

Auf unterschiedlichen Wegen zum gleichen Ziel?

Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien:  
Marktstrukturen im Vergleich.  
Frankfurt am Main, Februar 2004.

**KfW Bankengruppe**

Palmengartenstraße 5-9  
60325 Frankfurt am Main

Telefon 069 7431-0

Telefax 069 7431-2944

[www.kfw.de](http://www.kfw.de)

Infocenter 0180 1 335577 (bundesweit zum Ortstarif)

Telefax 069 7431-64355

[infocenter@kfw.de](mailto:infocenter@kfw.de)

Herausgeber/Redaktion:

KfW Bankengruppe, KSb Volkswirtschaft

Ansprechpartner in der KfW

Jan Schumacher

Dr. Volker Zimmermann

Frankfurt am Main, Februar 2004

# Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung .....	2
1. Einführung .....	5
2. Wesentliche Marktunterschiede .....	7
2.1 Historische Entwicklung der Märkte in Deutschland und Großbritannien .....	7
2.2 Klassifizierung der Marktteilnehmer .....	10
2.3 Eigentümerstruktur und Herkunft des Kapitals.....	13
2.4 Zwischenfazit .....	21
3. Investitionstätigkeit .....	22
3.1 Dealselektion.....	22
3.2 Investitionsschwerpunkte .....	30
3.3 Finanzierungsphasen.....	34
3.4 Dealgröße .....	36
3.5 Zwischenfazit .....	42
4. Unterschiedliche Renditestrukturen verantwortlich für unterschiedliche Chancen und Probleme .....	43
4.1 Renditeerwartungen.....	43
4.2 Realisierte Renditen und Ausfallraten .....	47
4.3 Zwischenfazit .....	52
5. Förderung – eine Antwort auf Unterangebot von Private Equity .....	53
5.1 Angebotslücken.....	53
5.2 Investitionshemmnisse .....	57
5.3 Beteiligungsmarktförderung .....	59
5.4 Zwischenfazit .....	63
6. Ausblick: „bedingte Konvergenz“ der Märkte in Großbritannien und Deutschland? .....	64
7. Literatur .....	66

## Zusammenfassung

In Zusammenarbeit mit einer deutsch-englischen Forschergruppe der Universitäten Cambridge, Edinburgh, Eichstätt und Hamburg hat die KfW Bankengruppe im Herbst 2002 eine Befragung von Private Equity-Gesellschaften in Deutschland und Großbritannien durchgeführt. Diese Befragung richtete sich an alle Mitglieder des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) und der British Venture Capital Association (BVCA). Die Ergebnisse der Auswertungen für Deutschland hat die KfW Bankengruppe bereits kürzlich veröffentlicht.<sup>1</sup> Der nun vorliegende Vergleich liefert durch die Gegenüberstellung des deutschen Beteiligungskapitalmarktes mit seinem britischen Pendant eine ganze Reihe neuer und zusätzlicher Informationen:

### Finanzierungsquellen und Anbieterverhalten

- Die Struktur der Refinanzierungsquellen von Beteiligungsgesellschaften reflektiert im Wesentlichen die bekannten Unterschiede in den Wirtschafts- und Finanzstrukturen der beiden Länder: In Deutschland herrschen auch im VC-Bereich konzerninterne Finanzierungen und Refinanzierungen durch Geschäftsbanken vor, während in Großbritannien in großem Umfang Privatpersonen und institutionelle Investoren Venture Capital bereit stellen. Auch die Investments selbst orientieren sich an der allgemeinen Branchenstruktur und fließen primär in diejenigen Wirtschaftszweige, die die Schwerpunkte der jeweiligen Wirtschaft bilden.
- Wesentliche Unterschiede finden sich in der Bearbeitung der eingehenden Finanzierungsanfragen: Während in beiden Ländern ein ähnlicher Anteil (ca. 5%) der Finanzierungsanfragen letztendlich für akzeptabel befunden wird, unterziehen deutsche Gesellschaften einen wesentlich höheren Anteil der Finanzierungsanfragen einer detaillierten Einzelfallprüfung als ihre britischen Pendants. Gleichwohl kommen in Deutschland bei der Bearbeitung der Investments relativ häufiger standardisierte Ratingverfahren zum Einsatz.
- Noch größer ist der Unterschied, wenn man die Betreuungsintensitäten nach Abschluss des „deals“ vergleicht: In Großbritannien werden fast alle, in Deutschland nur etwa die Hälfte der Engagements „hands-on“ betreut. Dem entspricht auch die unterschiedliche Bedeutung von mezzaninen Beteiligungsformen, die in Deutschland wesentlich stärker vertreten sind als in Großbritannien.
- Ein weiterer deutlicher Unterschied der beiden Märkte besteht in der Konzentration der Marktakteure auf bestimmte Finanzierungsphasen. So spezialisieren sich deutsche VCs häufiger auf Frühphaseninvestments, ihre britischen Pendants hingegen auf das Spätphasensegment.
- Die nähere Betrachtung der Investments zeigt: Britische Engagements sind im Schnitt größer als deutsche, wobei im Bereich der Frühphasenfinanzierungen britische Beteiligungsgesellschaften aber auch kleinere Engagements eingehen als ihre deutschen Pendants.

### Renditestrukturen

- Neben Größe und Struktur der Engagements ermöglicht die Befragung auch eine Gegenüberstellung der Renditeforderung der jeweiligen Marktakteure: Die Renditeerwartungen britischer Venture Capital-Gesellschaften sind insgesamt wesentlich hö-

---

<sup>1</sup> Vgl. KfW (2003).

her als die der deutschen VCs, wobei sich dieser Unterschied besonders deutlich im Bereich der Frühphasenengagements manifestiert.

- Gleichzeitig sind die Ausfallraten in beiden Ländern verhältnismäßig ähnlich, und auch hinsichtlich der tatsächlich über das jeweilige Gesamtengagement einer VC-Gesellschaft hinweg realisierten Renditen sind die Unterschiede weit weniger deutlich, als dies für die geforderten Renditen der Fall ist, wobei vor allem bei britischen Gesellschaften die hohe Diskrepanz zwischen Wunsch und „Wirklichkeit“ deutlich wird.

### **Marktlücken und Förderung**

- Darüber hinaus wurde untersucht, inwieweit beide Märkte ein bedarfsdeckendes Angebot mit Private Equity sicherstellen, und in welchen Bereichen zusätzliche Förderung erforderlich erscheint. Der Anteil der Private Equity-Gesellschaften, die ein dauerhaftes Unterangebot an Beteiligungskapital ausmachen, ist in beiden Ländern mit knapp 70% in etwa gleich hoch. In der Branchenbetrachtung sind davon in Deutschland primär der Dienstleistungs- und der Low-Tech-Sektor des produzierenden Gewerbes, in Großbritannien dagegen die Segmente IT/Telekommunikation/Medien und Life Science betroffen.
- Wichtige zusätzliche Erkenntnisse liefern die Antworten auf die Frage nach Angebotslücken für bestimmte Finanzierungsphasen: Insbesondere im Bereich der Frühphasenfinanzierungen übersteigt die Nachfrage nach VC in beiden Ländern das Angebot, wobei dies in höherem Maße für den britischen Markt gilt. Dies ist sicherlich zumindest teilweise darauf zurückzuführen, dass sich die Förderung in Deutschland stark auf die Frühphase konzentriert hat.
- Wesentliche Unterschiede zeigen sich entsprechend in der Inanspruchnahme öffentlicher Förderung durch die Private Equity-Gesellschaften: Deutsche VCs nehmen Förderung in größerem Umfang in Anspruch als ihre britischen Pendanten und bevorzugen Unterstützung in Form von Haftungsfreistellungen und vergünstigter Refinanzierung wohingegen britische Beteiligungsgesellschaften öffentliche Co-Investments präferieren.

### **Fazit**

Der britische VC-Markt blickt zurück auf eine längere Geschichte als sein deutsches Pendant und ist hinsichtlich seiner Größe im europäischen Vergleich eindeutig dominierend. Insbesondere der Bereich der Spätphasenfinanzierungen hat von günstigen juristischen, steuerlichen und politischen Rahmenbedingungen in Großbritannien profitiert.

Der deutsche Private Equity-Markt, auf der Refinanzierungsseite primär getragen durch Geschäftsbanken und konzerninterne Finanzierung, ist zwar durchaus nicht in seiner Anfangsphase stecken geblieben, hat jedoch noch deutliche Entwicklungspotenziale. Getrieben wurde seine bisherige Entwicklung nicht zuletzt durch eine gezielte Förderaktivität, die – beispielsweise im Segment der Frühphasenfinanzierungen – auch zu komparativen Vorteilen hinsichtlich des VC Angebots geführt hat.

Der Vergleich zeigt, dass es bei der Förderung des Private Equity-Marktes auf den richtigen Mix aus günstigen Rahmenbedingungen und gezieltem Einsatz marktkonformer Förderinstrumente ankommt. Erstere ermöglichen die Freisetzung der Marktkräfte, Letztere unterstützen die Marktentwicklung dort, wo Marktversagen einer effizienten Allokation im Wege steht.

Die Beteiligungsmärkte in Deutschland und Großbritannien sind von verschiedenen Punkten gestartet und haben unter ungleichen Bedingungen jeweils andere Entwicklungen durchgemacht. Unterschiede in den Funktionsmechanismen der Märkte sind teilweise auf die verschiedenartigen Strukturen der Marktteilnehmer und der Portfolien zurückzuführen. Die Studie liefert jedoch eine Reihe von Indizien dafür, dass die Märkte in vielen wesentlichen Merkmalen trotz ihrer Unterschiedlichkeit „konvergieren“. Zu dieser Entwicklung wird nicht zuletzt die weitere Internationalisierung des Beteiligungsmarktes beitragen.

## 1. Einführung

Die ausreichende und effiziente Versorgung der Unternehmen einer Volkswirtschaft mit Eigenkapital ist eine der wesentlichen Voraussetzungen für Stabilität und Krisenfestigkeit, für Innovationskraft und Wachstum. Die Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen galt in den vergangenen Jahrzehnten als traditionell schwach im internationalen Vergleich. Mehr und mehr wird inzwischen jedoch auch in Deutschland außerbörsliches Beteiligungskapital (Private Equity) als Alternative zur klassischen Finanzierung durch Bankkredit einerseits und der Börsenfinanzierung andererseits wahrgenommen. Zwar ist der deutsche Private Equity-Markt trotz Konsolidierung in den letzten Jahren - nicht zuletzt durch eine zielgerichtete öffentliche Förderung – in beachtliche Größenordnungen vorgestoßen; im Vergleich zu anderen Ländern, wie zum Beispiel Großbritannien, Schweden oder Frankreich, ist seine relative Größe (gemessen am BIP) jedoch immer noch gering.

Dominiert wird der europäische Markt von Großbritannien, das 2002 37% des europäischen Gesamtvolumens an Beteiligungskapital (Portfolio) in Höhe von rund 124 Mrd. EUR auf sich vereinte,<sup>2</sup> während Deutschland auf einen Anteil von 13% kommt. Woran liegt es, dass der britische Markt quantitativ so viel bedeutsamer als der deutsche Markt ist? Ist der britische Markt das Vorbild für Deutschland oder gibt es strukturelle Unterschiede, die eine unterschiedliche zukünftige Entwicklung nahe legen? Wie gut erfüllen die jeweiligen Märkte ihre volkswirtschaftliche Funktion? Was können die britischen beziehungsweise deutschen Marktakteure gegebenenfalls voneinander lernen?

Um Antworten auf diese und weitere Fragen zu erhalten, führte die KfW im Herbst 2002 in Zusammenarbeit mit einer deutsch-englischen Forschergruppe der Universitäten Cambridge, Edinburgh, Eichstätt und Hamburg eine umfangreiche Befragung von Beteiligungsgesellschaften in Deutschland und Großbritannien durch. Angesprochen wurden sämtliche in den jeweiligen nationalen Dachorganisationen für VC-Gesellschaften organisierte Private-Equity-Unternehmen. In Deutschland richtete sich die Befragung an die Mitglieder des Bundesverbandes deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK), wobei bei einer Rücklaufquote von über 50% insgesamt 107 auswertbare Fragebögen vorliegen. In Großbritannien wandte man sich an die Mitglieder der British Venture Capital Association (BVCA). Es wurden 60 Fragebögen ausgewertet, was einem Rücklauf von rund 30% entspricht.

Eine separate Analyse des deutschen Marktes wurde von der KfW Bankengruppe unter dem Titel „Beteiligungskapital in Deutschland: Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken

---

<sup>2</sup> BVK Nachrichten, Venture Capital in Europa 2002, Special vom 02.07.2003, S. 1.

und Förderbedarf“ bereits vor kurzem veröffentlicht.<sup>3</sup> Der nun vorliegende Vergleich liefert durch die Gegenüberstellung des deutschen Private Equity-Marktes mit seinem britischen Pendant eine ganze Reihe neuer und zusätzlicher Informationen und Einsichten.

---

<sup>3</sup> Vgl. KfW (2003).

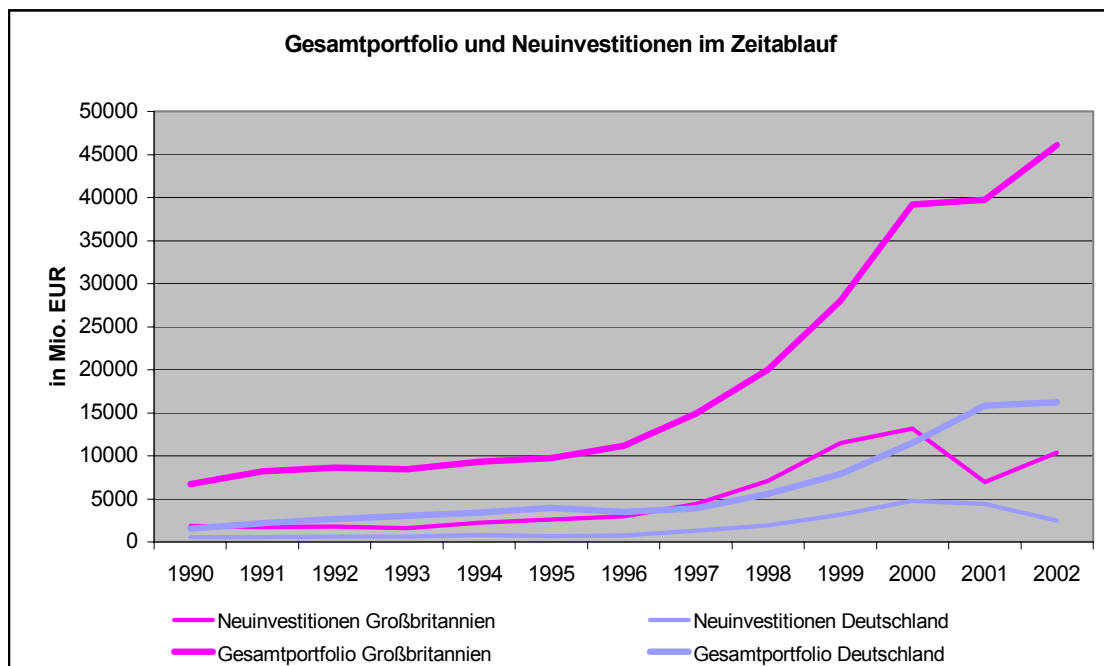


## 2. Wesentliche Marktunterschiede

### 2.1 Historische Entwicklung der Märkte in Deutschland und Großbritannien

Die Märkte für privates Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien unterscheiden sich ganz erheblich hinsichtlich ihrer Rahmenbedingungen, ihrer Entwicklungsgeschichte und ihrer Strukturen.

Abbildung 1:



Der britische Private Equity-Markt ist mit einem Gesamtportfolio von 46,1 Mrd. EUR in 2002 erheblich größer als sein deutsches Gegenstück mit einem Volumen von 16,2 Mrd. EUR (s. Abbildung 1).<sup>4</sup> Gleiches gilt auch hinsichtlich seiner „relativen“ Größe: So beliefen sich die Neuinvestitionen im Bereich Private Equity in 2002 in Großbritannien auf 0,63% des Bruttoinlandsproduktes, während der entsprechende Anteil in Deutschland mit 0,12% erheblich geringer war. Großbritannien verfügt damit nach wie vor über den größten europäischen Private Equity-Markt und dominiert alle anderen nationalen europäischen Märkte hinsichtlich der Kriterien Investitionsvolumen, Portfoliohöhe und Fundraising.<sup>5</sup> Im Zeitablauf gesehen wird der Unterschied noch deutlicher: Das von privaten Beteiligungsgesellschaften gehaltene Gesamtportfolio belief sich in Großbritannien bereits im Jahr 1990 auf 6,7 Mrd. EUR. Einen ähn-

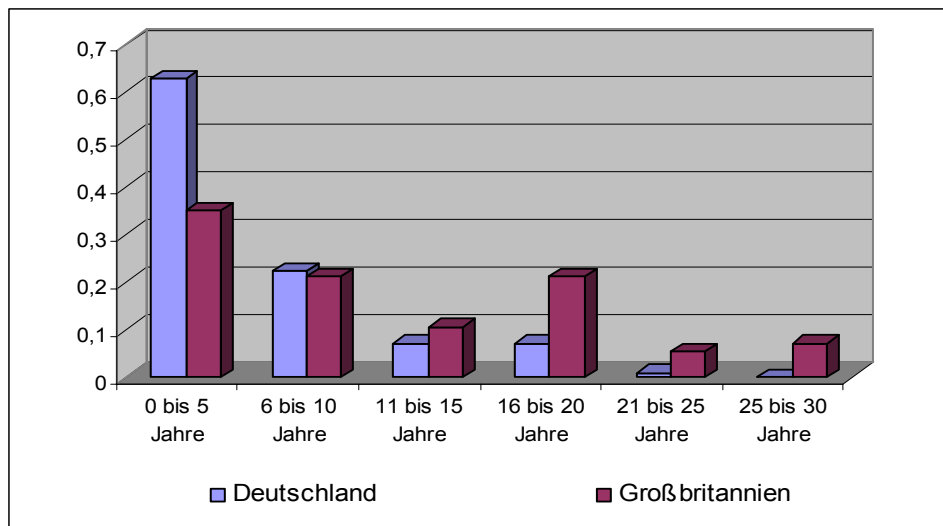
<sup>4</sup> BVK Nachrichten, Venture Capital in Europa 2002, Special vom 02.07.2003, S. 1

