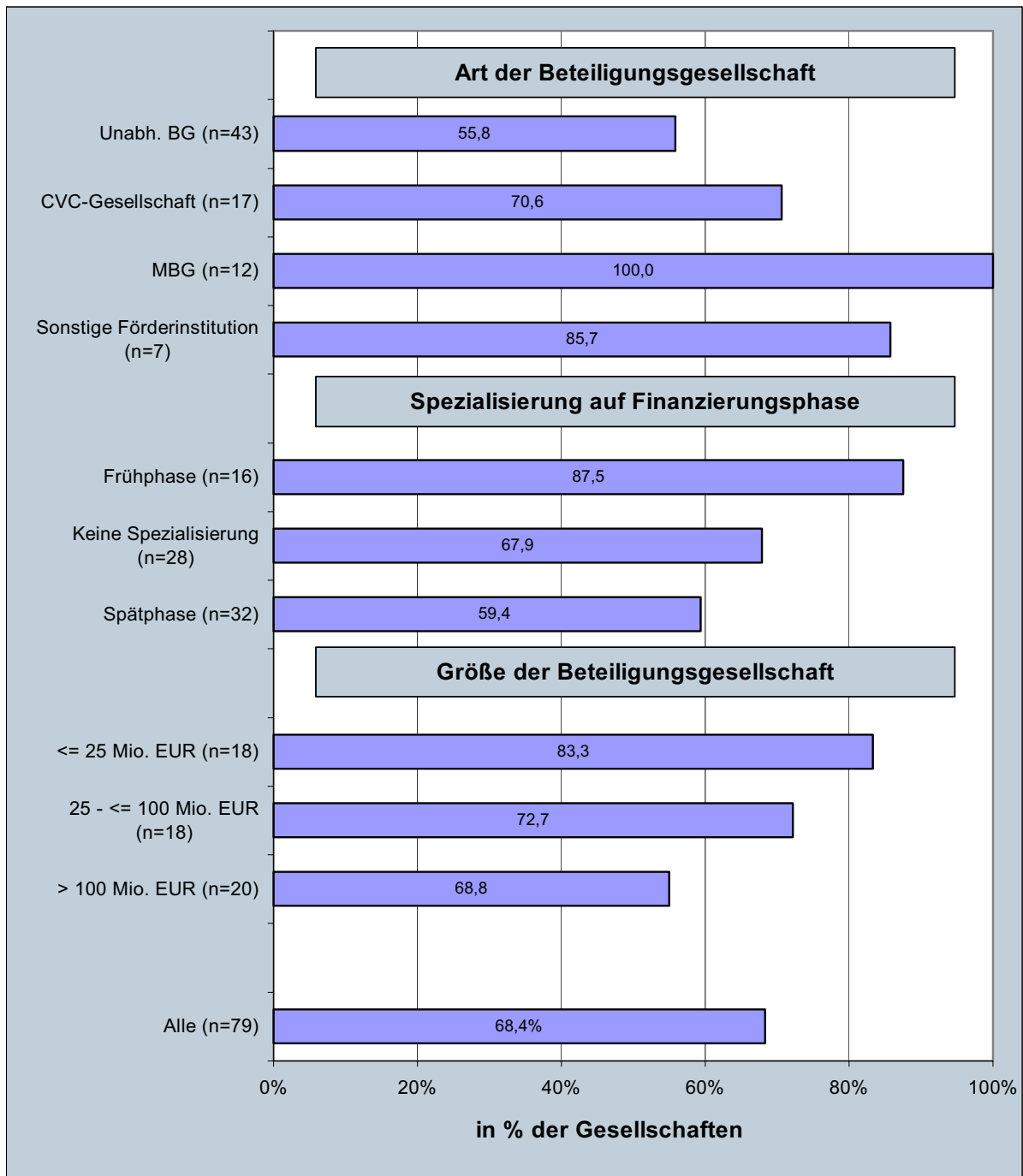
Im vorangegangenen Kapitel wurde aufgezeigt, dass Beteiligungsgesellschaften vor allem bei Frühphasenfinanzierungen und kleinen Investitionssummen Marktlücken sehen. Ein Grund dafür liegt im hohen Risiko dieser Finanzierungen. Darüber hinaus dürften insbesondere bei kleinen Investitionsvolumina die relativ zur Investitionssumme hohen Transaktionskosten (Due-Diligence u.ä.) diese Deals unwirtschaftlich machen.

Da der Frühphaseninvestitionstätigkeit jedoch eine zentrale Rolle für die Stärkung der Innovationsfähigkeit einer Volkswirtschaft zukommt und gerade auch die kleineren Mittelständler in Deutschland eine sehr wichtige Rolle für die Gesamtwirtschaft spielen, werden diese beiden Marktsegmente seit langem von Bund, Ländern und Förderbanken gefördert. Im Folgenden wird dargestellt, in welchem Ausmaß und für welche Zwecke die Marktteilnehmer Förderprogramme in Anspruch genommen haben.

6.1 Nutzung von Förderprogrammen.

Im Rahmen der Studie wurden die Beteiligungsgesellschaften befragt, ob sie in den drei Jahren 2002 bis 2004 Förderprogramme in Anspruch genommen haben. Im Durchschnitt über alle Gesellschaftsarten, Investitionsphasen und Größenklassen nutzten 68% der Gesellschaften Förderprogramme (siehe Abbildung 37).

Betrachtet man die Nutzung von Förderprogrammen differenziert nach dem Investitionsphasenschwerpunkt und der Größe der Beteiligungsgesellschaften, zeigt sich erwartungsgemäß, dass mehr Frühphasengesellschaften auf öffentliche Förderprogramme zurückgreifen als Spätphasengesellschaften und dass die Nutzung von Förderprogrammen mit der Größe der Beteiligungsgesellschaft abnimmt. Besonders deutlich wird dieser systematische Unterschied, wenn nur unabhängige Beteiligungsgesellschaften betrachtet werden (nicht graphisch ausgewiesen): Bei diesen liegt der Anteil der Förderprogramme nutzenden Gesellschaften in der Frühphase mit 89% beinahe doppelt so hoch wie in der Gruppe ohne Spezialisierung (50%) und dieser wiederum ist doppelt so hoch wie in der Spätphase (25%).

