

Beteiligungskapital in Deutschland:

Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf.

Fortschreitende Professionalisierungstendenzen in einem noch jungen Markt.

Mai 2003, Berlin.

## **KfW**

Palmengartenstraße 5-9  
60325 Frankfurt am Main

Telefon (069) 74 31 0  
Fax (069) 74 31 29 44  
Internet [www.kfw.de](http://www.kfw.de)

### Pressestelle

Telefon (069) 74 31 44 00

### Informationszentrum

Telefon (01801) 33 55 77  
Fax (069) 74 31 64 35 5  
E-Mail [iz@kfw.de](mailto:iz@kfw.de)

### Niederlassung Berlin

Charlottenstraße 33/33a  
10117 Berlin  
Telefon (030) 2 02 64 0

## **I M P R E S S U M**

Herausgeber/Redaktion:

KfW, KSb-Volkswirtschaft

Ansprechpartner: Dr. Volker Zimmermann, Tel. (069) 7431-3725 [volker.zimmermann@kfw.de](mailto:volker.zimmermann@kfw.de)

Dr. Jörg Fischer, Tel. (069) 7431-4517 [joerg.fischer@kfw.de](mailto:joerg.fischer@kfw.de)

Frankfurt am Main, Mai 2003

## **Inhaltsverzeichnis**

<b>1</b>	<b>EINFÜHRUNG</b>	<b>6</b>
<b>2</b>	<b>DIE BEFRAGTEN BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN</b>	<b>7</b>
2.1	Klassifizierung von Beteiligungsgebern	7
2.2	Eigentümerstruktur und Herkunft des Kapitals	9
2.3	Zwischenfazit	13
<b>3</b>	<b>INVESTITIONSTÄTIGKEIT</b>	<b>14</b>
3.1	<b>Akquise von Deals, Beteiligungswürdigkeitsprüfung, Betreuung von Investments und Arten der Beteiligung</b>	<b>14</b>
3.1.1	Wettbewerbsvorteile bei der Akquisition	14
3.1.2	Finanzierungsanfragen und Auswahl von Investments	16
3.1.3	Betreuung und Überwachung von Engagements	18
3.2	<b>Investitionstätigkeit nach Dealsize, Phasen, Wirtschaftszweige</b>	<b>22</b>
3.2.1	Dealsize	22
3.2.2	Finanzierungsphasen	24
3.2.3	Zielbranchen	25
3.3	<b>Investmentstrategien: Spezialisierung versus Diversifizierung</b>	<b>26</b>
3.4	<b>Erwartete Renditen, Ausfälle und realisierte Renditen</b>	<b>29</b>
3.4.1	Erwartete Renditen	29
3.4.2	Ausfälle	31
3.4.3	Realisierte Rendite	33
3.5	Zwischenfazit	35
<b>4</b>	<b>AUSMAß UND URSACHEN VON ANGEBOTSLÜCKEN AUF DEM BETEILIGUNGSMARKT</b>	<b>36</b>
4.1	Unterversorgte Marktsegmente	36
4.2	Investitionshemmnisse	40
4.3	Zwischenfazit: Angebotslücken	42

<b>5</b>	<b>Förderung und Förderbedarf</b>	<b>43</b>
<b>5.1</b>	<b>Förderbedarf</b>	<b>43</b>
<b>5.2</b>	<b>Nutzung von Förderung</b>	<b>46</b>
<b>5.3</b>	<b>Die Bedeutung von Förderaspekten</b>	<b>51</b>
<b>5.4</b>	<b>Zwischenfazit: Förderung und Förderbedarf</b>	<b>54</b>
<b>6</b>	<b>FAZIT UND AUSBLICK</b>	<b>55</b>

## Kurzzusammenfassung

Zusammen mit einer deutsch-englischen Forschergruppe aus den Universitäten Cambridge, Edinburgh, Eichstätt und Hamburg hat die KfW im Herbst 2002 eine umfangreiche Befragung von Beteiligungsgesellschaften in Deutschland und Großbritannien durchgeführt. Ziele der Befragung waren die Bestandsaufnahme und der Vergleich von Marktstrukturen und Verhaltensmustern in beiden Ländern mit Schwerpunkten auf der Identifizierung von Marktdefiziten und auf der Rolle der Förderung. Im Folgenden legt die KfW erste Ergebnisse der Auswertungen für Deutschland vor. Die Befragung richtete sich hier an alle Mitglieder des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK). Mit einer Beteiligung von über 50 % der Befragten vermitteln die Ergebnisse ein umfassendes Bild des deutschen Marktes.

### Strukturen und Verhaltensmuster auf dem deutschen Beteiligungsmarkt

1. Insgesamt weist der noch relativ junge deutsche Beteiligungsmarkt bereits eine erhebliche Vielfalt von Beteiligungsgebern auf. Allerdings weisen die vergleichsweise hohe Zahl förderorientierter Beteiligungsgesellschaften, der erst moderate, aber wachsende Spezialisierungsgrad der Anbieter und die geringe Bedeutung institutioneller Anleger als Investoren auf das noch frühe Entwicklungsstadium des Marktes hin.
2. Entsprechend ihrer Investitionsmotive unterscheiden sich die Verhaltensweisen der verschiedenen Anbietergruppen z.T. ganz erheblich. Dies beginnt schon bei der Auswahl der potenziellen Beteiligungsnehmer. Bei den renditeorientierten Gesellschaften landen rund 10 mal so viele Finanzierungsanfragen wie bei den förderorientierten Gesellschaften und sie selektieren diese auch sehr viel stärker: Bei den Unabhängigen VCs kommen beispielsweise im Durchschnitt nur 13 % der Anfragen in die engere Auswahl und nur 3 % überwinden alle Auswahlhürden – bei den förderorientierten mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBGen) sind es 47 % bzw. 23 %. Die Unabhängigen VCs üben bei den eingegangenen Beteiligungen auch viel häufiger „wesentlichen“ Einfluss auf die Geschäftsführung aus, während die MBGen ihre Beteiligungsnehmer weniger eng begleiten und sich bei der Auswahl und Betreuung deutlich stärker auf standardisierte Verfahren (Ratinginstrumente) abstützen.
3. Auch die Portfoliostruktur unterscheidet sich zwischen den verschiedenen Beteiligungsgebergruppen erheblich: Die förderorientierten Gesellschaften konzentrieren sich eher auf Unternehmen aus dem produzierenden Sektor, auf Spätphasenfinanzierungen und vor allem auf die kleineren Engagements (unterhalb von 1,5 Mio. EUR Beteiligungsvolumen). Viele renditeorientierte Gesellschaften haben dagegen eher die riskanteren Marktsegmente der New Economy und der Frühphase im Fokus bzw. spezialisieren sich auf größere Buy-out-Transaktionen.
4. Entsprechend differieren auch die Renditeerwartungen der verschiedenen Gruppen von Beteiligungsgesellschaften: Bei den MBGen liegt die erwartete Rendite von Einzelengagements – teilweise regulatorisch begründet – bei maximal 12 % p.a., während die große Mehrheit der renditeorientierten Gesellschaften mindestens 20 % p.a. und z.T. noch deutlich mehr Rendite erwarten. Die über das gesamte Portfolio tatsächlich realisierten Renditen liegen allerdings deutlich niedriger: Bei mehr als der Hälfte der Beteiligungsgesellschaften lag die realisierte Rendite in 2001 unterhalb von 4 %, bei mehr als einem Drittel war sie sogar negativ. Hauptursache der großen Diskrepanz zwischen Erwartungen und Realisierungen sind die anfallenden Managementkosten, Steuern und Abschreibungen: Allein im Jahr 2001 musste rund ein Drittel der Beteiligungsgeber Ausfallquoten von mehr als 10 % auf ihr Portfolio hinnehmen. Diese großen Diskrepanzen und Heterogenitäten sind typische Kennzeichen für noch junge, ungefestigte Märkte.

## **Lücken im Angebot von Beteiligungskapital**

5. Dass der deutsche Beteiligungskapitalmarkt trotz der feststellbaren Professionalisierungstendenzen immer noch unterentwickelt ist, zeigt sich u.a. auch daran, dass mehr als zwei Drittel der Beteiligungskapitalgesellschaften in vielen Marktsegmenten noch ein dauerhaftes Unterangebot an Beteiligungskapital konstatieren. Obwohl Deutschland hinsichtlich der Frühphasenfinanzierung lange Zeit als vorbildlich galt, werden gerade in diesem Marktsegment immer noch sehr große Lücken gesehen. Vor allem bei den kleineren Beteiligungsvolumina wird ein erheblicher ungedeckter Bedarf konstatiert und hinsichtlich der Sektoren gilt vor allem die Old Economy als deutlich unterversorgt.
6. Bei der Analyse der Gründe, warum die Beteiligungsgesellschaften nicht in die von ihnen selbst konstatierten Marktlücken vorstoßen, dominieren eindeutig Risikoaspekte und unerfüllbare Renditeerwartungen, gefolgt von Exitproblemen. Andere Gründe wie der Mangel an qualifizierten Teilnehmern oder Probleme beim Fundraising hatten demgegenüber im Befragungszeitraum deutlich nachrangige Bedeutung. Es ist zu erwarten, dass sich mit der Verbesserung der allgemeinen Wirtschaftslage in Deutschland auch unter den Beteiligungskapitalanbietern wieder optimistischere Markteinschätzungen durchsetzen und sie sich dann stärker den oben spezifizierten Marktlücken zuwenden werden.

## **Förderung und Förderbedarf**

7. Angesichts der großen volkswirtschaftlichen Bedeutung von Beteiligungskapital und der großen noch existierenden Marktlücken stellt sich die Frage, welche Rolle die Förderung in diesem Zusammenhang spielen kann und soll. Tatsächlich erkennen drei Viertel der Beteiligungskapitalgesellschaften in mindestens einem Marktsegment einen signifikanten Förderbedarf. Förderbedarf wird hauptsächlich in forschungs- und innovationsintensiven Branchen, bei der Frühphasenfinanzierung, bei kleineren Unternehmen und in den neuen Bundesländern gesehen, also in Bereichen, in denen auch das Risiko häufig überdurchschnittlich hoch ist.
8. Ein Abgleich des existierenden Förderangebotes mit dem konstatierten Förderbedarf zeigt eine gute Überschneidung. Dies wird auch durch die Tatsache bestätigt, dass die Beteiligungsgesellschaften die Förderangebote sehr intensiv nutzen: Drei Viertel der Gesellschaften haben in den letzten 3 Jahren Förderangebote in Anspruch genommen und damit durchschnittlich ein Drittel ihrer Investitionen finanziert bzw. abgesichert. Damit kommt der öffentlichen Förderung eine ganz erhebliche Bedeutung für die Investitionsaktivitäten auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt zu. Unter den verschiedenen regionalen, bundes- und europaweiten Förderangeboten werden die Programme von KfW und DtA mit großem Abstand am intensivsten genutzt. Hierbei konzentriert sich die Nutzung sehr stark auf die Programme zur Frühphasen- sowie zur Innovationsfinanzierung.

## **Fazit**

Der noch relativ junge deutsche Beteiligungsmarkt weist zwar einerseits bereits eine große Vielfalt von Beteiligungsgesellschaften auf, die sich hinsichtlich ihrer Motive, Zielgruppen und Verhaltensweisen z.T. signifikant voneinander unterscheiden. Er ist andererseits aber auch noch lange nicht gefestigt und teilweise durch erhebliche Angebotslücken und Ungleichgewichte gekennzeichnet, die deutlich auf eine noch unzureichende Markttiefe und Marktbreite hinweisen. Aufgabe einer subsidiären Förderung ist es, den Markt weiter zu festigen, die Marktlücken durch moderne und marktkonforme Instrumente zu reduzieren und gleichzeitig die weitere Marktentwicklung zu unterstützen.

## 1 Einführung

In der zweiten Hälfte der neunziger Jahre erlebte der Markt für außerbörsliches Beteiligungskapital (Private Equity) in Deutschland einen Boom. Angeregt durch verbesserte gesetzliche Rahmenbedingungen, den Start des Neuen Marktes und nicht zuletzt dank öffentlicher Förderung sind die Bruttoinvestitionen am Beteiligungskapitalmarkt in kurzer Zeit von unter 1 Mrd. EUR (1996) auf fast 5 Mrd. EUR (2000) gestiegen. Die anschließende Konsolidierung hat übertriebene Erwartungen korrigiert, aber die betriebs- und volkswirtschaftlich große Bedeutung der Unternehmensfinanzierung mit Hilfe von Private Equity nicht in Frage gestellt. Der Markt ist heute immer noch viermal so groß wie Mitte der 90er Jahre und gerade für Gründer und junge, innovative Unternehmen, aber auch für etablierte Unternehmen, die ihr weiteres Wachstum finanzieren wollen, unverzichtbar. Mehr noch: Angesichts der in den letzten Jahren wachsenden öffentlichen Diskussion über die niedrige Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen ziehen immer mehr Unternehmen Beteiligungskapital als Alternative zum Bankkredit in Betracht.

Die derzeitige scharfe Korrektur der zuvor umso stürmischeren Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes zeigt aber auch, dass die Strukturen noch nicht dauerhaft gefestigt sind. Dies ist auch darauf zurückzuführen, dass eine Eigenkapitalkultur, wie man sie z. B. aus Großbritannien und insbesondere aus den USA kennt, in Deutschland bisher nicht oder nur in Ansätzen existiert. Der deutsche Beteiligungsmarkt ist insgesamt nicht nur ein im internationalen Vergleich junger Markt, sondern weist – gemessen an der Wirtschaftskraft – noch ein erhebliches Entwicklungspotenzial und einen fortgesetzten Förderbedarf auf.

Vor diesem Hintergrund startete die KfW mit einer deutsch-englischen Forschergruppe aus den Universitäten Cambridge, Edinburgh, Eichstätt und Hamburg ein gemeinsames Projekt mit dem Ziel der Bestandsaufnahme und des Vergleichs der Beteiligungsmarktstrukturen in Deutschland und im Vereinigten Königreich. Im folgenden Bericht fasst die KfW einige zentrale Resultate der schriftlichen Befragung von in Deutschland agierenden Beteiligungsgesellschaften zusammen. Hierbei werden insbesondere die existierenden Marktdefizite und die Rolle der öffentlichen Förderung beleuchtet. Eine vergleichende Studie zwischen Deutschland und Großbritannien soll in Kürze folgen.

## 2 Die befragten Beteiligungsgesellschaften

### 2.1 Klassifizierung von Beteiligungsgebern

Die schriftliche Befragung erfolgte im Herbst 2002 und richtete sich an die Mitglieder des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK). Mit einer Rücklaufquote von über 50 % (107 auswertbare Fragebögen) bietet die Studie ein detailliertes Bild des Beteiligungskapitalmarktes in Deutschland.

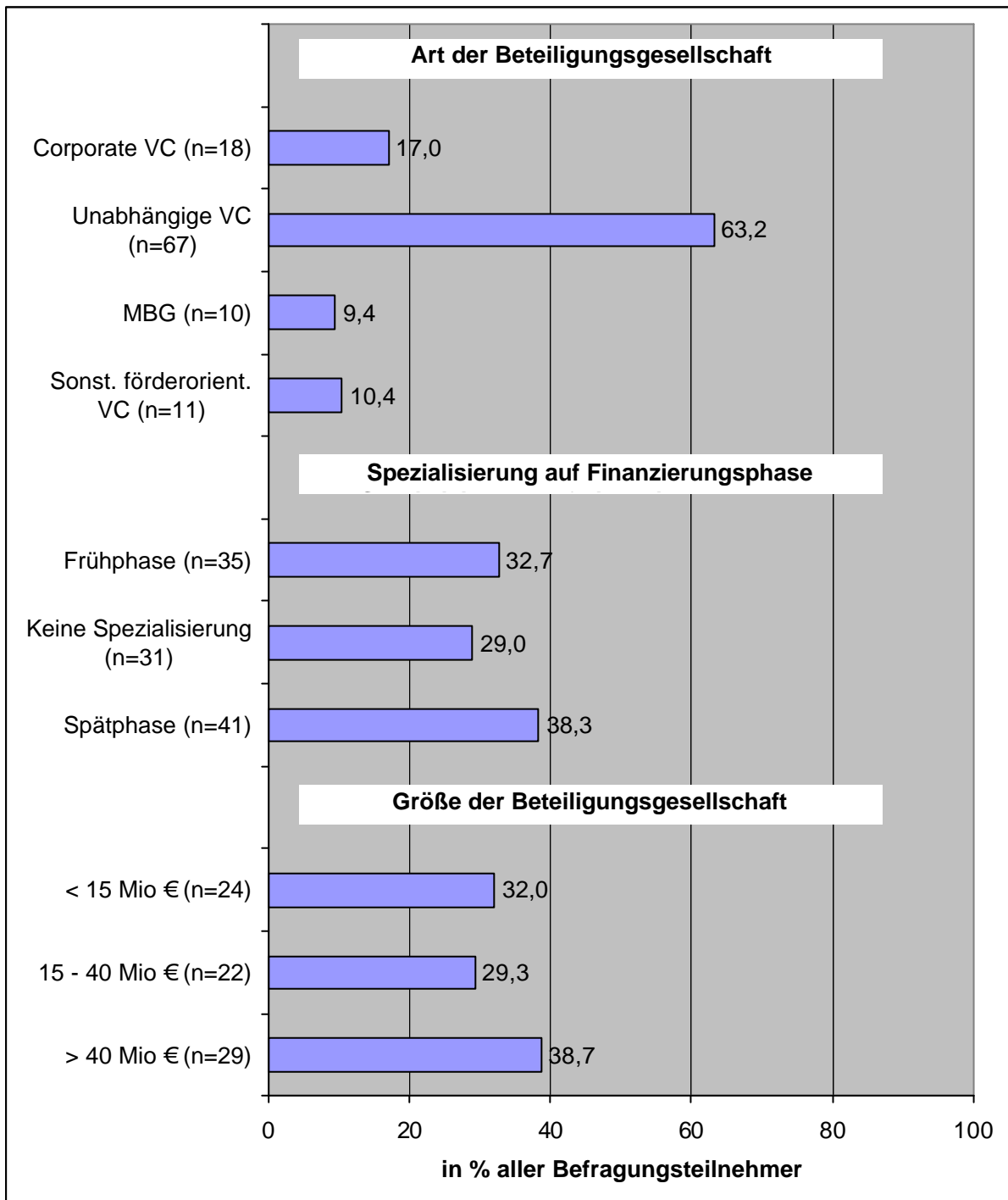
Mit knapp zwei Drittel der antwortenden Unternehmen, zählt der Großteil der Gesellschaften zu den unabhängigen Beteiligungskapitalgesellschaften (s. Abbildung 1). Die zweitgrößte Gruppe stellen mit 17 % die Corporate Venture Capital Gesellschaften, also Beteiligungsgesellschaften, die als Tochter größerer Industrie-, Dienstleistungs- oder Finanzdienstleistungsunternehmen operieren. Rund 20 % der Befragungsteilnehmer sind förderorientierte Institutionen, darunter 10 Mittelständische Beteiligungsgesellschaften (MBGen). Zu den sonstigen förderorientierten Beteiligungsgesellschaften zählen all jene Bundes- und Landesbeteiligungsgesellschaften, die keine Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften sind (z.B. tbg, gbb usw.). Die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften und die Corporate Venture Gesellschaften werden im Folgenden häufig auch als „renditeorientierte VCs“, die MBGen und sonstigen Förderinstitutionen als „förderorientierte VCs“ bezeichnet.

Für die weitere Untersuchung werden diese Gesellschaften teilweise auch nach dem Schwerpunkt ihrer Geschäftstätigkeit (bezogen auf Finanzierungsphasen) aggregiert. So werden als Früh- beziehungsweise Spätphasenfinanzierer jene Gesellschaften betrachtet, die im Zeitraum von 1999 bis 2001 mehr als 70 % des Volumens ihrer Engagements in der Frühphase – also Seed- oder Start Up-Finanzierungen – beziehungsweise in der Spätphase – also Wachstums- oder MBO/MBI-Finanzierungen – investiert haben. Über 70 % der Befragungsteilnehmer fallen in eine dieser beiden Kategorien. Die verbleibende Kategorie setzt sich aus Beteiligungsgesellschaften zusammen, die keine Spezialisierung hinsichtlich einer der genannten Finanzierungsphasen erkennen lassen. Einzelne Unternehmen in dieser Kategorie führen auch häufiger Replacement- und Turn-around-Finanzierungen durch (s. auch Abschnitt 3.2).

Des Weiteren werden die Beteiligungsgesellschaften nach dem Umfang ihrer bislang investierten Mittel („Portfolio“) in drei Gruppen eingeteilt. Die Grenze zwischen der Gruppe der kleineren Gesellschaften und der mittleren Gruppe beträgt 15 Mio. EUR, jene zwischen der mittleren Gruppe sowie der Gruppe der großen Gesellschaften 40 Mio. EUR investierten Kapitals.



**Abbildung 1: Verteilung der Befragungsteilnehmer nach Art, Spezialisierung und Größe der Gesellschaften**



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.

Die eher kleinen Beteiligungskapitalgesellschaften sind in der Regel auch junge Gesellschaften, zumindest was ihre Geschäftstätigkeit auf dem deutschen Markt betrifft. Eine Vielzahl der Beteiligungsgesellschaften hat ihre Geschäftstätigkeit in Deutschland erst während der zweiten Hälfte der neunziger Jahre aufgenommen. Dies trifft vor allem für die unabhängigen VC-Gesellschaften zu, von denen rund die Hälfte ihre Tätigkeit in den Jahren 1997 bis 1999 in Deutschland aufgenommen haben. Die antwortenden Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften agieren überwiegend seit der ersten Hälfte der neunziger Jahre

auf dem Markt. Von den renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften haben rund 10 % ihren Hauptsitz außerhalb Deutschlands.