<sup>5</sup> BVK Nachrichten, Venture Capital in Europa 2002, Special vom 02.07.2003, S. 7

lichen Umfang erreichte der deutsche Markt erst knapp 10 Jahre später. Selbst in der späten zweiten Hälfte der 90er Jahre, d.h. der Boomphase des deutschen Marktes, wurde in Großbritannien jährlich mehr investiert als der gesamte Portfoliobestand in Deutschland ausmachte. Auch heute gilt noch, dass der Abstand (gemessen am Gesamtportfolio) weiter wächst.<sup>6</sup>

Erwartungsgemäß schlägt sich das unterschiedliche Alter der Märkte auch in der Erfahrung der Marktakteure nieder: Weit mehr als die Hälfte der deutschen Gesellschaften (58%) sind erst seit maximal fünf Jahren auf dem Beteiligungsmarkt aktiv, während diese Gruppe jüngerer Unternehmen in Großbritannien lediglich knapp ein Drittel des Marktes ausmacht. Abbildung 2 verdeutlicht die Altersstruktur der VC-Gesellschaften:

**Abbildung 2: Verteilung der VC-Gesellschaften nach Altersklassen (Angaben in %)**

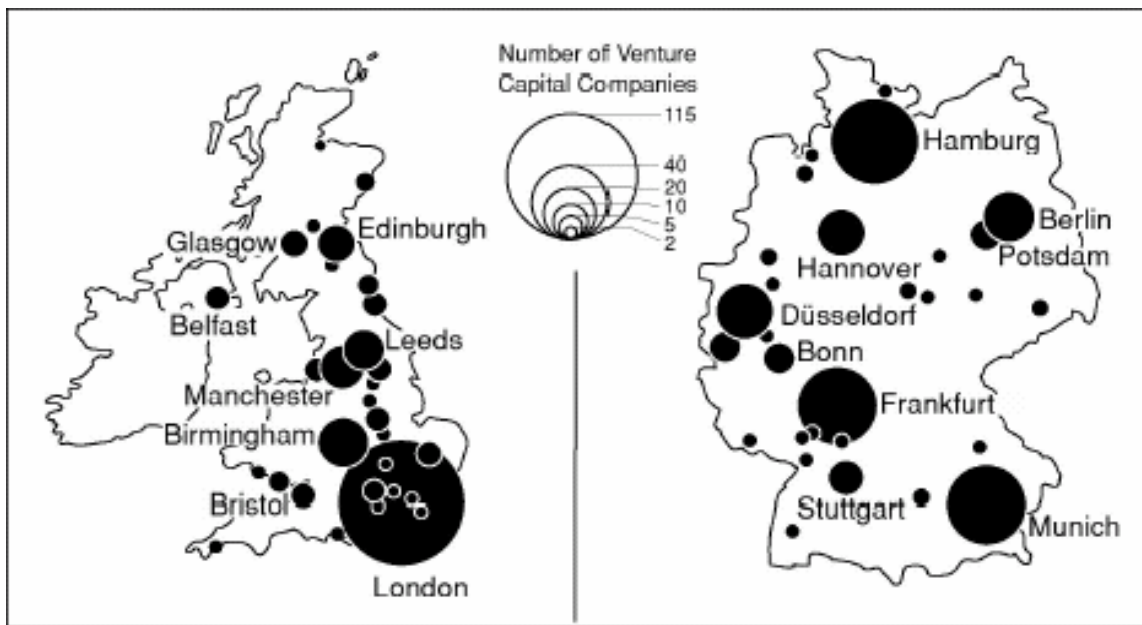


Ein deutlicher Unterschied zwischen dem deutschen und britischen Markt ist auch hinsichtlich der regionalen Konzentration der Beteiligungsgesellschaften feststellbar (s. Abbildung 3). Der deutsche VC-Markt ist geographisch ausgewogener, wohingegen in Großbritannien eine starke Konzentration im Großraum London und im gesamten Süd-Osten des Landes zu beobachten ist.<sup>7</sup>

<sup>6</sup> Eigene Grafik, Datenquelle: BVK-Nachrichten, Venture Capital in Europa 2002, Special vom 02.07.2003.

<sup>7</sup> Vgl. Martin, R., Berndt, C., Klage, B., Sunley, P., Herten, S., 2003, Regional Venture Capital Policy UK and Germany Compared, London, Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society, Download unter <http://www.agf.org.uk/pubs/pdfs/1346web.pdf>, S. 12f.

**Abbildung 3: Regionale Verteilung der VC-Gesellschaften in Deutschland und Großbritannien in 2002<sup>8</sup>**



Daneben unterscheiden sich die beiden Länder auch hinsichtlich der staatlichen Förderung des Beteiligungsmarktes: Während in Deutschland den Förderinstitutionen (insbesondere KfW und tbg sowie den mittelständischen Beteiligungsgesellschaften [MBGen]) eine zentrale Rolle bei der Entwicklung des Beteiligungsmarktes zukam (und immer noch zukommt), war die Entwicklung in Großbritannien stärker marktgetrieben. Zwar gingen auch dort Initiativen zur Marktentwicklung von staatlicher Seite aus. So wurde z.B. 1945 unter der Regie der Bank of England, der Clearing-Banks und schottischer Banken die *Industrial and Commercial Finance Corporation* gegründet, die lange Zeit den Markt dominierte, später zu 3i umfirmierte und 1994 privatisiert wurde. Das Hauptaugenmerk britischer Förderung lag aber bis in die späten 90er Jahre primär auf steuerlichen und regulatorischen Anreizen. Erst danach wurden verstärkt zielgerichtete Fazilitäten zur Regionalförderung und zur Unterstützung kleiner VC-Gesellschaften geschaffen: Insbesondere waren dies im Rahmen des sog. Enterprise Fund die Regional Venture Capital Funds (RVCFs) sowie eine Reihe weiterer Fondsmodelle.<sup>9</sup>

Hinsichtlich der derzeitigen Eignung der rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen für Venture Capital-Geschäfte erreichte Großbritannien in einer kürzlich veröffentlichten eu-

<sup>8</sup> Grafik entnommen aus Martin, R., Berndt, C., Klagge, B., Sunley, P., Herten, S., 2003, *Regional Venture Capital Policy UK and Germany Compared*, London, Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society, S. 12; Download: <http://www.agf.org.uk/pubs/pdfs/1346web.pdf>.

<sup>9</sup> Vgl. Günseli Baygan, 2003, *Venture Capital Policy Review: United Kingdom*, STI Working Paper 2003/1, OECD

ropäischen Vergleichsstudie der EVCA in fast allen Kategorien Spitzenplätze, während Deutschland vor Dänemark und Österreich den drittletzten Platz unter 15 Ländern belegte.<sup>10</sup> Kriterien für die Bewertung waren neben diversen Aspekten der Unternehmens- und Kapitalbesteuerung auch der Regulierungsrahmen für Fusionen, das unternehmerische Umfeld, steuerliche Anreize für FuE und für die Bereitstellung von Private Equity durch Einzelinvestoren sowie die Investitionsneigung von Pensionsfonds.

## 2.2 Klassifizierung der Marktteilnehmer

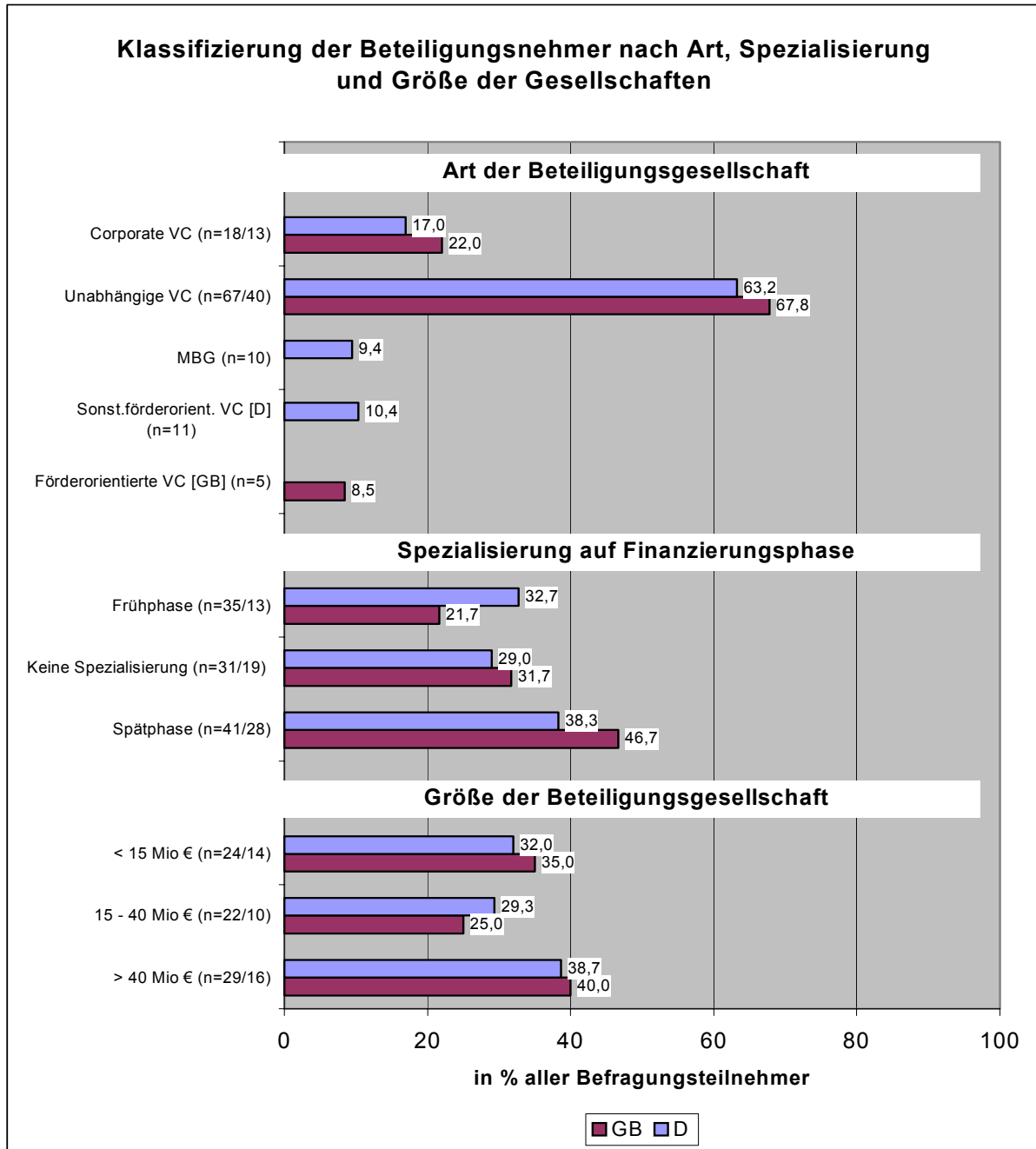
Um die Marktteilnehmer hinsichtlich ihrer Unternehmensstruktur und ihrer Zielsetzung klassifizieren zu können, wurden die befragten deutschen Unternehmen gebeten, sich einer der folgenden Gruppen zuzuordnen (s. Abbildung 4): auf der einen Seite wettbewerbliche Gesellschaften, unterteilt in *unabhängige Beteiligungskapitalgesellschaften* und *Corporate Venture Capital Gesellschaften*, also Beteiligungsgesellschaften, die Töchter größerer Industrie-, Dienstleistungs- oder Finanzdienstleistungsunternehmen sind, und auf der anderen Seite förderorientierte Beteiligungsgesellschaften, eingeteilt in die Kategorien *Mittelständische Beteiligungsgesellschaften (MBGen)* und *andere Förderinstitutionen* (Bundes- und Landesbeteiligungsgesellschaften). Die britische Kategorisierung war hierzu zwar prinzipiell analog, jedoch nicht vollständig kongruent: *Independent VC-Companies* und *Corporate VC-Companies* sind durchaus Gegenstücke der entsprechenden deutschen Klassifizierungen, jedoch können *Public Regional Companies* nicht unbedingt als die britische Entsprechung der auf dem deutschen Markt einzigartigen MBGen angesehen werden. Letztere sind regional ausgerichtete Selbsthilfeeinrichtungen der mittelständischen Wirtschaft.

Für die folgenden Vergleiche werden in den grafischen Darstellungen britische *Public Regional Companies* und *Other Public Institutions* aus statistischen Gründen und der besseren Übersicht halber zur Gruppe der britischen *förderorientierten VCs* zusammengefasst. Bei der Interpretation der diese zusammengefasste Gruppe betreffenden Ergebnisse müssen allerdings die z.T. geringen Fallzahlen Berücksichtigung finden. Ein erheblicher Teil der förderorientierten britischen Beteiligungsgesellschaften (z.B. RVCFs) sind nicht im BVCA organisiert und daher auch nicht in der vorliegenden Studie erfasst. Mit Ausnahme der Gruppe der förderorientierten britischen Beteiligungsgesellschaften dürften die Ergebnisse der vorliegenden Erhebung repräsentativ für die verschiedenen Gruppen in beiden Märkten sein.

---

<sup>10</sup> Vgl. Benchmarking European Tax & Legal Environments, 2003, EVCA Benchmark Paper, Zaventern (Belgien).

Abbildung 4:



Anmerkung: *n* bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie (in Deutschland/Großbritannien)

In jedem der beiden Samples stellen die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften mit etwa zwei Dritteln die Mehrzahl der antwortenden Gesellschaften, die Corporate VC-Gesellschaften haben im deutschen Sample einen Anteil von knapp 17%, während für Großbritannien 22% der Unternehmen, die geantwortet haben, dieser Kategorie zuzuordnen sind. Zu den förderorientierten Beteiligungsgebern zählen sich in Deutschland knapp 20% und in Großbritannien knapp 9% der teilnehmenden Gesellschaften.

Unterteilt man das Sample statt nach der Art der Beteiligungsgesellschaft nach dem von den Gesellschaften primär bedienten Marktsegment, zeigen sich deutliche Unterschiede: Fast ein Drittel der deutschen VC-Gesellschaften hat sich auf Frühphasenfinanzierungen spezialisiert, für Großbritannien liegt dieser Anteil mit knapp 22% deutlich niedriger. Bezüglich der Spätphasenfinanzierer kehrt sich das Verhältnis um: Mit fast 47% ist ihr Anteil am britischen Sample deutlich höher als hierzulande (38,3%). Als Früh- bzw. Spätphasenfinanzierer werden dabei diejenigen Gesellschaften bezeichnet, die im Zeitraum von 1999 bis 2001 mehr als 70% ihres Engagementvolumens in Seed- und Start Up-Finanzierungen (Frühphase) respektive in Wachstums- und MBO/MBI-Finanzierungen (Spätphase) investierten. Diese Verteilungen lassen auf eine insgesamt stärkere Orientierung des deutschen Marktes auf Finanzierungen in frühen Unternehmensstadien schließen, wohingegen ein Schwerpunkt des britischen Private-Equity-Geschäftes auf späteren Phasen der Unternehmensentwicklung liegt. Der Anteil der unspezialisierten Gesellschaften ist mit rund 30% für beide Länder ähnlich. Dieser Vergleich zeigt auch, dass die häufig vertretene Ansicht, der britische Markt sei stärker ausdifferenziert und die Akteure seien stärker spezialisiert als in Deutschland, durch diese Befragung - zumindest hinsichtlich des Kriteriums der bedienten Finanzierungsphase - nicht bestätigt werden kann.

Als drittes Kriterium neben der Art der Beteiligungsgesellschaft und dem von ihr primär bedienten Marktsegment werden die Befragten auch hinsichtlich der Größe der Beteiligungsgesellschaft (gemessen an ihren bislang investierten Mitteln) klassifiziert. Dabei zeigen sich erstaunlich ähnliche Größenstrukturen auf beiden Märkten. In beiden Ländern machen große Gesellschaften mit einem Portfolio von über 40 Mio. EUR mit ca. 40% den größten Anteil aus, während die kleinen Gesellschaften (Portfolio unter 15 Mio. EUR) jeweils etwa ein Drittel der Marktteilnehmer stellen.

Insgesamt lässt die Zusammensetzung des Befragungssamples auf zahlreiche strukturelle Ähnlichkeiten zwischen den beiden Märkten schließen, insbesondere hinsichtlich des Spezialisierungsgrades nach der Finanzierungsphase, der Arten der Beteiligungsgeber und ihrer Größenstruktur. Der Hauptunterschied zeigt sich beim höheren Anteil von Frühphasenfinanzierern im deutschen Sample. Dieser Unterschied wäre sicherlich ohne die Aktivität förderorientierter mittelständischer Beteiligungsgesellschaften in Deutschland noch ausgeprägter festzustellen.