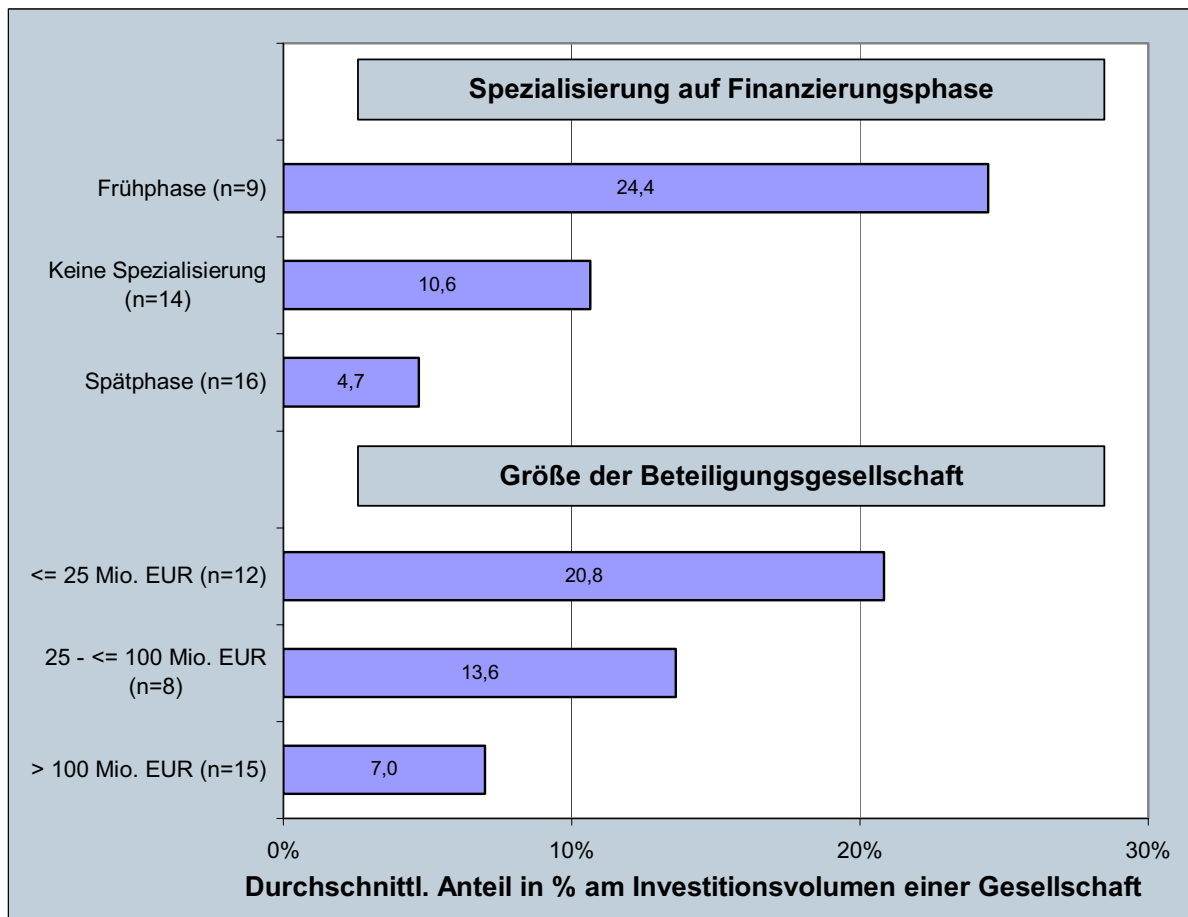
Abbildung 37: Anteile der Gesellschaften, die in den Jahren 2002 bis 2004 Förderprogramme in Anspruch genommen haben

Lesebeispiel: 68,4% der befragten Beteiligungsgesellschaften haben im Zeitraum 2002 bis 2004 zumindest einmal Förderprogramme in Anspruch genommen.

Abbildung 38 zeigt darüber hinaus, dass auch der durchschnittliche Anteil der öffentlichen Förderung am Investitionsvolumen der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften deutlich von der Früh- zur Spätphase sowie von kleinen zu großen Gesellschaften fällt. Diese Beobachtung bestätigt das Ergebnis aus Abschnitt 5.1, dass es auf dem deutschen Beteili-

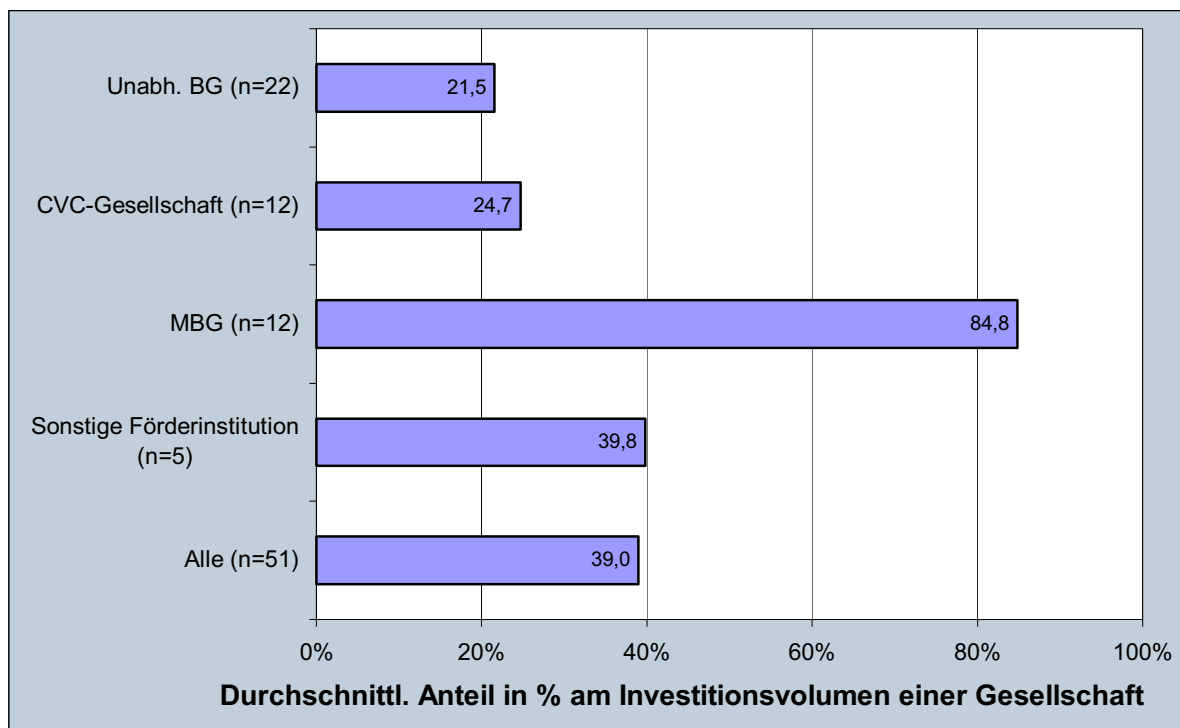
gungskapitalmarkt insbesondere in der Frühphase und bei kleinen Investitionsvolumina Angebotslücken gibt und dort deshalb auf öffentliche Förderprogramme zurückgegriffen wird.

Abbildung 38: Durchschnittliche Anteile der öffentlichen Förderung am Investitionsvolumen aller unabhängigen Beteiligungsgesellschaften



Lesebeispiel: Der Anteil der öffentlichen Förderung am Investitionsvolumen der großen unabhängigen Beteiligungsgesellschaften betrug im Zeitraum 2002 bis 2004 durchschnittlich 7%.

Abbildung 37 zeigt weiterhin, dass förderorientierte Beteiligungsgesellschaften erwartungsgemäß weitaus häufiger auf die Nutzung öffentlicher Förderung zurückgreifen als renditeorientierte. Vergleicht man jedoch lediglich die CVCs (71%) mit den sonstigen Förderinstitutionen (86%), so scheint es, also ob der Unterschied nicht besonders ausgeprägt sei. Abbildung 39 zeigt allerdings, dass der Unterschied zwischen den CVCs und den sonstigen Förderinstitutionen sehr viel stärker ausfällt, wenn man die Bedeutung von Fördermitteln für eine Beteiligungsgesellschaft als Anteil der öffentlichen Förderung am Investitionsvolumen der Beteiligungsgesellschaft misst.

Abbildung 39: Anteil der öffentlichen Förderung am Investitionsvolumen bei Beteiligungsgesellschaften, die Förderung in Anspruch nehmen

Lesebeispiel: Der Anteil der öffentlichen Förderung am Investitionsvolumen aller Beteiligungsgesellschaften, die Förderung in Anspruch nehmen, betrug im Zeitraum 2002 bis 2004 durchschnittlich 39%.