## **2.2 Eigentümerstruktur und Herkunft des Kapitals**

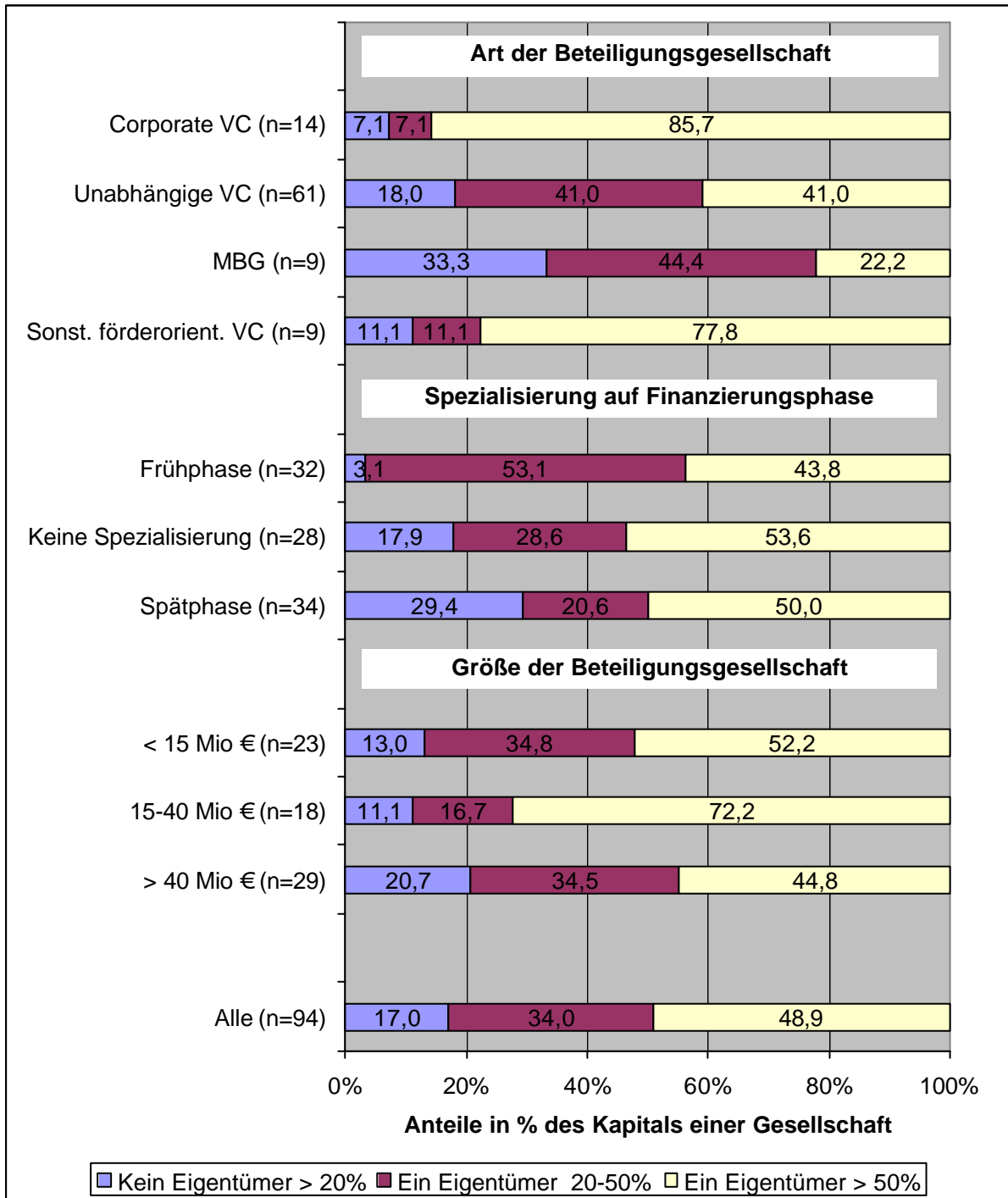
Rund die Hälfte der antwortenden Gesellschaften weist einen Eigentümer auf, der mehr als 50 % der Anteile an der Managementgesellschaft hält. Typischerweise kommt dies besonders häufig bei den Corporate Venture Capital Gesellschaften sowie den „sonstigen förderorientierten VCs“ vor (s. Abbildung 2). Die Corporate Venture Capital Gesellschaften haben zu gut einem Viertel Banken und zu über der Hälfte Industrieunternehmen als größte Anteilseigner (s. Abbildung 3). Unabhängige Venture Capital Gesellschaften weisen nach den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften die diversifizierteste Eigentümerstruktur auf. Bei einem Drittel dieser Gesellschaften sind Privatpersonen der größte Eigentümer.

Die Eigentümerstruktur unter den förderorientierten Beteiligungsgebern unterscheidet sich deutlich zwischen den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften und den sonstigen förderorientierten Beteiligungsgebern. Während die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften als Selbsthilfeorganisation der Wirtschaft i.d.R. eine große Anzahl von kleineren Anteilseignern aufweisen, hat die Mehrheit der sonstigen förderorientierten Beteiligungsgeber einen Anteilseigner, der mind. die Hälfte des Kapitals der Gesellschaft hält. Größter Eigentümer der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften ist bei der Hälfte der Befragungsteilnehmer eine Geschäftsbank.

Beteiligungsgeber, die auf Frühphasenfinanzierungen spezialisiert sind, weisen eine deutlich geringere Anzahl von Eigentümern auf als andere Gesellschaften. Auch treten bei ihnen am häufigsten Privatpersonen als größte Eigentümer auf. Bei den Spätphasenfinanzierten bilden dagegen mit rund einem Drittel die Geschäftsbanken die größte Gruppe der Anteilseigner.

Die Refinanzierungsquellen der Beteiligungsgesellschaften sind insgesamt breit gestreut. Unterschiede zeigen sich vor allem bezüglich der Arten der Beteiligungsgeber. Insgesamt stammen die größten Anteile an der Finanzierung einer Beteiligungsgesellschaft aus konzerninternen Quellen (27 %) oder von Geschäftsbanken (24 %). Aber auch der öffentliche Sektor macht mit 17 % der Refinanzierung über alle Beteiligungsgeber einen vergleichsweise hohen Anteil aus (s. Abbildung 4). Institutionelle Anleger (Versicherungen und Pensionsfonds) und „Fonds-in Fonds“-Investitionen spielen als Finanzierungsquellen mit 9,2 % bzw. 5,9 % in Deutschland nur eine vergleichsweise geringe Rolle.

Abbildung 2: Eigentümerstruktur



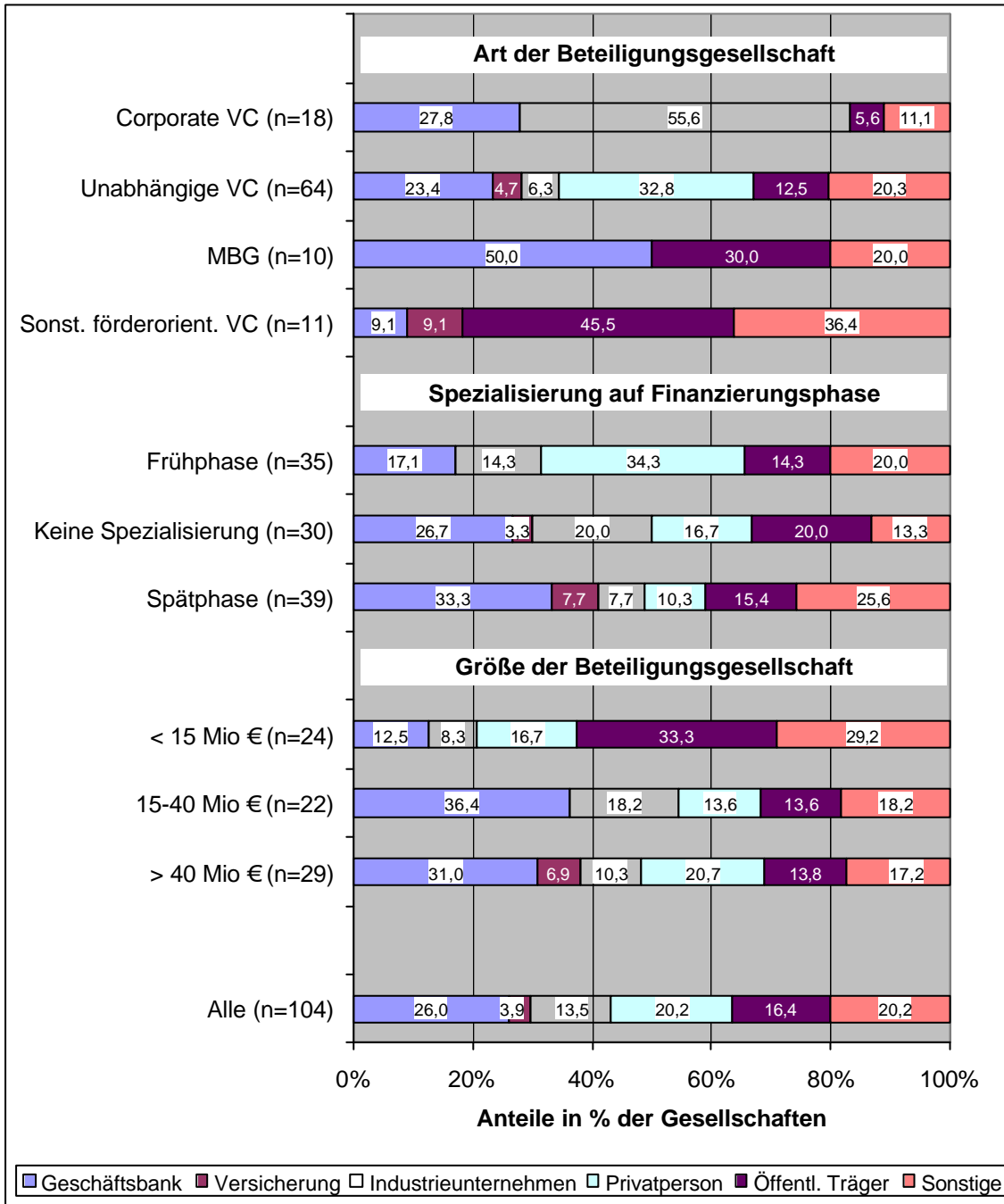
Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.

Lesebeispiel: Bei 17 % der befragten Beteiligungsgesellschaften hält kein Eigentümer mehr als 20 % des Kapitals der Managementgesellschaft.

Die konzerninterne Finanzierung spielt erwartungsgemäß insbesondere bei den Corporate Venture Capital Gesellschaften mit rund 61 % eine dominierende Rolle. Privatpersonen werden ausschließlich von unabhängigen Beteiligungskapitalgesellschaften als Refinanzierungsquelle genannt. Mit durchschnittlich rund einem Fünftel am Finanzierungsvolumen rangiert diese Quelle auf Rang 3 bei den unabhängigen Beteiligungskapitalgesellschaften. Pri-

vatpersonen sind darüber hinaus insbesondere bei kleinen Beteiligungsgebern sowie unter den Frühphasenfinanzierern von größerer Bedeutung.

**Abbildung 3: größter Eigentümer**

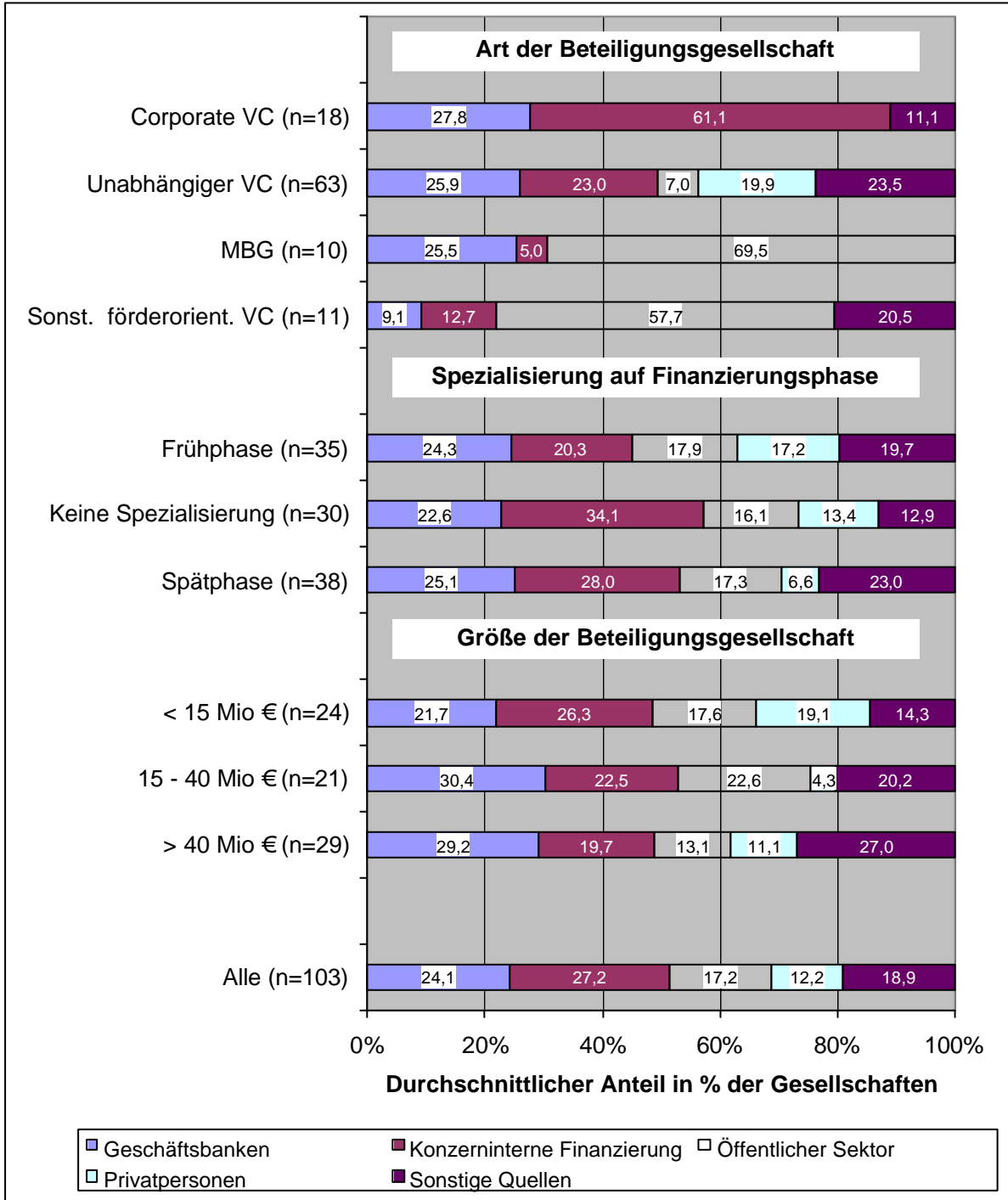


Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
 Lesebeispiel: Bei 26 % der befragten Beteiligungsgesellschaften ist der größte Eigentümer eine Geschäftsbank.

Öffentliche Quellen spielen bei renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften eine untergeordnete Rolle, während sie erwartungsgemäß bei den förderorientierten Gesellschaften den wichtigsten Refinanzierungsweg darstellen. Dennoch sind diese Gesellschaften – entgegen einer oft verbreiteten Meinung – nicht vollständig auf öffentliche Quellen angewiesen. So

stammt bei den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften im Durchschnitt beispielsweise ein Viertel der Mittel von Geschäftsbanken, was sicherlich teilweise durch die Eigentümerstruktur (s. Abbildung 3) erklärt werden kann.

**Abbildung 4: Anteile von Refinanzierungsquellen**



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
 Lesebeispiel: Im Durchschnitt stammen 24,1 % des Kapitals einer Beteiligungsgesellschaft von Geschäftsbanken.

### **2.3 Zwischenfazit**

Die vorliegende Studie zeigt, dass der relativ junge Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland bereits durch eine große Vielfalt von Beteiligungskapitalgebern geprägt ist, die sich hinsichtlich ihrer Größe, Eigentümerstrukturen, Investitionsmotive und Zielgruppen z.T. erheblich unterscheiden. Auffällig ist die hohe Anzahl an förderorientierten Beteiligungsgewerbern, die jedoch – gemessen am Investitionsvolumen – keine marktbestimmende Rolle einnehmen. Auch zeigt sich, dass eine vergleichsweise große Gruppe von Beteiligungsgewerbern keine ausgeprägte Spezialisierung nach Finanzierungsphasen aufweist. Ein weiteres Merkmal des deutschen Beteiligungskapitalmarkts ist, dass institutionellen Beteiligungsgewerbern und Dachfonds als Investoren nur eine relativ geringe Bedeutung zukommt. Die genannten Aspekte sind allesamt Indizien dafür, dass sich der Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland noch in einem relativ frühen Entwicklungsstadium befindet.

### **3 Investitionstätigkeit**

#### **3.1 Akquise von Deals, Beteiligungswürdigkeitsprüfung, Betreuung von Investments und Arten der Beteiligung**

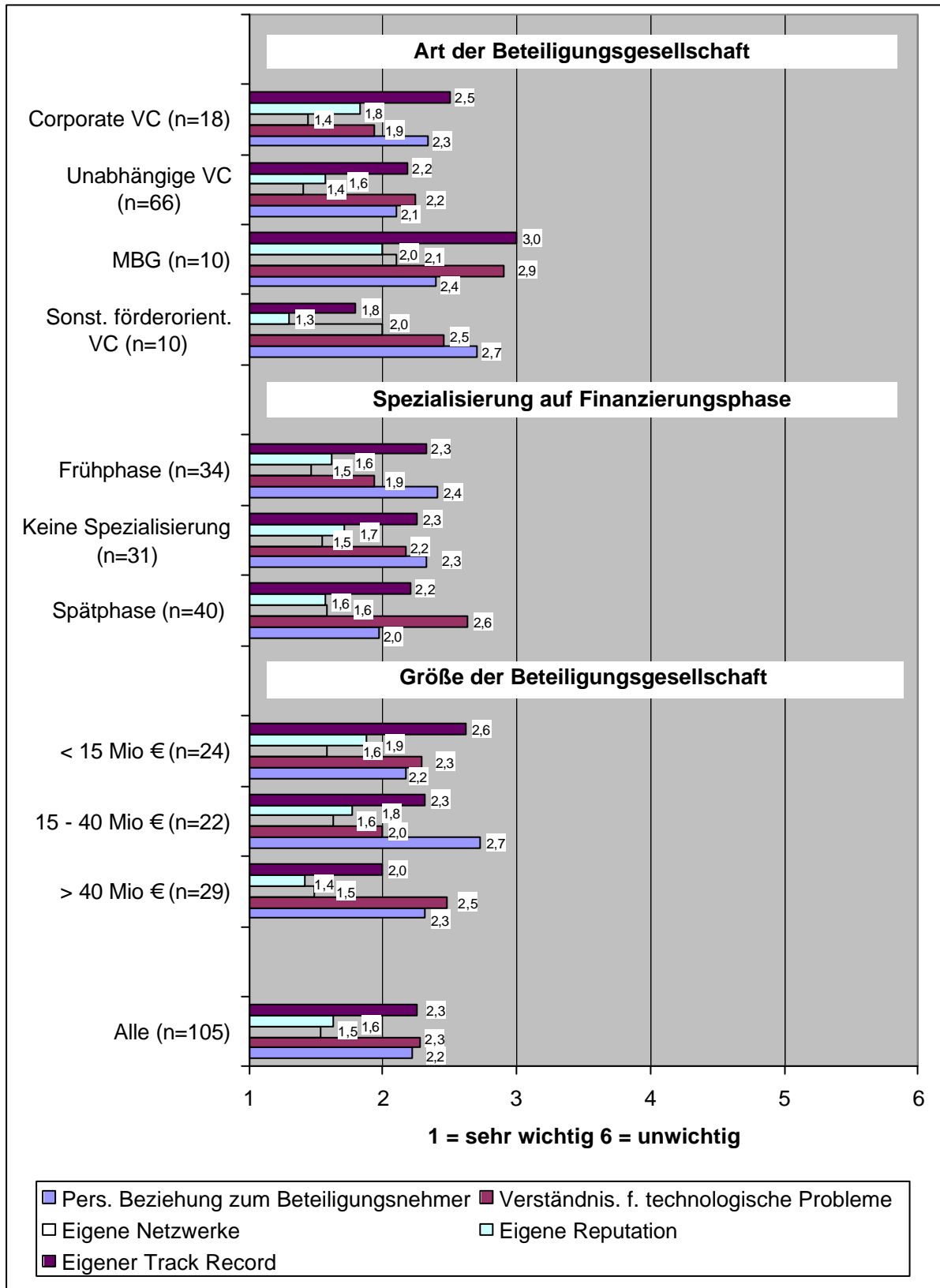
##### **3.1.1 Wettbewerbsvorteile bei der Akquisition**

Die Qualität und Anzahl der bei den Beteiligungsgesellschaften eingehenden Finanzierungsanfragen sind mitentscheidend für den wirtschaftlichen Erfolg der Beteiligungsgesellschaften. Dabei schätzen die Gesellschaften ihre eigenen Netzwerke sowie ihre Reputation als mit Abstand wichtigste Wettbewerbsvorteile bei der Akquisition von neuen Engagements ein (s. Abbildung 5). Vor diesem Hintergrund ist die vergleichsweise geringe Bedeutung überraschend, welche dem „Track Record“ beigemessen wird, der wesentlich zur Reputation einer Gesellschaft beitragen könnte. Das liegt vermutlich daran, dass sehr viele junge Beteiligungsgesellschaften auf dem Markt agieren, die noch keinen entsprechenden „Track Record“ vorweisen können, denn die größeren und damit i.d.R. auch älteren Beteiligungsgesellschaften messen diesem Punkt wesentlich mehr Bedeutung bei. Im deutlichen Unterschied zu den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften bauen die sonstigen förderorientierten VCs sogar besonders stark auf ihre Reputation und ihren „Track Record“.

Etwas weniger wichtig sind für die förderorientierten Beteiligungsgeber hingegen die eigenen Netzwerke, während sie für unabhängige und Corporate VCs die wichtigste Rolle spielen. Für diese Gesellschaften ist auch das Verständnis für technologische Probleme von höherer Bedeutung als bei den förderorientierten Gesellschaften, insbesondere für die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften. Besonders bei den Corporate Venture Kapitalgesellschaften, die häufig strategische Engagements tätigen, ist das Verständnis der technologischen Probleme des Beteiligungsnehmers von grundlegender Bedeutung.

Schließlich ist ein deutlicher Unterschied der relativen Bedeutung einzelner Faktoren für die Akquisition von Deals hinsichtlich der Finanzierungsschwerpunkte zu beobachten. Während für Frühphasenfinanzierer das Verständnis für technologische Probleme wichtiger ist als die persönliche Beziehung zum Beteiligungsnehmer, kehrt sich dieses Verhältnis für Spätphasenfinanzierer um. Hier treten die technologischen Aspekte hinter den persönlichen "Draht" zum Beteiligungsnehmer zurück, was auf das mehr personenbezogene Geschäft (z.B. Nachfolgeregelungen, MBO/MBI) in der Spätphase zurückzuführen sein mag.

**Abbildung 5: Bedeutung von Eigenschaften des Beteiligungsgebers für die Akquisition von Deals**



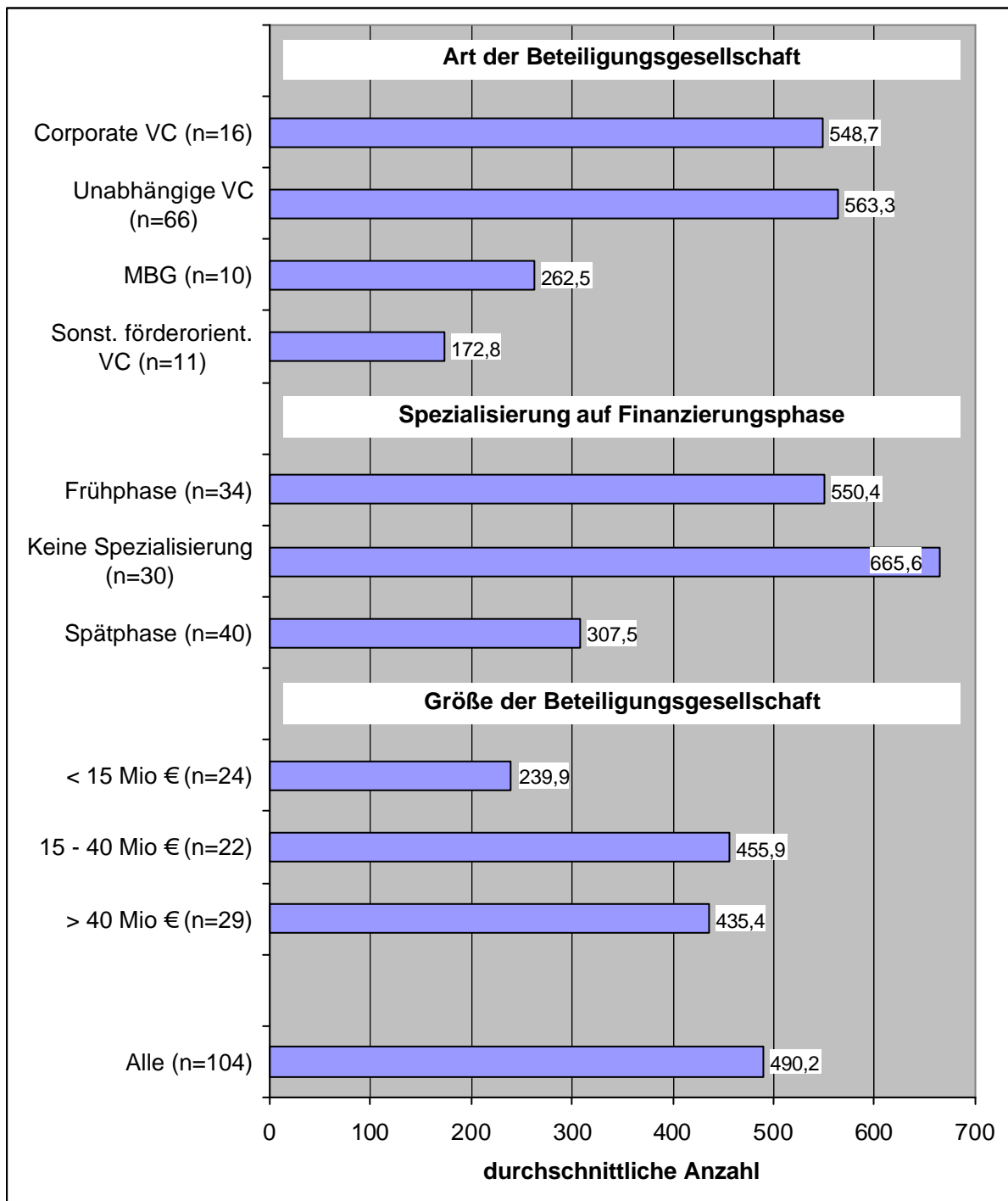
Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.