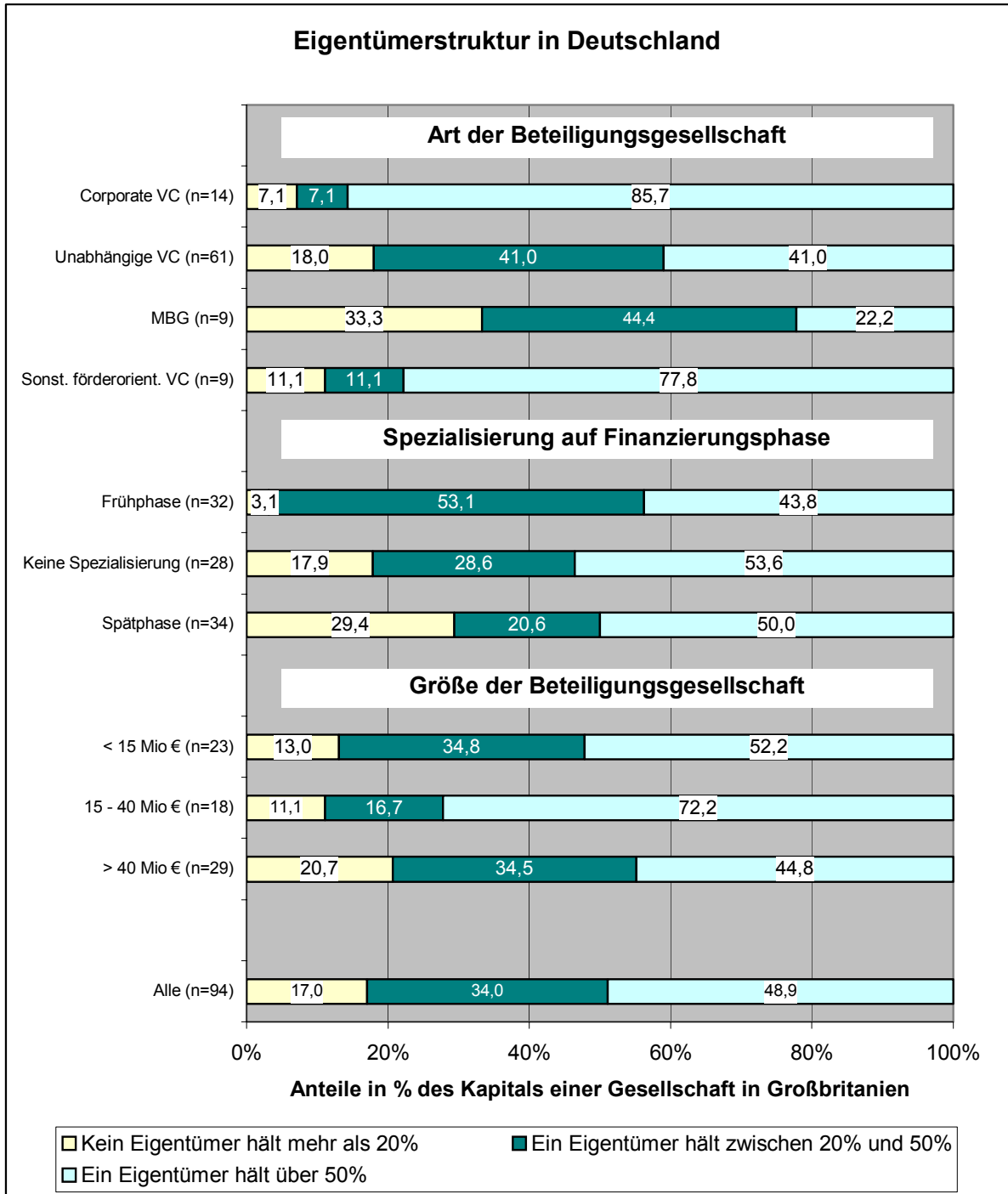
### **2.3 Eigentümerstruktur und Herkunft des Kapitals**

Hinsichtlich der zahlenmäßigen Eigentumsverhältnisse an den Beteiligungsgesellschaften zeigt sich in Deutschland und Großbritannien ein sehr ähnliches Bild (s. Abbildung 5). In beiden Ländern ist etwa die Hälfte der Beteiligungsunternehmen zu über 50% in der Hand eines einzelnen Eigentümers und über ein Drittel zu 20-50% im Besitz eines Einzeleigentümers. Ein relativ geringer Anteil von Beteiligungsgesellschaften befindet sich in der Hand mehrerer kleinerer Eigentümer.

Insgesamt fällt auf, dass der Anteil von Gesellschaften ohne dominierende Großeigentümer auf dem deutschen Markt höher ist als jenseits des Ärmelkanals.

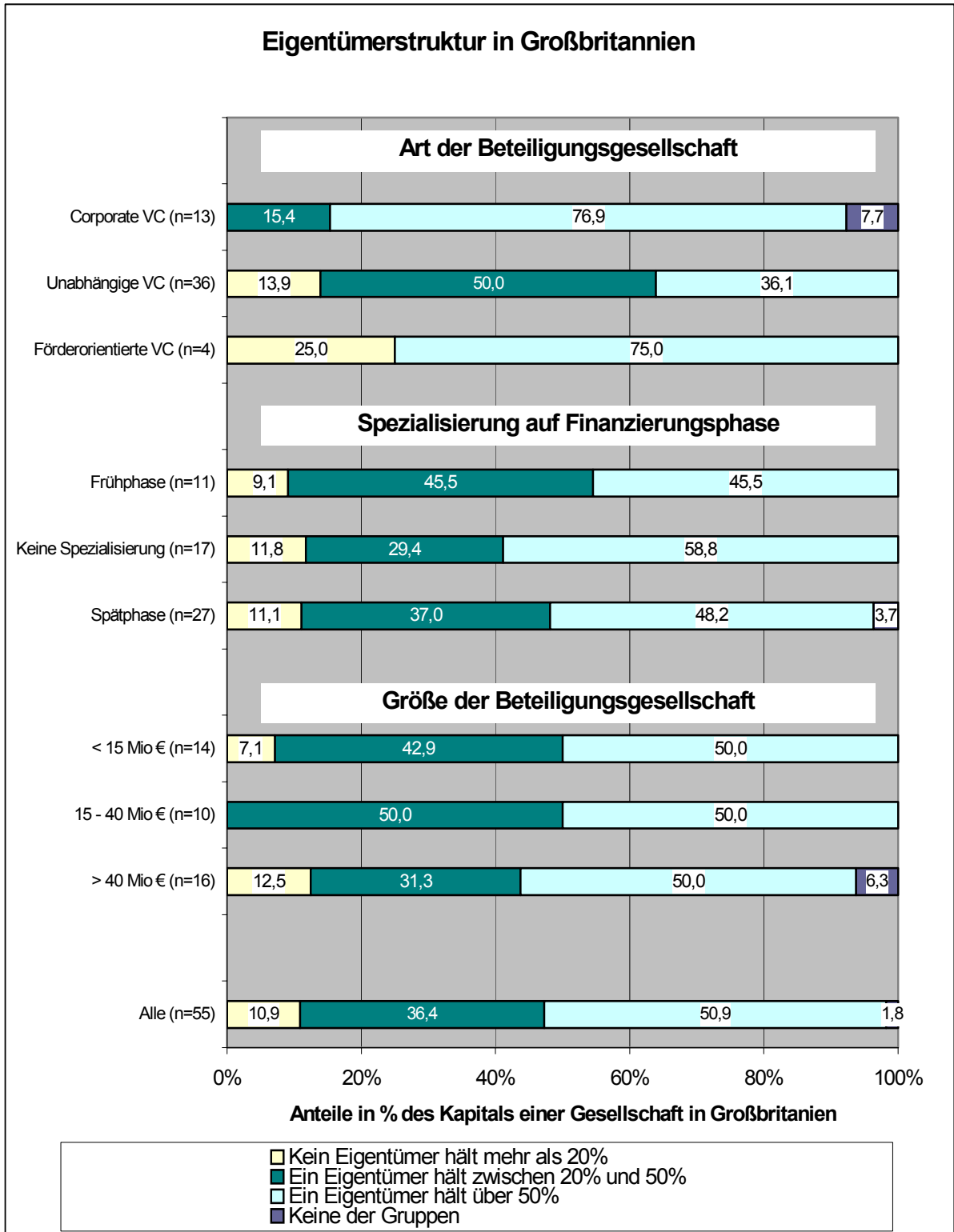
Die weitere Disaggregation der Eigentumsstruktur nach Beteiligungsgebergruppen bestätigt im Wesentlichen das Gesamtbild. Auf dem deutschen und britischen Markt sind insbesondere die Corporate VC-Gesellschaften im Besitz eines Mehrheitseigentümers, in Deutschland gilt dies darüber hinaus auch für die sonstigen Förderinstitutionen. Klassifiziert man die Beteiligungsgesellschaften hinsichtlich ihres Investitionsvolumens, so sind die Eigentumsstrukturen in den beiden Ländern wiederum weitgehend ähnlich, wobei sich in Großbritannien insbesondere die mittelgroßen Beteiligungsgesellschaften mit einem Investitionsvolumen zwischen 15 und 40 Mrd. EUR durch einen dominierenden Eigentümer auszeichnen. Auch die Analyse der Eigentümerstruktur mit Fokus auf einer etwaigen Phasenspezialisierung der Institute fördert keine nennenswerten strukturellen Unterschiede zu Tage.

Abbildung 5:



**Anmerkung:** *n* bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
**Lesebeispiel:** Bei 17% der befragten deutschen Beteiligungsgesellschaften hält kein Eigentümer mehr als 20% des Kapitals der Beteiligungsgesellschaft.





**Anmerkung:** n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
**Lesebeispiel:** Bei 10,9% der befragten britischen Beteiligungsgesellschaften hält kein Teilnehmer mehr als 20% des Kapitals der Beteiligungsgesellschaft.

Deutliche Unterschiede zeigen sich hingegen, wenn man die Struktur der jeweilig größten Anteilseigner einer Beteiligungsgesellschaft nach ihrer sektoralen Zugehörigkeit aufschlüsselt (s. Abbildung 6).

Während in Deutschland den Geschäftsbanken, die bei über einem Viertel der Unternehmen den größten Anteilseigner stellen (bei MBGen in 50% aller Fälle), eine wichtige Rolle zufällt, sind sie in dieser Hinsicht in Großbritannien verhältnismäßig unbedeutend. Diese Relation kehrt sich allerdings hinsichtlich der Rolle von Privatpersonen um: In beinahe der Hälfte aller britischen VC-Gesellschaften sind Private größter Anteilseigner, in Deutschland ist dieser Anteil mit einem Fünftel ganz erheblich geringer.

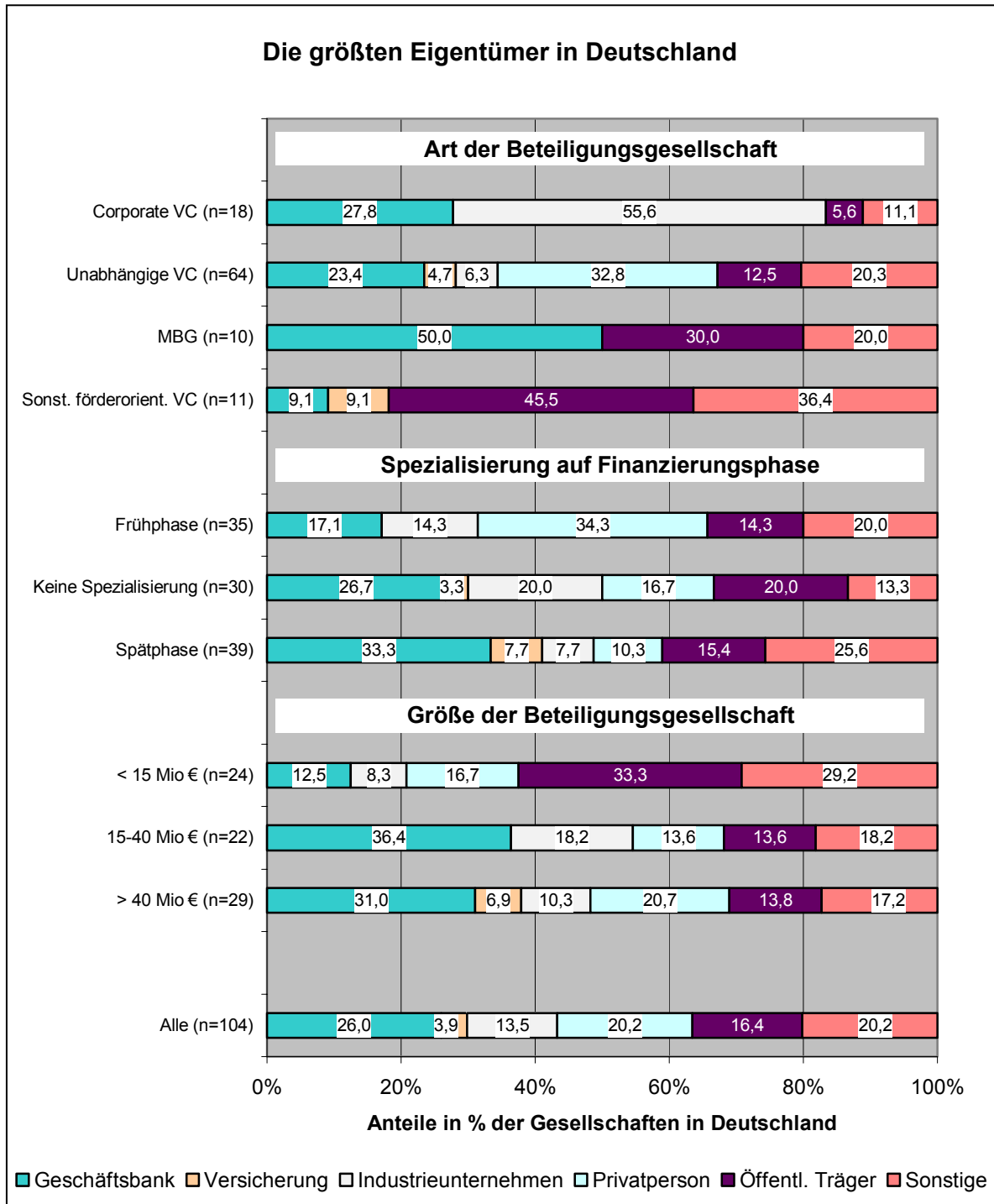
Bemerkenswert ist darüber hinaus die quantitativ ähnliche Rolle, die öffentlichen Institutionen als Mehrheitsgesellschafter zufällt: Jene stellen in beiden Ländern in weniger als einem Fünftel der Unternehmen den größten Anteilseigner, wobei sie erwartungsgemäß jeweils bei den förderorientierten Gesellschaften deutlich dominieren. Auffallend ist, dass das Engagement der Gesellschaften mit öffentlichem Mehrheitsgesellschafter in Deutschland sowohl hinsichtlich der Phasenspezialisierung als auch der Größenstruktur ziemlich gleichgewichtig ist, während es in Großbritannien überwiegend bei kleinen VCs und kaum in der Spätphase feststellbar ist.

Die Untersuchung der Refinanzierungsquellen (s. Abbildung 7) unterstreicht die bereits angeführten Ergebnisse: Auch in dieser Hinsicht wird der bedeutende Einfluss der Geschäftsbanken auf das deutsche VC-Geschäft deutlich, und ebenso bestätigt sich die wichtige Rolle der Mittelbereitstellung durch Private in Großbritannien. Dabei ist der durchschnittliche Anteil der Refinanzierung über Geschäftsbanken bei einer typischen deutschen Beteiligungsgesellschaft offenbar relativ unabhängig von der Größe der VC-Gesellschaften und von ihrer etwaigen Spezialisierung, während der Refinanzierungsanteil Privater in Großbritannien sich besonders ausgeprägt manifestiert bei wettbewerblichen VC-Gesellschaften sowie bei kleinen VCs. Weitere auffällige Ergebnisse sind der ausgeprägt hohe Anteil von konzerninterner Finanzierung in Deutschland, und die im Unterschied zu Großbritannien vernachlässigbare Rolle von Pensionsfonds. Der Anteil öffentlicher Mittel ist in Deutschland zwar etwas höher als in Großbritannien, der Unterschied ist aber weniger ausgeprägt als häufig angenommen wird. Zudem ist der Anteil öffentlicher Mittel in beiden Ländern vergleichsweise moderat.

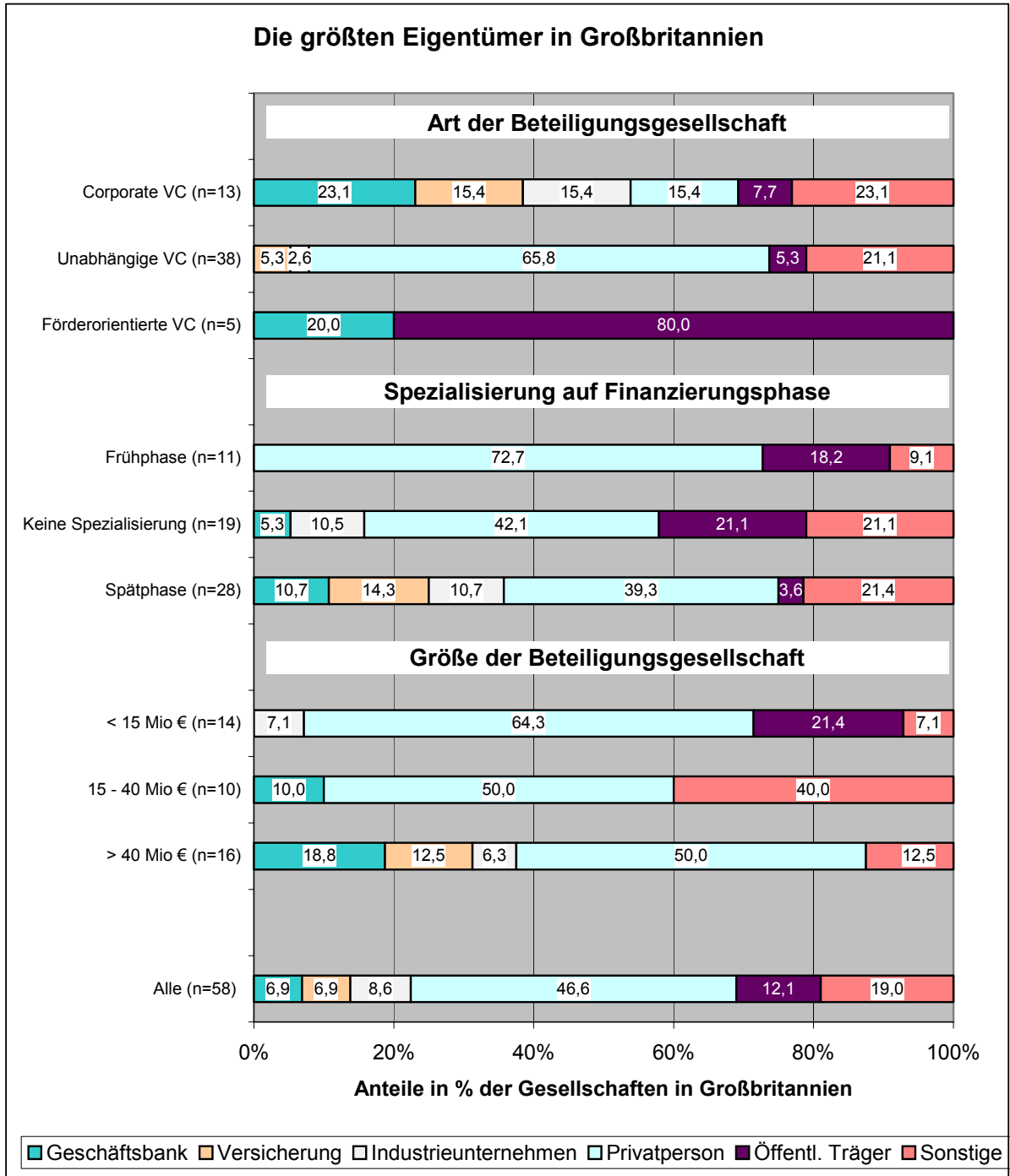
Insgesamt zeigt sich, dass die Finanzierungsstruktur der Private Equity-Unternehmen in Großbritannien gegenüber den deutschen Beteiligungsgesellschaften deutlich diversifizierter ist und dass in Deutschland vor allem konzerninterne Finanzierungen und Banken eine we-

sentlich größere Rolle spielen, während Privatpersonen und Pensionsfonds deutlich unterrepräsentiert sind.