Im Vergleich zur Vorgängerstudie, die sich auf den Zeitraum 1999 bis 2001 bezog, hat die Nutzung von Förderprogrammen um 10%-Punkte abgenommen. Dieser Rückgang ist vor allem auf den Rückgang der Nutzung von öffentlichen Förderprogrammen durch unabhängige Beteiligungsgesellschaften zurückzuführen. Während in der Vorgängerstudie noch 78% der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften angaben, in den drei vorangegangenen Jahren Förderprogramme in Anspruch genommen zu haben, ist dieser Anteil auf 56% zurückgegangen (siehe Abbildung 37). Dieses Ergebnis steht einerseits in Einklang mit der zuvor geäußerten Beurteilung, dass der deutsche Beteiligungskapitalmarkt in den letzten Jahren eine kräftige Entwicklung durchlaufen hat und heute deutlich reifer ist. Im Zuge der Herausbildung eines neuen Finanzmarktsegmentes wie dem Beteiligungskapitalmarkt ist es in marktwirtschaftlichen Wirtschaftssystemen durchaus normal, dass private Marktteilnehmer in der Entstehungsphase des neuen Finanzmarktsegmentes zunächst stark auf die Unterstützung durch die öffentliche Hand angewiesen sind. Ist diese Unterstützung durch die öffentliche Hand so ausgestaltet, dass sie ein im Entstehen begriffenes Marktsegment anschiebt, ohne die Marktkräfte zu hemmen, dann ist zu erwarten, dass die Bedeutung staatlicher Unterstützung mit zunehmendem Marktentwicklungsgrad sukzessive zurückgeht. Der vorliegende Befund, dass der Rückgang in der Nutzung öffentlicher Förderprogramme insbeson-

dere durch die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften erklärt wird, ist ein Hinweis auf die Gültigkeit dieser These. Andererseits ist zweifelsohne auch die eingangs beschriebene strategische Neuausrichtung vieler unabhängiger Beteiligungsgesellschaften auf die Spätphase eine weitere Erklärung für den Rückgang in der Nutzung von Förderprogrammen. Da sich die Marktaktivität verstärkt hin zur Spätphase verlagert hat und Förderprogramme vor allem in der Frühphase angeboten werden, ist es verständlich, dass insgesamt die Nutzung von Förderprogrammen abgenommen hat.⁵⁰

Die Förderintensität – gemessen als Anteil der öffentlichen Förderung am Investitionsvolumen einer geförderten Beteiligungsgesellschaft (siehe Abbildung 39) – hat jedoch im Vergleich zu den Jahren 1999 bis 2001 leicht zugenommen (von 34% auf 39%). Dies ist vor allem auf eine stärkere Nutzung öffentlicher Förderung durch die MBGen zurückzuführen; bei diesen stieg der Anteil der öffentlichen Förderung am Investitionsvolumen gegenüber der Vorgängerstudie von 77% auf 85%.

6.2 Anbieter und einzelne Förderprogramme.

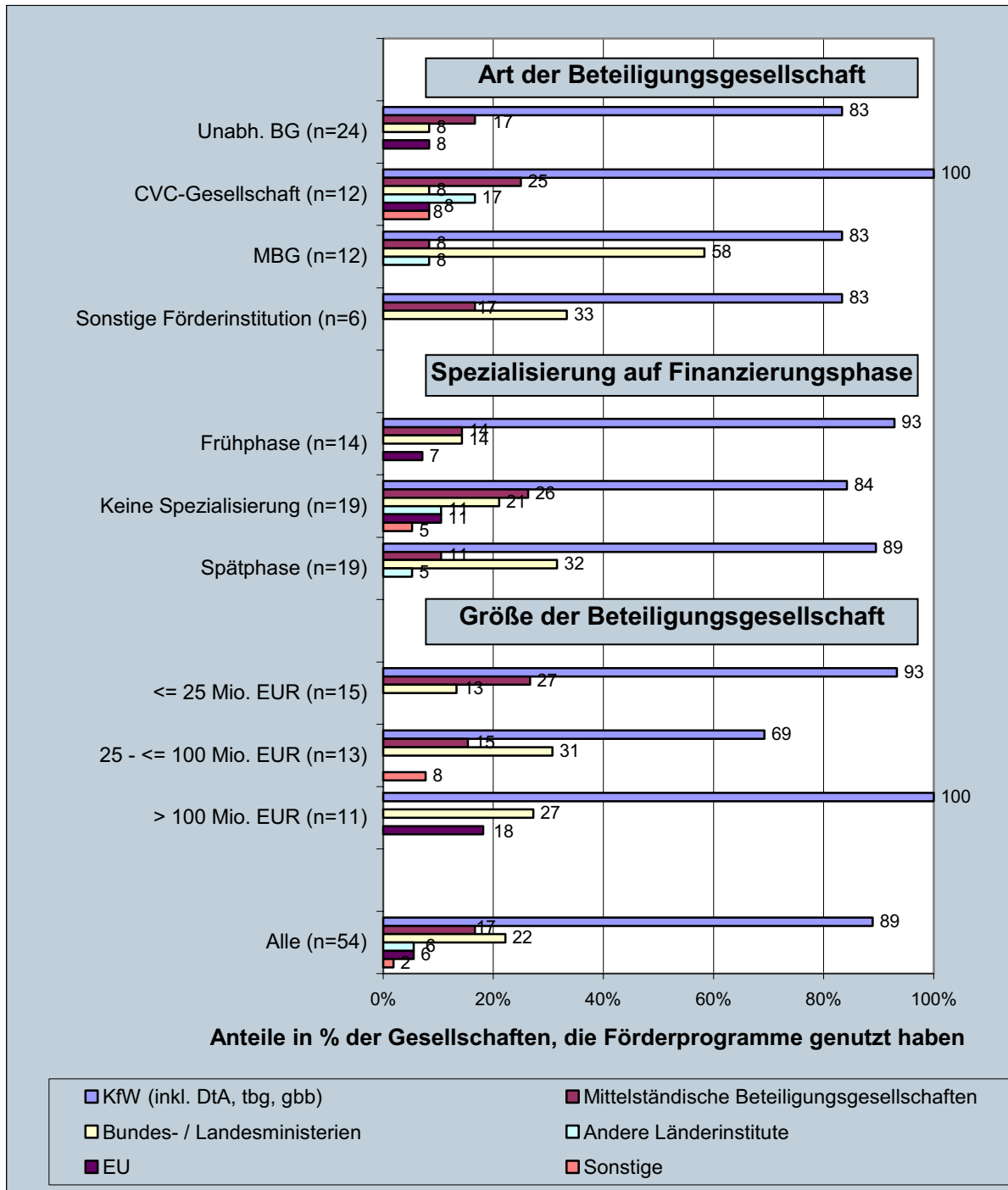
Im deutschen Beteiligungskapitalmarkt sind mit den MBGen, der EU, Bund und Ländern sowie der KfW und den Förderbanken bzw. Wagniskapitalgesellschaften der Länder eine Reihe (halb-)staatlicher Förderinstitutionen aktiv. Abbildung 40 zeigt, dass den Förderprogrammen der KfW (und der ehemaligen DtA bzw. tbg) dabei eine herausragende Rolle zukommt: Rund 90% der Beteiligungsgesellschaften, die im Zeitraum 2002 bis 2004 Förderprogramme in Anspruch nahmen, haben dabei zumindest einmal auf Förderprogramme der KfW zurückgegriffen. Nahezu unverändert gegenüber dem Ergebnis der Vorgängerstudie folgen mit deutlichem Abstand die Förderprogramme von Bundes- und Landesministerien sowie die Angebote der MBGen. Nur eine geringe Rolle spielt dagegen die Förderung durch die EU: Zwar ist der Anteil der Beteiligungsgesellschaften, die Förderprogramme der EU nutzen, gegenüber der Vorgängerstudie leicht gestiegen. Mit 6% ist dieser jedoch noch immer sehr gering.