### 3.1.2 Finanzierungsanfragen und Auswahl von Investments

Der Dealflow zwischen den verschiedenen Gruppen von Beteiligungsgebern variiert stark. Die an der Befragung teilnehmenden renditeorientierten Beteiligungsgeber verzeichneten im Jahr 2001 in absoluten Zahlen insgesamt rund 10mal so viele Finanzierungsanfragen wie die förderorientierten Gesellschaften.

Abbildung 6: Anzahl von Finanzierungsanfragen im Jahr 2001



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
Lesebeispiel: Im Jahr 2001 verzeichneten Corporate VCs im Durchschnitt 548,7 Finanzierungsanfragen pro Gesellschaft.

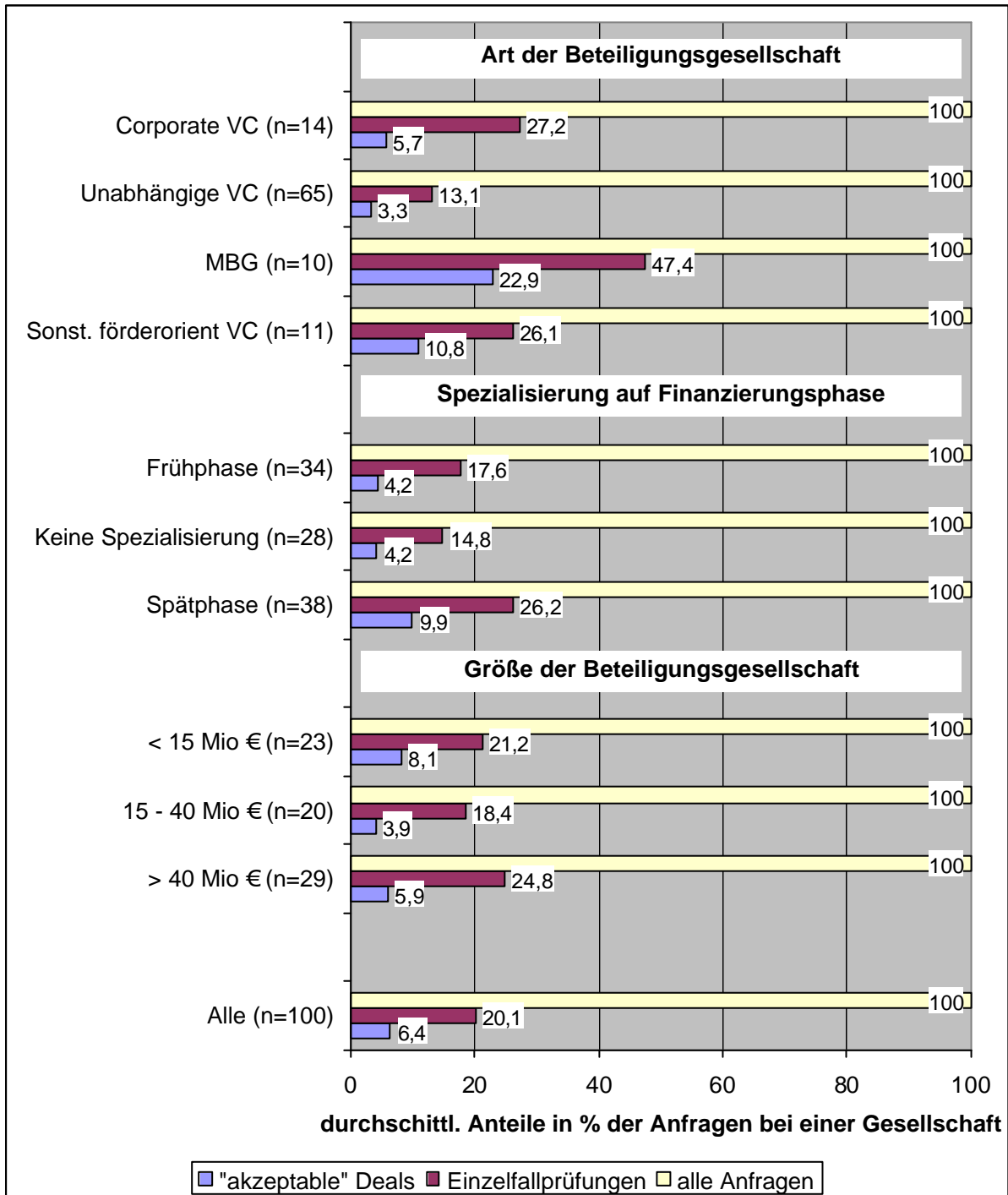
Der Unterschied zeigt sich auch – wenn gleich weniger ausgeprägt – bei der Durchschnittsbetrachtung einzelner Beteiligungsgebergruppen (s. Abbildung 6). Auffällig ist dabei, dass Spätphasenfinanzierer und die kleineren Beteiligungsgesellschaften einen relativ niedrigen Dealflow aufweisen. Das mag damit zusammenhängen, dass kleine Beteiligungsgeber häufig auch jünger sind und damit weniger Gelegenheit hatten, die für den Dealflow so wichtige Reputation aufzubauen (s.o.).

Mit zunehmender Größe der Beteiligungskapitalgesellschaft steigt die Anzahl der Finanzierungsgesuche jedoch nicht weiter an. So unterscheidet sich die Anzahl der Anfragen zwischen der Gruppe der Gesellschaften mit zwischen 15 bis 40 Mio. EUR an investierten Mitteln und der Gruppe der Gesellschaften, die ein Portfolio von mehr als 40 Mio. EUR aufweisen, nur geringfügig und liegt bei den größeren Gesellschaften sogar unter der Anzahl der Anfragen bei den mittelgroßen Gesellschaften. Hier dürfte sich bemerkbar machen, dass sich die größeren Gesellschaften häufig auf großvolumige Transaktionen spezialisieren, bei denen die Stückzahlen aber eher gering sind.

Deutliche Unterschiede zwischen den rendite- und den förderorientierten Beteiligungsgebern zeigen sich auch bei der Bearbeitung von Finanzierungsanfragen (s. Abbildung 7). Unabhängige Beteiligungskapitalgesellschaften sortieren bereits auf der ersten Stufe („screening“) stark unter ihren Finanzierungsanfragen aus. So werden nur 13 % der eingehenden Anfragen einer Einzelfallprüfung unterzogen, während bei den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften knapp die Hälfte der Anfragen genauer geprüft wird. Unter allen Anfragen finden die renditeorientierten Beteiligungskapitalgesellschaften zwischen 3 % und 6 % Deals, die für sie letztendlich interessant erscheinen. Für die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften liegt dieser Wert immerhin bei rund 23 %. Renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften weisen somit nicht nur einen deutlich größeren Dealflow auf, sondern selektieren diesen Dealflow insgesamt auch deutlich stärker als die förderorientierten Gesellschaften.

Unterschiede in der Auswahl der Investments zeigen sich auch, wenn man nach dem Schwerpunkt der Engagements unterscheidet. Beteiligungsgeber, die überwiegend Frühphasenengagements eingehen, selektieren ihre eingehenden Anfragen deutlich stärker als etwa Gesellschaften, die sich auf Spätphasenengagements spezialisiert haben. Auffallend ist zudem, dass kleine Beteiligungsgesellschaften, die eine eher niedrige Anzahl an Finanzierungsanfragen auf sich vereinen (s. Abbildung 6), dennoch eine höhere Quote „akzeptabler Deals“ aufweisen, als die größeren VCs.

Abbildung 7: Selektion von Deals nach Typ der Beteiligungsgesellschaft



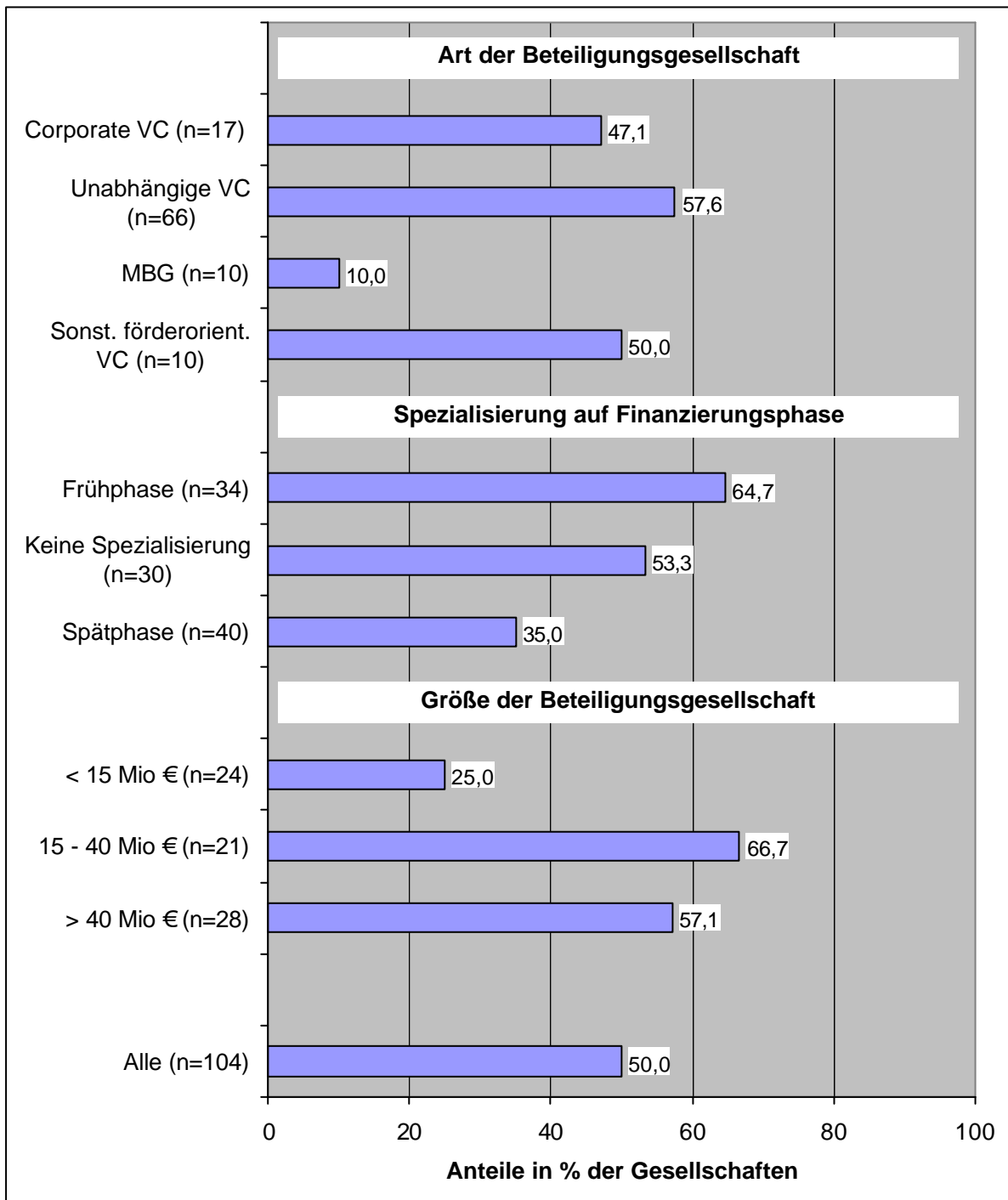
Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
 Lesebeispiel: 20,1 % der Finanzierungsanfragen bei Beteiligungsgesellschaften wird einer Einzelfallprüfung unterzogen.

### 3.1.3 Betreuung und Überwachung von Engagements

Venture Capital wird oft als "smart money" bezeichnet. Das bedeutet, dass die Beteiligunggeber nicht nur Kapital zur Verfügung stellen, sondern das Beteiligungsunternehmen auch mit ihrem unternehmerischen Know-How und ihrem Netzwerk unterstützen. Die Beteiligungs-

geber wurden deshalb auch danach gefragt, wie eng die Betreuung ihrer Portfoliounternehmen ist.

**Abbildung 8: Anteil der Beteiligungsgeber mit Hands-on-Betreuung**



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.

Dabei stellte sich heraus, dass lediglich rund die Hälfte der Beteiligungsgesellschaften ihre Engagements „hands-on“ betreuen, d.h. einen wesentlichen Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen (s. Abbildung 8). Größere Abweichungen von diesem Wert treten nur bei den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften auf: Nur eine der 10 antwortenden Gesell-

schaften gibt an, dass sie ihre Investments „eng“ betreut. Die Betrachtung nach der Größe der Beteiligungsgeber zeigt, dass insbesondere kleine Gesellschaften deutlich häufiger auf eine intensive Betreuung ihre Engagements verzichten. Eine nahe liegende Ursache für diese Beobachtung sind die mit der Hands-on-Betreuung von Beteiligungsnehmer verbundenen Kosten, die typischerweise weitgehenden Fixkostencharakter haben und deshalb bei kleineren Gesellschaften mit kleineren Portfolios und kleineren Beteiligungsbeträgen überproportional zu Buche schlagen.

Die Intensität der Betreuung ist nicht nur von der Größe der Beteiligungsgesellschaft, sondern auch von der fokussierten Finanzierungsphase abhängig. Insbesondere Unternehmen, die sich auf risikoreiche Frühphasenengagements spezialisiert haben, halten einen engen Kontakt zu ihren Engagements. Offensichtlich lohnt sich hier ein genaueres „Hinsehen“ zur Vermeidung von Risiken bzw. zur Erhöhung des Wertsteigerungspotenzials. Gesellschaften, die hauptsächlich Spätphasenengagements eingehen, nehmen am seltensten eine Hands-on-Betreuung ihrer Portfoliounternehmen vor. Vermutlich sind hier sowohl der Steuerungsbedarf als auch die Möglichkeiten der Einflussnahme geringer.

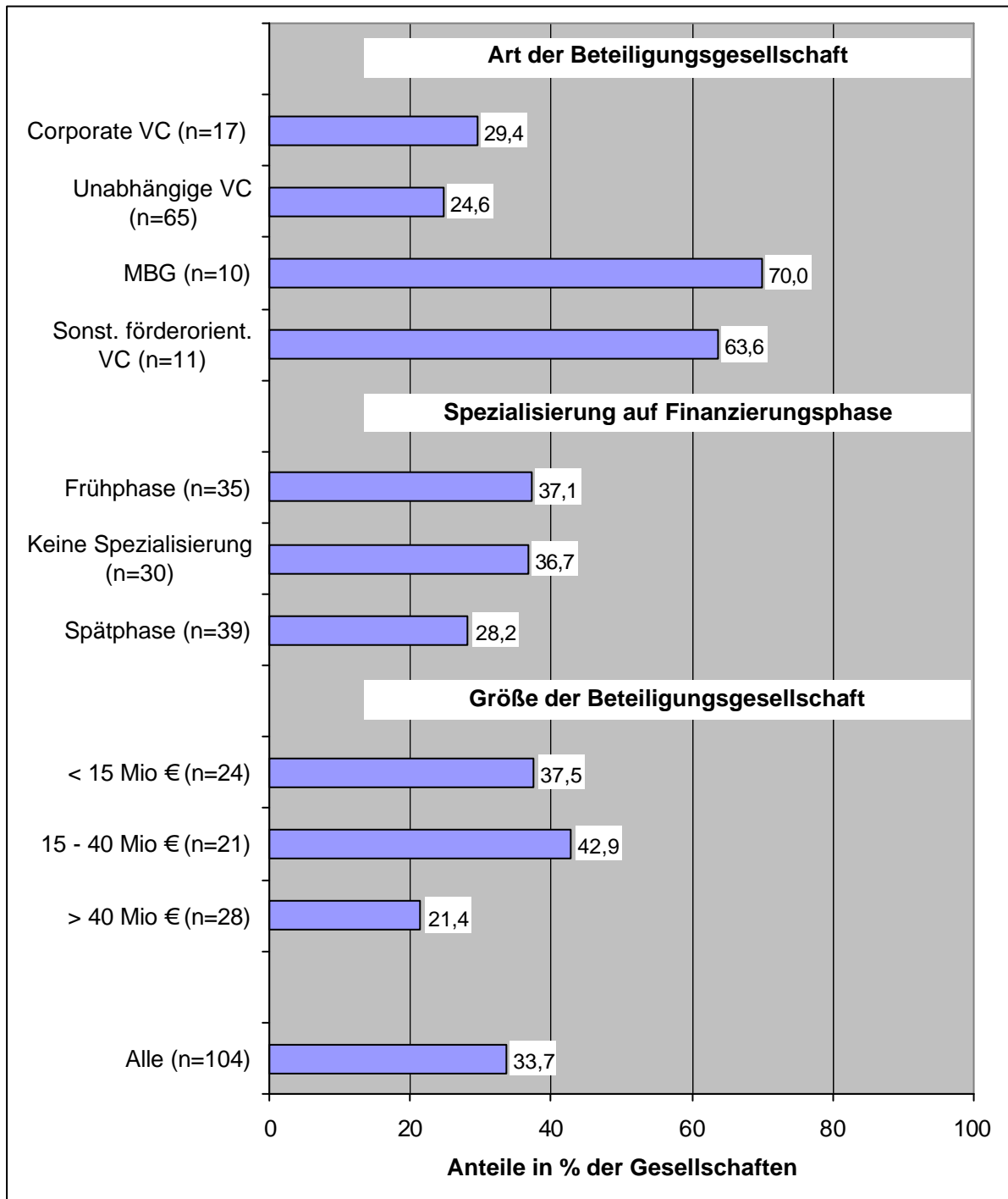
Eine in anderen Finanzdienstleistungsbereichen intensiv genutzte Möglichkeit, Screening- und Monitoring-Kosten zu senken, besteht in der Standardisierung der dabei angewandten Verfahren, z.B. mit Hilfe von Ratingverfahren, vergleichbar denen des Kreditrating. Bisher nutzen in diesem durch enge persönliche Beziehungen und informelle Informations- und Entscheidungsprozesse gekennzeichneten Geschäftsfeld nur etwa ein Drittel der Beteiligungskapitalgesellschaften, darunter viele Mittelständische Beteiligungsgesellschaften diese Möglichkeiten (s. Abbildung 9). Spätphasenfinanzierer und große Beteiligungsgeber wenden Ratingverfahren seltener an, was angesichts der dort typischerweise großen Beteiligungsvolumina und relativ geringen Anzahl von durchgeführten Deals auch kaum verwundert. Der Einsatz standardisierter Ratingverfahren als Alternative zu einer intensiven persönlichen Begleitung dürfte sich vor allem bei kleineren und weniger riskanten Engagements und auch nur bei entsprechend hohen „Stückzahlen“ anbieten.

Abbildung 10 zeigt, für welche Vorgänge die Beteiligungsgesellschaften Ratingverfahren für wichtig halten. Obwohl im Pre-Screening-Prozess aufgrund der hohen Zahl von Beteiligungsanfragen (s. Abbildung 6) ein standardisiertes, quantitatives Instrument gut einsetzbar wäre, kommt den Ratingverfahren in diesem Prozess zurzeit noch eine relativ geringe Bedeutung zu. Diese Einschätzung variiert kaum zwischen den rendite- und den förderorientierten Beteiligungsgebern. Die Beteiligungsgeber verlassen sich auf dieser Stufe offensichtlich stärker ihrem persönlichen Urteil über die Chancen und Risiken eines möglichen Investments. Daneben spielt vermutlich eine Rolle, dass in dieser Phase detaillierte Informationen über ein

Unternehmen häufig noch nicht vorliegen (Frühphase) beziehungsweise zumindest nicht EDV-mäßig und standardisiert erfasst sind.

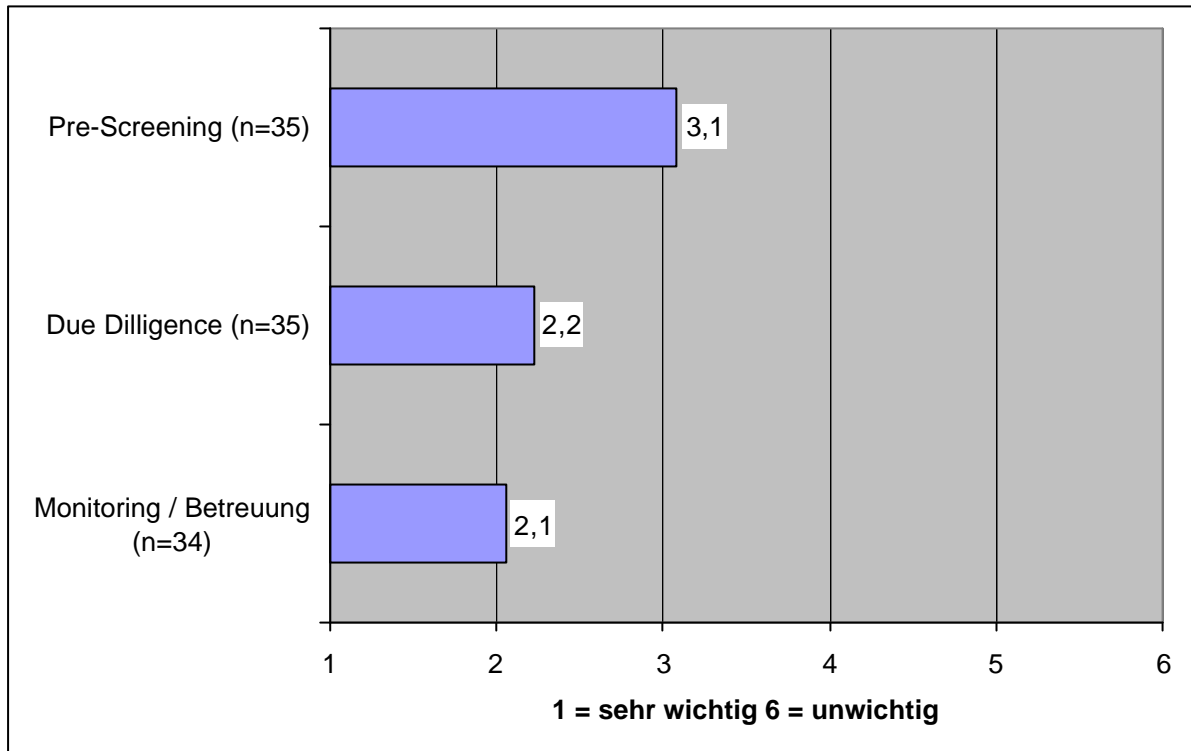
Für die Einzelfallprüfung sowie für die Betreuung von Investments werden Ratingverfahren dagegen eine größere Wichtigkeit beigemessen.

**Abbildung 9: Anteil der Beteiligungsgeber, die Ratingverfahren verwenden, nach Typ der Beteiligungsgesellschaft**



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.