**Abbildung 6:**

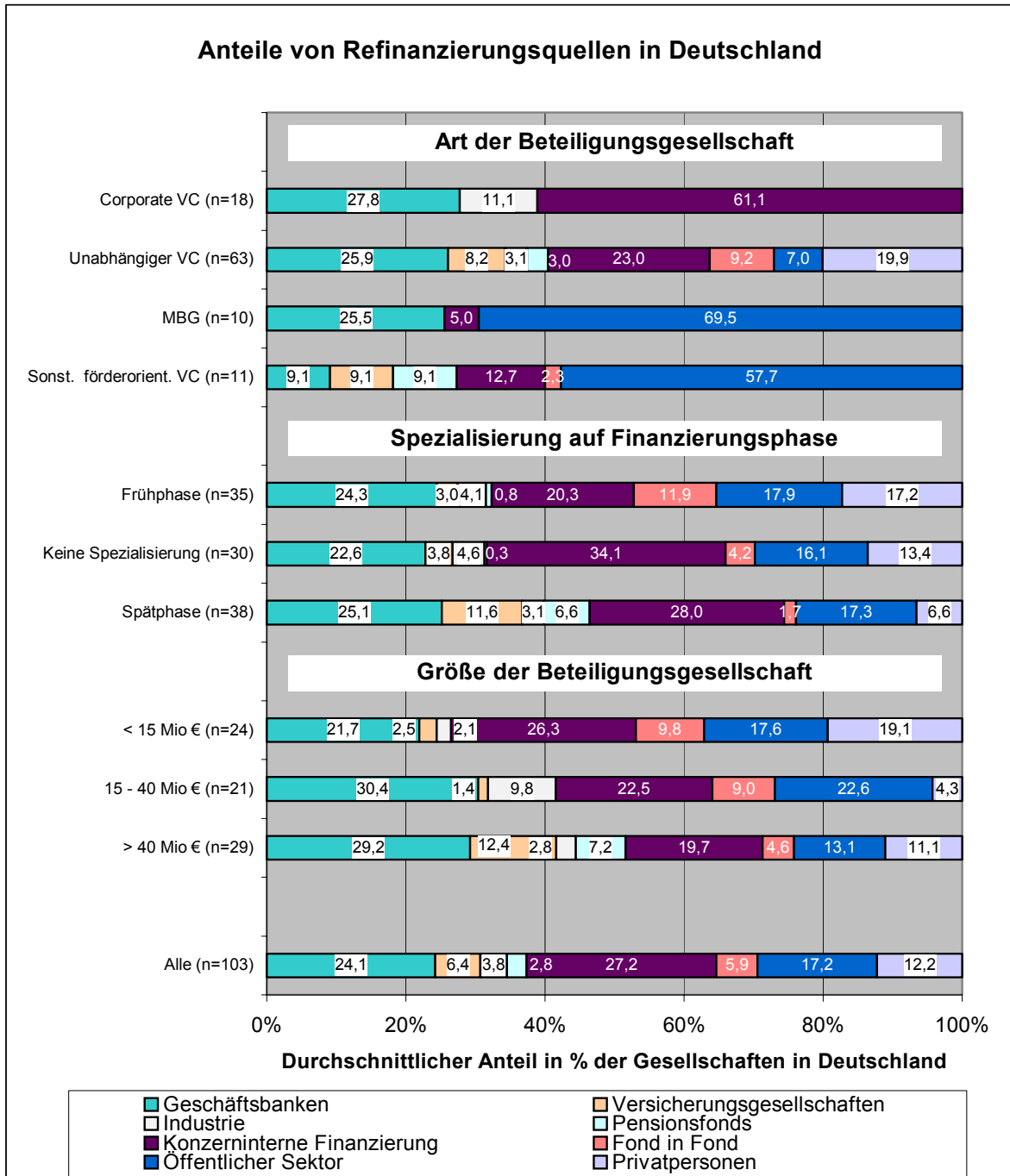


*Anmerkung:* n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
*Lesbeispiel:* Bei 26% der befragten deutschen Beteiligungsgesellschaften ist der größte Eigentümer eine Geschäftsbank.



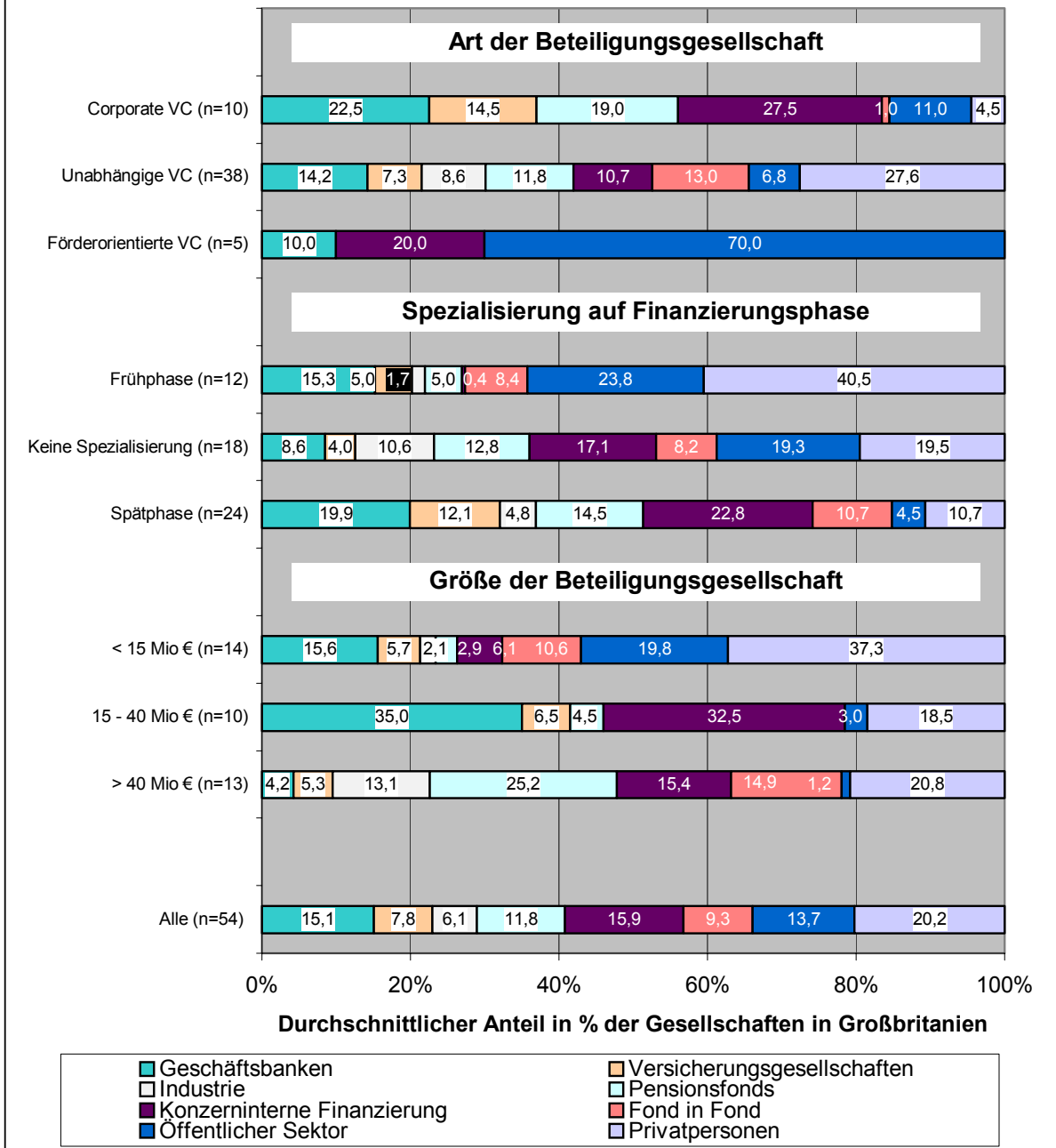
**Anmerkung:** n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
**Lesebeispiel:** Bei 6,9% der befragten britischen Beteiligungsgesellschaften ist der größte Eigentümer eine Geschäftsbank.

Abbildung 7:



**Anmerkung:** n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
**Lesebeispiel:** Im Durchschnitt stammen 24,1% des Kapitals einer deutschen Beteiligungsgesellschaft von einer Geschäftsbank.

### Anteile von Refinanzierungsquellen in Großbritannien



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
 Lesebeispiel: Im Durchschnitt stammen 15,1% des Kapitals einer britischen Beteiligungsgesellschaft von Geschäftsbanken.

## **2.4 Zwischenfazit**

Die Zusammensetzung der Marktteilnehmer und die Struktur der Refinanzierungsquellen reflektieren damit deutlich die bekannten Unterschiede in den allgemeinen Wirtschafts- und Finanzierungsstrukturen der beiden Länder. Die starke Verflechtung der deutschen Industrie erleichtert auch in der VC-Branche konzerninterne Finanzierungen, und das deutsche Universalbankensystem setzt sich in der starken Rolle der Banken auch bei der VC-Finanzierung fort. Während der britische VC-Markt stark vom Engagement von Privatpersonen bestimmt wird, dominieren in Deutschland eher die etablierten Finanz-/Industriestrukturen. Mit der Entflechtung der Deutschland AG und dem Strukturwandel im Finanzsektor (Rückzug der Banken aus der Beteiligungsfinanzierung, wachsende Bedeutung von Pensionsfonds) dürften sich die Unterschiede in Zukunft aber tendenziell reduzieren.

### **3. Investitionstätigkeit**

#### **3.1 Dealselektion**

Ein Vergleich der durchschnittlichen Anzahl von Finanzierungsanfragen („dealflow“), die die Beteiligungsgesellschaften im Jahr 2001 erhielten, ist in mehrfacher Hinsicht aufschlussreich (s. Abbildung 8): Zum einen erhalten deutsche MBGen und sonstige förderorientierte VCs im Durchschnitt mehr Anfragen pro Gesellschaft als britische förderorientierte Gesellschaften, zum anderen sehen sich auf Frühphasenfinanzierungen spezialisierte britische VCs einer signifikant höheren Anzahl von Anfragen gegenüber als ihre deutschen Pendanten.

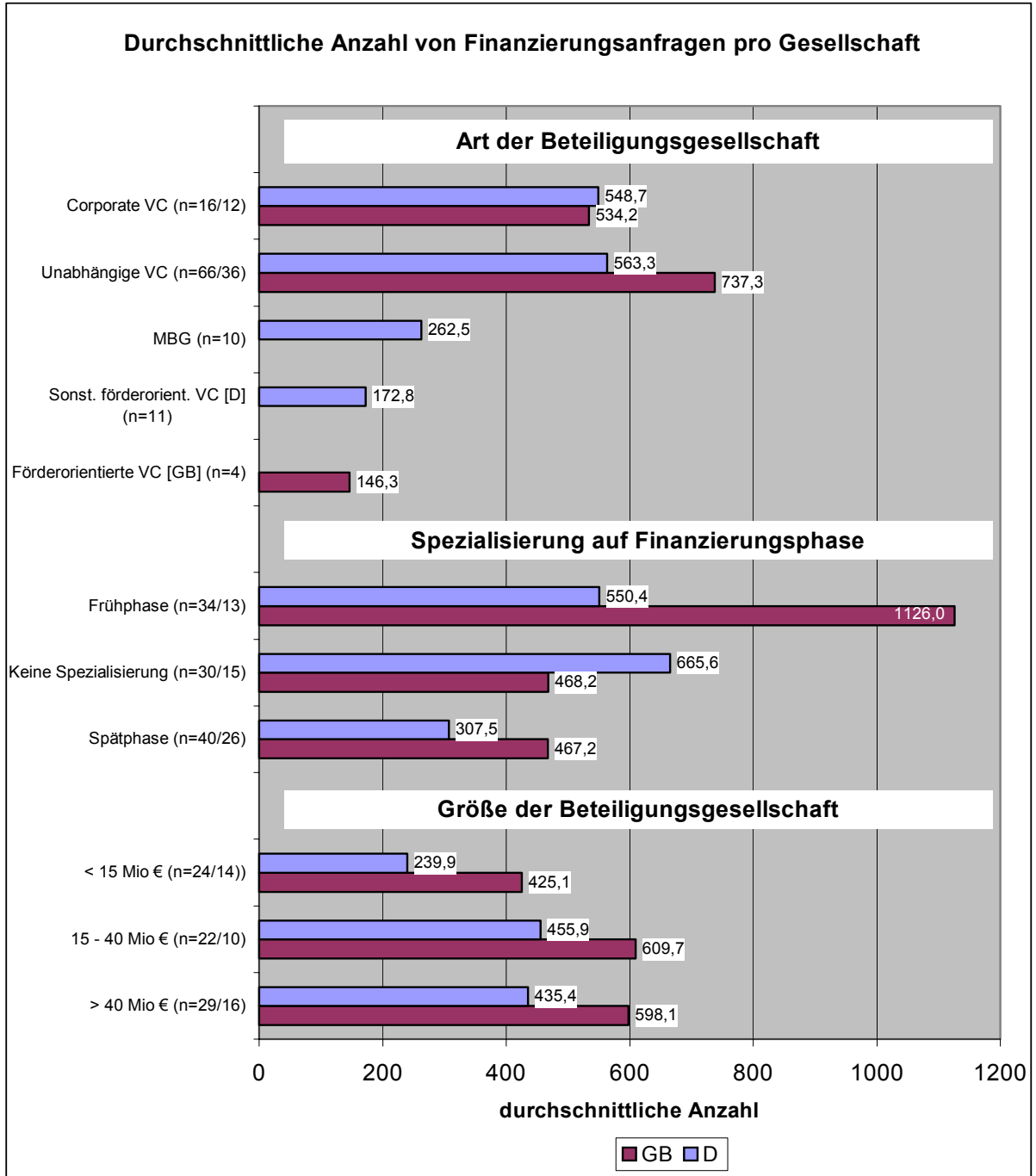
Die Einschätzungen der VC-Gesellschaften in beiden Ländern hinsichtlich der Frage, welche Eigenschaften ihres Unternehmens ihnen als entscheidend für eine erfolgreiche Dealakquisition erscheinen, sind durchaus ähnlich (s. Abbildung 9).

Als besonders bedeutend werden sowohl in Großbritannien als auch in Deutschland die eigene Reputation und die eigenen Netzwerke beurteilt. Lediglich das Verständnis für die technologischen Probleme des Beteiligungsnehmers wird von deutschen Gesellschaften als deutlich wichtiger angesehen als von britischen Private Equity-Unternehmen. Insbesondere die in Deutschland (relativ) häufiger vertretenen Frühphasenfinanzierer weisen ihrer Fähigkeit, sich auf technologischem Gebiet auf Augenhöhe mit (potenziellen) Beteiligungsnehmern bewegen zu können, eine wichtige Rolle zu.

Eine Erklärung für die sehr hohe durchschnittliche Anfragenanzahl bei britischen Frühphasenfinanzierern kann aus diesen Erkenntnissen allein nicht abgeleitet werden. Aber vor dem Hintergrund der Tatsache, dass Frühphasenfinanzierer in Großbritannien einen niedrigeren (relativen) Anteil am Gesamtbestand der Marktakteure haben und unter der Hypothese, dass von einem strukturell höheren Marktpotenzial für Seed- und Start-up-Finanzierungen in Großbritannien a priori nicht ausgegangen wird, kann der außergewöhnlich hohe Anfragenbestand in diesem Bereich auch als Indiz dafür gewertet werden, dass der britische Markt mit auf Frühphaseninvestments spezialisierten Gesellschaften unter Umständen nur unzureichend versorgt ist und sich die Anfragen bei einer relativ geringeren Zahl spezialisierter Unternehmen konzentrieren.



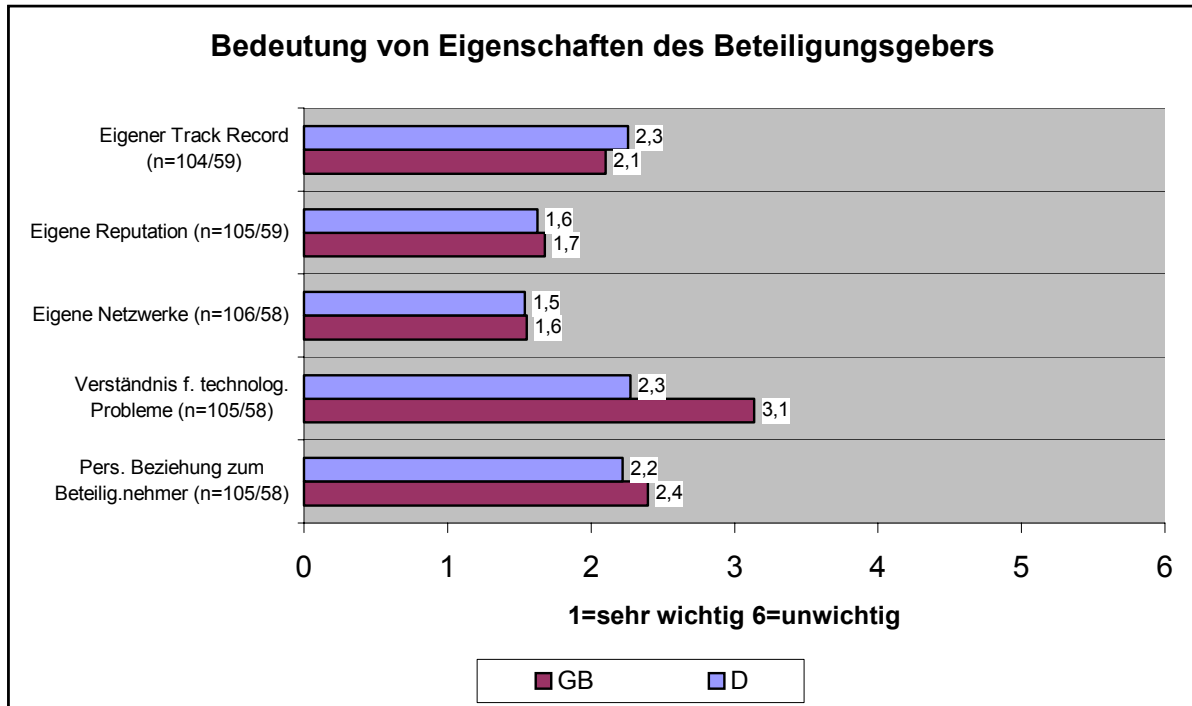
Abbildung 8:



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie (in Deutschland/Großbritannien)

Lesebeispiel: Im Jahr 2001 verzeichneten unabhängige VCs in Deutschland im Durchschnitt 563,3 Finanzierungsanfragen pro Gesellschaft und in Großbritannien im Durchschnitt 737,3 Finanzierungsanfragen pro Gesellschaft.