Eine Unterscheidung nach Phasen zeigt, dass sich die EU-Förderung auf die Frühphase konzentriert und die Fördermittel von Bundes- und Landesministerien verstärkt der Spätphase zu Gute kommen. Letzterer Befund ist dadurch zu erklären, dass vor allem die MBGen von Bund und Ländern gefördert wurden und die MBGen vornehmlich in der Spätphase aktiv sind. Differenziert man die Beteiligungsgesellschaften, die Förderung nutzen, nach ihrer Größe, so zeigt sich wie in der Vorgängerstudie, dass die EU-Förderung ausschließlich von großen Beteiligungsgesellschaften in Anspruch genommen wird. Dies könnte ein Hinweis auf

⁵⁰ Eine Ausnahme sind die auf das kleinteilige Spätphasensegment spezialisierten MBGen.

den hohen administrativen Aufwand sein, der mit der Beantragung von EU-Fördermitteln einhergeht.

Abbildung 40: Nutzung verschiedener Anbieter von Förderung



Lesebeispiel: 89% der Gesellschaften, die in den Jahren 2002 bis 2004 öffentliche Förderprogramme genutzt haben, geben an, öffentliche Programme der KfW genutzt zu haben.

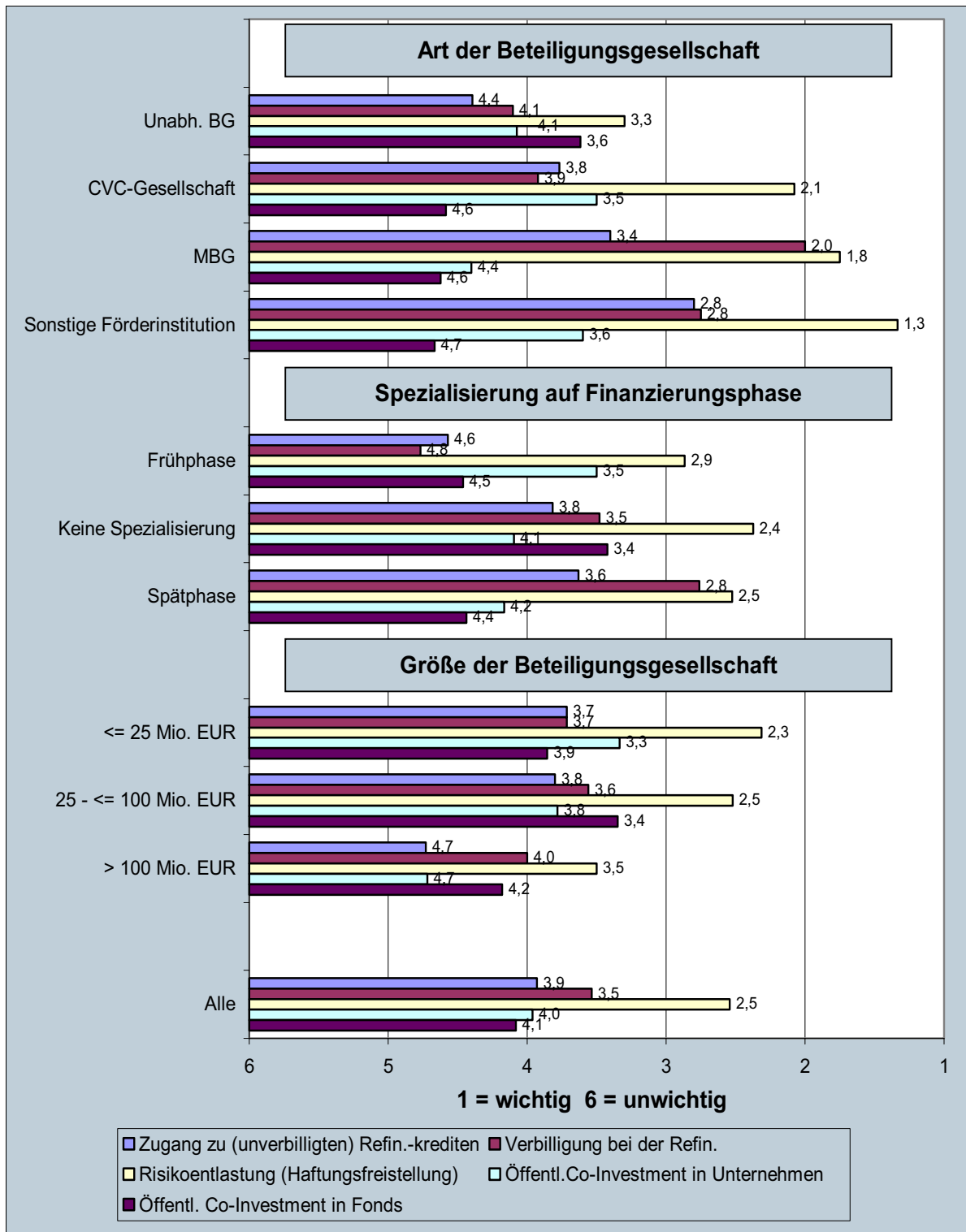
6.3 Bedeutung von Förderaspekten.

Neben der Kenntnis der Marktsegmente, in denen Angebotslücken vorliegen und somit Förderbedarf herrscht, ist für eine gezielte Förderung durch die öffentliche Hand Wissen darüber notwendig, welche Förderinstrumente von den verschiedenen Beteiligungsgesellschaften benötigt werden. Nur wenn Klarheit über die Bedürfnisse der unterschiedlichen Arten von Beteiligungsgesellschaften herrscht, können Förderprogramme so ausgestaltet werden, dass sie die spezifischen Schwierigkeiten unterschiedlicher Typen von Beteiligungsgesellschaften adäquat adressieren.

Die Beteiligungsgesellschaften wurden deshalb befragt, welchen Stellenwert sie einzelnen Förderaspekten beimessen. Abbildung 41 zeigt, dass die befragten Beteiligungsgesellschaften unabhängig von ihrer Art, Größe und ihrem Investitionsphasenschwerpunkt die Risikoentlastung (Haftungsfreistellung) als das wichtigste Fördererelement ansehen. Dieser Befund ist wenig überraschend, da das hohe Risiko von Beteiligungsfinanzierungen, wie in Abschnitt 5.2 gesehen, als größtes Hemmnis für eine regere Investitionstätigkeit angesehen wird.

Neben der Risikoentlastung sehen die förderorientierten Beteiligungsgesellschaften den Zugang zu Refinanzierungskrediten (verbilligt und unverbilligt) als weiteres wichtiges Förderinstrument an. Renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften dagegen erachten Refinanzierungskredite als vergleichsweise unwichtiges Förderinstrument. Für die renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften spielen eher öffentliche Co-Investitionen eine Rolle als Fördererelement. Diese Unterschiede in der Bedeutung der verschiedenen Förderinstrumente spiegeln die verschiedenen Geschäftsmodelle förderorientierter und renditeorientierter Beteiligungsgesellschaften wider. Den förderorientierten Beteiligungsgesellschaften dürfte es auf Grund ihrer per Definition vergleichsweise niedrigen Zielrenditen schwerer fallen, sich über den Markt zu refinanzieren. Sie sind deshalb in stärkerem Maße als renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften auf den Zugang zu öffentlichen Refinanzierungskrediten angewiesen. Für die renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften dagegen spielt die Optimierung ihres Risiko-Ertrags-Profiles eine bedeutendere Rolle als dies bei den förderorientierten Gesellschaften der Fall ist. Ein Co-Investment öffentlicher Kapitalgeber erlaubt es den renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften durch Syndizierung ihr Risiko-Ertrags-Profil zu verbessern, ohne dabei notwendigerweise mit einem möglichen Konkurrenten zu syndizieren.