**Abbildung 10: Bedeutung von Ratingverfahren für einzelne Arbeitsprozesse**



Anmerkung: nur Anwender von Rating-Instrumenten.  
n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.

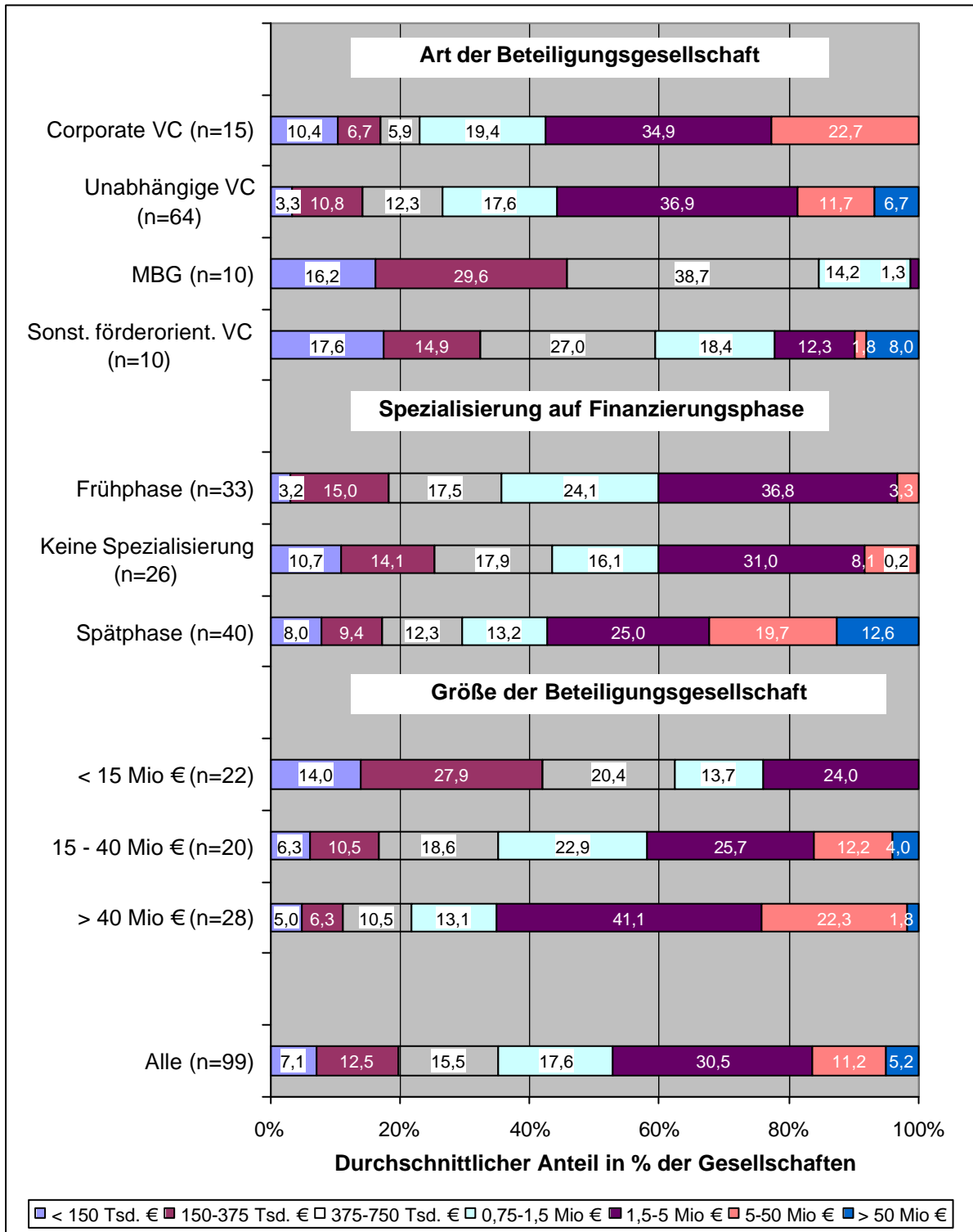
### 3.2 Investitionstätigkeit nach Dealsize, Phasen, Wirtschaftszweige

Der folgende Abschnitt befasst sich mit dem Investitionsverhalten der befragten Beteiligungsgeber in den Jahren 1999 bis 2001.

#### 3.2.1 Dealsize

Rund ein Drittel ihrer Engagements schlossen die Beteiligungsgesellschaften im Durchschnitt in den vergangenen drei Jahren in der Größenklasse zwischen 1,5 und 5 Mio. EUR ab. Dabei zeigen sich auch hier zwischen den verschiedenen Beteiligungsgebergruppen deutliche Unterschiede. So bedienen förderorientierte Einrichtungen vorwiegend kleinere Deals bis 750.000 EUR, während die Engagements der renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften i.d.R. über 1,5 Mio. EUR häufig sogar über 5 Mio. EUR liegen (s. Abbildung 11). Bei allen Beteiligungsgebergruppen ist eine starke Konzentration auf eine bevorzugte Deal-size zu beobachten. Unterschiede in der Dealsize zeigen sich auch nach der Größe der Beteiligungsgeber sowie nach der Spezialisierung auf bestimmte Finanzierungsphasen. So fallen Engagements von Frühphasenspezialisten in der Regel kleiner aus als von Spätphasenspezialisten. Auch werden kleinere Engagements häufiger von kleineren Beteiligungsgesellschaften abgeschlossen. Diese Beobachtung hängt u.a. aber auch damit zusammen, dass kleinere Gesellschaften die größten Anteile an Frühphasenengagements aufweisen (s. Abbildung 12).

Abbildung 11: Anteile von Investmentgrößenklassen an der Anzahl der Engagements



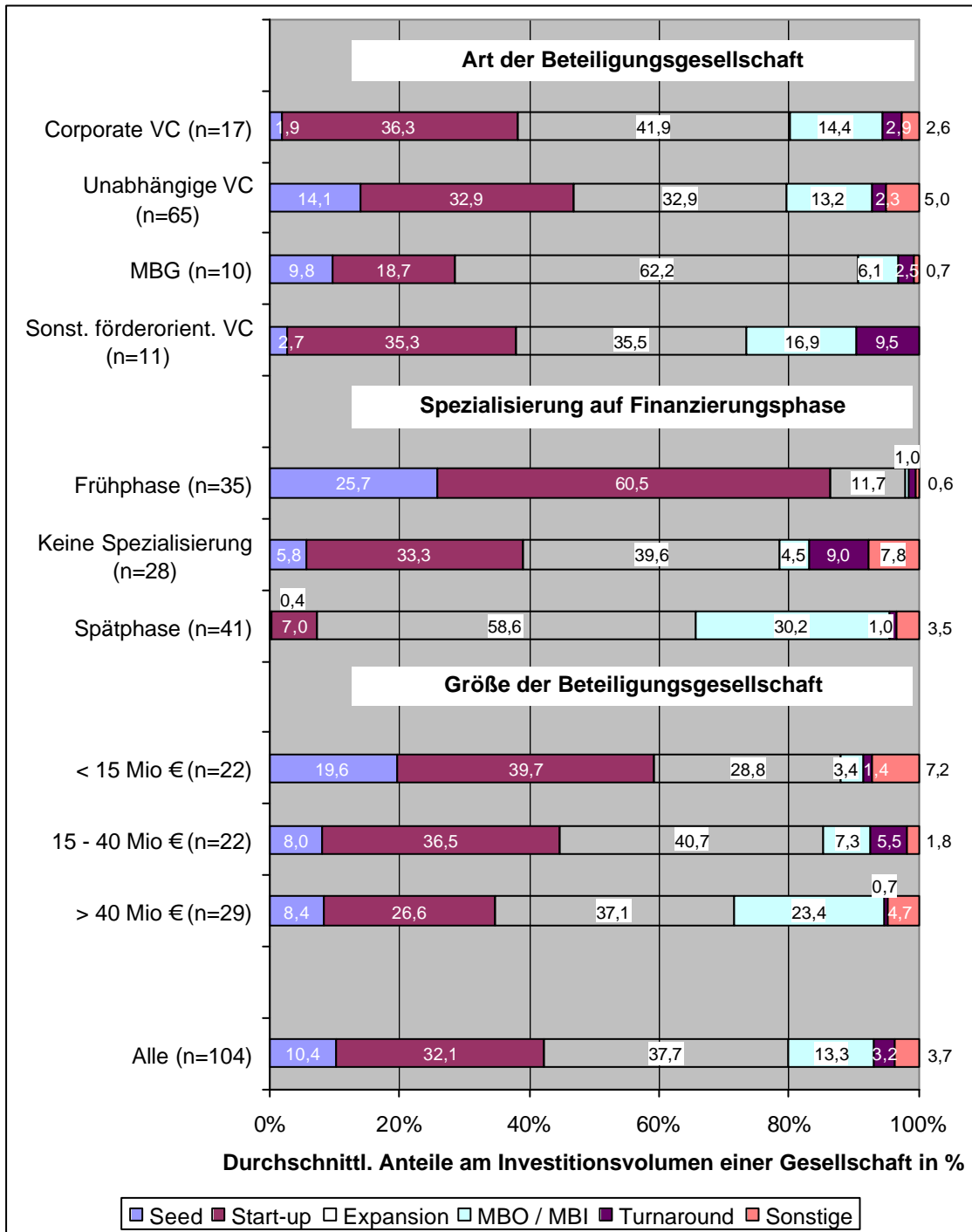
Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
 Lesebeispiel: Im Durchschnitt investierte eine Beteiligungsgesellschaft in den Jahren 1999 bis 2001 7,1 % ihrer Engagements in Beteiligungen mit weniger als 150 Tsd. Euro.



### 3.2.2 Finanzierungsphasen

Mit rund 43 % des durchschnittlichen Investitionsvolumens einer Gesellschaft war die Frühphase in den Jahren 1999 bis 2001 für die Beteiligungsgesellschaften beinahe genauso bedeutend wie die Spätphase. Der Start Up-Phase kommt dabei ein deutlich höheres Gewicht zu als der Seed-Phase (s. Abbildung 12).

**Abbildung 12: Anteile von Finanzierungsphasen am Investitionsvolumen**



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
 Lesebeispiel: Im Durchschnitt platzierte eine Beteiligungsgesellschaft in den Jahren 1999 bis 2001 10,4 % ihres Investitionsvolumens in Seed-Finanzierungen.

Insbesondere die unabhängigen Venture Kapitalgesellschaften engagierten sich in der Frühphase und dort insbesondere im Start Up Bereich. Die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften konzentrieren sich vor allem auf die Expansionsphase, in die durchschnittlich knapp zwei Drittel ihres Investitionsvolumens fließt. Die in dieser Untersuchung als Frühphasenspezialisten bezeichneten Beteiligungskapitalgesellschaften haben ihre Mittel zu durchschnittlich 60 % in der Start Up-Phase investiert, immerhin mehr als ein Viertel ihres Investitionsvolumens floss auch in Seed-Engagements. Frühphasenengagements spielen insbesondere auch bei kleinen Beteiligungsgesellschaften eine bedeutende Rolle, während sich große Beteiligungsgesellschaften häufiger in der Spätphase engagieren.

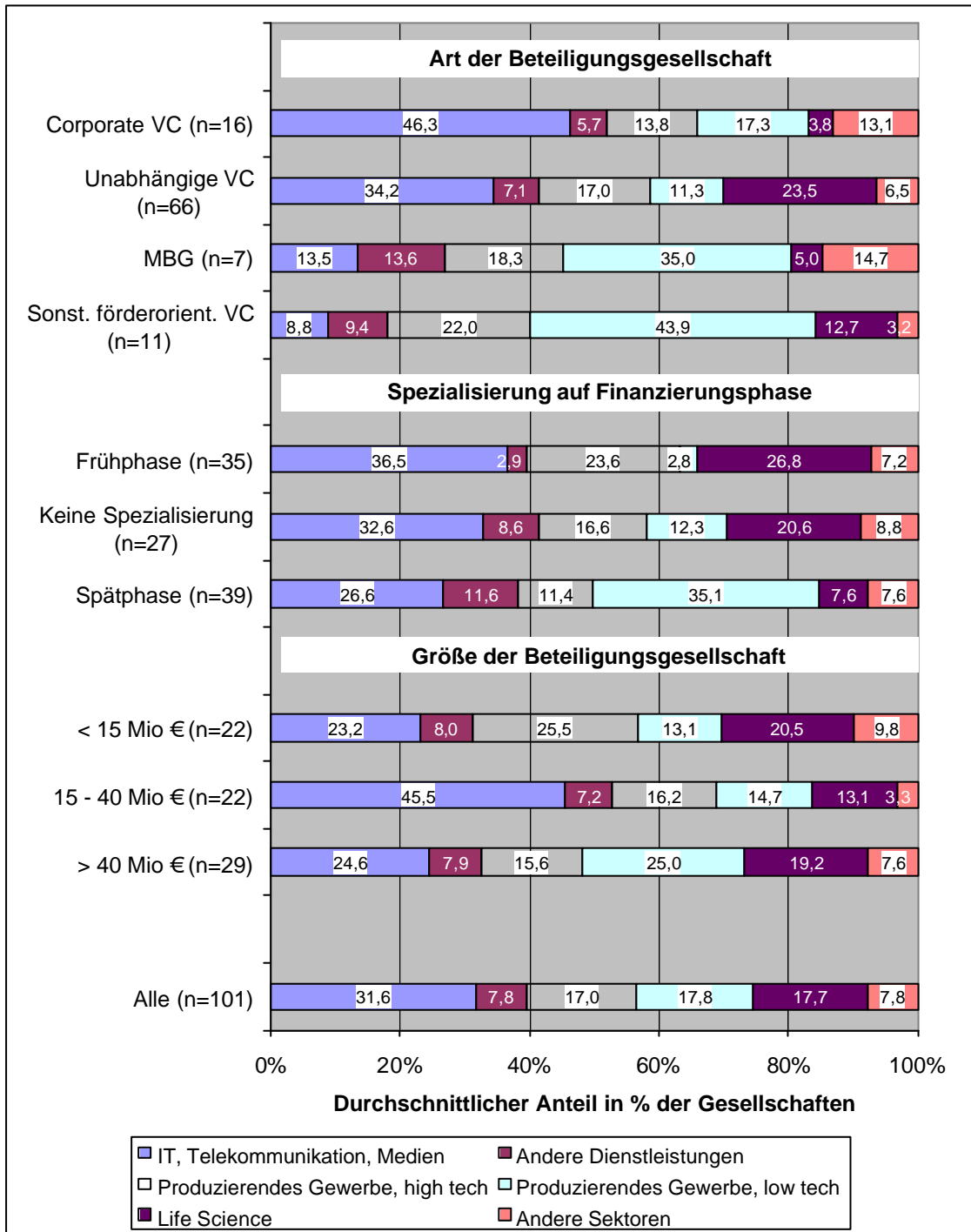
### **3.2.3 Zielbranchen**

Insgesamt investierten die Beteiligungsgesellschaften im Durchschnitt in den vergangenen drei Jahren knapp ein Drittel ihrer Engagements (bezogen auf das Volumen) in den Bereich „IT, Telekommunikation und Medien“. Insbesondere Corporate und unabhängige VC-Gesellschaften taten sich hier hervor. Unabhängige Beteiligungsgesellschaften investierten des Weiteren knapp ein Viertel ihrer Engagements in den Bereich Life Sciences. Bei den förderorientierten Gesellschaften – vor allem den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften – lag das Hauptaugenmerk auf dem Produzierenden Gewerbe und insbesondere im Low-tech-Bereich (s. Abbildung 13).

Die Verteilung der Engagements nach der Größe des Beteiligungsgebers zeigt, dass gerade auch große Gesellschaften stark in den Bereich der Old Economy investieren. Der hohe Anteil an Engagements von mittelgroßen Beteiligungsgebern im IT-Sektor dürfte dagegen primär auf die Geschäftstätigkeit der Corporate VCs zurückzuführen sein, die häufig in diese Größenklasse fallen.

In diesem Zusammenhang wenig überraschend ist die sektorale Verteilung der Deals nach der Spezialisierung auf Finanzierungsphasen: Spätphasenspezialisten konzentrieren sich auf die schon etablierten Zweige der Old Economy, während Frühphasenfinanzierer stärker neue, wachstumsträchtige Wirtschaftszweige wie IT, Life Sciences und High-tech bedienen und die Wirtschaftszweige der Old Economy fast völlig aussparen.

Abbildung 13: Anteile von Wirtschaftszweigen am Investitionsvolumen



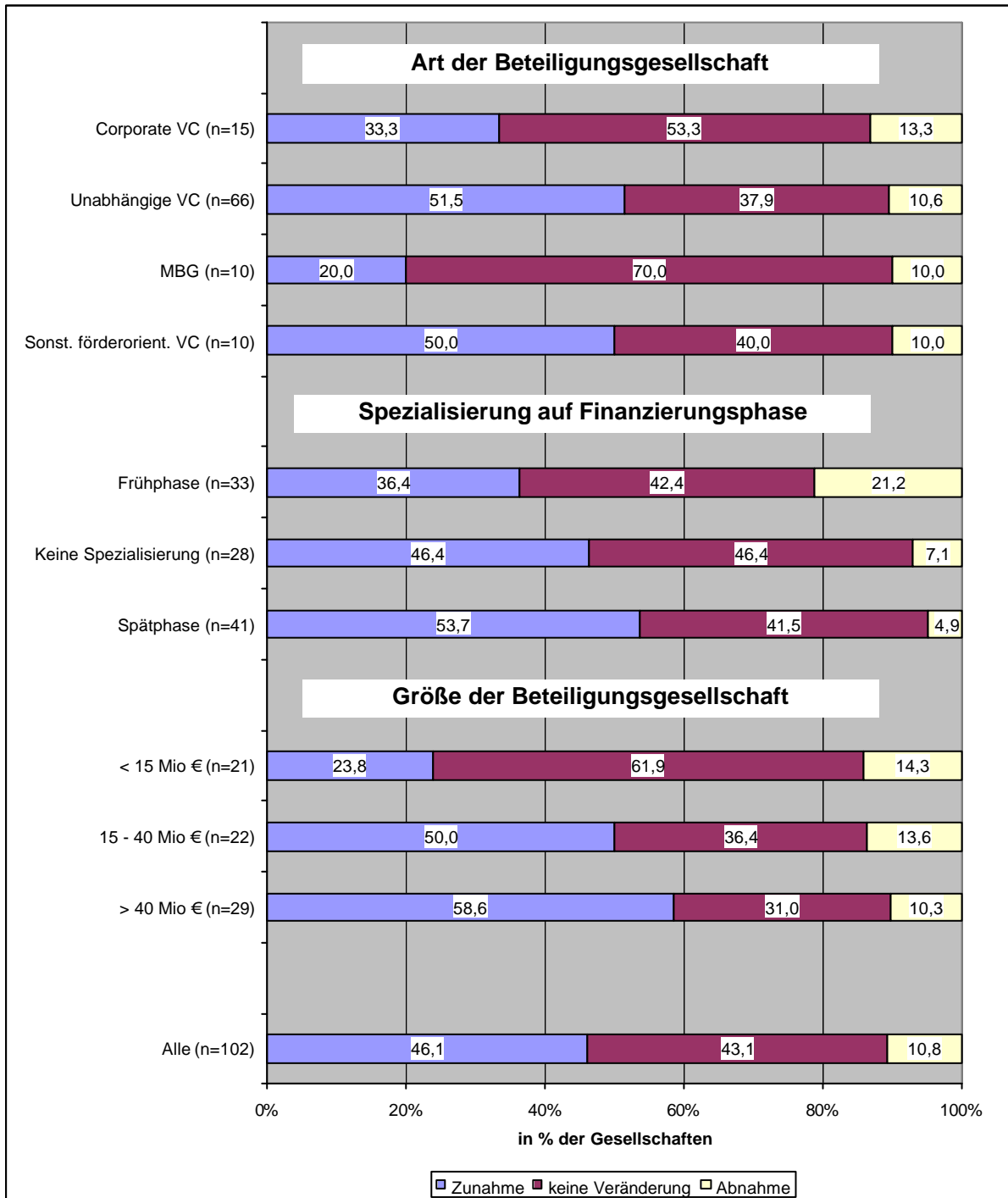
Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
 Lesebeispiel: Im Durchschnitt platzierte eine Beteiligungsgesellschaft in den Jahren 1999 bis 2001 31,6 % ihres Investitionsvolumens in den Bereich IT, Telekommunikation und Medien.

### 3.3 Investmentstrategien: Spezialisierung versus Diversifizierung

Wie eingangs dargestellt wurde, ist der deutsche Beteiligungskapitalmarkt ein relativ junger Markt mit vergleichsweise wenig gefestigten Strukturen. Dies ist – wie derzeit deutlich wird – mit Risiken verbunden, bietet den Marktteilnehmern andererseits aber auch Chancen. Tatsächlich sind zurzeit deutliche Veränderungen in der strategischen Ausrichtung der Beteili-

gungsgesellschaften erkennbar. Diese betreffen z.B. die Größe der Investments: Mehr als die Hälfte der Beteiligungskapitalgesellschaften erklären, dass sich ihre durchschnittlichen Investmentgrößen geändert haben. 46 % der Beteiligungsgeber geben an, sich eher größeren Einzelengagements zuzuwenden, nur 11 % haben sich stärker auf kleinere Beteiligungssummen konzentriert (s. Abbildung 14).

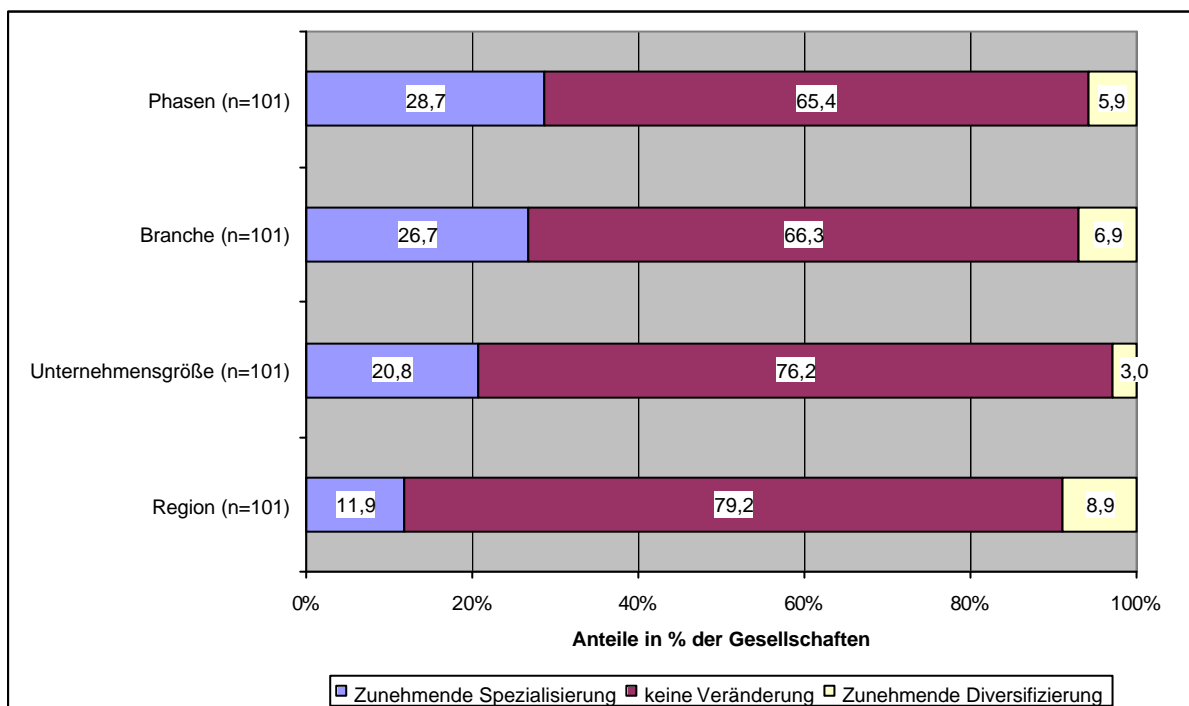
**Abbildung 14: Veränderung der durchschnittlichen Größe von Einzelinvestments**



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
 Lesebeispiel: 46,1 % der Beteiligungsgesellschaften verzeichneten in den Jahren 1999 bis 2001 eine Zunahme der durchschnittlichen Dealsize.