Abbildung 9:

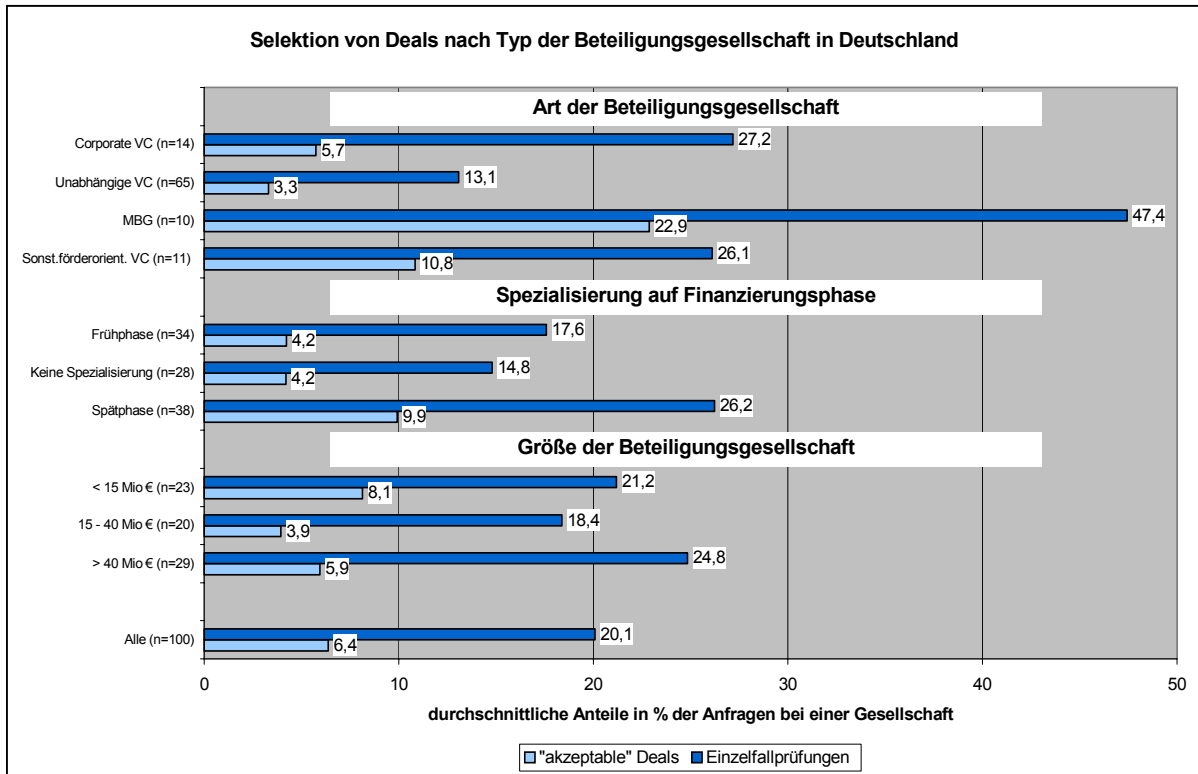


Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie (in Deutschland/Großbritannien)

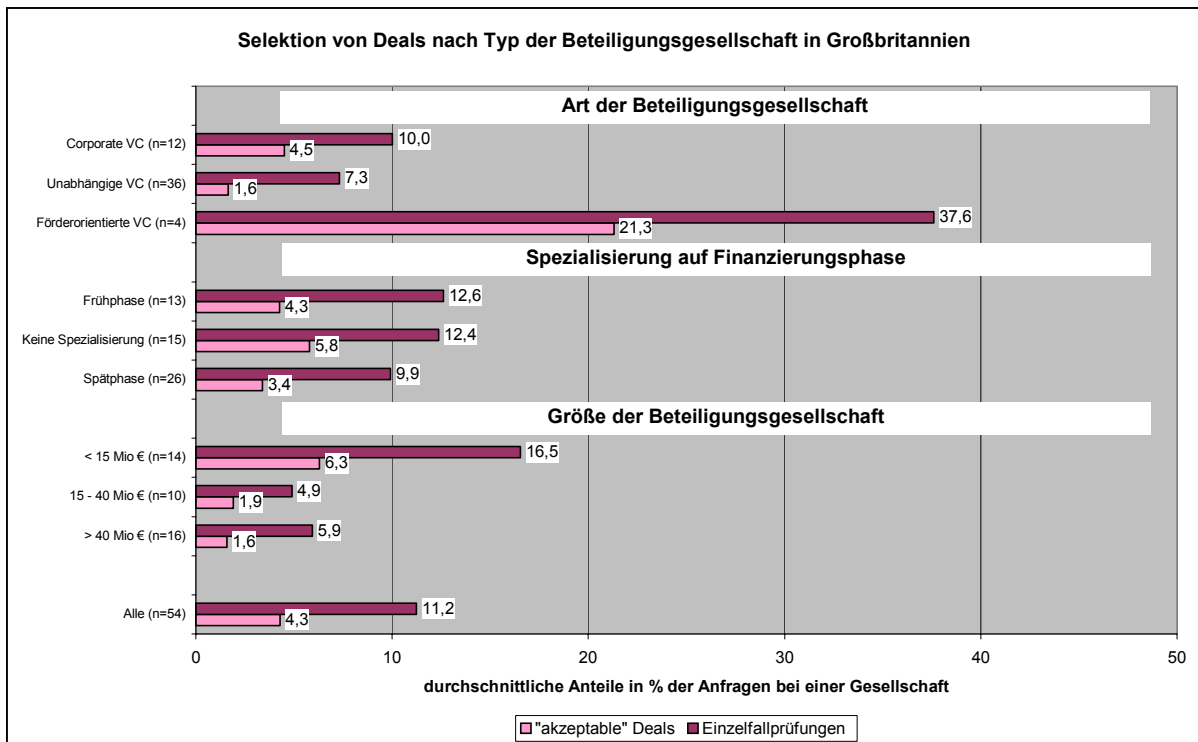
Wesentliche Unterschiede zeigen sich in der weiteren Behandlung eingegangener Finanzierungsanfragen durch die Beteiligungsgesellschaften.

Grundsätzlich scheint sich die Qualität der Anfragen in beiden Ländern nur unwesentlich zu unterscheiden, differiert doch bei globaler Betrachtung aller antwortenden Unternehmen der Anteil als akzeptabel eingestufte Deals nur geringfügig (s. Abbildung 10).

Abbildung 10:



**Anmerkung:** *n* bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
**Lesebeispiel:** Im Durchschnitt unterzieht eine deutsche Beteiligungsgesellschaft 20,1% der Finanzierungsanfragen einer detaillierteren Einzelfallprüfung.



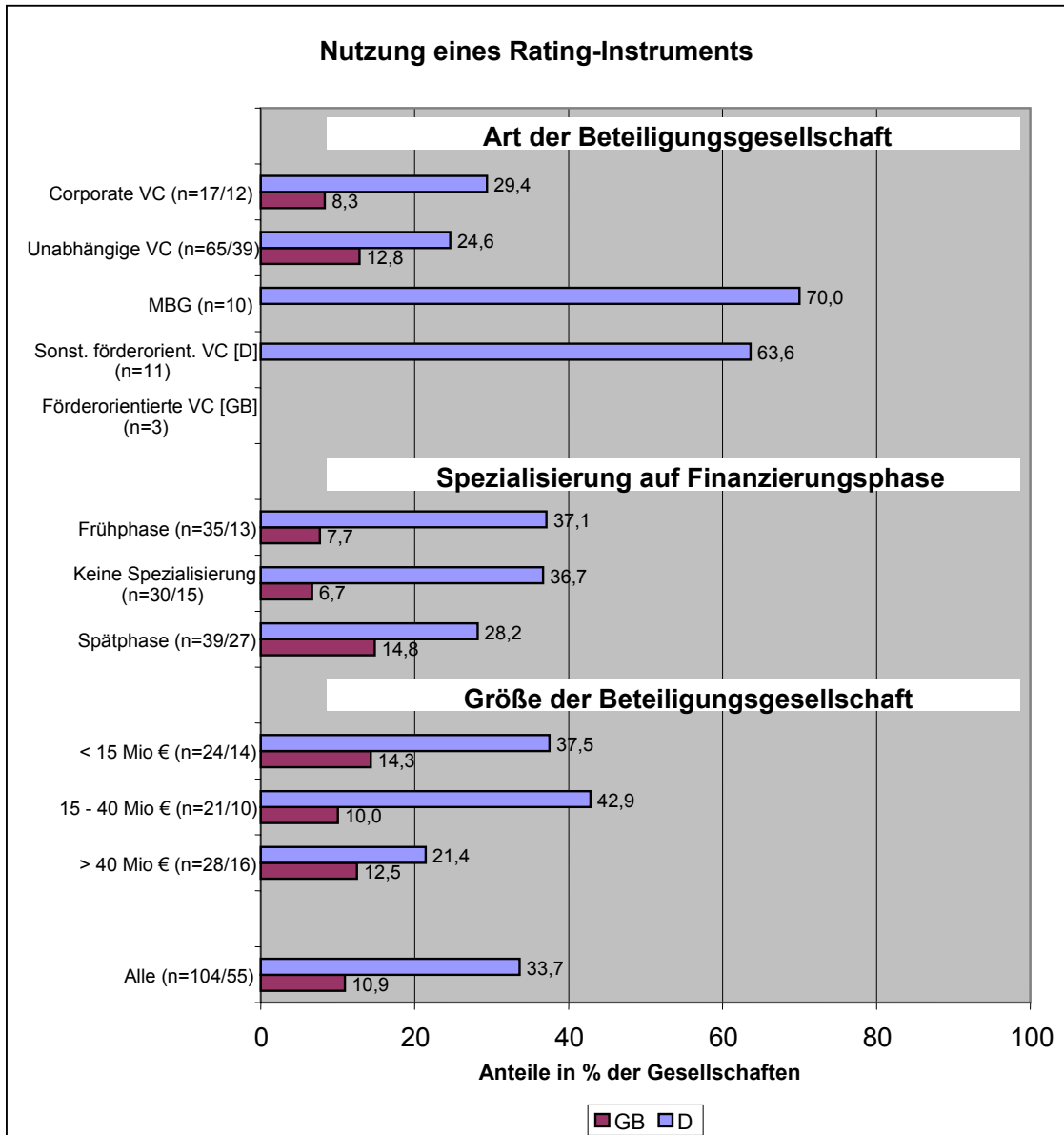
**Anmerkung:** *n* bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
**Lesebeispiel:** Im Durchschnitt unterzieht eine britische Beteiligungsgesellschaft 11,2% der Finanzierungsanfragen einer detaillierteren Einzelfallprüfung.

Allerdings unterziehen deutsche Unternehmen einen fast doppelt so hohen Anteil ihrer Finanzierungsanfragen einer detaillierteren Einzelfallprüfung wie die britischen Gesellschaften. Dieses sehr überraschende Ergebnis mag einerseits auf einen höheren Anteil von „Secondaries“ (also dem Verkauf an andere Beteiligungsgesellschaften/Finanzinvestoren) in Großbritannien zurückzuführen sein, was dazu führt, dass die Beteiligungsnehmer im Markt bereits bekannt sind. Möglicherweise verfügen die britischen Gesellschaften aber auch über mehr Erfahrung in der Auswahl, was ihnen angesichts der hohen Kosten, die eine detailliertere Einzelprüfung verursacht, auch einen ökonomischen Vorteil bringen kann.

In diesem Zusammenhang verwundert es, dass britische Unternehmen nur zu einem sehr geringen Teil (11% aller Gesellschaften gegenüber knapp einem Drittel in Deutschland) auf Rating-Instrumente zurückgreifen und darüber hinaus hinsichtlich der Einschätzung der Bedeutung von Rating-Instrumenten für Pre-Screening, Due-Diligence-Prüfung oder Monitoring keine wesentlichen Unterschiede feststellbar sind (s. Abbildung 11 und 12).

Förderorientierte VC-Gesellschaften halten in beiden Ländern einen deutlich größeren Anteil der Finanzierungsanfragen für akzeptabel als ihre kommerziellen Mitbewerber. Hierin spiegelt sich die Tatsache wider, dass bei förderorientierten Gesellschaften neben der Renditeerwartung auch andere Ziele eine Rolle spielen und sie häufig auch geringere Anforderungen an die Eigenkapitalrendite stellen. Angesichts unterschiedlicher Förderphilosophie und unterschiedlichen Förderinstrumenten (s. u.) unterscheiden sich die Ergebnisse bei der Dealselektion bei den förderorientierten Gesellschaften in Deutschland und Großbritannien überraschend wenig.

Abbildung 11:

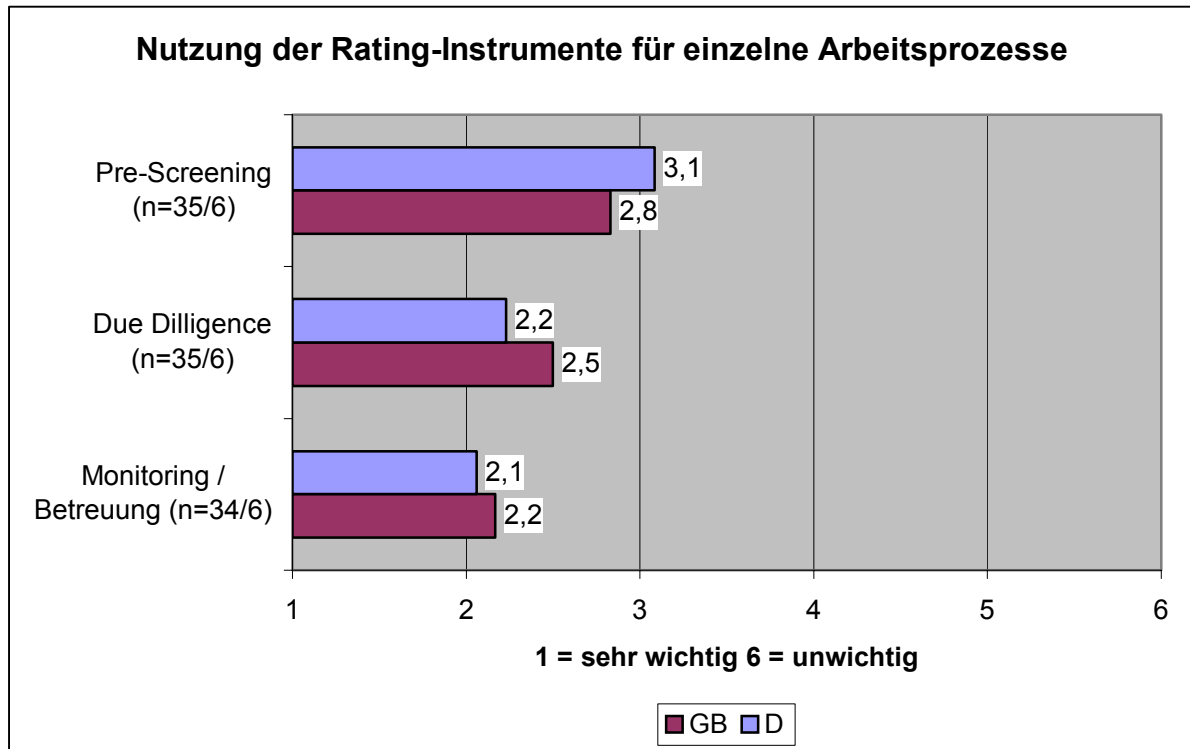


Anmerkung: *n* bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie (in Deutschland/Großbritannien)

Lesebeispiel: 33,7% der deutschen Gesellschaften nutzen Rating-Instrumente.

Deutsche Spätphasenfinanzierer betreiben – sowohl verglichen mit ihren britischen Pendanten als auch mit Frühphasenfinanzierern und unspezialisierten Gesellschaften im eigenen Land – einen überproportional hohen Aufwand für Einzelfallprüfungen und halten einen vergleichsweise großen Anteil der Finanzierungsanfragen für akzeptabel. Es stellt sich die Frage, welche Faktoren das in den genannten Bereichen unterschiedliche Screening-Verhalten erklären und inwiefern nicht zuletzt Unterschiede in der Investmentkultur der Akteure für solcherart Unterschiede mitverantwortlich sein können.