Abbildung 41: Bedeutung von Förderaspekten



Lesebeispiel: Mit einem Durchschnittswert von 2,5 auf einer Skala von 1 bis 6 wird die Risikoentlastung durch Haftungsfreistellungen als der wichtigste Förderaspekt angesehen.

Auch zwischen den Investitionsphasenschwerpunkten lassen sich leichte Unterschiede in der Bedeutung unterschiedlicher Förderinstrumente ausmachen. Während die Bedeutung von Refinanzierungskrediten von der Früh- zur Spätphase zunimmt, gilt für die öffentlichen

Co-Investments tendenziell das umgekehrte. Ersterer Befund ist wohl auf die relativ große Bedeutung der MBGen in der Spätphase zurückzuführen. Die vergleichsweise hohe Bedeutung, die Co-Investments in der Frühphase beigemessen wird, dürfte darauf zurückzuführen sein, dass Syndizierungen, wie in Abschnitt 4.3 gesehen, insbesondere in der Frühphase eingesetzt werden.

Im Vergleich zur Vorgängerstudie hat sich die Bedeutung, die den unterschiedlichen Förderinstrumenten beigemessen wird, nur leicht verändert. Zwar beurteilen die befragten Beteiligungsgesellschaften die Risikoentlastung mit durchschnittlich 2,5 heute als weniger wichtig als vor drei Jahren (2,3), während die Bedeutung von anderen Förderinstrumenten wie der Zugang zu Refinanzierungskrediten (verbilligt und unverbilligt) und öffentliche Co-Investitionen in Fonds leicht zugenommen hat. Die Bedeutungsverschiebungen sind jedoch geringfügig.

6.4 Zwischenfazit.

Auf dem noch relativ jungen deutschen Beteiligungskapitalmarkt kommt der Nutzung von Förderprogrammen eine hohe Bedeutung zu. Doch obwohl mehr als zwei Drittel der Marktteilnehmer im Zeitraum 2002 bis 2004 zumindest ein Mal öffentliche Förderprogramme in Anspruch genommen haben, hat sich dieser Anteil gegenüber dem Vergleichszeitraum 1999 bis 2001 um 10%-Punkte reduziert. Dieser Rückgang ist einerseits auf den Bedeutungsverlust der Frühphasenfinanzierung zurückzuführen, andererseits aber auch ein Indiz für die Entwicklung, die der deutsche Beteiligungskapitalmarkt in den letzten drei Jahren durchlaufen hat und zeigt, dass der Markt reifer geworden ist.

Unverändert gegenüber dem Ergebnis der Vorgängerstudie werden Risikoentlastungen (Haftungsfreistellungen) von den Marktteilnehmern als das wichtigste Förderinstrument angesehen. Diese Einschätzung gilt für alle befragten Beteiligungsgesellschaften, unabhängig von ihrer Art, Größe und ihres Investitionsphasenschwerpunktes. Betrachtet man jedoch die von den Beteiligungsgesellschaften als weitere wichtige Förderinstrumente genannten Instrumente, zeigt sich wiederum, dass die verschiedenen Typen von Marktteilnehmern unterschiedliche Geschäftsmodelle bevorzugen und sich dies relativ deutlich in den Bedürfnissen der verschiedenen Beteiligungsgeberarten bemerkbar macht. So sind renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften und solche mit Frühphasenfokus eher an Co-Investments interessiert, während förderorientierte Beteiligungsgesellschaften stärker auf Refinanzierungskredite angewiesen sind.

7 Fazit und Ausblick.

Die Marktkonsolidierung im deutschen Beteiligungskapitalmarkt im Nachfeld des Platzens der New-Economy-Blase hat eine **kräftige Verschiebung der Marktaktivität hin zur Spätphase** und dort zu tendenziell größeren Deals bewirkt. Die Beteiligungsgesellschaften haben sich infolgedessen aus der Frühphase zurückgezogen bzw. verstärkt auf die Spätphase ausgerichtet.

Die Verschiebung der Marktaktivität hin zur Spätphase und zu größeren Einzeldeals geht jedoch überraschenderweise nur bedingt mit einem Anstieg der **durchschnittlichen Fondsgößen** einher. Zwar ist der Anteil großer Fonds von über 100 Mio. Euro Fondsvolumen gegenüber der Befragung vor drei Jahren leicht gestiegen. Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt weist jedoch nach wie vor sehr viele Fonds mit Volumina von unter 25 Mio. Euro auf. Bei diesen Kleinstfonds ist zu befürchten, dass sie möglicherweise ineffizient klein sind, da sie nur eine geringe Diversifizierung zulassen und eine Durchfinanzierung der Portfoliounternehmen in Anschlussfinanzierungsrunden oftmals nicht möglich ist. Insbesondere kleine Frühphasengesellschaften sind deshalb verstärkt bestrebt, einen höheren Diversifizierungsgrad durch Syndizierung mit anderen Beteiligungsgesellschaften zu erreichen.

Hinsichtlich der **Eigentümerstruktur und der Refinanzierungsquellen** von Beteiligungsgesellschaften war der deutsche Beteiligungskapitalmarkt lange Zeit durch eine starke Präsenz der Banken geprägt. Obgleich Banken noch immer eine bedeutende Rolle im deutschen Beteiligungsmarkt spielen, hat sich diese in den letzten Jahren jedoch gewandelt. So treten Banken heute deutlich seltener als Hauptanteilseigner und Kapitalgeber von unabhängigen Beteiligungsgesellschaften auf als noch zum Zeitpunkt der Vorgängerstudie. Sie führen ihr (reduziertes) Beteiligungsgeschäft heute verstärkt über eigene Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften durch. Mit dem Bedeutungsverlust der Banken und einem leichten Bedeutungszuwachs der in den USA oder Großbritannien für das Fundraising so wichtigen Pensionsfonds hat Deutschland hinsichtlich der Refinanzierungsquellen in den letzten Jahren eine leichte Annäherung an angelsächsische Beteiligungsmarktstrukturen durchlaufen. Da neben dem Rückzug der Banken jedoch auch die Industrie ihr Engagement in der Beteiligungsfinanzierung zurückgefahren hat, haben die Beteiligungsgesellschaften verstärkt auf den öffentlichen Sektor als Kapitalgeber zurückgegriffen.

Viele der im deutschen Beteiligungsmarkt aktiven Beteiligungsgesellschaften verfolgen eine **Strategie der Spezialisierung**. Abgesehen von einigen großen „Generalisten“ sind die meisten Anbieter offenbar bestrebt, sich durch Konzentration auf einzelne Marktsegmente und die Implementierung spezifischer Geschäftsmodelle auf Teilmärkte oder gar Marktnischen zu spezialisieren. Durch den Einsatz der für „ihren“ Teilmarkt besonders geeigneten Dealselektionskriterien, Finanzierungsinstrumente, Betreuungsintensität und Exitkanäle

versuchen die unterschiedlichen Typen von Beteiligungsgesellschaften Spezialisierungsvorteile zu realisieren. Die im Vergleich zur Befragung vor drei Jahren leicht zurückgegangene Dynamik bei der Tendenz zur Spezialisierung deutet allerdings darauf hin, dass viele Beteiligungsgesellschaften inzwischen „ihre“ Zielgruppen und Marktnischen gefunden haben und die Strategiewechsel heute eher inkrementeller Natur sind. Trotz Spezialisierungstendenzen bei den Beteiligungsgesellschaften, welche sich auch als „Industrialisierung“ der Private-Equity-Branche beschreiben lassen, weist die Branche allerdings nach wie vor noch starke informelle Züge auf. So sind Netzwerke und Reputation einer Beteiligungsgesellschaft nach wie nach wie vor die wichtigsten Einflussfaktoren für den Erfolg bei der Dealakquisition.