Gestiegene Dealgrößen vermehren insbesondere die unabhängigen VCs sowie die sonstigen förderorientierten Beteiligungsgesellschaften. Des Weiteren steigt der Anteil an Beteiligungskapitalgesellschaften, die größere Einzelinvestments eingehen, mit zunehmendem Anteil an Spätphasenfinanzierungen sowie mit der Größe der Beteiligungsgesellschaft. Hier ist also ein Trend zu einer weitergehenden Spezialisierung erkennbar: diejenigen Gesellschaften, die sich schon bisher auf größere Deals konzentrieren (große Spätphasenfinanzierer), haben diese Strategie in den letzten Jahren nicht nur weiterverfolgt, sondern intensiviert. Dagegen wurden kleinere Engagements eher von Frühphasenspezialisten ausgebaut.

**Abbildung 15: Veränderung der Ausrichtung der Investitionstätigkeit**



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
Lesebeispiel: 28,7 % der Beteiligungsgesellschaften verzeichneten in den Jahren 1999 bis 2001 eine Zunahme der Spezialisierung bezüglich von Finanzierungsphasen.

Auch hinsichtlich vieler anderer Kriterien zeichnet sich eine zunehmende Differenzierung unter den Beteiligungsgebern ab (s. Abbildung 15). Der Trend geht weg von einem "Gemischtwarenladen", der seine Profitabilität vor allem durch Risikostreuung und Renditeausgleich über verschiedene Finanzierungsphasen, Branchen, Unternehmensgrößen und Regionen erreicht, hin zu einer zunehmenden Spezialisierung auf wenige Marktsegmente. Hiermit ist zwar eine verminderte Risikostreuung verbunden; es ist aber ein probates Mittel um sich bei wachsendem Wettbewerbsdruck zu profilieren. Tatsächlich ist unter den renditeorientierten Beteiligungsgebern, die auch die höchsten Renditeansprüche (s. nächsten Abschnitt) und damit den höchsten Effizienzdruck haben, die Strategie der Spezialisierung auf einzelne Marktsegmente am weitesten verbreitet.

Der Trend zur Spezialisierung erfasst dabei sämtliche Aspekte der Investitionstätigkeit, wenn auch in unterschiedlichem Maße. So ist eine zunehmende Konzentration vor allem bezüglich der Finanzierungsphasen zu beobachten. Insbesondere die unabhängigen VCs, Spätphasenfinanzierer sowie mittelgroße VCs führen diesen Trend an. Ähnlich häufig wird eine Spezialisierung auf einzelne Wirtschaftszweige genannt. Vorreiter sind mit den Frühphasenfinanzierern Gesellschaften, die ein hohes Risiko bei ihren Deals eingehen. Auch versuchen Corporate VCs und vor allem kleinere Beteiligungskapitalgesellschaften Vorteile aus einer Konzentration der Geschäftstätigkeit auf bestimmte Finanzierungsphasen zu ziehen.

Eine Spezialisierung auf bestimmte Unternehmensgrößen verfolgen vor allem Spätphasenfinanzierer sowie große Beteiligungsgesellschaften. Der Vergleich mit Abbildung 14 legt nahe, dass sich diese Gesellschaften zunehmend auf große Unternehmen spezialisieren, da in der Regel auch die durchschnittliche Dealsize mit zunehmender Größe des Beteiligungsnehmers steigt (vgl. Abbildung 11).

Am wenigsten verzeichnen die befragten Beteiligungsgeber Veränderungen in ihrer Ausrichtung bezüglich räumlicher Regionen während der letzten Jahre. Dabei halten sich die Unternehmen, die ihre Tätigkeit räumlich ausweiten beziehungsweise konzentrieren, ungefähr die Waage. Gleichwohl überwiegt bei den großen Beteiligungsgesellschaften sowie bei den Gesellschaften ohne Spezialisierung auf die Früh- oder Spätphase sogar der Anteil derer, die ihre Geschäftstätigkeit regional ausgedehnt haben. Unter den international agierenden Beteiligungsgesellschaften überwiegen mit rund einem Drittel der Gesellschaften, jene, die ihre Auslandsaktivitäten ausdehnen, gegenüber denen, die ihr Auslandsengagement zurückfahren (21 %). Insbesondere große Beteiligungsgesellschaften sowie Spätphasenfinanzierer haben in den vergangenen Jahren ihre Auslandsaktivitäten erhöht.

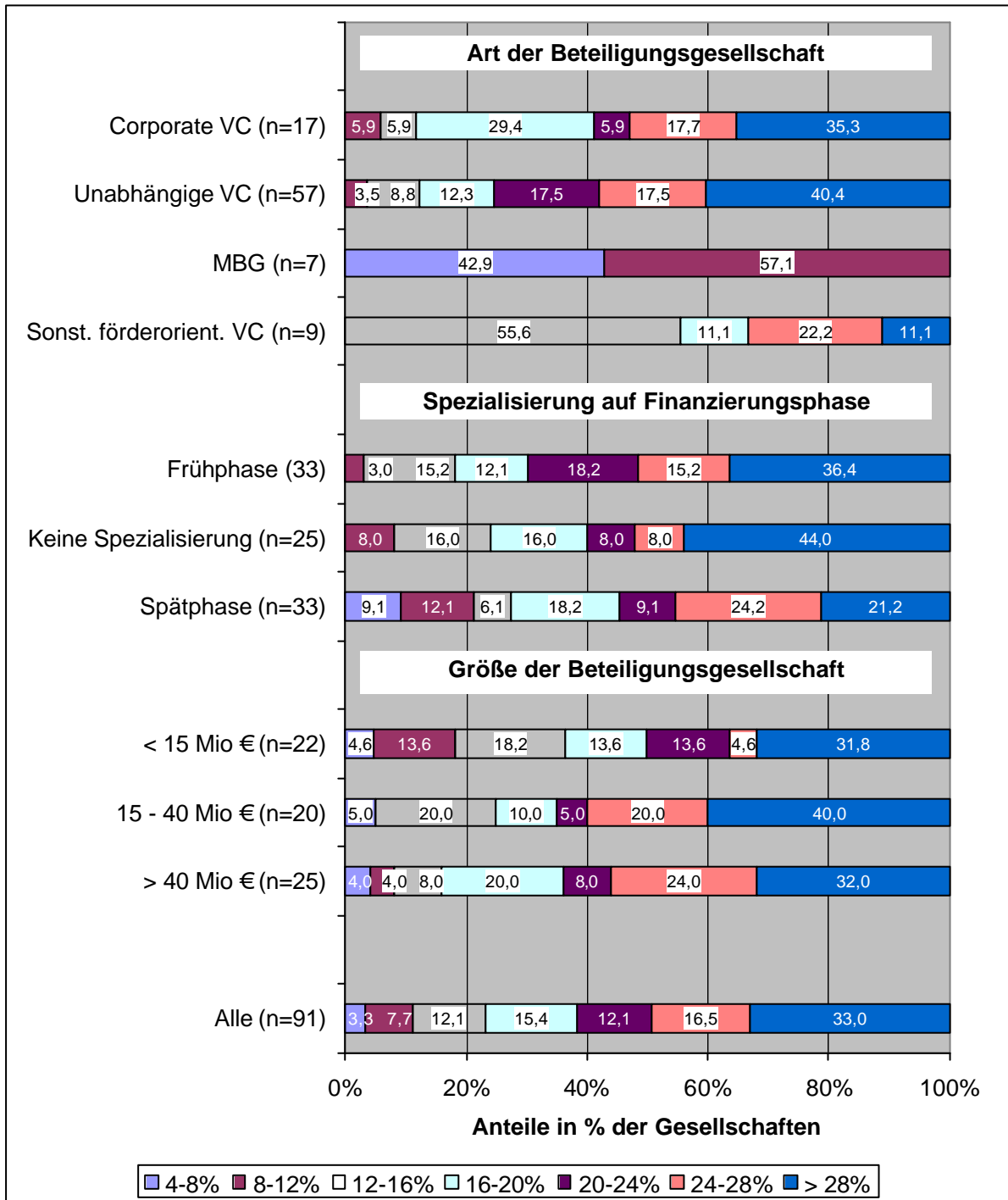
### **3.4 Erwartete Renditen, Ausfälle und realisierte Renditen**

Private Equity ist eine Anlageklasse, die vergleichsweise hohe Risiken beinhaltet, von der sich viele Investoren aber auch vergleichsweise hohe Renditen versprechen. Wir haben die Beteiligungsgeber deshalb nach ihren erwarteten Renditen, den Ausfällen und den tatsächlich realisierten Renditen befragt.

#### **3.4.1 Erwartete Renditen**

Knapp zwei Drittel der Beteiligungsgesellschaften antworteten, dass ein Neuengagement eine erwartete Mindestbruttorendite (vor Steuern und Risikoabschlägen) von mehr als 20 % – ein Drittel sogar von mehr als 28 % – erwirtschaften muss, damit überhaupt Kapital bereitgestellt wird (s. Abbildung 16).

Abbildung 16: erwartete Mindestrenditen



Anmerkung: Erwartete Mindestbruttorendite vor Steuern und Risikoabschlägen an ein Einzelengagement;  
n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.

Lesebeispiel: 15,4 % der Beteiligungsgesellschaften erwarten von einem Neuengagement eine Mindestbruttorendite zwischen 16 und 20 %.

Dabei weisen – wie erwartet – renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften höhere Renditeansprüche auf als förderorientierte Gesellschaften. Ein Drittel beziehungsweise zwei Fünftel der Corporate beziehungsweise der unabhängigen VCs erwarten Mindestrenditen eines Einzelengagements von über 28 %. Die Renditeerwartungen von Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften liegen hingegen alle unter 12 %. Dies wird vor allem durch das Förder-

verständnis ihrer öffentlichen Kapitalgeber bedingt, für die höhere Renditen mit einem Förderauftrag nur schwer zu vereinbaren sind.

Aber auch bezüglich der Konzentration auf einzelne Finanzierungsphasen sind deutliche Unterschiede erkennbar: So erwarten etwa Gesellschaften, die sich auf Frühphasenfinanzierungen spezialisiert haben, höhere Renditen als beispielsweise Spätphasenfinanzierer. Darin dürfte sich ein Risikoaufschlag widerspiegeln, da Frühphasenengagements in der Regel mit höheren Risiken als Spätphasenfinanzierungen verbunden sind.

Ein überraschendes Ergebnis kann man beim Vergleich nach der Größe der Beteiligungsgesellschaften feststellen: Kleine Gesellschaften haben geringere Renditeerwartungen an ihre Investments, und dies, obwohl sie den höchsten Anteil an Frühphasenengagements aufweisen (s. Abbildung 12).

### **3.4.2 Ausfälle**

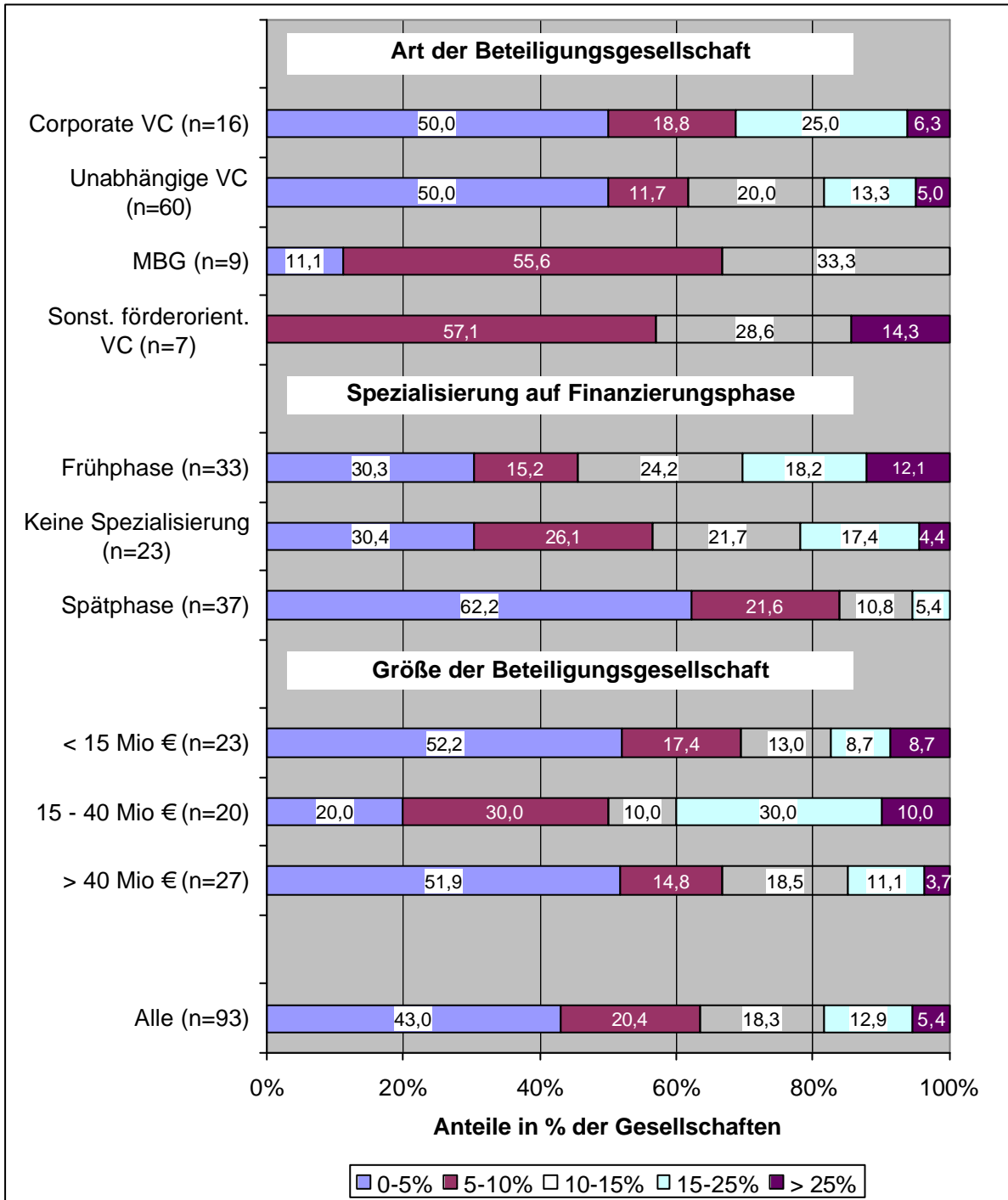
Entsprechend den Angaben der Befragten variiert das Ausmaß der Ausfälle (Ausfallvolumen bezogen auf das Portfolio) im Jahr 2001 stark zwischen den Beteiligungsgesellschaften (s. Abbildung 17). Insgesamt realisierten gut zwei Fünftel der Gesellschaften Ausfallquoten von unter 5 %. Aber jedes dritte Beteiligungsunternehmen musste in 2001 mindestens 10 % des gesamten Portfolios abschreiben, viele sogar deutlich mehr. Unter den Gesellschaften mit hohen Abschreibungen sind erwartungsgemäß auch viele Frühphasenfinanzierer. Die Spätphasenfinanzierer weisen dagegen unterdurchschnittliche Ausfallquoten auf.

Bemerkenswert ist auch, dass jeweils rund die Hälfte der besonders kleinen und der besonders großen Beteiligungsgesellschaften ihre Ausfälle auf unter 5 % begrenzen konnten; bei den kleinen Gesellschaften sogar, trotz ihres hohen Anteils an Frühphasenfinanzierungen.

Ebenfalls auf den ersten Blick überraschend ist, dass insbesondere bei den renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften die Ausfallquoten besonders häufig in dieser Kategorie (zwischen 0 und 5 %) liegen, während bei den förderorientierten Gesellschaften höhere Ausfallquoten, nämlich hauptsächlich zwischen 5 und 10 %, angegeben wurden. Hier wäre zu erwarten gewesen, dass die renditeorientierten Gesellschaften ihre höheren erwarteten Renditen auch mit einem höheren Ausfallrisiko erkaufen müssen. Offensichtlich gelang es verschiedenen Gesellschaften jedoch, trotz hoher Renditeerwartung (und damit trotz hohem Risiko) nur wenige Ausfälle in Kauf nehmen zu müssen.



Abbildung 17: Ausfallquoten 2001



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
 Lesebeispiel: Im Jahr 2001 verzeichneten 20,4 % der Beteiligungsgesellschaften Ausfälle von zwischen 5 und 10 % bezogen auf ihr Gesamtportfolio.

Mit Blick auf Abschnitt 3.1 ist eine mögliche Erklärung für diesen beobachteten Zusammenhang, dass zumindest einem Teil der renditeorientierten Beteiligungsgeber eine bessere Selektion der potenziellen Deals sowie eine bessere Betreuung ihrer Investments gelingt, die ihnen schließlich geringere Ausfallwahrscheinlichkeiten bei höheren Renditen ermöglichen. Hinweise auf diesen Sachverhalt geben die festgestellte stärkere quantitative Selektion sowie die höhere Anwendung einer Hands-on-Betreuung bei den

renditeorientierten Gesellschaften. Eine andere Erklärung könnte darin liegen, dass förderorientierte Gesellschaften eben wegen ihres Förderauftrages von vornherein eher die „schwierigeren“ Fälle im Portfolio haben. Im Vergleich zum Jahr 1999 stiegen die Ausfallquoten bei rund zwei Drittel der Beteiligungsgeber an, und zwar besonders bei förderorientierten Gesellschaften. Aber auch viele Frühphasenspezialisten beklagen wachsende Ausfallquoten in den letzten Jahren.

### **3.4.3 Realisierte Rendite**

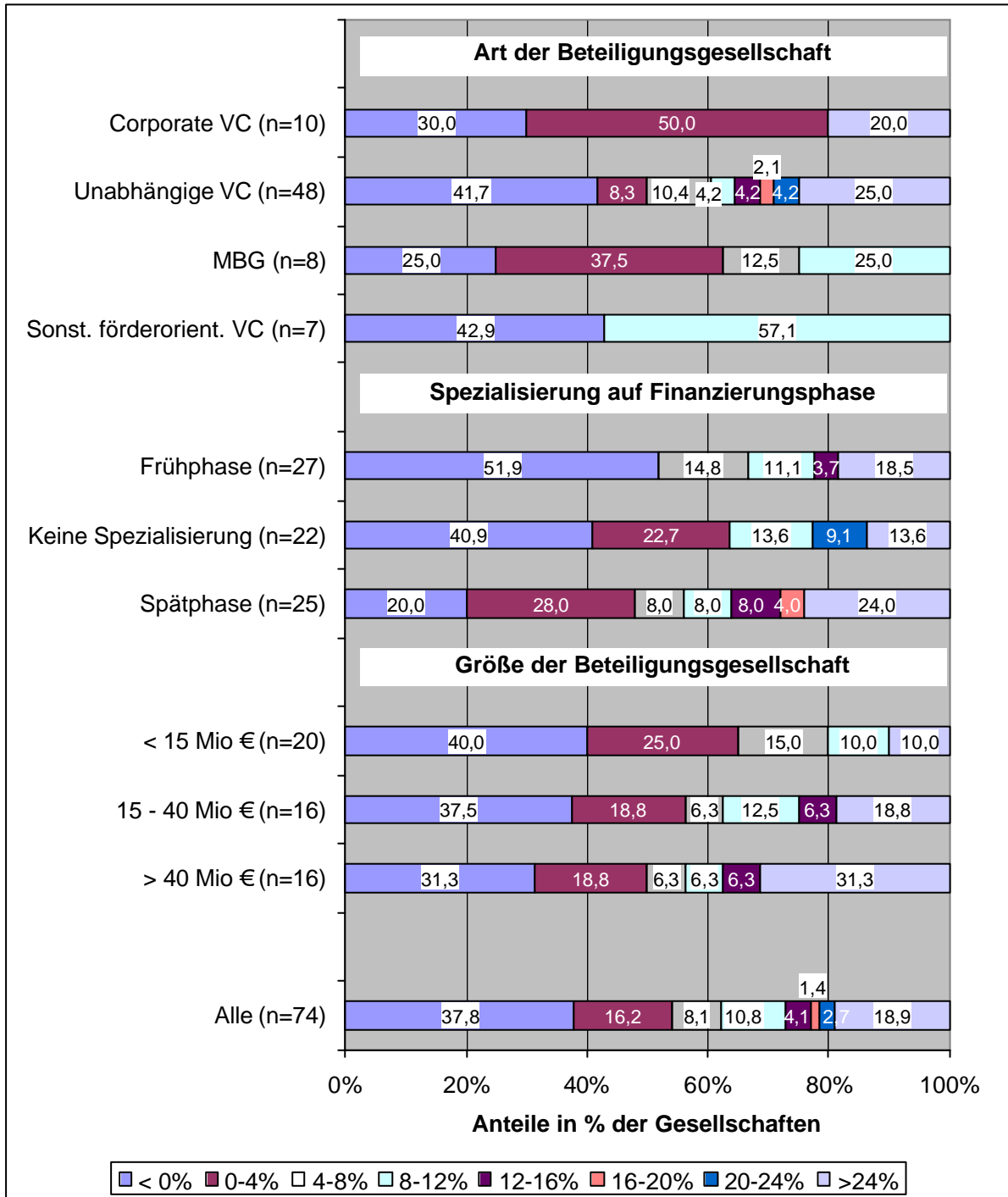
Die über das Gesamtportfolio realisierte Rendite fällt erfahrungsgemäß deutlich niedriger aus, als der Renditeanspruch an ein Einzelengagement, da hierbei die Managementkosten, die Steuern und die Abschreibungen (Ausfälle und Verkäufe unter Einstandspreis) zu berücksichtigen sind (s. Abbildung 18). So fiel insgesamt bei über einem Drittel der Gesellschaften die realisierte Rendite sogar negativ aus. Insbesondere die unabhängigen Beteiligungskapitalgesellschaften konnten im Jahr 2001 oftmals keine Gewinne erwirtschaften. Dennoch gelang es auch in diesem Jahr insgesamt rund einem Viertel aller Gesellschaften, Renditen von über 16 % zu erwirtschaften.

Bei den renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften fällt insbesondere auf, dass es kaum Gesellschaften gibt, die Renditen im mittleren Bereich erzielt haben. Diese Marktteilnehmer mit überwiegend hohen Renditeerwartungen beendeten das betrachtete Jahr sehr häufig entweder mit einem negativen Ergebnis oder mit sehr hohen Gewinnen.<sup>1</sup> Negative Ergebnisse berichten insbesondere rund die Hälfte der Frühphasenspezialisten und dies, obwohl gerade diese Beteiligungsgebergruppe die höchsten Renditeerwartungen an ihre Deals stellen und obwohl diese Beteiligungsgebergruppe wie in Abschnitt 3.1.3 festgestellt, sehr häufig ihre Portfoliogesellschaften sehr eng betreut. Die Diskrepanz zwischen erwarteter und realisierter Rendite ist in dieser Gruppe am größten und belegt anschaulich, dass es sich bei der Frühphase um ein risikoreiches Marktsegment handelt und dass diese Risiken auch mit einer vergleichsweise hohen Betreuungsintensität nicht vollständig ausgeräumt werden können. Diesem Bild entspricht auch die Feststellung, dass Spätphasenfinanzierer trotz geringerer Renditeerwartungen im Durchschnitt im Jahr 2001 sogar höhere Renditen erwirtschaften konnten als die Gesellschaften, die auf Frühphasenfinanzierungen spezialisiert sind. Insgesamt wurde also das höhere Risiko der Frühphasenfinanzierer im betrachteten Zeitraum nicht belohnt.