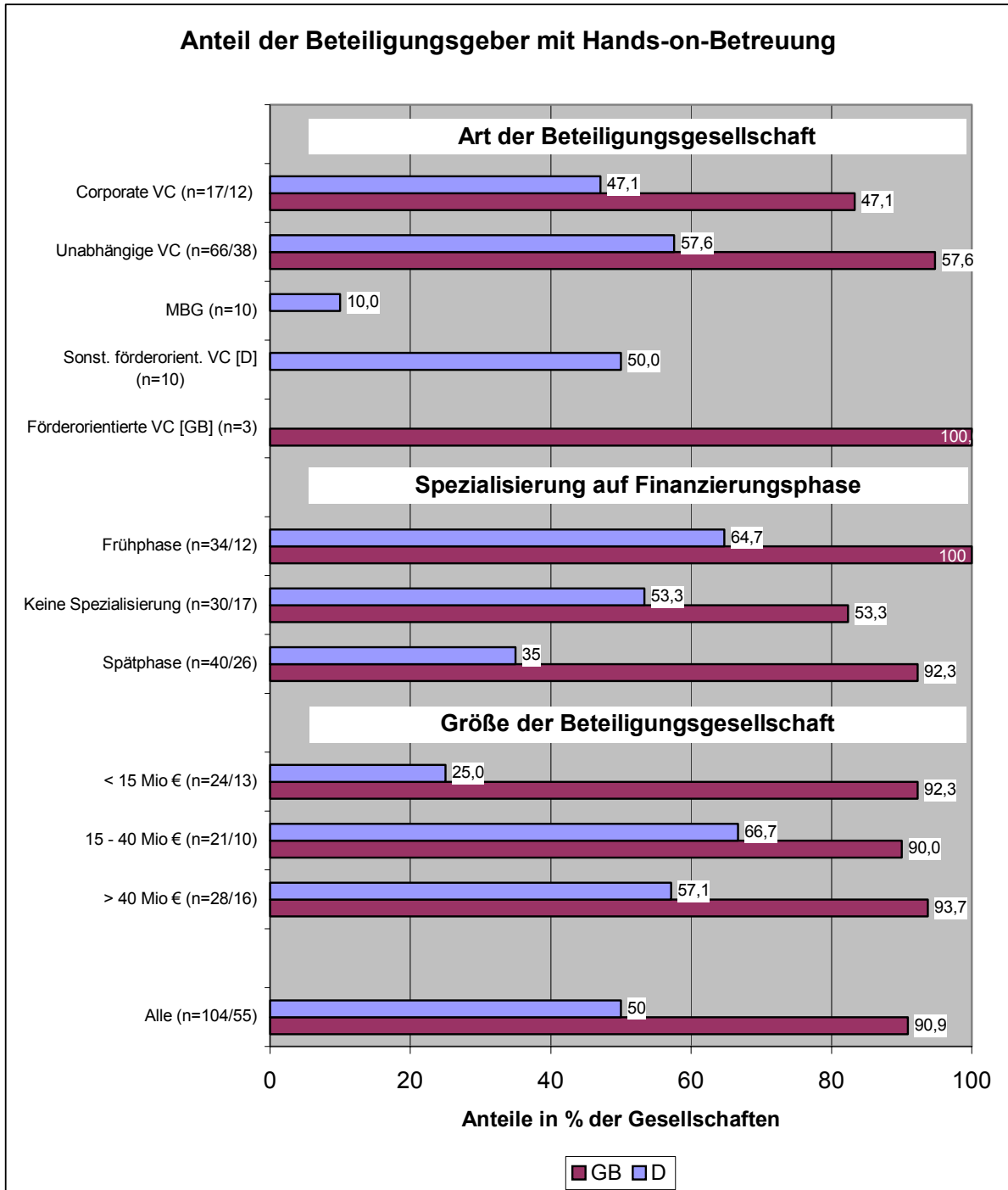
Abbildung 12:



Anmerkung: nur Anwender von Rating-Instrumenten  
n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie (in Deutschland/Großbritannien)

Bei der Auswahl geeigneter Investments haben Beteiligungsgesellschaften zu entscheiden, inwieweit die geplante Finanzierung es erfordert, unmittelbaren Einfluss auf die Geschäftsentwicklung des finanzierten Unternehmens zu nehmen (so genannte Hands-on-Betreuung), oder ob eine eher standardisierte und damit kostengünstigere Betreuung des Unternehmens ausreicht (s. Abbildung 13).

Abbildung 13:



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie (in Deutschland/Großbritannien)

Lesebeispiel: 50% der deutschen Gesellschaften betreuen ihre Engagements „hands-on“.

Hier zeigen sich erhebliche Unterschiede zwischen den Ländern. In Großbritannien optieren mehr als 90% aller Private Equity-Gesellschaften für die Hands-on-Betreuung, wohingegen deutsche Unternehmen von dieser Möglichkeit nur in etwa der Hälfte aller Fälle Gebrauch machen. Insbesondere Frühphasenfinanzierer nutzen in beiden Ländern (in fast zwei Dritteln aller Fälle in Deutschland und in allen britischen Fällen) sehr intensiv das Instrument der Hands-on-Betreuung und tragen damit vermutlich dem in der Regel erhöhten Risiko von

Frühphasenfinanzierungen Rechnung. Bei förderorientierten Gesellschaften in Großbritannien scheint Hands-on-Betreuung häufiger als in Deutschland Grundlage für ein Investment zu sein, wohingegen deutsche Förderinstitute – und insbesondere die MBGen – diesbezüglich wesentlich zurückhaltender agieren bzw. Engagements präferieren, die eine Hands-on-Betreuung nicht erfordern. Dies gilt in Deutschland – wenngleich deutlich weniger ausgeprägt – auch für kleine Private Equity-Gesellschaften, während in Großbritannien eine Differenzierung hinsichtlich der Größe der Gesellschaft keine signifikanten Differenzen zu Tage fördert.

Primär scheint die Interpretation von Private Equity-Investments als sog. „smart-money“ fester in der britischen Marktkultur verankert zu sein als dies in Deutschland der Fall ist; jedoch müssen zur Evaluierung eines solchen kostenintensiven Engagements die Renditeerwartungen der Beteiligungsgesellschaften mit berücksichtigt werden. Hierbei zeigt sich, dass britische VC-Gesellschaften im Schnitt deutlich höhere Renditeerwartungen angeben als deutsche Gesellschaften (siehe Abschnitt 4.1). Insofern kann dies auch als Indiz dafür angesehen werden, dass die Bereitstellung von Know-how durch die Beteiligungsgesellschaft nicht etwa umsonst erfolgt, sondern entsprechende Aufschläge bei den Renditeerwartungen impliziert.

### **3.2 Investitionsschwerpunkte**

Nachdem bei den bisherigen Betrachtungen insbesondere die Geschäftsanbahnung und –akquisition im Mittelpunkt der Analysen stand, sollen im Folgenden die eigentlichen Investments näher beleuchtet werden, um neben dem Verhalten der Marktakteure auch die Struktur der Engagements und des Marktes selbst untersuchen zu können.

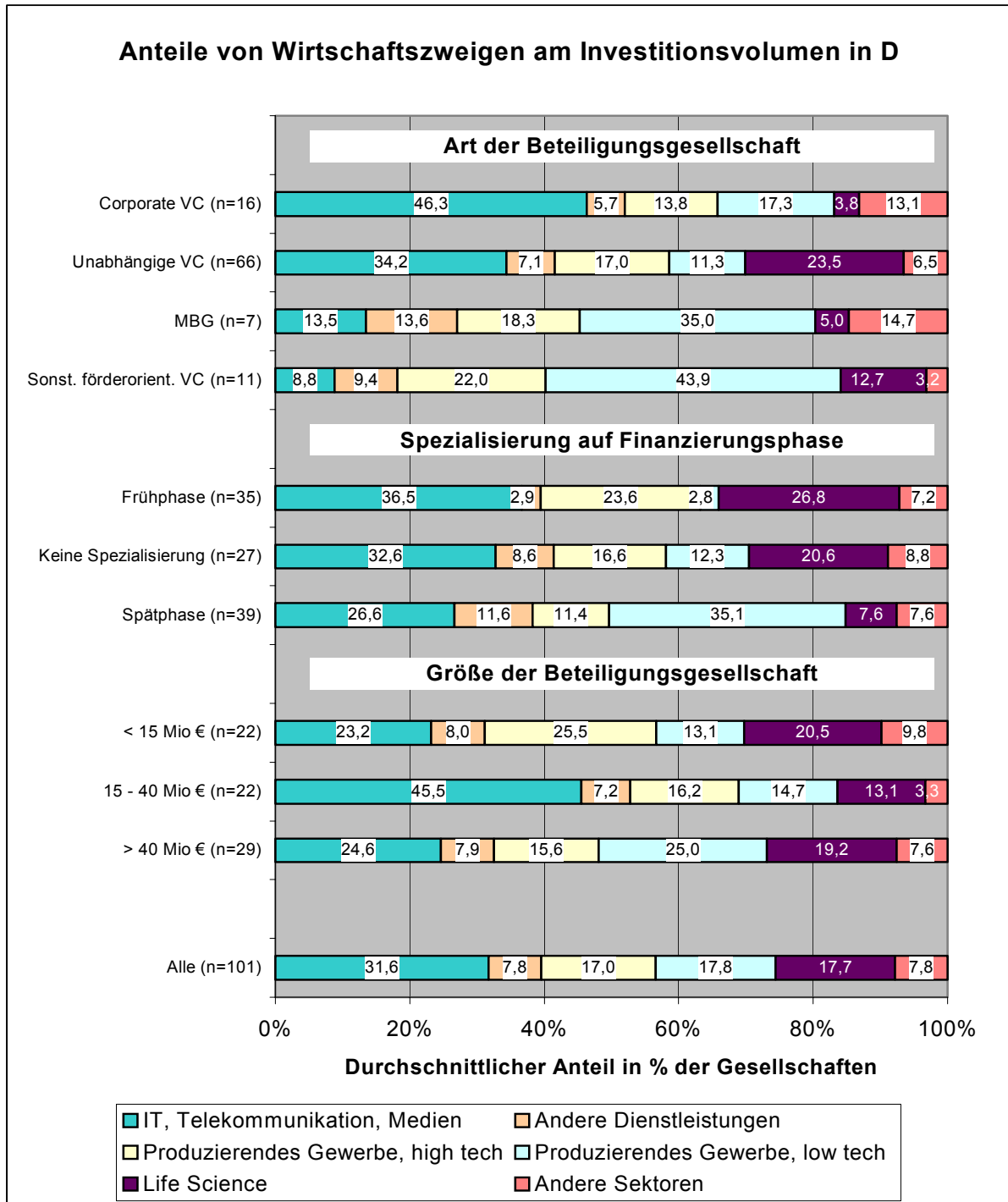
Entscheidend ist in diesem Zusammenhang insbesondere die Analyse der sektoralen Verteilung der in den letzten 3 Jahren vor der Befragung getätigten Bruttoinvestitionen. Eine globale Betrachtung macht deutlich, dass in Großbritannien verstärkt Beteiligungskapital in die Bereiche IT/Telekommunikation/Medien sowie andere Dienstleistungen fließt (s. Abbildung 14). Deutsches Venture Capital kommt stärker als in Großbritannien in den Sektoren des produzierenden Gewerbes und im Sektor Life Science zum Einsatz, wobei das große Engagement im Low-Tech-Bereich des produzierenden Gewerbes auf eine rege Aktivität der förderorientierten Institute in diesem Sektor zurückzuführen ist und wettbewerbliche Gesellschaften massiv Investments im Bereich IT/Telekommunikation/Medien tätigen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass insbesondere der High-Tech-Bereich des produzierenden Gewerbes, der sich primär durch hohe FuE-Anteile auszeichnet, generell einen Schwerpunkt der deutschen Wirtschaft bildet. Hinsichtlich der Spezialisierung der Gesellschaften auf Investitions-



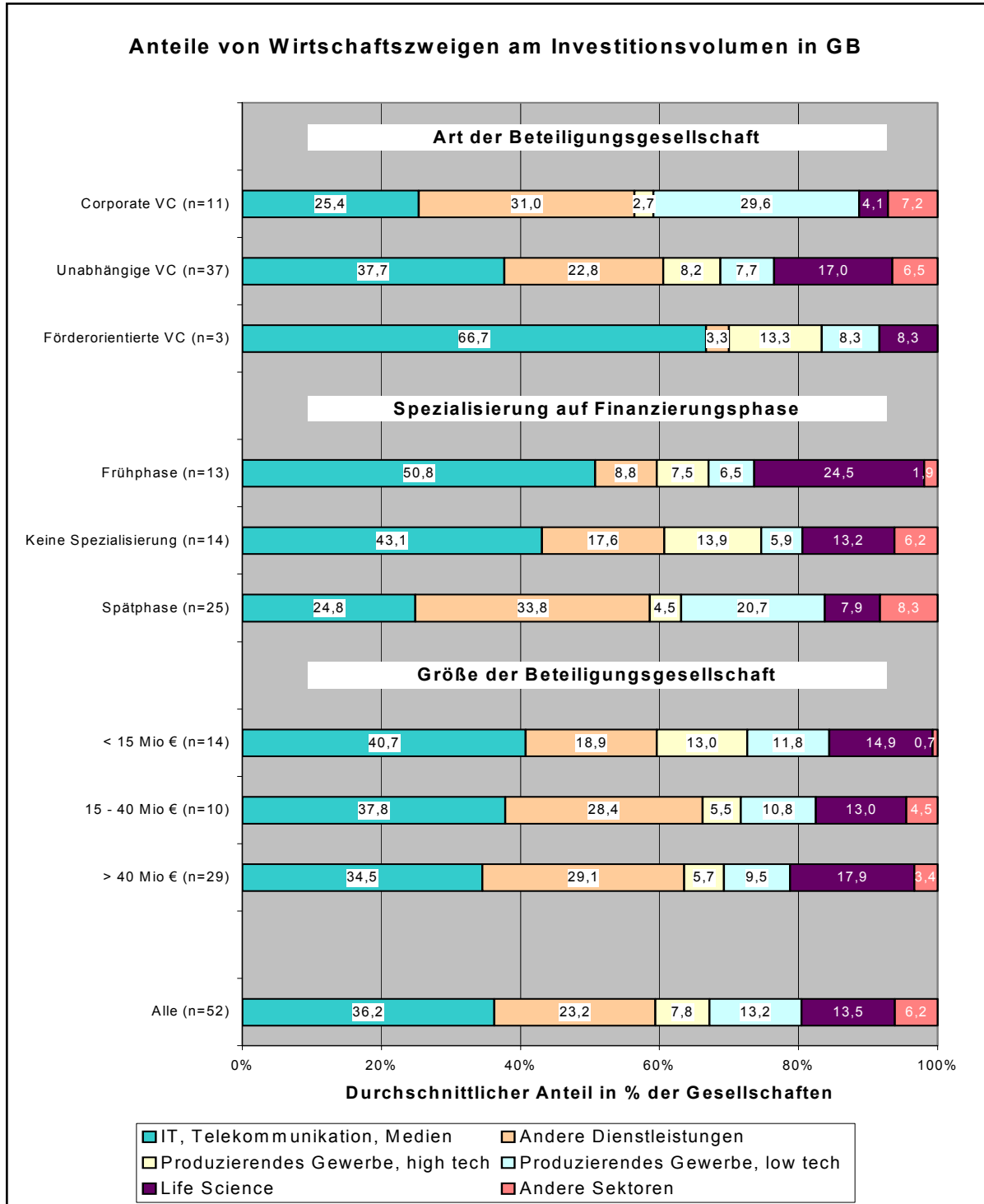
phasen finden sich in beiden Ländern ähnliche Tendenzen: Frühphasenfinanzierer engagieren sich eher als Spätphasenfinanzierer in den Bereichen IT/Telekommunikation/Medien sowie Life Science. Dies ist insofern plausibel, als es sich bei diesen beiden Branchen um vergleichsweise junge Wirtschaftszweige handelt. Spätphasenfinanzierer bevorzugen, verglichen mit Frühphasenspezialisten, tendenziell Investitionen im Low-Tech- und Dienstleistungsbereich. Deutsche Frühphasenfinanzierer investieren zusätzlich ausgeprägt in High-Tech-Projekte des produzierenden Gewerbes.

Bezüglich ihrer Größe ist das branchenbezogene Finanzierungsverhalten britischer Beteiligungsgesellschaften vergleichsweise invariant, ihre deutschen Pendanten verschieben primär mit zunehmendem Gesamtvolumen ihre Finanzierungsanteile innerhalb des produzierenden Gewerbes: weniger Investments in High-Tech, mehr Engagements im Bereich Low-Tech. Insgesamt folgt die sektorale Verteilung des Beteiligungskapitals der grundsätzlichen Schwerpunktbildung der jeweiligen Volkswirtschaft.

Abbildung 14:



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

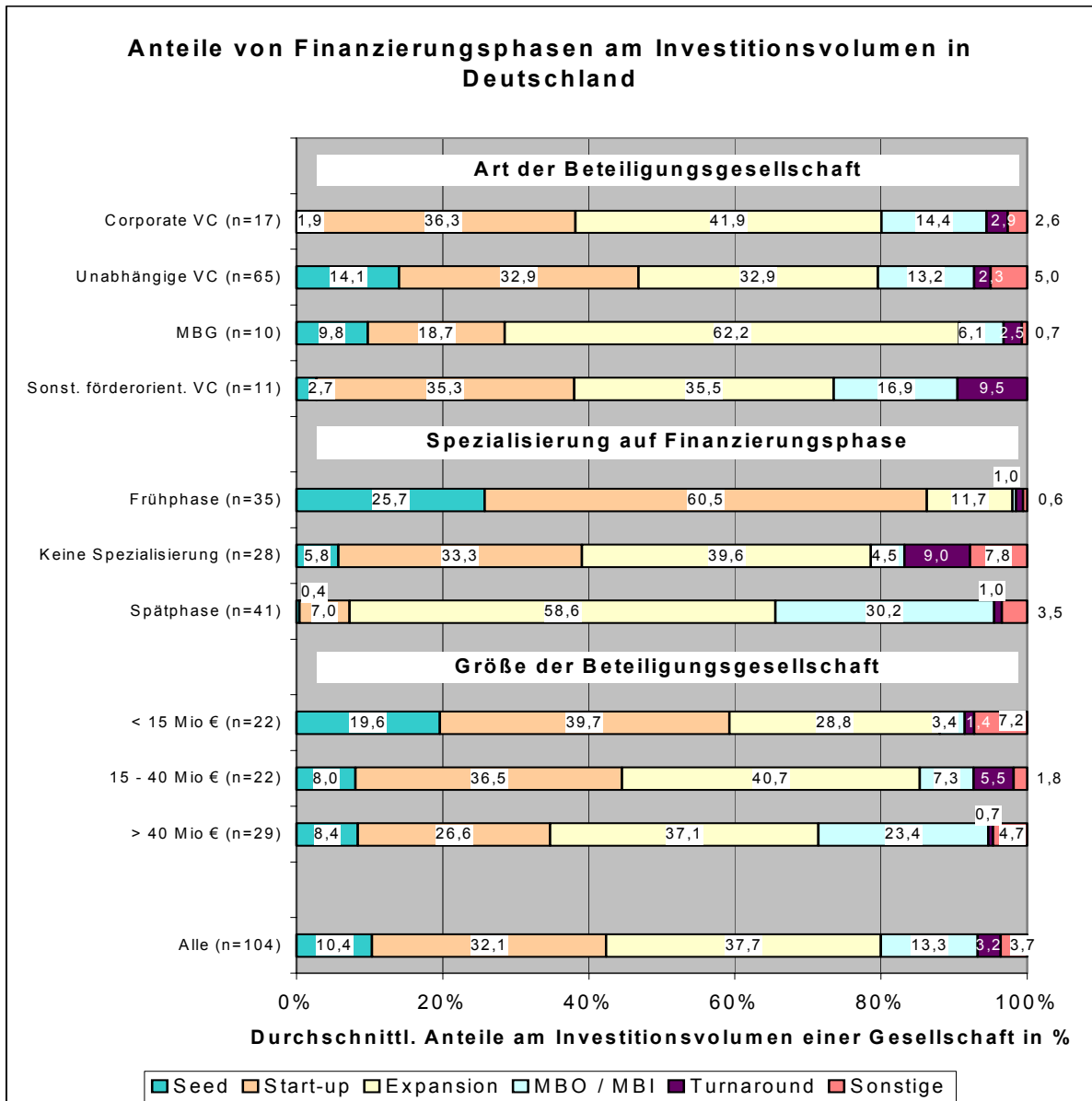


**Anmerkung:** n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
**Lesebeispiel:** Im Durchschnitt platzierte eine britische Beteiligungsgesellschaft in den Jahren 1999 bis 2001 36,2% ihres Investitionsvolumens in den Bereich IT, Telekommunikation und Medien.