Als Folge der eingeschlagenen Spezialisierungsstrategien und der nach wie vor hohen Bedeutung informeller Strukturen ist eine verstärkte **Segmentierung des Beteiligungskapitalmarktes** in separate Teilmärkte zu beobachten, in denen bisweilen sehr unterschiedliche Spielregeln für Beteiligungsgeber und -nehmer gelten. Erstens zeichnet sich am Markt eine Segmentierung zwischen tendenziell etablierten, größeren, erfahrenen und eher in der Spätphase aktiven Beteiligungsgesellschaften auf der einen Seite und tendenziell kleineren, in der Regel auch jüngeren Beteiligungsgebern aus dem Frühphasensegment auf der anderen Seite ab. Erstere, in aller Regel etablierte Anbieter, sehen sich dank einer in der Vergangenheit erworbenen Reputation und einer graduell aufgebauten guten Integration in die Netzwerkstrukturen der Beteiligungsbranche oftmals einem hohen Dealflow gegenüber. Die zuletzt genannte weniger etablierte Anbietergruppe ist dagegen eher in Nischensegmenten mit einem geringeren Dealflow aktiv. Der von den etablierten Marktteilnehmern bediente Teilmarkt ist durch höhere Renditechancen aber auch eine deutlich höhere Wettbewerbsintensität charakterisiert als der von den jüngeren, weniger etablierten Marktteilnehmern bediente. Eine weitere Aufteilung des Marktes deutet sich zwischen rendite- und förderorientierten Beteiligungsgebern an. So sind insbesondere die förderorientierten Beteiligungsgeber bereit, auch kleinteilige Investments zu tätigen, während renditeorientierte Gesellschaften häufiger Mindestanforderungen an die Deal- oder Unternehmensgröße haben. Entsprechend ihrem Förderverständnis liegen die erwarteten Renditen bei den förderorientierten Gesellschaften in der Regel deutlich niedriger als bei den privaten Gesellschaften.

Parallel zu den Marktsegmentierungstendenzen zeigt sich, dass der Markt für **Beteiligungskapital in Deutschland insgesamt reifer** geworden ist. Darauf weist eine Reihe von Indizien hin: So hat die Marktkonsolidierung bewirkt, dass die Marktteilnehmer heute sehr viel erfahrener sind als beispielsweise zu Zeiten des New-Economy-Booms. Auch ist insbesondere bei den etablierten Spätphasenfinanzierern die Wettbewerbsintensität deutlich gestiegen. So kommt heute ein nicht zu vernachlässigender Anteil der aus Sicht der Beteiligungsgesellschaften akzeptablen Deals nicht zustande, weil ein anderer, konkurrierender Investor zum Zug kommt. Vor allem im großvolumigen Spätphasensegment können sich die Unter-

nehmen häufig zwischen den Angeboten verschiedener Beteiligungsgesellschaften entscheiden. Gerade in diesem Segment hat sich in jüngerer Zeit auch ein Angebot an standardisierten Mezzaninekapitalprodukten herausgebildet, die unter Umständen als alternative Finanzierungsquelle zu Beteiligungskapital für potentielle Beteiligungsnehmer dienen können. Von den Spätphasengesellschaften wird Mezzaninekapital deshalb auch mehrheitlich als Konkurrenz zu den eigenen Produkten angesehen.

Dauerhafte Angebotslücken werden von den befragten Beteiligungsgesellschaften insbesondere in der Frühphasenfinanzierung (und dort vor allem in der Seed-Phase) und bei kleinen Investitionsvolumina gesehen. Dabei handelt es sich um genau die Marktsegmente, in denen aus theoretischer Sicht ausgeprägte Marktversagenstatbestände auftreten können. Als wichtigste Gründe dafür, dass in manchen Segmenten von den Beteiligungsgesellschaften keine Finanzierungen angeboten werden, nennen die befragten Gesellschaften ein zu hohes erwartetes Risiko und eine ablehnende Haltung der potentiellen Beteiligungsnehmer gegenüber Beteiligungskapital. Ein zu hohes Risiko dürfte insbesondere in der Frühphase eine wichtige Rolle spielen, während Vorbehalte gegen Beteiligungskapital vor allem bei familiengeführten mittelständischen Unternehmen und damit tendenziell im kleinteiligen Segment zu vermuten sind.

Die von Bund, Ländern, EU sowie der KfW und den Förderbanken bzw. Wagniskapitalgesellschaften der Länder geleistete **Beteiligungsmarktförderung** sieht sich der Herausforderung gegenüber, die Marktaktivität in der Frühphase und im kleinteiligen Segment anzuschieben, ohne private Marktteilnehmer zu verdrängen oder die Marktentwicklung zu ersticken. Insbesondere im Falle eines zu hohen Risikos als Grund für Angebotslücken gestaltet sich die Aufgabe für die Förderung schwierig. Sie muss versuchen, durch marktkonforme Instrumente, wie z.B. Co-Investments öffentlicher Kapitalgeber für Risikoentlastung bei den privaten Marktteilnehmern zu sorgen, ohne Fehlanreize zu setzen oder prozyklisch zu wirken.

Die KfW hat ihre Frühphasenförderung deshalb in den letzten Jahren neu strukturiert und hat mit dem ERP-Startfonds gemeinsam mit dem Bund Ende 2004 ein Förderinstrument geschaffen, welches es privaten Beteiligungsgebern ermöglicht, mit der KfW Co-Investitionen einzugehen. Dabei tritt die KfW als Co-Investor auf und investiert in gleicher Höhe und zu den gleichen Konditionen wie der private Leadinvestor. Seit Herbst 2005 existiert mit dem gemeinsam von Bund, KfW und Partnern aus der Industrie (BASF, Deutsche Telekom und Siemens) aufgelegten High-Tech-Gründerfonds ein weiteres Förderinstrument für die Seed-Phase, welches prinzipiell ebenfalls Co-Investments einget. Für Spätphasenfinanzierer steht mit dem ERP-Beteiligungsprogramm ein adäquates Förderinstrument zur Verfügung,

mittels dessen sich Beteiligungsgesellschaften (insbesondere die MBGen) zu attraktiven Konditionen bei der KfW refinanzieren können.

Abschließend lässt sich festhalten, dass der deutsche Beteiligungskapitalmarkt in den letzten Jahren einen Marktkonsolidierungsprozess durchlaufen hat, der die Marktteilnehmer dazu gezwungen hat, entweder zu wachsen, um Skalenvorteile zu erzielen, oder sich stärker auf bestimmte Marktsegmente und Geschäftsmodelle zu spezialisieren sowie hinsichtlich der eingesetzten Instrumente und Strategien professioneller und zielgerichteter zu agieren. Ein höherer Professionalisierungsgrad wurde bei den Beteiligungsgesellschaften auch notwendig, weil der Kapitalmarkt in jüngerer Zeit ein breites Angebot an standardisierten Mezzanineprodukten hervorgebracht hat, das insbesondere für größere etablierte Unternehmen eine attraktive Alternative zu reinem Beteiligungskapital darstellt. Die Marktteilnehmer weisen infolge der Marktkonsolidierung und der gestiegenen Wettbewerbsintensität inzwischen deutlich mehr Erfahrung auf als zum Zeitpunkt der Vorgängerstudie. Deshalb lässt sich wohl unzweifelhaft von einem spürbaren Reifeprozess des deutschen Beteiligungskapitalmarktes sprechen. Dies stimmt zuversichtlich für die zukünftige Marktentwicklung. Es muss allerdings konstatiert werden, dass dieser Befund in weitaus stärkerem Maße für die Spätphase gilt, während der Konsolidierungsprozess in der Frühphase noch nicht abgeschlossen ist und dort weiterhin kräftiger Nachholbedarf in der Marktentwicklung besteht.