---

<sup>1</sup> Teilweise könnte diese starke Häufung von besonders negativen und besonders positiven Ergebnissen in dieser Gruppe auch darauf zurückzuführen sein, dass die unabhängigen VCs häufig Fonds auflegen, von denen sich einige noch in der Investitionsphase befinden, d.h. hohe Kosten und geringe Erlöse aufweisen, während andere schon in der Abrechnungsphase sind, in der (bei erfolgreichen Fonds) vor allem Erlöse anfallen.

Abbildung 18: realisierte Renditen 2001



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
 Lesebeispiel: Im Jahr 2001 verzeichneten 16,2 % der Beteiligungsgesellschaften realisierte Renditen von zwischen 0 und 4 % bezogen auf ihr Gesamtengagement.

Die starke Polarisierung zwischen den Gesellschaften hinsichtlich der erzielten Renditen ist auch bei einer Betrachtung nach der Größe der Beteiligungsgeber festzustellen. Hier sind es die kleinen Gesellschaften, die am häufigsten negative Renditen aufweisen und die deutlich seltener bei den hohen Renditekategorien zu finden sind. In dieser Beobachtung mag sich die in Abschnitt 3.1.3 festgestellte niedrigere Betreuungsintensität der Deals, aber auch die

geringere Erfahrung und ein noch kleines Netzwerk dieser oftmals auch jungen Gesellschaften widerspiegeln.

### **3.5 Zwischenfazit**

Das Verhalten der im vorausgegangenen Kapitel identifizierten Beteiligungsgebergruppen unterscheidet sich deutlich voneinander. Vor allem in Abhängigkeit von der Art des Beteiligungsgebers (rendite-/förderorientiert) und der Zielgruppe (Früh-/Spätphase) lassen sich unterschiedliche Strategien (und Erfolge) beim Generieren des Dealflows, im Grad der Selektivität der Auswahl von Beteiligungen und auch bei der Intensität der Betreuung des Portfolios feststellen.

Lediglich rund die Hälfte der Beteiligungsgesellschaften betreuen ihre Engagements „hands-on“, wobei offenbar die enge persönliche Betreuung von Engagements und der Einsatz von Ratingverfahren von den Beteiligungsgebern bei der Qualitätssicherung der Investments als Alternativen betrachtet werden. Ratingverfahren werden von den renditeorientierten Gesellschaften bisher nur in geringerem Maße eingesetzt.

Des Weiteren zeigt sich in den vergangenen Jahren auch ein zunehmender Trend zur Spezialisierung der Beteiligungsgeber auf bestimmte Marktsegmente (z.B. Größen von Beteiligungen, Finanzierungsphasen und Branchen).

Die Renditeerwartungen an Einzelengagements liegen (außer bei den förderorientierten Gesellschaften) i.d.R. sehr hoch. Die über das gesamte Portfolio tatsächlich realisierten Renditen erreichten im Jahr 2001 aber häufig nicht einmal das EURIBOR-Niveau. Hierzu trugen die hohen Ausfallquoten dieses Jahres bei. Viele Gesellschaften werden aber sicherlich auch prüfen, ob sie ihr Kostenniveau dauerhaft senken können. Die förderorientierten Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften landeten 2001 im Ergebnis oftmals im Mittelfeld, während bei den renditeorientierten Gesellschaften – vor allem bei den Frühphasenfinanzierern – eine deutliche Zweiteilung in Beteiligungsgeber, die hohe Renditen erzielten, und in solche, die selbst einen nominalen Kapitalerhalt nicht sichern konnten, feststellbar ist.

Insgesamt weisen die Verhaltensmuster, die Instrumente und auch der Erfolg der Akteure auf dem Beteiligungskapitalmarkt eine große Heterogenität auf, wie sie für noch ungefestigte, junge Märkte typisch ist.

## **4 Ausmaß und Ursachen von Angebotslücken auf dem Beteiligungsmarkt**

Die „Reife“ eines Marktes zeigt sich u.a. darin, inwieweit er in der Lage ist, die Nachfrage effizient zu bedienen. Die Beteiligungsgesellschaften wurden deshalb befragt, ob und gegebenenfalls wo sie noch Lücken im Angebot sehen und welche Gründe ihrer Meinung nach hierfür ausschlaggebend sind.

### **4.1 Unterversorgte Marktsegmente**

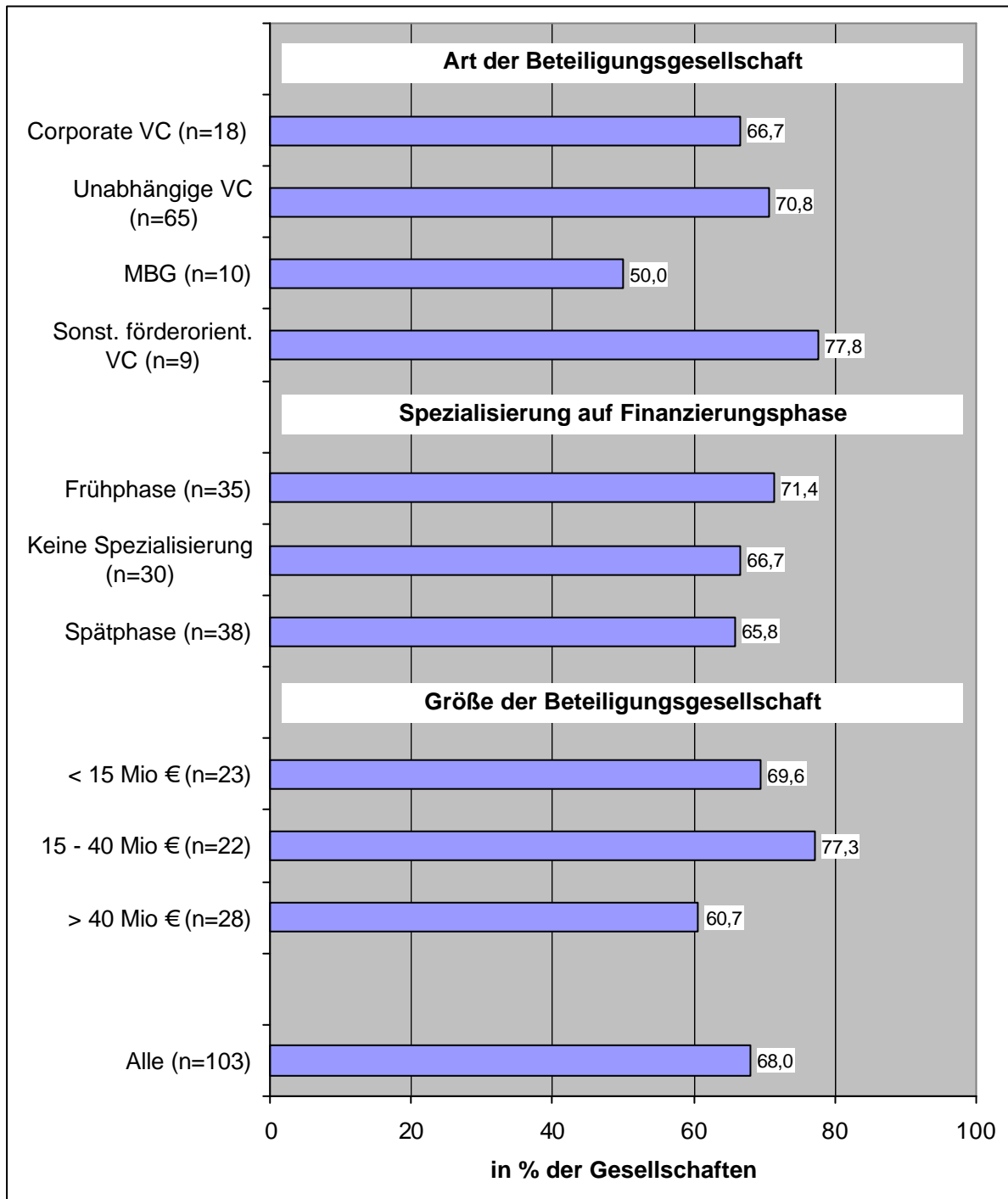
Rund zwei Drittel der Beteiligungskapitalgesellschaften sehen Defizite – d.h. ein dauerhaftes Unterangebot an Beteiligungskapital – in Teilbereichen des deutschen Beteiligungskapitalmarktes (s. Abbildung 19). Der Anteil der Gesellschaften, die diese Meinung vertreten, variiert nur geringfügig zwischen den einzelnen Beteiligungsgebergruppen. Lediglich unter den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften ist der Anteil der Beteiligungsgeber, die diese Einschätzung teilen, geringer. Eventuell ist diese Einschätzung der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften mit ihrem Förderauftrag und dem Anspruch, Angebotslücken auszugleichen, zu erklären.

Angebotslücken werden insbesondere für bestimmte Finanzierungsphasen, Investitionsvolumina sowie Sektoren gesehen. Defizite bei bestimmten Unternehmensgrößensegmenten sowie regionale Angebotslücken werden deutlich weniger wahrgenommen. Neun von zehn Gesellschaften, die dauerhafte Angebotslücken ausmachen, sehen diese in bestimmten Finanzierungsphasen. Lediglich bei den Corporate VCs und den Spätphasenfinanzierern weicht dieser Anteil nach unten ab.

Defizite werden vor allem für Finanzierungsphasen erkannt, in denen ein hohes Risiko vorherrscht (s. Abbildung 20). So wird die Seed-Phase gefolgt von der Start Up-Phase am häufigsten genannt. Diese Bereiche des Beteiligungsmarktes galten in Deutschland nach allgemeiner Meinung lange Zeit als am weitesten entwickelt und wurden am stärksten durch die öffentliche Hand gefördert. Hier hat die Marktkonsolidierung allerdings auch die stärksten Einbrüche mit sich gebracht, so dass in den Augen der Beteiligungsgeber in diesem Segment immer noch eine vergleichsweise große Lücke existiert. Deutlich seltener wird dagegen die Wachstumsfinanzierung als Marktlücke genannt, obwohl dieser Bereich im Vergleich zu den Beteiligungsmärkten anderer Volkswirtschaften eher schwächer ausgeprägt ist. Angebotslücken in der Wachstumsphase werden hauptsächlich von den förderorientierten Beteiligungsgebern gesehen, die in diesen Sektoren auch stärker engagiert sind. Eventuell spiegelt das Antwortverhalten der förderorientierten Beteiligungsgeber auch das Verständnis ihres Förderauftrags wider. Generell sehen die Beteiligungsgeber häufiger Angebotslücken

in jenen Bereichen, in denen sie primär tätig sind. Eine größere Anzahl der Beteiligungsgesgeber sieht auch Marktdefizite beim Turn-around.

**Abbildung 19: Anteil der Beteiligungsgesellschaften, die in bestimmten Segmenten ein dauerhaftes Unterangebot an Beteiligungskapital ausmachen**



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.

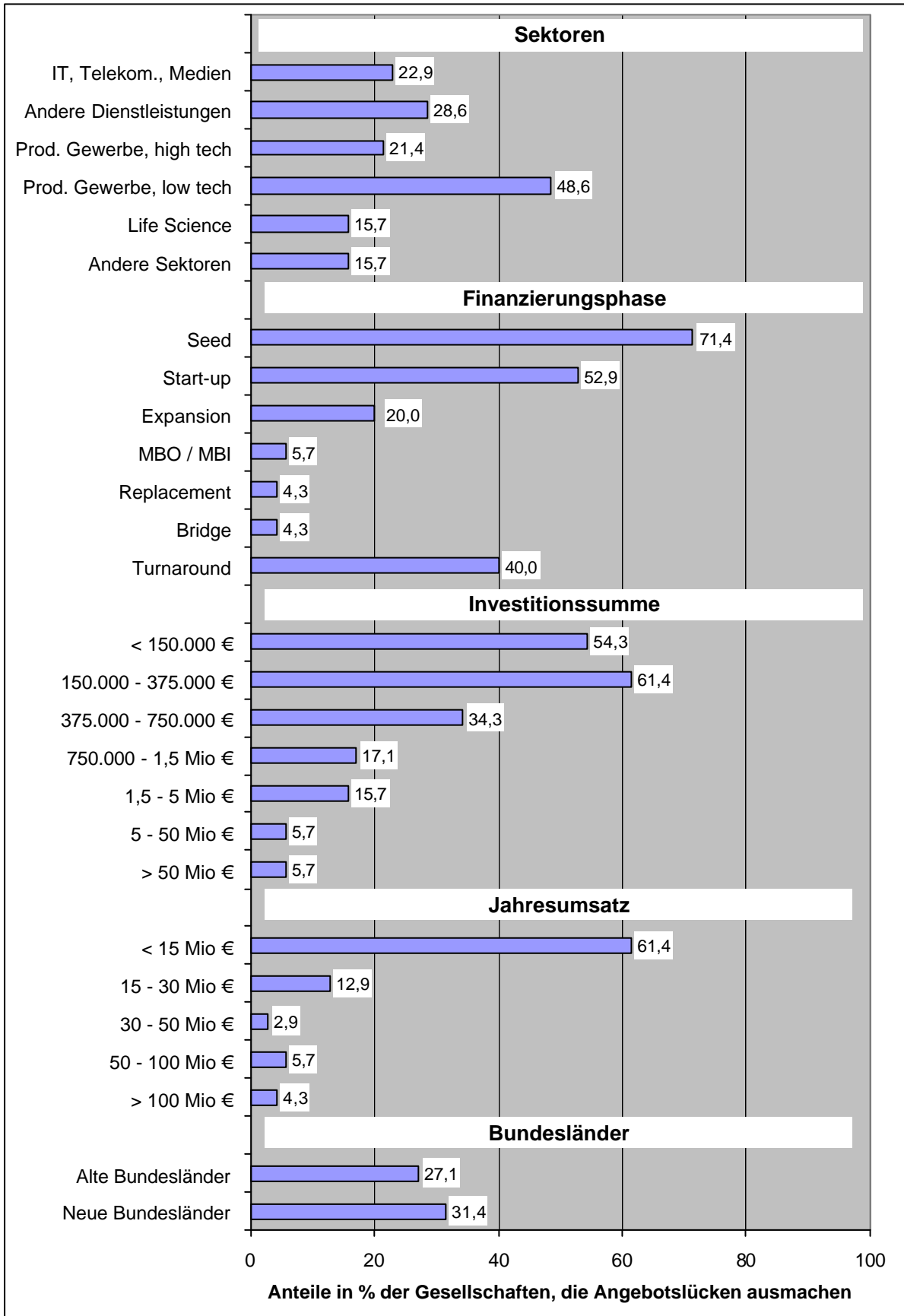
Insgesamt sehen rund 80 % der Beteiligungsgeber, in deren Augen Angebotslücken auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt bestehen, die Angebotslücken bei bestimmten Investitionsvolumina, und hier wiederum vor allem bei kleinen Investitionsvolumina. Dabei steigt –

abgesehen von der kleinsten Kategorie – mit kleiner werdendem Investitionsvolumen eines Engagements der Anteil der Gesellschaften, die in einer Kategorie Marktlücken sehen. So glauben nur knapp 6 % der antwortenden Gesellschaften, dass es eine Angebotslücke bei Deals gibt, die ein Volumen von größer als 5 Mio. EUR erreichen. Mit rund 60 % erreicht dieser Wert aber das Zehnfache in der Dealgröße zwischen 150.000 und 375.000 EUR. Diese Beobachtung stimmt mit dem Antwortverhalten zur Umsatzgröße der Targets überein. Auch bei der Umsatzgröße werden vor allem bei kleineren Unternehmen, die in der Regel auch kleinere Volumen an Beteiligungskapital nachfragen, Angebotsdefizite genannt. Dass die VCs diesen Bereich nun als Marktlücke erkennen, könnte darauf hindeuten, dass sich die in den letzten Jahren erfolgte Konzentration des Marktes auf eher größere Engagements (s. Abschnitt 3.3) in Zukunft nicht weiter fortsetzt, sondern eventuell sogar umkehren wird.

Von jenen Beteiligungsgesellschaften, die Angebotslücken auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt ausmachen, sehen rund drei Viertel auch Angebotslücken in einzelnen Branchen. Dies sind jedoch nicht, wie man zunächst erwarten könnte, die jungen, mit hohen Risiken behafteten High-tech-Wirtschaftszweige oder Branchen der New Economy. Vielmehr werden vor allem Sektoren genannt, die zu den eher traditionellen Branchen zählen. So sieht knapp die Hälfte der Beteiligungsgeber Marktlücken im Low-tech-Bereich des produzierenden Gewerbes. Auch in den sonstigen Dienstleistungen (ohne IT, Telekommunikation und Medien) werden überdurchschnittlich häufig Angebotslücken ausgemacht. Bei den genannten Sektoren handelt es sich um Bereiche, in denen häufig weniger wachstumsstarke Unternehmen vorherrschen und die daher für renditeorientierte Beteiligungsgeber bisher weniger attraktiver waren.

Regionale Marktlücken werden von gut zwei Fünfteln der Beteiligungsgeber, die generell Marktlücken erkennen, und – damit deutlich seltener – identifiziert als in den anderen genannten Marktsegmenten. Insbesondere die förderorientierten Beteiligungsgeber stellen häufiger regionale Defizite im Angebot an Beteiligungskapital fest. In den neuen Bundesländern werden Angebotslücken etwas häufiger ausgemacht als in den alten Bundesländern.

Abbildung 20: Dauerhafte Angebotslücken



Anmerkung: Anzahl der Beobachtungen: 70.

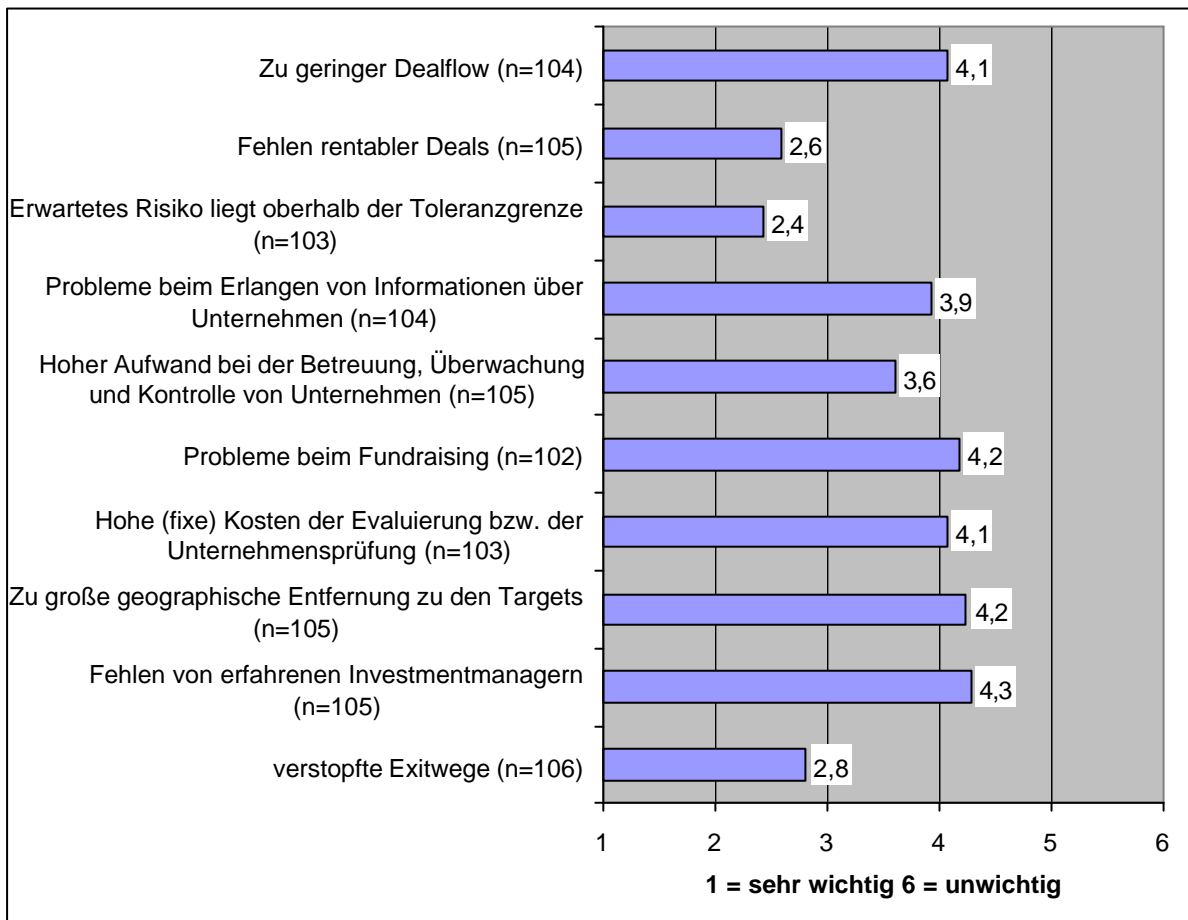
Lesebeispiel: 71,4 % der Beteiligungsgesellschaften, die in mindestens einem Marktsegment eine dauerhafte Angebotslücke ausmachen, sehen eine Marktlücke in der Seed-Phase.



## 4.2 Investitionshemmnisse

Wie gezeigt werden konnte, bestehen auf dem deutschen Beteiligungsmarkt aus Sicht der Angebotsseite z.T. erhebliche Marktlücken, die durch ein entsprechendes Angebot von Beteiligungskapital nicht geschlossen werden. Bei der Frage nach den Gründen für diese Angebotslücken sehen sich die Beteiligungsgeber vor allem einem zu großen Risiko der potenziellen Engagements, einer ungenügenden Rentabilität vieler Deals sowie verstopften Exitwegen als wichtigsten Hemmnissen einer verstärkten Investitionstätigkeit gegenüber (s. Abbildung 21).

**Abbildung 21: Bedeutung von Investitionshemmnissen**



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.

Ein im Vergleich mit der individuellen Toleranzgrenze zu hohes Risiko von potenziellen Deals sehen vor allem die Beteiligungskapitalgesellschaften, die sich auf Spätphasenfinanzierungen spezialisiert haben als wichtiges Investitionshemmnis und nicht etwa – wie vielleicht hätte erwartet werden können – die Frühphasenspezialisten. Im Gegenteil kommt bei einer Betrachtung nach der Spezialisierung auf Finanzierungsphasen einem zu hohen Risiko bei der zuletzt genannten Gruppe die geringste Bedeutung als Investitionshemmnis zu. Diese Gesellschaften haben sich auf den Hochrisikobereich spezialisiert und dafür auch entsprechende Instrumente entwickelt (s. Abschnitt 3.1.3). Das

Risiko von potenziellen Deals wird auch von kleineren Beteiligungsgebern sowie von den sonstigen Förderinstitutionen am stärksten als Investitionshindernis wahrgenommen.

Zu wenige rentable Deals beklagen am stärksten die Corporate VCs sowie die sonstigen Förderinstitutionen. Etwas weniger stark, aber immer noch überdurchschnittlich häufig sehen auch kleine Gesellschaften den Mangel an rentablen Deals als wesentliches Hemmnis, und dies, obwohl beide Gruppen – im Vergleich zu den Frühphasenfinanzierern – eher niedrigere Renditeerwartungen aufweisen.

Verstopfte Exitwege nennen insbesondere Gesellschaften, die sich auf Frühphasenfinanzierungen spezialisiert haben, als Investitionshemmnis, was vor allem mit der aktuellen Börsensituation zusammenhängen dürfte. Am geringsten wird das Problem der Exitwege von den Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften sowie den unabhängigen Gesellschaften wahrgenommen. Der Grund für die geringe Bedeutung dieses Hemmnisses für Mittelständische Beteiligungsgesellschaften dürfte sein, dass sie in der überwiegenden Anzahl der Fälle stille Beteiligungen halten, die in der Regel nicht weiter veräußert, sondern von den Beteiligungsnehmern abgelöst werden („buy back“).