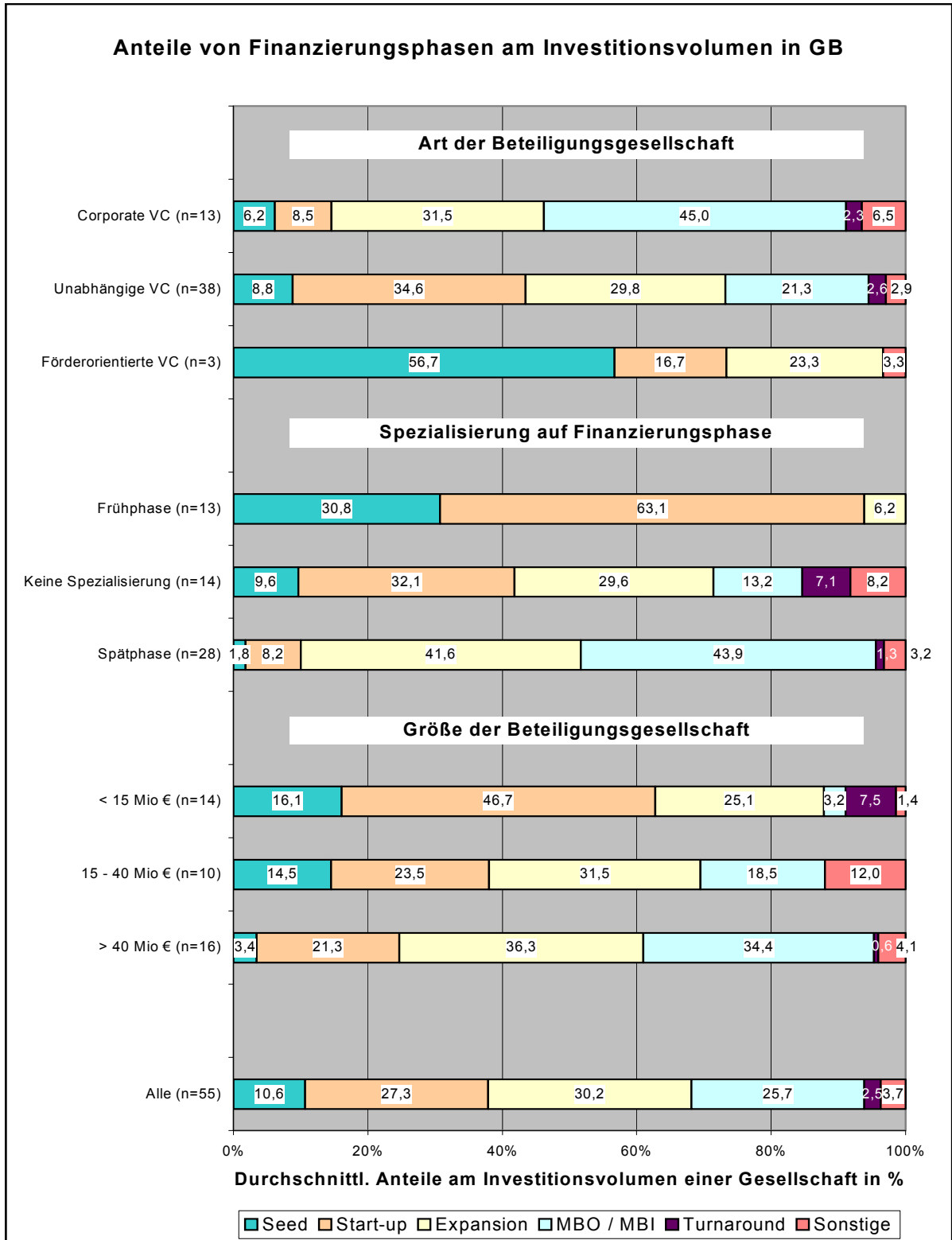
### 3.3 Finanzierungsphasen

Sehr interessant ist auch der Vergleich der Finanzierungsphasen, für die Private Equity in beiden Ländern bevorzugt zur Verfügung gestellt wird (s. Abbildung 15).

Abbildung 15:



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



*Anmerkung:* n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
*Lesebeispiel:* Im Durchschnitt platzierte eine britische Beteiligungsgesellschaft in den Jahren 1999 bis 2001 10,6% ihres Investitionsvolumens in Seed-Finanzierungen.

Die durchschnittliche deutsche Private Equity-Gesellschaft investiert über 40% ihrer Mittel in Unternehmen in der Seed- und Start-up-Phase. MBO/MBI-Finanzierungen machen nur einen relativ kleinen Teil des durchschnittlichen Portfolios aus. Britisches Beteiligungskapital fließt

demgegenüber in einem Viertel der Fälle in MBO/MBI-Finanzierungen. Frühphasenfinanzierungen scheinen in Großbritannien in größerem Umfang durch förderorientierte Gesellschaften betrieben zu werden. Deutsche MBGen investieren hingegen in großem Umfang vor allem in Expansions-Finanzierungen. Britische Corporate VC-Unternehmen gehen nur in sehr geringem Umfang Frühphasenengagements ein, engagieren sich stattdessen primär im Bereich MBO/MBI. Finanzierungen von Unternehmen in der Expansionsphase fallen auf beiden nationalen Märkten anteilmäßig eine ähnliche Bedeutung zu. In beiden Ländern ist eine Tendenz festzustellen, nach der sich bezüglich des Investitionsvolumens kleine Gesellschaften eher auf Frühphaseninvestments konzentrieren, während der Anteil von Spätphaseninvestitionen offenbar mit der Größe der Beteiligungsgesellschaft zunimmt.

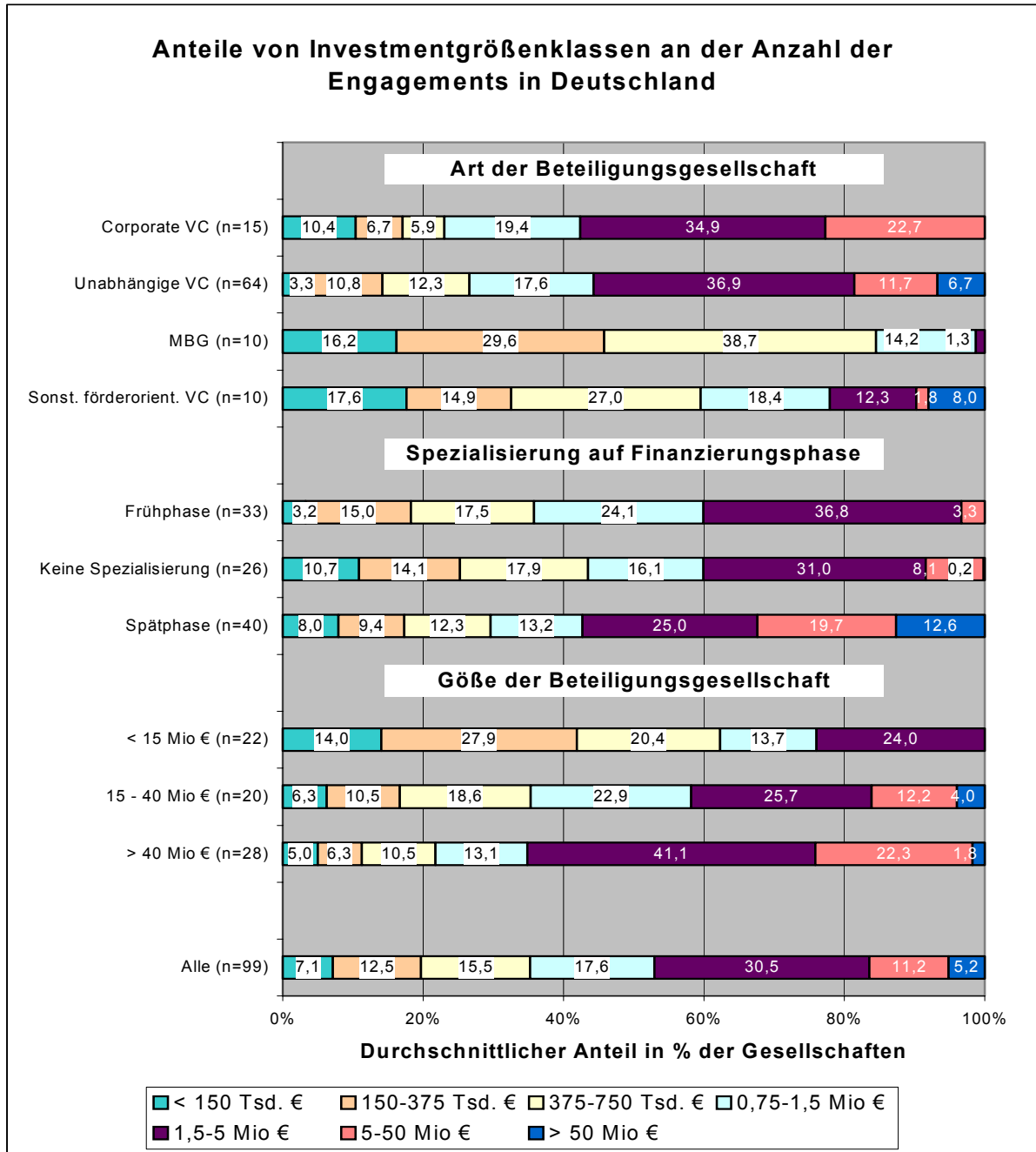
### **3.4 Dealgröße**

Hinsichtlich der Größe der eingegangenen Engagements liefert bereits eine globale Betrachtung ohne nähere Differenzierung nach Gesellschaftsgröße oder Finanzierungsphase einige wichtige Erkenntnisse (s. Abbildung 16): Der deutlichste Unterschied liegt in der Unterrepräsentierung großer und sehr großer Investments in Deutschland: Der Anteil von Deals über 5 Mio. EUR liegt mit 16,4% deutlich unter britischem Niveau, wo diese Größenklasse mit immerhin 37,4% vertreten ist. Bezüglich kleinerer Investmentklassen sind die Verteilungen zwar nicht identisch, jedoch tendenziell ähnlich.

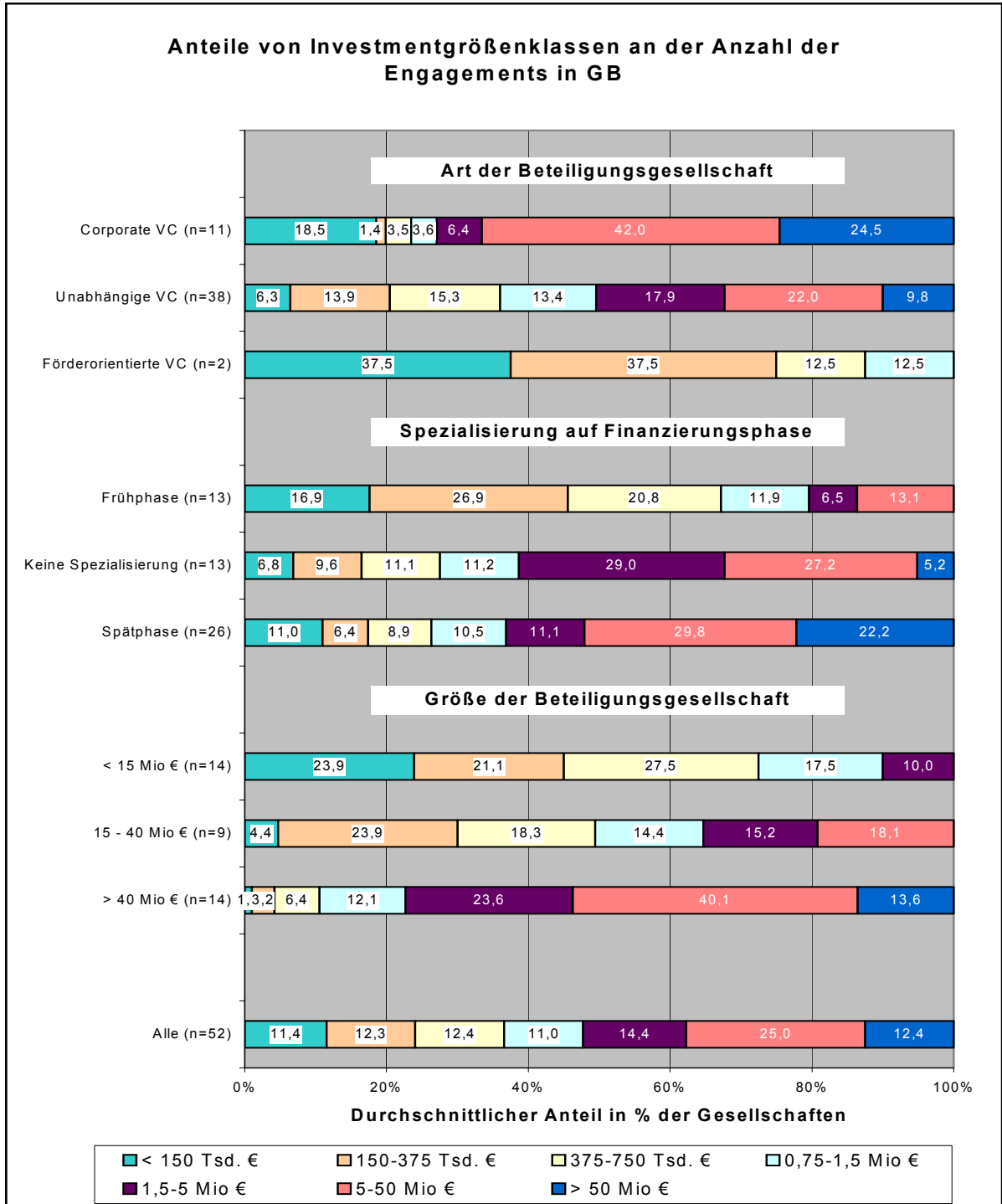
Insbesondere britische Corporate VC-Gesellschaften zeichnen sich durch eine ungewöhnliche Größenstruktur ihrer Investitionen aus: Das Gewicht liegt auf sehr kleinen Investments (unter 150 Tsd. EUR) und insbesondere sehr großen Deals (über 5 Mio. EUR), während dazwischen liegende Größenklassen nur marginal vertreten sind. Deutsche Corporate VC-Gesellschaften hingegen haben im Betrachtungszeitraum keinerlei Großinvestments (über 50 Mio. EUR) getätigt.

Die Engagements britischer Frühphasenfinanzierer betreffen häufiger kleine und mittlere Investments als das ihrer deutschen Pendanten. Dies kann ein Hinweis darauf sein, dass ein bedeutender Teil ihrer Finanzierungen in sehr frühen Unternehmensphasen getätigt wird. Britische Spätphasenfinanzierer gehen einen deutlich höheren Anteil Großinvestments ein als deutsche Spätphasenfinanzierer. Erwartungsgemäß ist in beiden Märkten feststellbar, dass große Private Equity-Gesellschaften häufiger große, und kleine Gesellschaften häufiger kleine Investments eingehen, wobei sich dies wohl überwiegend mit Risikoüberlegungen, Transaktionskosten und Refinanzierungspotenzialen begründen lässt.

Abbildung 16:



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



**Anmerkung:** n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
**Lesebeispiel:** Im Durchschnitt investierte eine britische Beteiligungsgesellschaft in den Jahren 1999 bis 2001 11,4% ihrer Engagements in Beteiligungen mit weniger als 150 Tsd. Euro.