8 Anhang: Methodologie und Angaben zur Stichprobe.

Auf Basis des Fragebogens der Vorgängerstudie wurde im zweiten und dritten Quartal 2005 ein Fragebogen entwickelt. Ein Großteil der Fragen wurde eins zu eins oder in leicht abgewandelter Form übernommen. Einige Fragen, die nicht mehr im Fokus des Interesses stehen, wurden herausgenommen. Zusätzliche Fragen zu verschiedenen Themenkomplexen wurden dafür mit in den Fragebogen aufgenommen. Vor allem die neu aufgenommenen Fragen wurden mehreren Pre-Test unterzogen, d.h. es wurden Praktiker um Feedback zu diesen Fragen gebeten. Der Fragebogen wurde dann im September 2005 an 177 Mitglieder des BVK verschickt. Im November und Dezember wurden die Gesellschaften, die bis dahin nicht geantwortet haben, noch einmal persönlich angesprochen. Fragebögen, die bis Ende Dezember eingingen, wurden berücksichtigt.

Bei der Datenauswertung wurden Plausibilitätsprüfungen durchgeführt und offensichtlich fehlerhafte Angaben korrigiert oder gelöscht. Fehlende Angaben wurden teilweise nachrecherchiert.

8.1 Vergleich der Stichprobe mit der BVK-Grundgesamtheit.

Im Folgenden wird die Stichprobe hinsichtlich der Art der Beteiligungsgesellschaft mit der Grundgesamtheit (BVK Mitglieder) verglichen. Tabelle 1 zeigt, dass die Stichprobe der vorliegenden Studie hinsichtlich der Verteilung der befragten Beteiligungsgesellschaften auf die unterschiedlichen Arten von Beteiligungsgesellschaften und die unterschiedlichen Größenklassen⁵¹ weitgehend der BVK-Grundgesamtheit entspricht. Lediglich die CVCs sind in der vorliegenden Studie gegenüber der Grundgesamtheit leicht unterrepräsentiert, während die förderorientierten Beteiligungsgesellschaften (insbesondere die MBGen) aufgrund ihres guten Antwortverhaltens stärker vertreten sind als im BVK.

Eine Aufschlüsselung der BVK-Grundgesamtheit hinsichtlich des Schwerpunktes der Geschäftsaktivität in Früh- oder Spätphase der Beteiligungsgesellschaften lässt sich nur auf Basis der Zugehörigkeit zu den Fachgruppen Early Stage, Later Stage, MBG oder Buy-Outs durchführen. Zählt man die so erfassten MBGen und die Buy-Out Gesellschaften zu den Later Stage Gesellschaften, lässt sich die BVK-Grundgesamtheit in 53% Frühphasen- und 47% Spätphasen-Gesellschaften unterteilen. In der vorliegenden Studie wird eine Beteili-

⁵¹ Aufgrund divergierender Größenklassendefinitionen bezieht sich der Vergleich nicht auf die in der Studie verwendeten Größenklassen, sondern auf die des BVK.

gungsgesellschaft dagegen dann als Früh- bzw. Spätphasengesellschaft eingestuft, wenn sie mehr als 70% ihrer Investitionen in der entsprechenden Branche tätigt. Bei dieser Klassifizierung entsteht eine Gruppe ohne Spezialisierung. Da diese 37% ausmacht und sich die Klassifizierungsmethodik zwischen der Studie und dem BVK-Vorgehen deutlich unterscheidet, ist ein Vergleich mit der BVK-Grundgesamtheit kaum möglich. Es kann jedoch vermutet werden, dass der Anteil der Frühphase in der Studie gegenüber der BVK-Mitgliedschaft tendenziell zu gering und der der Spätphase tendenziell zu hoch ist.

Alles in allem ist die vorliegende Stichprobe somit weitgehend repräsentativ für den Gesamtmarkt.

Tabelle 1: Strukturvergleich der Stichprobe mit der BVK-Grundgesamtheit

	Anteil in der BVK-Grundgesamtheit	Anteil in der Stichprobe	Anzahl in der Stichprobe
Art der Beteiligungsgesellschaft			
Unabhängige BG	51%	54%	43
CVC	35%	22%	17
MBG	8%	15%	12
Sonstige Förderorientierte	6%	9%	7
Größenklasse			
unter 50 Mio. Euro	60%	52%	29
50-100 Mio. Euro	10%	12%	7
100-250 Mio. Euro	14%	18%	10
über 250 Mio. Euro	16%	18%	10

8.2 Strukturmerkmale der Stichprobe.

Die Tabellen 2 bis 4 stellen jeweils die Häufigkeiten von zwei der drei Auswertungsdimensionen dar. Diese sind für die Auswertungen immer dann relevant, wenn zwischen Gruppen einer Dimension erhebliche Unterschiede bestehen und die Gruppen der ersten Dimension nicht gleichmäßig über die zweite Dimension verteilt sind. Tabelle 4 bestätigt, dass Frühphasenfonds, wie erwartet, im Durchschnitt deutlich kleiner sind als Spätphasenfonds. Weiterhin zeigen die Tabellen, dass MBGen nahezu ausschließlich in der Spätphase aktiv sind, während sich die sonstigen Förderinstitutionen eher auf die Frühphase konzentrieren und deshalb im Schnitt kleiner sind.

Tabelle 2: Häufigkeiten nach Art und Finanzierungsphase der Gesellschaften

	Frühphase	Keine Spezialisierung	Spätphase
Unabhängige BG	9	16	16
CVC-Gesellschaft	4	7	5
MBG	0	2	10
Sonstige Förderinstitution	3	3	1

Tabelle 3: Häufigkeiten nach Art und Größenklasse der Gesellschaften

	<= 25 Mio. Euro	25-100 Mio. Euro	> 100 Mio. Euro
Unabhängige BG	12	8	15
CVC-Gesellschaft	5	3	3
MBG	0	5	1
Sonstige Förderinstitution	1	2	1

Tabelle 4: Häufigkeiten nach Finanzierungsphase und Größenklasse der Gesellschaften

	<= 25 Mio. Euro	25-100 Mio. Euro	> 100 Mio. Euro
Frühphase	7	3	3
Keine Spezialisierung	5	8	5
Spätphase	6	6	11

9 Literatur.

Brander, James A. / Amit, Raphael / Antweiler, Werner (2002): Venture Capital Syndication: Improved Venture Selection versus the Value-Added Hypothesis, in: Journal of Economics and Management Strategy, Vol. 11, Nr. 3, S. 423-452.

BVK (2005): BVK Statistik 2004: Das Jahr 2004 in Zahlen, Berlin.

BVK (2006): BVK Statistik 2005: Das Jahr 2005 in Zahlen, Berlin.

Fingerle, Christian H. (2005): Smart Money – Influence of Venture Capitalists on High Potential Companies, Verlag Wissenschaft und Praxis, Sternenfels.

Kaplan, Steven N. / Schoar, Antoinette (2005): Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows, in: The Journal of Finance, Vol. 60, Nr. 4, S. 1791-1823.

Lerner, Josh (1994): The Syndication of Venture Capital Investments, in: Financial Management, Vol. 2, Nr. 3, S. 16-27.

KfW / Creditreform / IfM / RWI / ZEW (Hrsg.) (2006): Konjunkturaufschwung bei anhaltendem Problemdruck – Mittelstandsmonitor 2006 – Jährlicher Bericht zu Konjunktur- und Strukturfragen kleiner und mittlerer Unternehmen, Frankfurt.