Ebenfalls als wichtiges Investmenthemmnis werden von den Gesellschaften die hohen Kosten für die Betreuung und Überwachung ihrer Deals genannt. Hier überrascht, dass die Wahrnehmung dieser Kosten über alle Gesellschaften – unabhängig von der Intensität der Betreuung – recht ähnlich ist. Lediglich für die Frühphasenfinanzierer sowie die großen Beteiligungskapitalgesellschaften stellt sich dieses Hemmnis als weniger wichtig heraus, obwohl diese Gesellschaften mit die höchste Betreuungsintensität angeben (s. Abbildung 8).

Faktoren, die im Zusammenhang mit der Akquise von Deals stehen, werden gegenüber den bisher genannten Aspekten, als deutlich weniger problematisch eingeschätzt. So stellen der Dealflow, die Informationsbeschaffung über potenzielle Engagements sowie die Kosten der Prüfung eher geringere Hindernisse dar. Eine zu große räumliche Entfernung zu den potenziellen Investments stellt ebenso nur ein untergeordnetes Hemmnis für die Geschäftstätigkeit dar. Offensichtlich finden die Gesellschaften – auch jene, die die räumliche Nähe zu ihren Beteiligungsnehmern begrüßen – genügend „akzeptable“ Deals in ihrem unmittelbaren Umfeld vor. Das Fundraising sowie die Verfügbarkeit von erfahrenen Investmentmanagern rangieren zum Befragungszeitpunkt bei den Beteiligungsgebern als weniger wichtige Investitionshindernisse, was angesichts der zeitweise sehr hohen Kapitalüberhänge und der Arbeitsmarktsituation für Investmentmanager auch kaum überrascht.

### **4.3 Zwischenfazit: Angebotslücken**

Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt weist noch beträchtliche Angebotslücken auf, wie es für junge Märkte typisch ist. Zugleich zeigen die Defizite ein noch erhebliches Wachstumspotenzial. Die Erschließung dieser bislang ungenutzten Möglichkeiten bringen Chancen aber auch Risiken mit sich. In der augenblicklichen Situation der Marktkonsolidierung überwiegen vorsichtige Risiko- und Renditeeinschätzungen. Derzeit liegen dadurch große Potenziale brach.

In den kommenden Jahren wird sich der deutsche Markt voraussichtlich weiter ausdifferenzieren. So kann eine weitere Spezialisierung auf risikoreiche Frühphasenengagements mit hohem Wertsteigerungspotenzial, aber auch auf kleinere Engagements in der Old Economy mit niedrigerem Risiko, gekoppelt mit niedrigeren Renditen erwartet werden. Vergleichsweise weniger unerschlossenes Potenzial sehen die Beteiligungsgeber dagegen bei großen Engagements sowie bei großen Beteiligungsnehmern.

Voraussetzung für die Nutzung der erkannten Marktpotenziale ist eine Verbesserung der allgemeinen Wirtschaftslage, so dass sich die Risiko- und Renditeerwartungen verbessern. Auch wird sich die VC-Industrie weiterentwickeln und dabei weiter Kostensenkungspotenziale erschließen. Nicht zuletzt kommt auch der öffentlichen Förderung bei der Evolution des Beteiligungskapitalmarktes eine nicht unbedeutende Rolle zu.

## 5 Förderung und Förderbedarf

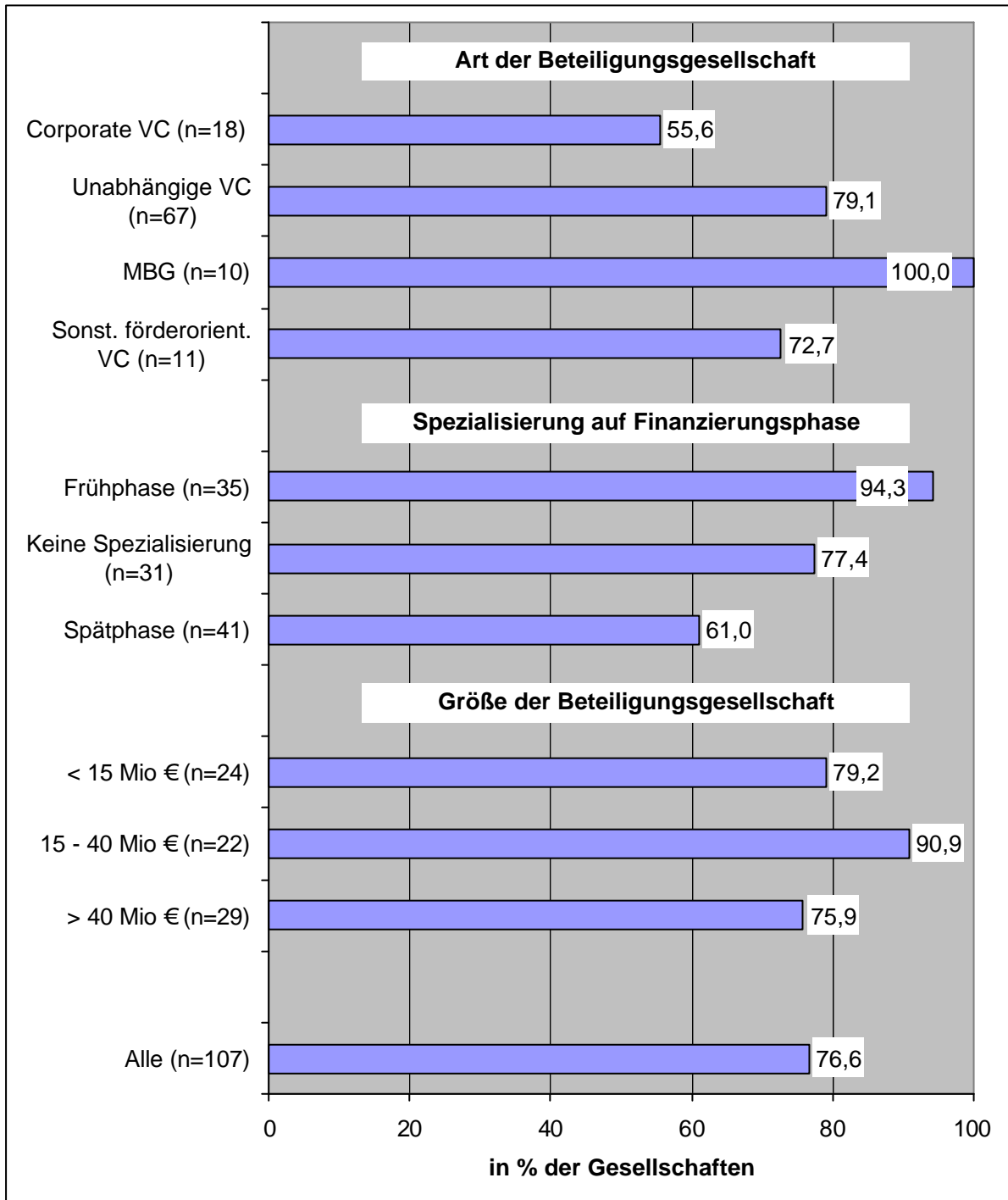
### 5.1 Förderbedarf

Bei vielen der genannten Investitionshemmnisse darf vermutet werden, dass sie durch dauerhafte strukturelle Probleme (Marktversagenstatbestände) bedingt oder zumindest verstärkt werden. So sind beispielsweise die hohen Risiken in den besonders frühen Phasen der Unternehmensentwicklung für außenstehende Financiers nur schwer einschätzbar und daher kaum zu bepreisen. Die Herausbildung und Reifung eines Marktes wird so erheblich erschwert und es verwundert kaum, dass die Beteiligungsgesellschaften hier Angebotslücken ausmachen. Diese strukturellen Probleme können durch marktkonforme Förderung erheblich gemindert werden.

Tatsächlich sehen über drei Viertel der Beteiligungskapitalgesellschaften in mindestens einem der abgefragten Marktsegmente (Sektoren, Finanzierungsphasen, Unternehmensgröße, Region) einen Förderbedarf (s. Abbildung 22). Dieser Anteil ist sogar höher als der Anteil der Unternehmen, die die Frage nach einem dauerhaften Unterangebot an Beteiligungskapital in Deutschland (s. Abschnitt 4.1) verneint haben. Dieses Antwortverhalten deutet darauf hin, dass die Frage nach dem Förderbedarf in bestimmten Marktsegmenten nicht allein als eine Frage nach Defiziten des Beteiligungskapitalmarktes aufgefasst wurde, sondern, dass von den Befragten unter Förderbedarf auch der Ausgleich von bestehenden Benachteiligungen von bestimmten Unternehmenstypen und Regionen im Wirtschaftsprozess allgemein verstanden wurde.

Förderbedarf sehen insbesondere die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften, auch wenn ihre Einschätzung eines dauerhaften Unterangebots an Beteiligungskapital bei weitem nicht so eindeutig ausfällt (s. Abbildung 19). Ein Erklärungsansatz dieses Antwortverhaltens kann sein, dass die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften zwar einen Förderbedarf sehen, diesen zugleich aber auch durch ihre eigenen Aktivitäten als ausreichend gedeckt betrachten. Des Weiteren sehen auf Frühphasenengagements spezialisierte Beteiligungsgesellschaften besonders häufig Förderbedarf. Mit zunehmendem Anteil an Spätphasenfinanzierungen sinkt der Anteil der Gesellschaften, die einen Förderbedarf ausmachen. Diese Einschätzung deckt sich mit den Antworten zu den Marktlücken nach Finanzierungsphasen (s. Abbildung 20). Am niedrigsten ist der Anteil der Gesellschaften, die Förderbedarf sehen, unter den Corporate VCs, aber auch dort liegt er noch über 50 %.

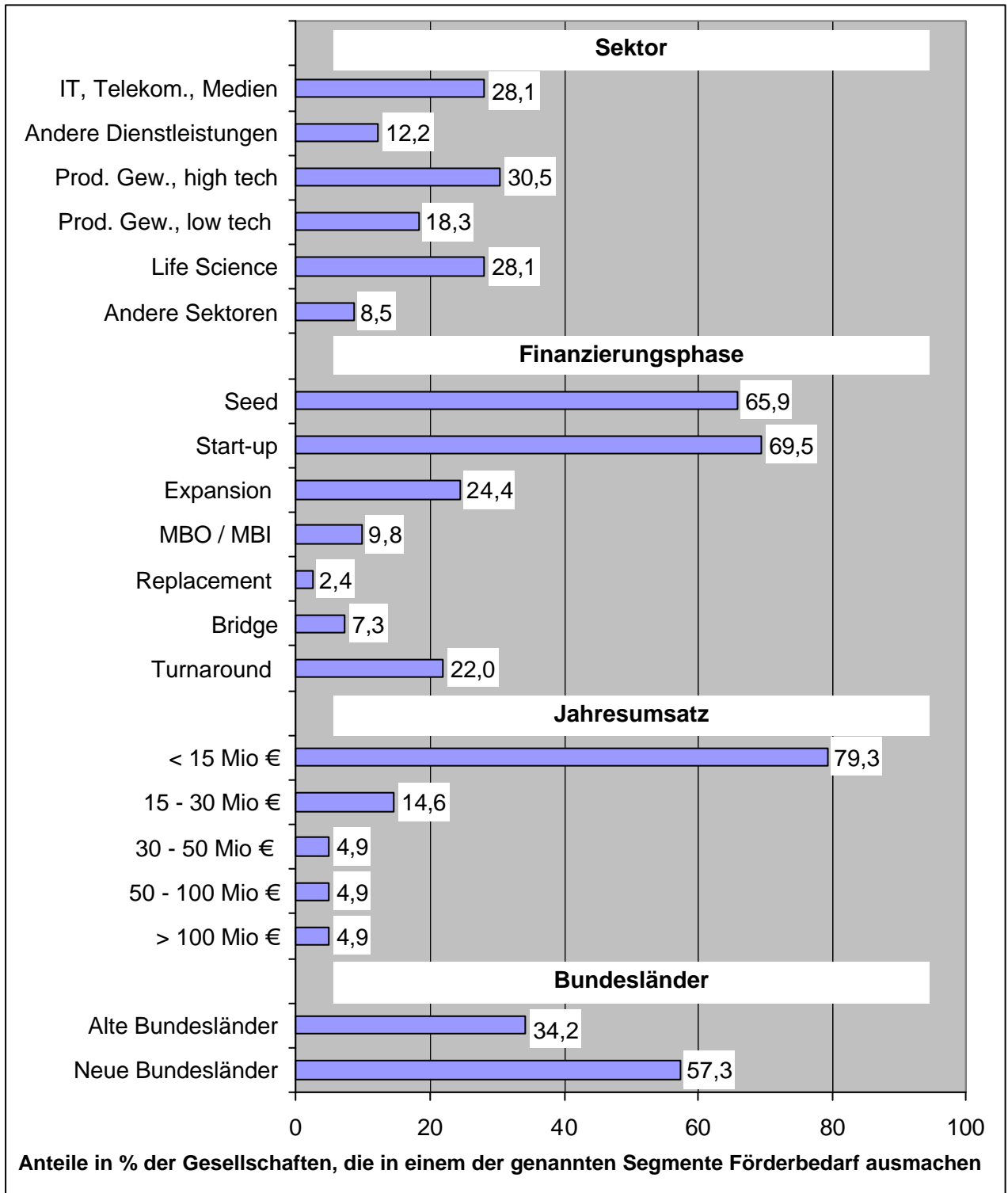
Abbildung 22: Förderbedarf nach Typ der Beteiligungskapitalgesellschaft



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie  
Lesebeispiel: 76,6 % der Beteiligungsgesellschaften machen in mindestens einem Marktsegment (Branche, Finanzierungsphase, Unternehmensgröße, Bundesland) Förderbedarf aus.

Abbildung 23 zeigt, in welchen Segmenten des Beteiligungskapitalmarktes Förderbedarf ausgemacht wird. In der Abbildung sind die Anteile der Beteiligungsgeber abgetragen, die Förderung in einem bestimmten Segment für notwendig halten, bezogen auf alle Gesellschaften, die Förderbedarf in mindestens einem der in der Tabelle genannten Segmente, sehen.

Abbildung 23: Förderbedarf nach Beteiligungsmarktsegmenten



Anmerkung: Anzahl der Beobachtungen: 82.

Lesebeispiel: 65,9 % der Beteiligungsgesellschaften, die in mindestens einem Marktsegment Förderbedarf ausmachen, sehen einen Förderbedarf in der Seed-Phase.

Bezüglich des Förderbedarfs nach Branchen treten gewisse Abweichungen im Antwortverhalten gegenüber der Frage nach den Marktlücken auf. Förderbedarf wird hauptsächlich in jungen beziehungsweise forschungs- und innovationsintensiven Branchen gesehen. In den für Beteiligungsgesellschaften unter Renditegesichtspunkten weniger interessanten Wirt-

schaftszweigen „Sonstige Dienstleistungen“ sowie „Produzierendes Gewerbe, low tech“ sahen zwar verhältnismäßig viele Gesellschaften eine Lücke im Angebot von Beteiligungskapital (s. Abbildung 20); es bekundet jedoch ein deutlich geringerer Anteil an Beteiligungskapitalgesellschaften einen Förderbedarf in diesen Branchen. Diese Einschätzung weicht auch unter den förderorientierten Beteiligungsgebern nicht wesentlich vom Durchschnitt über alle Beteiligungsgeber ab.

Förderbedarf nach Finanzierungsphasen sehen die Beteiligungsgeber analog zu ihren Antworten zu den entsprechenden Marktlücken. In der Frühphase – und hier insbesondere in der Seed-Phase – wird von den meisten Beteiligungskapitalgesellschaften ein Förderbedarf gesehen. Die Notwendigkeit von Förderung wird somit insbesondere in den Finanzierungsphasen und auch Sektoren erkannt, in denen in der Regel hohe Risiken vorherrschen und die gemeinhin auch als bedeutend für die zukünftige internationale Wettbewerbsfähigkeit erachtet werden. Daneben wird auch für die Finanzierung von Turn-arounds eine Förderung für notwendig gehalten.

Bezüglich des Förderbedarfs nach Unternehmensgröße zeigt sich ein ähnliches Antwortverhalten wie bei der Frage nach den Marktlücken: Förderbedarf wird vom Großteil der Beteiligungsgeber bei den kleinen Unternehmen gesehen. Teilweise dürfte die Gruppe der kleineren Unternehmen mit der Frühphase zusammenfallen. Generell schlagen die Transaktionskosten bei kleinen Unternehmen auch sehr zu Buche, was sich dann negativ auf die erwartete Rendite auswirkt.

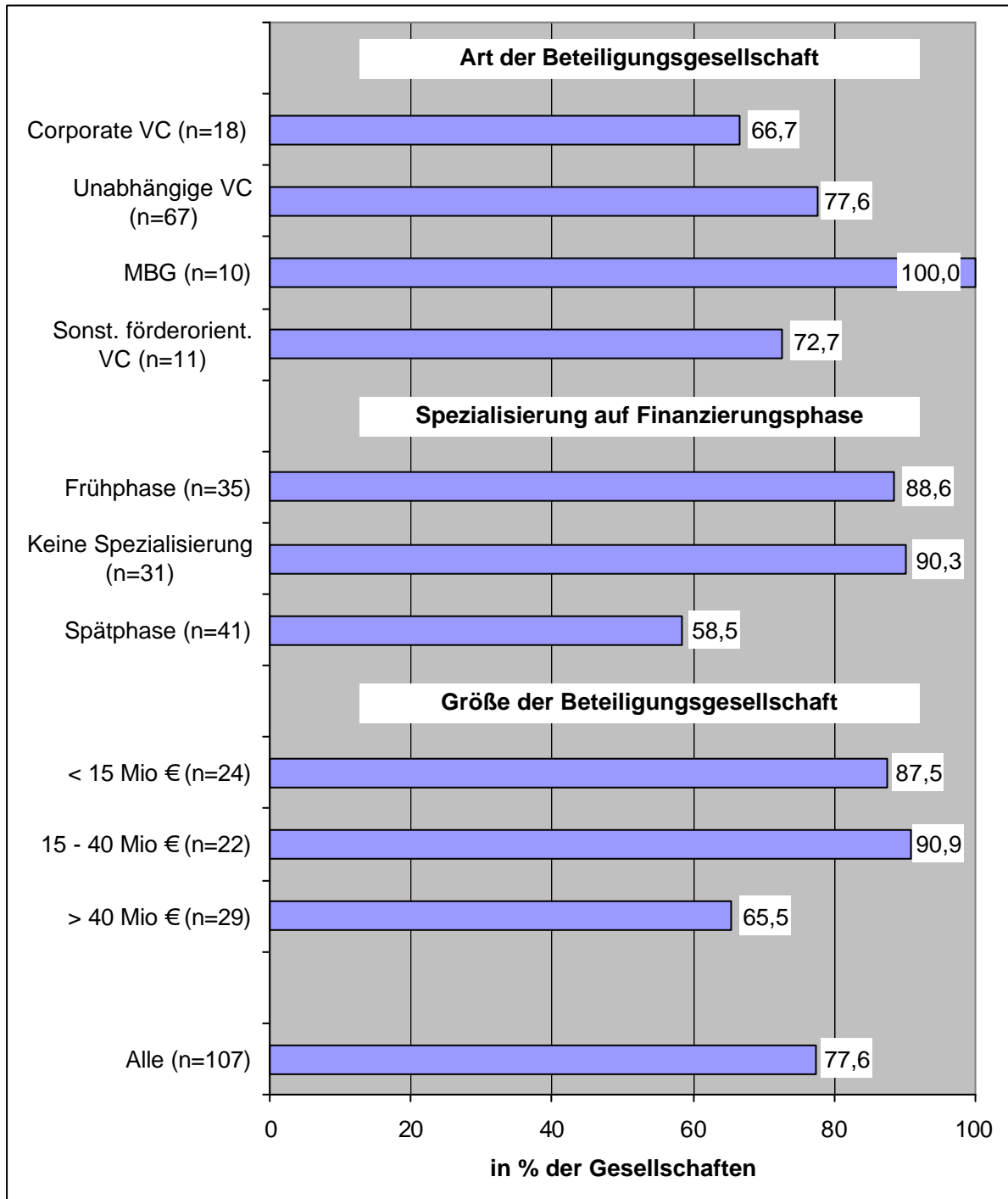
Regionaler Förderbedarf wird von den Beteiligungsgebern insbesondere in den neuen Bundesländern gesehen. Unter den Beteiligungsgebern herrscht hierin weitgehende Übereinstimmung im Antwortverhalten. Eine Ausnahme bilden die antwortenden sonstigen förderorientierten VCs, die hauptsächlich in den neuen Bundesländern investieren und von denen ein deutlich höherer Anteil öffentliche Förderung in den neuen Bundesländern – ganz im Gegensatz zu ihrer Einschätzung für die alten Bundesländer – für notwendig hält.

## **5.2 Nutzung von Förderung**

Angesichts der großen Anzahl der Beteiligungsgeber, die einen Förderbedarf erkennen, ist es kaum verwunderlich, dass knapp 80 % der Beteiligungskapitalgesellschaften angeben, innerhalb der vergangenen drei Jahre öffentliche Förderung in Anspruch genommen zu haben (s. Abbildung 24). Der Anteil der Nutzer variiert – mit Ausnahme der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften, von denen alle Befragten auf öffentliche Förderung zurückgreifen – nur geringfügig zwischen den Arten von Beteiligungsgebern. Bei einer Betrachtung nach den Finanzierungsphasen zeigt sich, dass Spätphasenfinanzierer öffentliche Unterstützung

seltener nutzen als die anderen Gesellschaften. Dies spiegelt sich auch im vergleichsweise niedrigen Anteil der großen Beteiligungsgeber wieder, die auf öffentliche Unterstützung zurückgreifen. Hintergrund beider Beobachtungen ist, dass sich die meisten Förderprogramme auf die Frühphase konzentrieren (wo auch die Beteiligungsgeber den größten Förderbedarf sehen).