Kraft, Volker (2001): Private Equity für Turnaround-Investitionen, Campus, Frankfurt/Main.

Nathusius, Eva (2005): Syndizierte Venture-Capital-Finanzierung, Verlag Wissenschaft und Praxis, Sternenfels.

Poehch, Angela / Achleitner, Ann-Kristin / Burger-Calderon, Max (2005): Private Equity in Familienunternehmen: Eine empirische Untersuchung zu psychologischen Aspekten der Transaktionsentscheidung, in: FinanzBetrieb, Jahrgang 7, Nr. 5, S. 289-295.

Porter, Michael E. (2004): Building the Microeconomic Foundations of Prosperity: Findings from the Business Competitive Index. In: World Competitive Report 2004-2005, World Economic Forum, Genf.

Plankensteiner, Dirk / Rehbock, Tobias (2005): Der deutsche Mittelstand entdeckt das Mezzanine-Kapital, in: Börsen-Zeitung vom 28.5.2005, S. 5.

Reize, Frank (2005): KfW-Mittelstandspanel 2005 – Ist der Mittelstand fit für die Zukunft?, KfW Bankengruppe, Frankfurt.

Schumacher, Jan / Zimmermann, Volker (2004): Auf unterschiedlichen Wegen zum gleichen Ziel? Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien: Marktstrukturen im Vergleich, KfW Bankengruppe, Frankfurt.

Zimmermann, Volker (2006): Entwicklung und Determinanten des Zugangs zu Bankkrediten, in: Mittelstands- und Strukturpolitik, Ausgabe 35, KfW Bankengruppe, Frankfurt.

Zimmermann, Volker / Schmacher, Jan (2005): Unternehmensfinanzierung: Immer noch schwierig, aber erste Anzeichen einer Besserung. Rating erreicht zunehmend die kleineren Unternehmen, KfW Bankengruppe, Frankfurt.

Zimmermann, Volker / Bienz, Carsten / Hirsch, Julia (2005): Entwicklungstendenzen in der Vertragsgestaltung auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt, in: Mittelstands- und Strukturpolitik, Ausgabe 33, KfW Bankengruppe, Frankfurt.

Zimmermann Volker / Karle, Heiko (2005): Das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt: Entwicklung und Einflussfaktoren. FinanzBetrieb 6/2005, S. 445-455.

Zimmermann, Volker / Fischer, Jörg (2003): Beteiligungskapital in Deutschland: Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf. Forschreitende Professionalisierungstendenzen in einem noch jungen Markt, KfW Bankengruppe, Frankfurt.

ZEW (2005): Private Equity im internationalen Vergleich – Analyse der Rahmenbedingungen und Schlussfolgerungen für Deutschland, erhältlich unter www.zew.de.

10 Abbildungsverzeichnis.

Abbildung 1: Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes in Deutschland, Großbritannien und Europa 1995-2005	8
Abbildung 2: Verteilung der Befragungsteilnehmer nach Art, Finanzierungsphasenspezialisierung und Größe der Gesellschaften	11
Abbildung 3: Durchschnittliche Anzahl an Portfoliounternehmen einer Gesellschaft	15
Abbildung 4: Durchschnittliche Investitionssumme pro Deal	17
Abbildung 5: Durchschnittliche Mitarbeiteranzahl	18
Abbildung 6: Durchschnittliches Fondsvolumen pro Investmentprofessional	20
Abbildung 7: Aufnahme der Geschäftstätigkeit in Deutschland	21
Abbildung 8: Anteil des größten Eigentümers	24
Abbildung 9: Größter Eigentümer	25
Abbildung 10: Durchschnittliche Anteile der Refinanzierungsquellen	29
Abbildung 11: Mindestumsatz	34
Abbildung 12: Mindestinvestitionssummen	35
Abbildung 13: Bedeutung von Eigenschaften des Beteiligungsgebers für Dealakquise	37
Abbildung 14: Quellen des Dealflows	39
Abbildung 15: Erfolgsquoten der Dealquellen	41
Abbildung 16: Durchschnittliche Anzahl der Finanzierungsanfragen im Jahr 2004	42
Abbildung 17: Selektionsprozess der Deals	44
Abbildung 18: Bedeutung verschiedener Informationen für die Due-Diligence	46
Abbildung 19: Gründe für das Scheitern "akzeptabler" Deals	49
Abbildung 20: Mindestbruttorendite	52
Abbildung 21: Rolle mezzaniner Finanzierungsprodukte für die Nachfrage nach Beteiligungskapital	54
Abbildung 22: Durchschnittliche Anteile von Investmentgrößenklassen an der Anzahl der Engagements im Zeitraum 2002 bis 2004	59
Abbildung 23: Anteile von Finanzierungsphasen am Investitionsvolumen	61
Abbildung 24: Anteile von Branchen am Investitionsvolumen	63
Abbildung 25: Verwendete Finanzierungsinstrumente	65
Abbildung 26: Anteil der Beteiligungsgeber mit Hands-on-Betreuung	67
Abbildung 27: Anteile der Gesellschaften, die ein Ratingverfahren verwenden	69
Abbildung 28: Anteile der Deals mit einem und mehreren Investoren	71
Abbildung 29: Anteile der Exitkanäle an der Anzahl der Exits einer Gesellschaft 2004	73
Abbildung 30: Ausfallquoten 2004 bezogen auf das Portfoliovolumen	74
Abbildung 31: Veränderung der Ausfallrate im Jahr 2004 im Vergleich zu 2003	76
Abbildung 32: Veränderung der durchschnittlichen Investitionssumme zwischen 2002 und 2004 pro Beteiligung	78
Abbildung 33: Anteile sich im Zeitraum von 2002 bis 2004 spezialisierender und diversifizierender Beteiligungsgesellschaften	79
Abbildung 34: Anteile der Gesellschaften, die in bestimmten Marktsegmenten ein dauerhaftes Unterangebot an Beteiligungskapital ausmachen	83
Abbildung 35: Dauerhafte Angebotslücken	85
Abbildung 36: Bedeutung von Investitionshemmnissen	87

Abbildung 37: Anteile der Gesellschaften, die in den Jahren 2002 bis 2004 Förderprogramme in Anspruch genommen haben	90
Abbildung 38: Durchschnittliche Anteile der öffentlichen Förderung am Investitionsvolumen aller unabhängigen Beteiligungsgesellschaften	91
Abbildung 39: Anteil der öffentlichen Förderung am Investitionsvolumen bei Beteiligungsgesellschaften, die Förderung in Anspruch nehmen	92
Abbildung 40: Nutzung verschiedener Anbieter von Förderung.....	94
Abbildung 41: Bedeutung von Förderaspekten	96

11 Tabellenverzeichnis.

Tabelle 1: Strukturvergleich der Stichprobe mit der BVK-Grundgesamtheit	103
Tabelle 2: Häufigkeiten nach Art und Finanzierungsphase der Gesellschaften.....	104
Tabelle 3: Häufigkeiten nach Art und Größenklasse der Gesellschaften.....	104
Tabelle 4: Häufigkeiten nach Finanzierungsphase und Größenklasse der Gesellschaften .	104

12 Abkürzungsverzeichnis.

BG	Beteiligungsgesellschaft
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity and Venture Capital Association e.V.
CVC	Corporate-Venture-Capital-Gesellschaft
ERP	European Recovery Program
IBO	Institutional Buy-Out
IT	Informationstechnologie
IuK	Informations- und Kommunikationstechnologie
LBO	Leveraged Buy-Out
MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buy-Out
n	Anzahl der Beobachtungen einer Kategorie
PE	Private Equity
PIPE	Public Investment in Private Equity
VC	Venture Capital