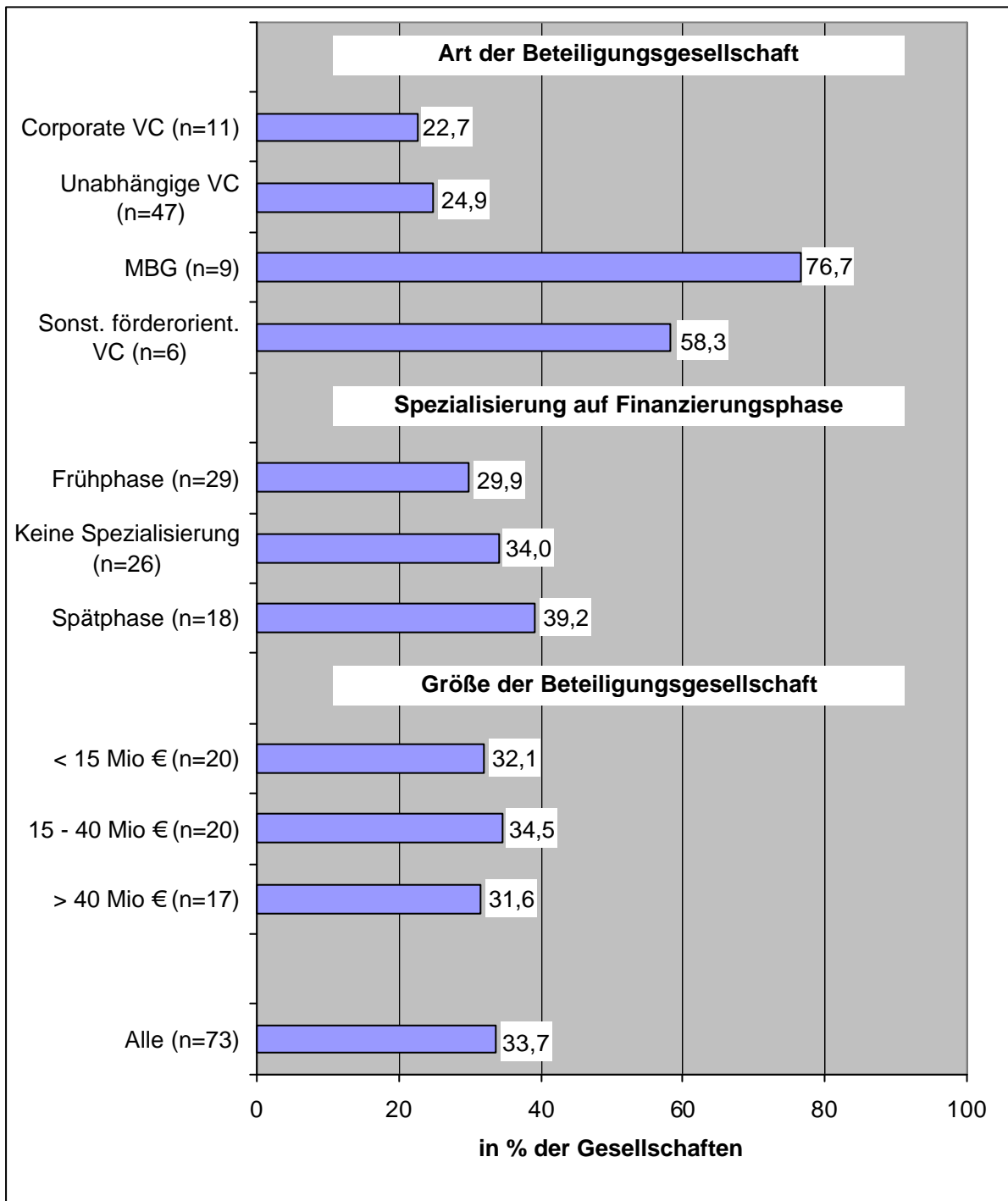
**Abbildung 24: Nutzung öffentlicher Förderung**



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.



**Abbildung 25: Anteil der öffentlichen Förderung am Investitionsvolumen bei Beteiligungskapitalgesellschaften, die Förderung in Anspruch nehmen**



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.

Lesebeispiel: Der prozentuale Anteil öffentlicher Mittel (in Form von Beteiligungen, Refinanzierungen und Garantien) macht bei einer Beteiligungsgesellschaft, die in den Jahren 1999 bis 2001 öffentliche Förderung nutzte, durchschnittlich 33,7 % ihres Investitionsvolumens aus.

Der Anteil öffentlicher Finanzmittel (in Form von Beteiligungen, Refinanzierungen und Garantien) an den Gesamtinvestitionen der vergangenen drei Kalenderjahre beträgt bei den Nutzern von Förderung rund ein Drittel (s. Abbildung 25). Erwartungsgemäß nutzen förderorientierte Beteiligungsgeber in hohem Umfang öffentliche Förderung. Über die Hälfte

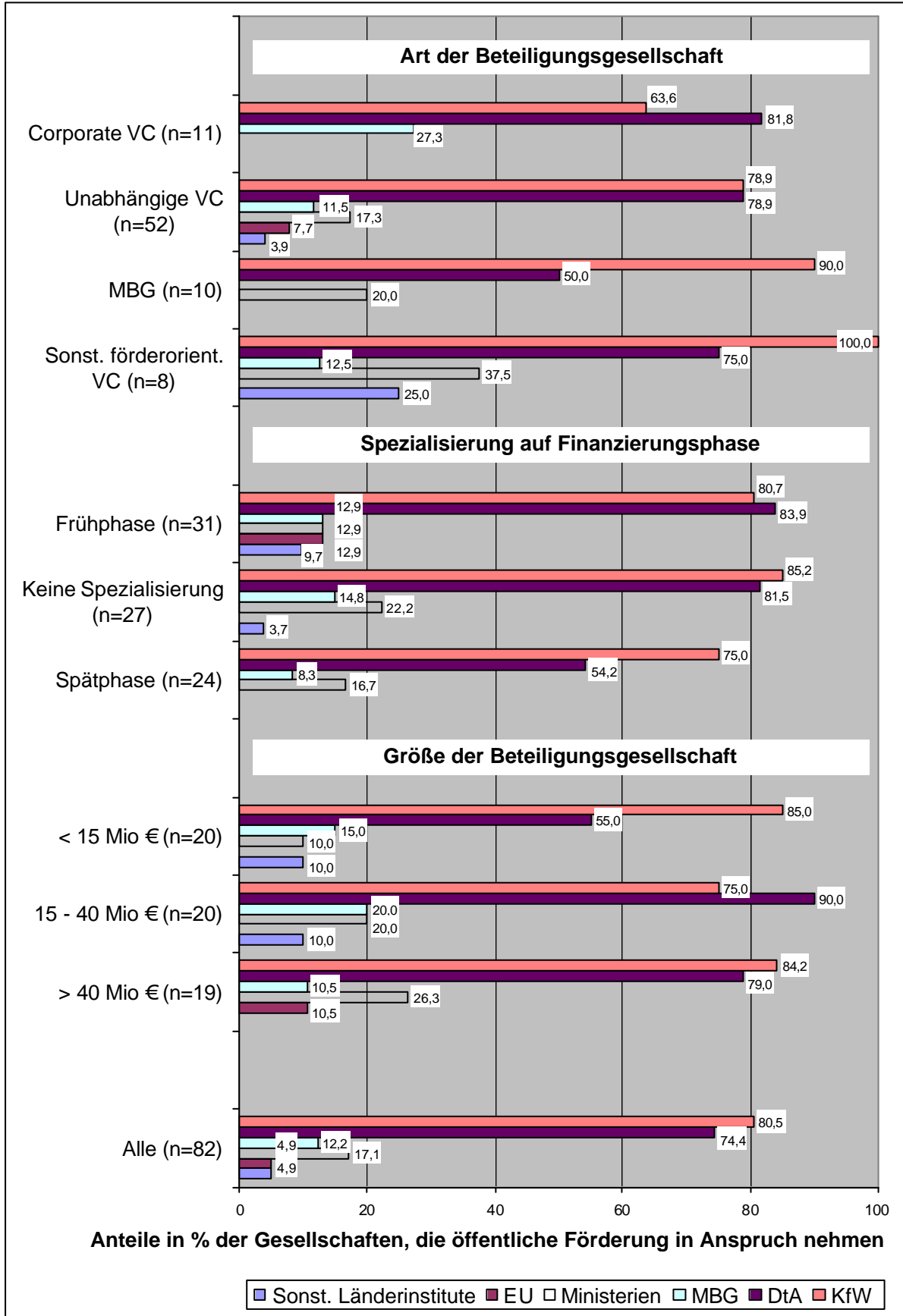
der antwortenden Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften decken ihre Investments vollständig durch öffentliche Mittel ab.

Auf den ersten Blick überraschend erscheint, dass in Abbildung 25 der öffentliche Anteil am Investitionsvolumen nicht zwischen den auf Früh- und Spätphasen spezialisierten Gesellschaften variiert. Dies liegt daran, dass in Abbildung 25 nur die Nutzer von Förderprogrammen berücksichtigt werden. In dieser Gruppe setzen sich die Spätphasenfinanzierer zur Hälfte aus förderorientierten Gesellschaften zusammen, die Förderprogramme vornehmlich in einem hohen Umfang nutzen. Werden in die Betrachtung alle Beteiligungsgeber – ungeachtet davon, ob sie Förderprogramme in Anspruch nehmen oder nicht – einbezogen, zeigt sich das erwartete Bild: Spätphasenfinanzierer weisen im Durchschnitt einen Anteil öffentlicher Mittel in Höhe von 10 % auf, während dieser Anteil bei den Frühphasenspezialisten rund 28 % beträgt.

Unter den diversen Förderaspekten auf regionaler, nationaler und europäischer Ebene spielen die Förderprogramme von KfW und DtA – die in Kürze unter dem Dach der KfW Bankengruppe vereint werden – mit großem Abstand die wichtigste Rolle (s. Abbildung 26). Während die Programme beider Förderbanken bei den renditeorientierten Beteiligungskapitalgesellschaften ungefähr gleich stark genutzt werden, wenden sich förderorientierte Beteiligungsgeber häufiger an die KfW. Dies dürfte hauptsächlich darauf zurückzuführen sein, dass das für die Refinanzierung der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften wichtigste Förderprogramm, das ERP-Beteiligungsprogramm, bei der KfW angesiedelt ist. Dieser höhere Anteil förderorientierter Gesellschaften – insbesondere der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften – dürfte auch Ursache für die häufigere Nutzung der KfW unter den Spätphasenfinanzierern sein. Auch kleinere Gesellschaften nehmen deutlich öfter Förderung der KfW in Anspruch.

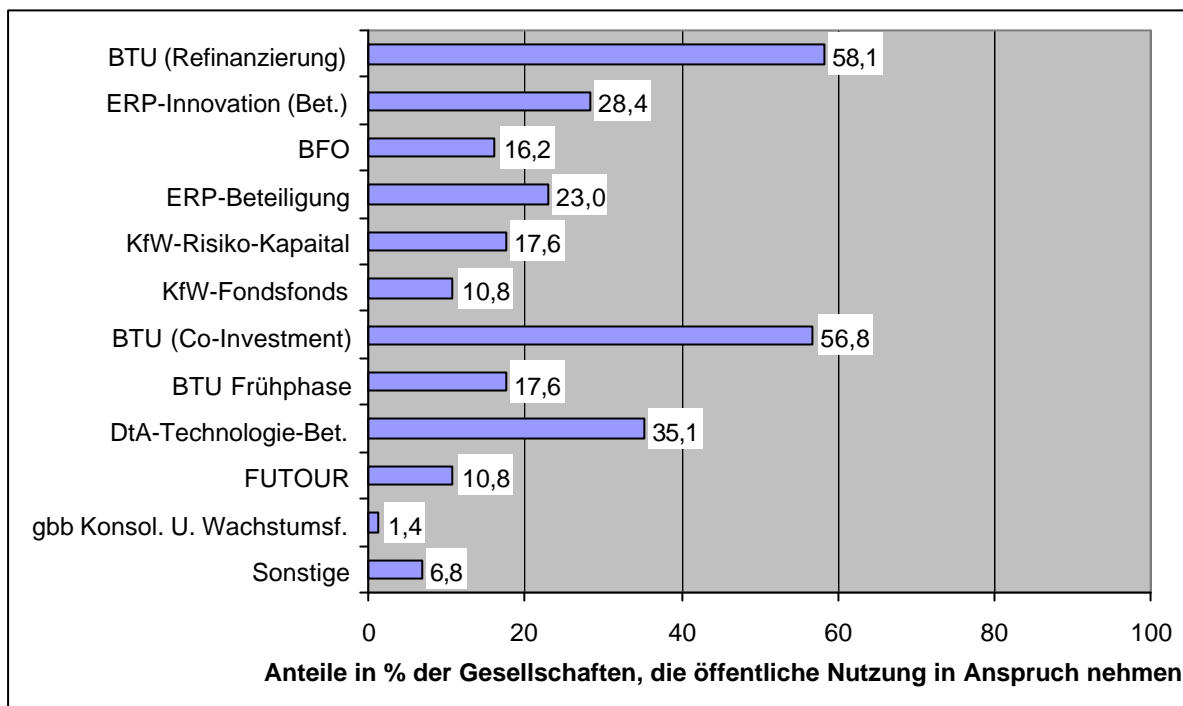
Wie die Auswertung der Nutzung von Förderung nach der Spezialisierung auf einzelne Finanzierungsphasen erwarten lässt, werden vornehmlich Programme zur Frühphasenfinanzierung von den Gesellschaften genutzt (s. Abbildung 27). Allen anderen Programmen voran, werden von jeweils über der Hälfte der Beteiligungsgeber die beiden Varianten des BTU-Programms in Anspruch genommen. Des Weiteren werden von vielen Beteiligungskapitalgesellschaften Programme zur Innovationsförderung, wie das DtA-Technologie-Beteiligungsprogramm sowie die Beteiligungsvariante des ERP-Innovationsprogramms (KfW) nachgefragt. Somit finden insgesamt vornehmlich Programme Anwendung, die zur Förderung von Engagements, die mit erhöhten Risiken behaftet sind, konzipiert wurden.

Abbildung 26: Nutzung der verschiedenen Anbieter von Förderung



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
 Lesebeispiel: 80,5 % der Beteiligungsgesellschaften, die öffentliche Förderung in Anspruch nehmen, nutzen Programme der KfW.

**Abbildung 27: Nutzung einzelner Förderprogramme**



Anmerkung: Anzahl der Beobachtungen: 83.

### 5.3 Die Bedeutung von Förderaspekten

Die Gründe, die zu Marktversagenstatbeständen bei der Beteiligungsfinanzierung führen, sind vielschichtig und variieren in Ausmaß und Bedeutung über die einzelnen Marktsegmente hinweg. Beispielsweise sehen sich Beteiligungsgeber, die sich an einem jungen Technologieunternehmen in den Neuen Bundesländern beteiligen wollen, ganz anderen Schwierigkeiten gegenübergestellt, als ein Spätphasenfinanzierer, der sich auf Nachfolgefinanzierungen in Südwestdeutschland spezialisiert hat. Zu Recht besteht deshalb eine Vielfalt von Förderprogrammen, die auf den Bedarf unterschiedlicher Zielgruppen ausgerichtet sind. Von besonderem Interesse sind deshalb die Aussagen der Beteiligungsgeber, welchen Stellenwert sie einzelnen Förderaspekten beimessen.

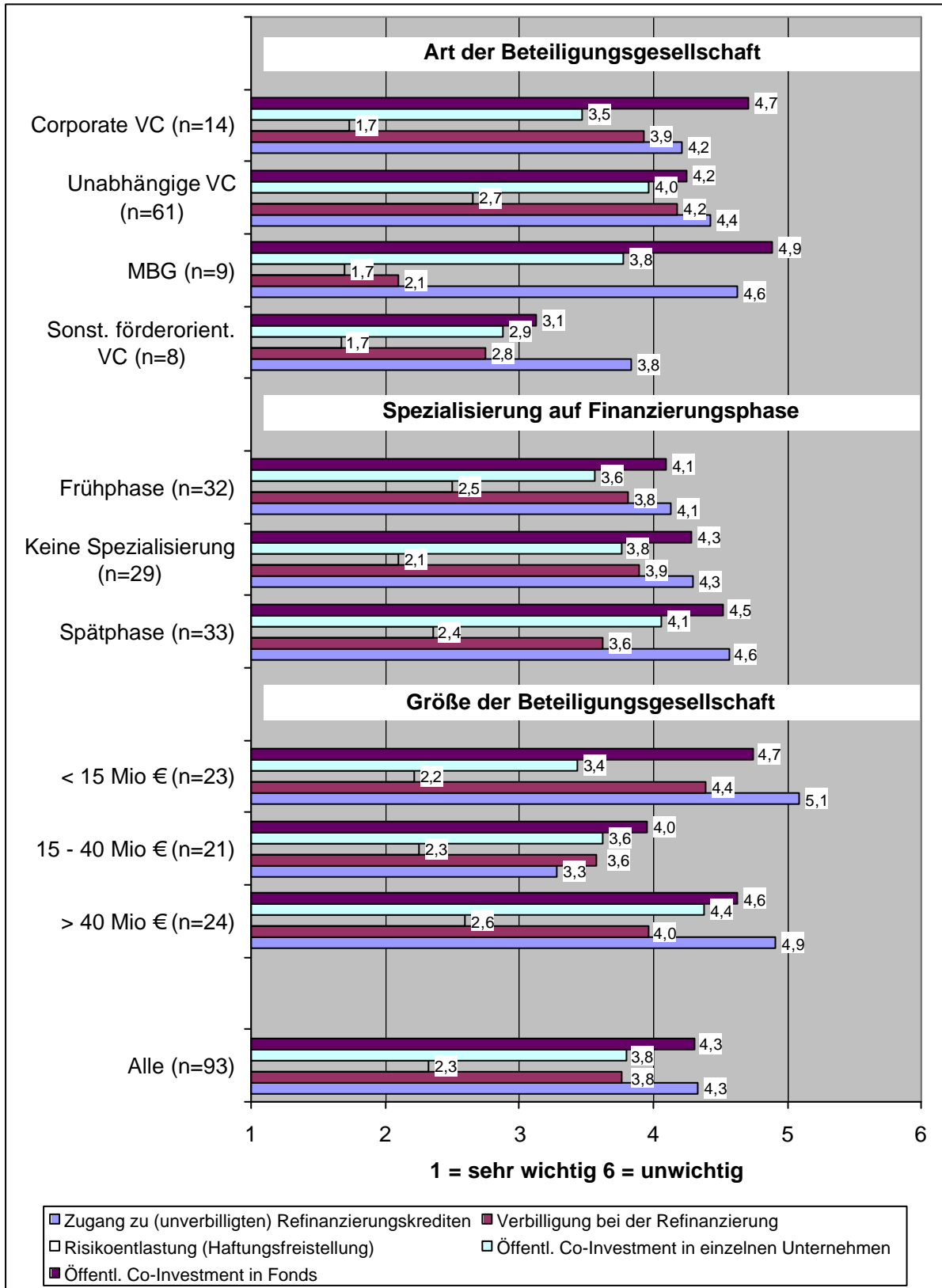
Als wichtigstes Fördererelement, das Beteiligungsgeber dazu bewegt, Engagements einzugehen, die sie sonst nicht eingehen würden, wird die Risikoentlastung genannt (s. Abbildung 28). Diese Aussage deckt sich mit der o.g. (s. Abschnitt 4.2) Einschätzung der Beteiligungsgeber, wonach ein zu hohes Risiko potenzieller Engagements das wichtigste Investitionshindernis darstellt. Ebenso stimmt sie mit der ebenfalls häufig genannten Angebotslücke in der Frühphase überein: Auch in der Frühphase kann erwartet werden, dass bei Engagements in der Regel sehr hohe Risiken auftreten. Die Risikoentlastung wird – mit Ausnahme der unabhängigen Beteiligungskapitalgesellschaften – von allen Beteiligungsgebergruppen in einem ähnlichen Umfang als wichtigstes Fördererelement genannt. So mag es zu-

nächst überraschen, dass unabhängigen Beteiligungskapitalgesellschaften, obwohl sie mehr als andere Gesellschaften in die Frühphase investieren, die Risikoentlastung deutlich weniger wichtig ist, als den anderen Beteiligungsgebern. Es erklärt sich jedoch durch ihre von vornherein höhere Risikobereitschaft, die auch mit hohen Renditeerwartungen verbunden ist.

Den Förderelementen „Refinanzierung“ und „Co-Investment“ durch öffentliche Einrichtungen wird im Vergleich zu der Risikoentlastung eine deutlich geringere Bedeutung beigemessen. Während die renditeorientierten Beteiligungskapitalgesellschaften sowohl die unverbilligte wie auch die verbilligte Refinanzierung gleichermaßen für weniger wichtig halten, variiert diese Einschätzung bei den förderorientierten Gesellschaften. Insbesondere die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften schätzen die verbilligte Refinanzierungsmöglichkeit als wichtiges Förderelement ein. Die kleinen Beteiligungsgeber mit weniger als 15 Mio. EUR investiertem Kapital messen dem Aspekt der Refinanzierung die geringste Bedeutung bei.

Co-Investments in einem einzelnen Unternehmen gewinnen mit abnehmender Größe der Beteiligungsgesellschaft an Bedeutung. Auch schätzen Frühphasenfinanzierer dieses Förderelement als wichtiger ein als Spätphasenfinanzierer. Das Co-Investment bei einem Einzelengagement wird im Vergleich zur verbilligten Refinanzierung von förderorientierten Gesellschaften insgesamt – und insbesondere durch die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften – als weniger wichtiger Förderaspekt angesehen. Die größte Wichtigkeit von allen Beteiligungsgesellschaften schreiben die sonstigen förderorientierten VC-Gesellschaften einem Co-Investment bei Einzelengagements zu.

Abbildung 28: Bedeutung von Förderaspekten



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der Beobachtungen in einer Kategorie.  
 Lesebeispiel: Mit 1,7 auf einer Skala von 1 bis 6 ist die Risikoentlastung für Corporate VCs der wichtigste Förderaspekt.

#### **5.4 Zwischenfazit: Förderung und Förderbedarf**

Insgesamt sehen alle Beteiligungsgebergruppen noch einen hohen Förderbedarf auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt. In welchen Segmenten Förderung notwendig ist, wird dabei durchaus differenziert wahrgenommen. So deckt sich einerseits die Einschätzung des Förderbedarfs mit jener zu den existierenden Marktlücken bei jungen beziehungsweise forschungs- und innovationsintensiven Unternehmen. Andererseits erfordert in den Augen der Beteiligungsgeber nicht jede Marktlücke eine dauerhafte Förderung: Z.B. sehen die Beteiligungsgesellschaften zwar Marktlücken in den etablierten, traditionellen Branchen, ein Förderbedarf wird hier jedoch von weniger Gesellschaften ausgemacht.

Die für diese Bedarfe entwickelten Förderprogramme werden von den Beteiligungskapitalgesellschaften offenbar gut angenommen. Auch machen die öffentlichen Finanzmittel einen nicht unerheblichen Anteil am Investitionsvolumen der Beteiligungsgesellschaften aus. Genutzt werden dabei vor allem die Programme der beiden bundesweiten Förderinstitute KfW und DtA, die insgesamt gut auf den identifizierten Förderbedarf abgestimmt sind und ihre intendierten Zielgruppen erreichen.

## **6 Fazit und Ausblick**

Die vorliegende Studie untersucht die Angebotsseite des deutschen Beteiligungsmarktes und zeichnet dabei ein differenziertes Bild der gegenwärtigen Marktverfassung. Einerseits schlägt sich auch hier die aktuelle Konsolidierung der Branche nieder. Negative Renditen, die viele der antwortenden Gesellschaften zu verzeichnen hatten, sind ihr offensichtlichster Ausdruck. Doch zugleich ist gerade dieser Aspekt ein Beleg für das hervorstechendste Ergebnis der vorliegenden Untersuchung, nämlich dass der noch relativ junge deutsche Beteiligungsmarkt in seiner Struktur noch nicht gefestigt ist. Deutlich ist aber eine Tendenz zur zunehmenden Professionalisierung. Mehr und mehr Gesellschaften konzentrieren sich verstärkt auf jene Bereiche, in denen sie für sich Know-How-Vorteile ausgemacht haben. Diese Arbeitsteilung wird sich mittelfristig in einem noch ausdifferenzierteren Angebot von Beteiligungskapital niederschlagen. Gleichwohl vermag diese derart festgestellte Evolution des Marktes nicht alle Lücken, die es immer noch auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt gibt, zu schließen, zumal andere Lücken hinzukommen. So besteht nach Ansicht vieler Beteiligungsgeber beispielsweise ein dauerhaftes Unterangebot in den Frühphasensegmenten und – in zunehmendem Maße – bei kleinen Investitionsvolumina und in der Old Economy. Zahlreiche Förderangebote versuchen die Marktdefizite auszugleichen. Dabei zeigt die vorliegende Untersuchung nicht nur, dass die Förderung offenbar gut angenommen wird, sondern gibt auch detailliert Aufschluss darüber, dass die wesentlichen Aspekte der Förderprogramme zielgenau an jenen Hemmnissen ansetzen, die einer verstärkten Investitionstätigkeit der Beteiligungsgeber in bestimmten Marktsegmenten entgegenstehen. Erforderlich ist nicht nur die Aufrechterhaltung der existierenden Förderprogramme um den Markt weiter zu festigen und zu vertiefen, erforderlich sind auch vermehrte Anstrengungen um die verbleibenden Lücken durch moderne und marktkonforme Förderinstrumente temporär zu füllen und gleichzeitig die weitere Marktentwicklung zu unterstützen.