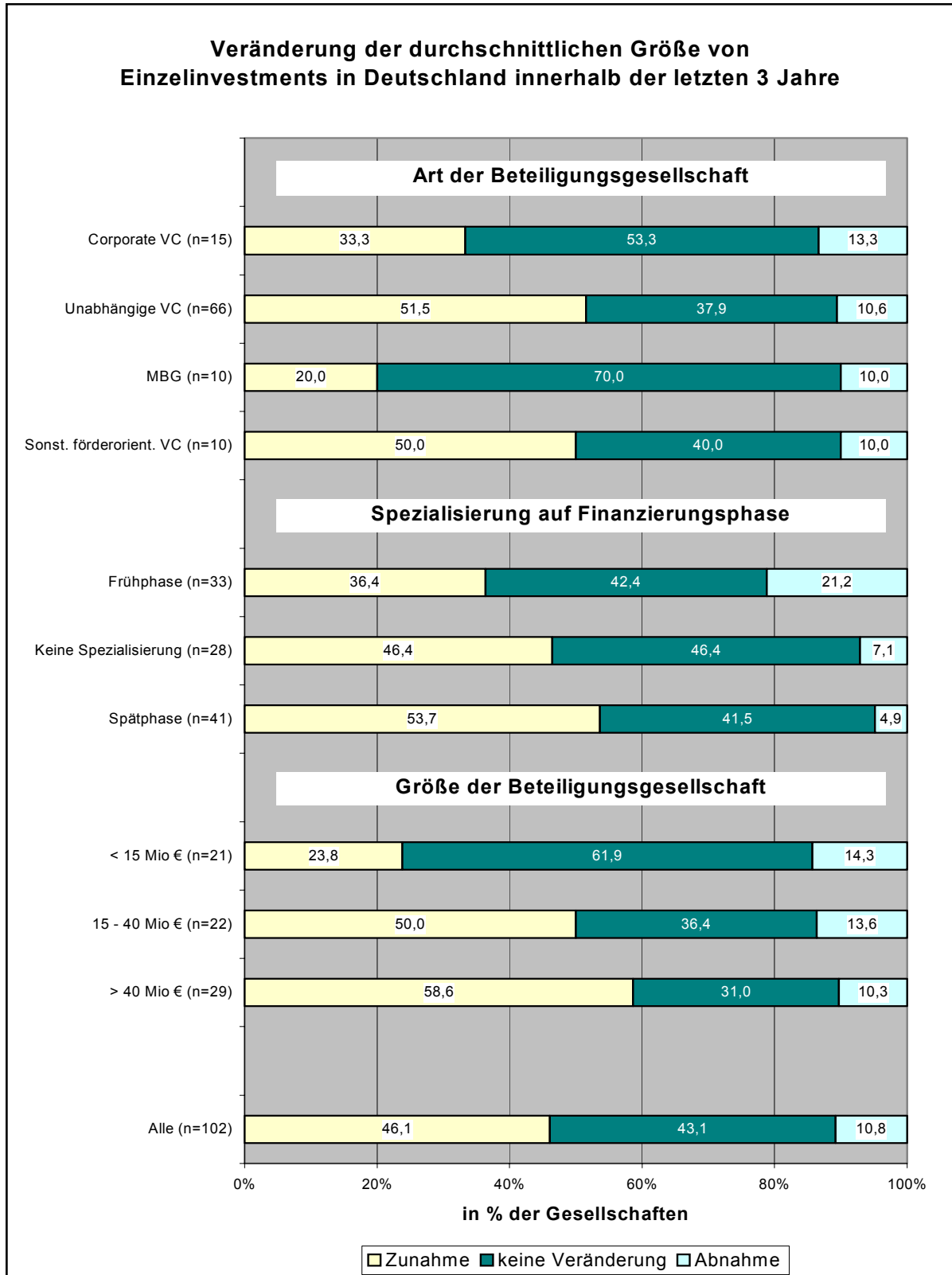
Insgesamt legt der verhältnismäßig geringe Anteil großer und sehr großer Investments bei deutschen Gesellschaften nahe, dass der hiesige Markt für solche Investments zum gegenwärtigen Zeitpunkt - sowohl absolut als auch relativ zum Gesamtmarkt - kleiner ist als sein britisches Pendant. Diese Schlussfolgerung ist im übrigen auch konsistent mit der zuvor bereits erwähnten verhältnismäßig niedrigen durchschnittlichen Anzahl von Finanzierungsan-



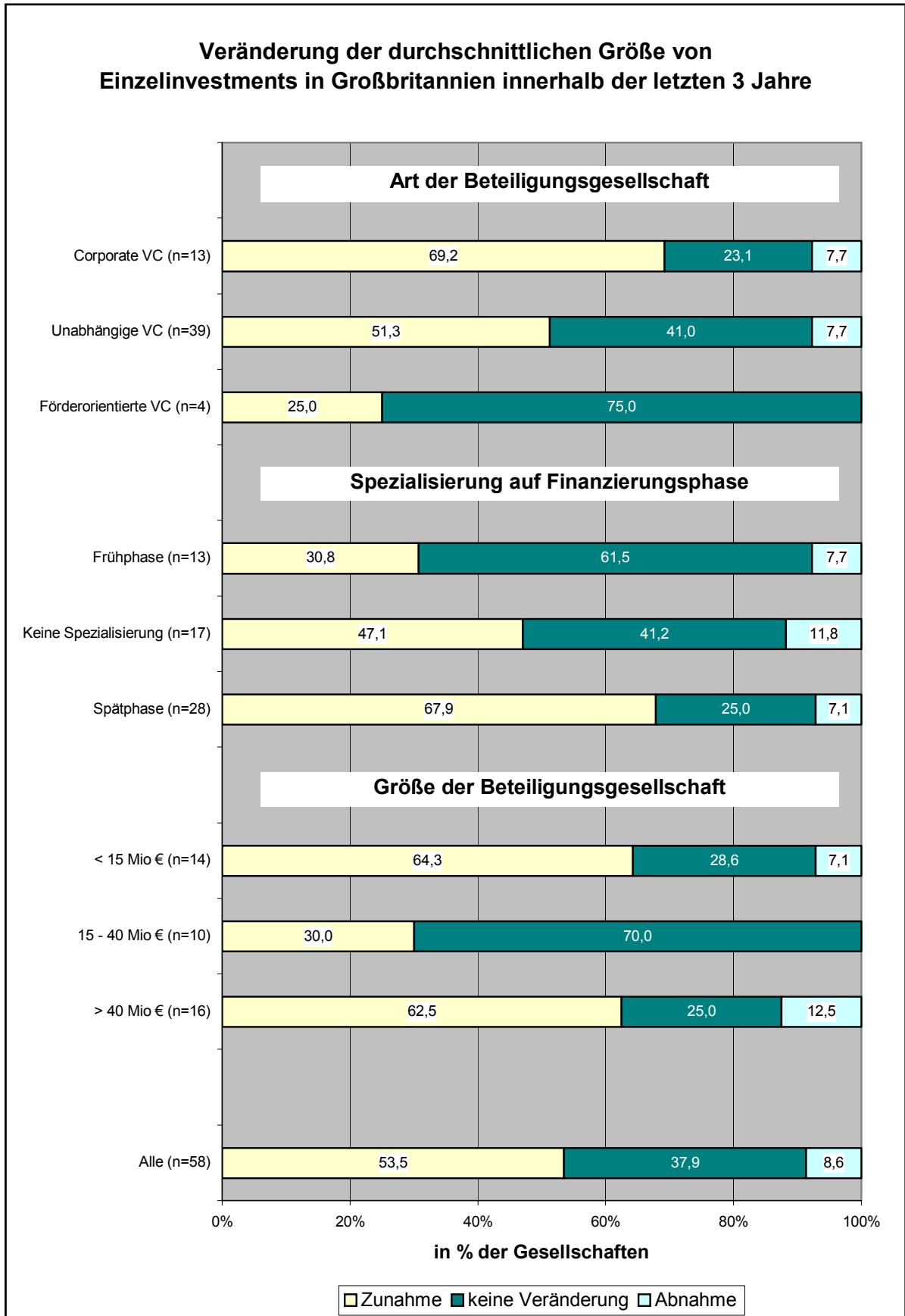
fragen an deutsche Spätphasenfinanzierer und dem im Vergleich zu Großbritannien kleineren Anteil von Investments im Segment MBO/MBI. Gerade dieser Bereich zeichnet sich typischerweise durch große Deals aus. Auch vorstellbar ist, dass mit zunehmender Marktreife der Bereich der großen Investments insofern an Bedeutung gewinnt, als die eingegangenen Engagements mit der Leistungsfähigkeit des Marktes wachsen und der britische Markt in dieser Hinsicht bereits weiter fortgeschritten ist.

In diesem Zusammenhang ist auch die Frage von Interesse, wie sich die durchschnittliche Größe der Engagements in den vergangenen Jahren in beiden Ländern verändert hat (s. Abbildung 17): In beiden Ländern berichtet etwa die Hälfte der Beteiligungsgesellschaften, dass sich die durchschnittliche Dealsize ihrer Engagements in den letzten drei Jahren erhöht hat. Besonders ausgeprägt ist dieser Trend bei den britischen Corporate VCs, die sich ohnehin schon durch einen hohen Anteil von Großengagements auszeichnen. Nur etwa jeweils 10% aller VCs berichten über einen Rückgang der durchschnittlichen Dealsize, besonders stark vor allem deutsche Frühphasenfinanzierer, die im Vergleich mit ihren britischen Pendanten bisher eher die etwas größeren Engagements bevorzugten.

Abbildung 17:



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



**Anmerkung:** *n* bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
**Lesebeispiel:** 53,5% der britischen Beteiligungsgesellschaften verzeichneten in den Jahren 1999 bis 2001 eine Zunahme der durchschnittlichen Dealsize.

### 3.5 Zwischenfazit

Bei der Dealselektion spielen in beiden Ländern ähnliche Faktoren eine Rolle, allerdings entscheidet in Deutschland nach Ansicht der Beteiligungsgesellschaften technologisches Know-how stärker über Erfolg oder Misserfolg der Akquisitionsbemühungen. Ein Grund hierfür ist sicherlich die stärkere Orientierung des deutschen Marktes auf den Frühphasenbereich.

Britische Beteiligungsgesellschaften unterziehen beim „screening“ einen geringeren Anteil von Finanzierungsanfragen einer detaillierten Einzelfallprüfung als ihre deutschen Pendanten, und sie betreuen ihre Portfoliounternehmen deutlich häufiger „hands-on“.

Die Investitionen werden in beiden Ländern überwiegend in denjenigen Sektoren getätigt, die ohnehin zu ihren stärksten Wirtschaftszweigen gehören. Frühphaseninvestments fließen - wenig überraschend - überproportional häufig in noch junge Segmente wie Life Science oder IT.

Britisches Beteiligungskapital finanziert schwerpunktmäßig MBO/MBI-Projekte, deutsche Gesellschaften konzentrieren ihre Aktivitäten dagegen auf Investitionen im Seed- und Start-up-Bereich. In Deutschland sind große Einzelengagements insgesamt unterrepräsentiert.

Die Unterschiede bei der durchschnittlichen Dealsize haben sich in den letzten Jahren im Bereich MBO/MBI durch einen starken Aufwärtstrend in Großbritannien weiter vergrößert, während sie im Bereich der Frühphasenfinanzierungen (durch einen Trend zu kleineren Finanzierungen in Deutschland) eher abgenommen haben.

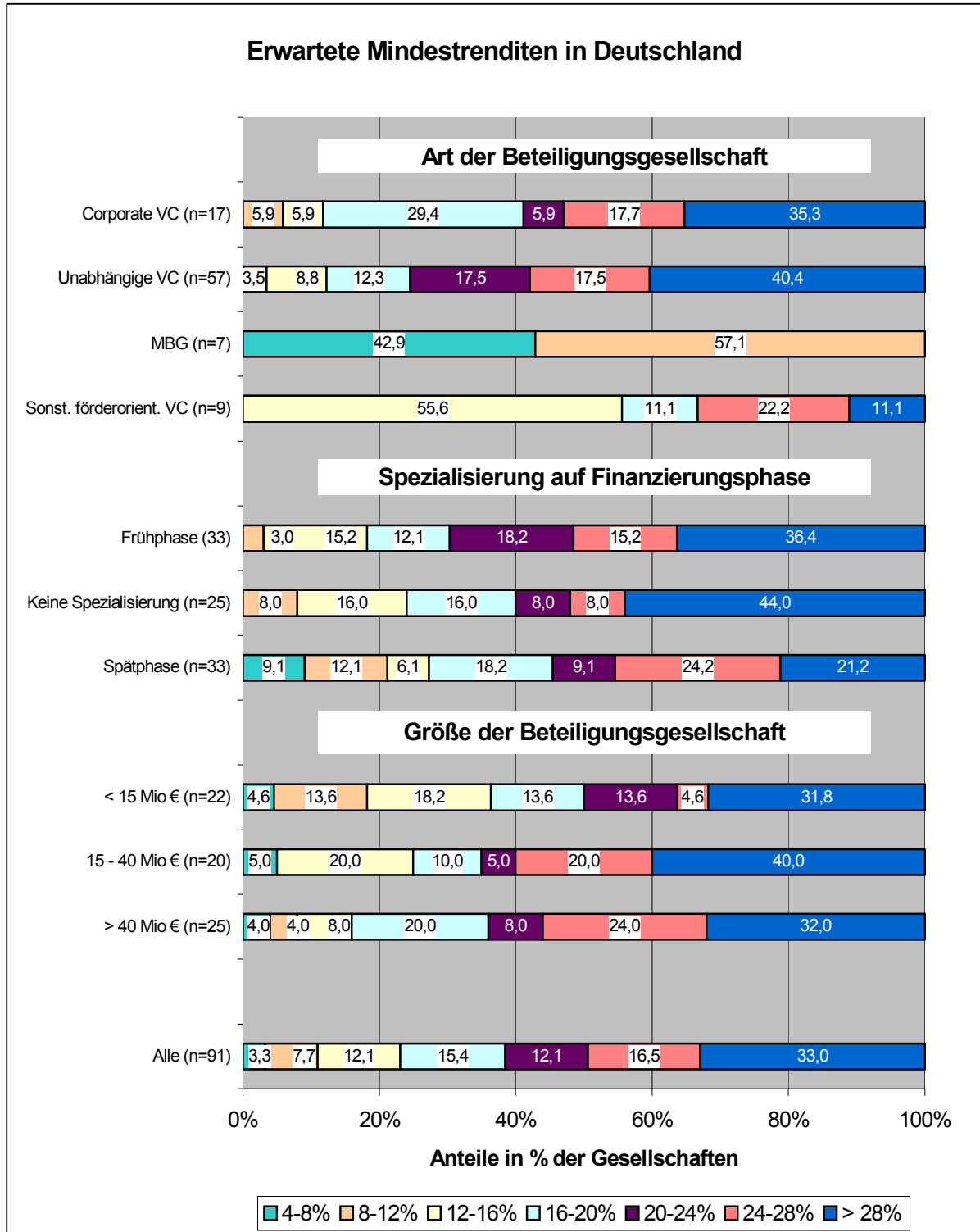
## **4. Unterschiedliche Renditestrukturen verantwortlich für unterschiedliche Chancen und Probleme**

### **4.1 Renditeerwartungen**

Wie bereits erwähnt, übersteigen die erwarteten Mindestrenditen in Großbritannien in einer Gesamtbetrachtung die Erwartungen der deutschen VC-Gesellschaften deutlich (s. Abbildung 18). Besonders auffällig hohe Renditen fordern britische Frühphasenfinanzierer ein. Zwar sind in diesem Bereich höhere Risikoprämien sicherlich als normal anzusehen, und auch deutsche Frühphasenfinanzierer sind diesbezüglich keine Ausnahme, nichtsdestoweniger erscheint es bemerkenswert, dass über 90% aller auf Frühphasenfinanzierungen spezialisierten britischen Gesellschaften Renditen über 28% erwarten und kein Unternehmen Renditen unter 24% à priori akzeptiert. In Großbritannien sind kleine Unternehmen darüber hinaus fordernder als große VC-Gesellschaften, wohingegen sich dieses Verhältnis aus den deutschen Daten nicht in der Klarheit ableiten lässt. Deutsche MBGen und sonstige förderorientierte Institute stellen – teilweise aus regulatorischen Gründen - deutlich niedrigere Forderungen als ihre kommerziellen Pendanten und decken damit vor allem den Bereich der Renditeerwartungen unter 12% ab, während förderorientierte VCs in Großbritannien Mindestrenditen von 20% fordern. Hierin spiegeln sich auch unterschiedliche Förderphilosophien wider: In Deutschland wurden Renditen oberhalb von 12% in der Vergangenheit häufig als nicht mehr „mit dem Förderauftrag vereinbar“ angesehen, während in Großbritannien weniger der Preis als vielmehr der Zugang zu Beteiligungskapital als Hauptfördererelement betrachtet wird.

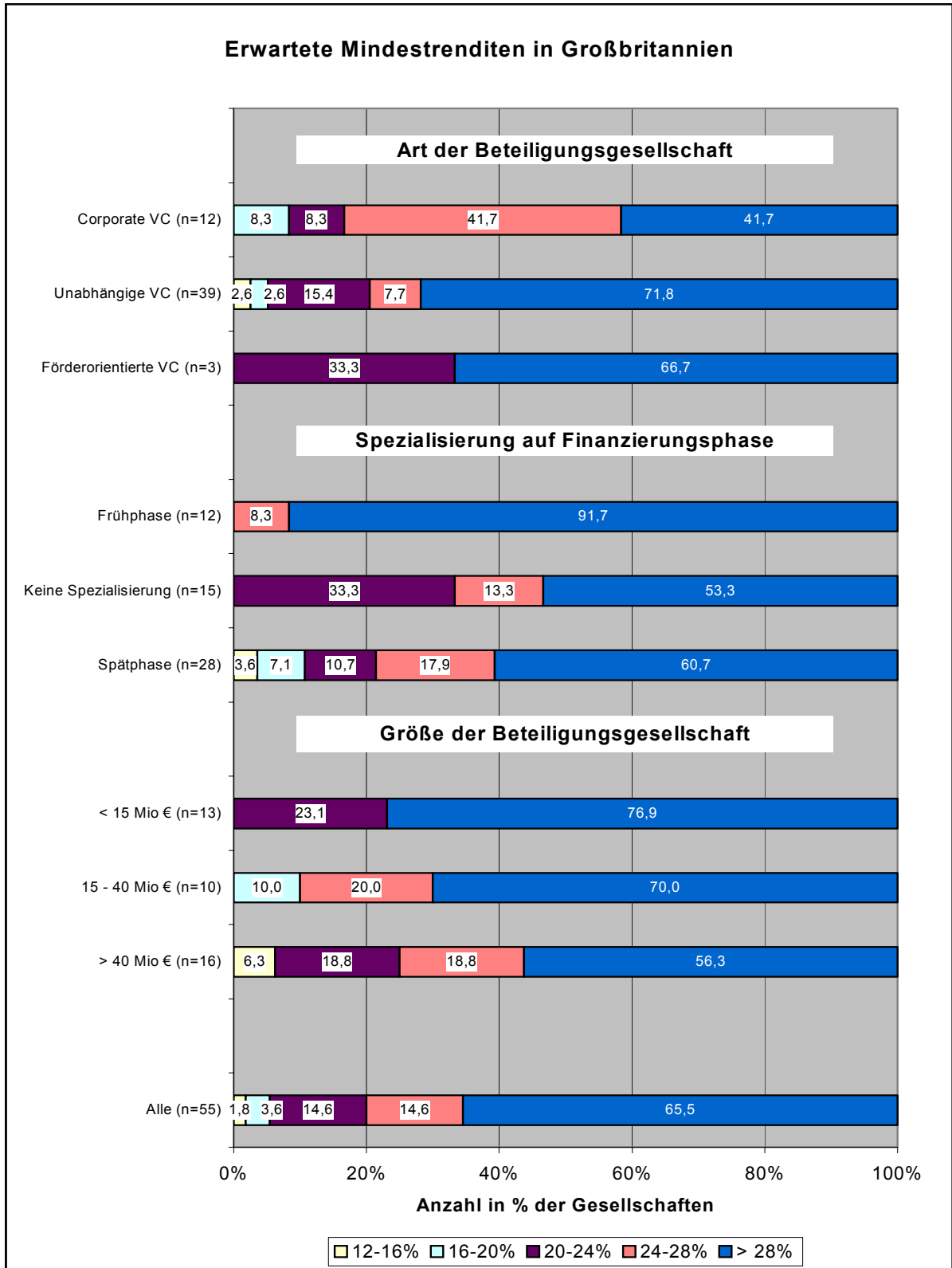
Insgesamt wird jedenfalls einerseits eine stärkere Renditeorientierung britischer VC-Gesellschaften deutlich und andererseits ein breiteres und ausgewogeneres Spektrum geforderter Renditen auf dem deutschen Markt.

Abbildung 18:



Anmerkung: Erwartete Mindestbruttorendite von Steuern und Risikoabschlägen an ein Einzelengagement

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



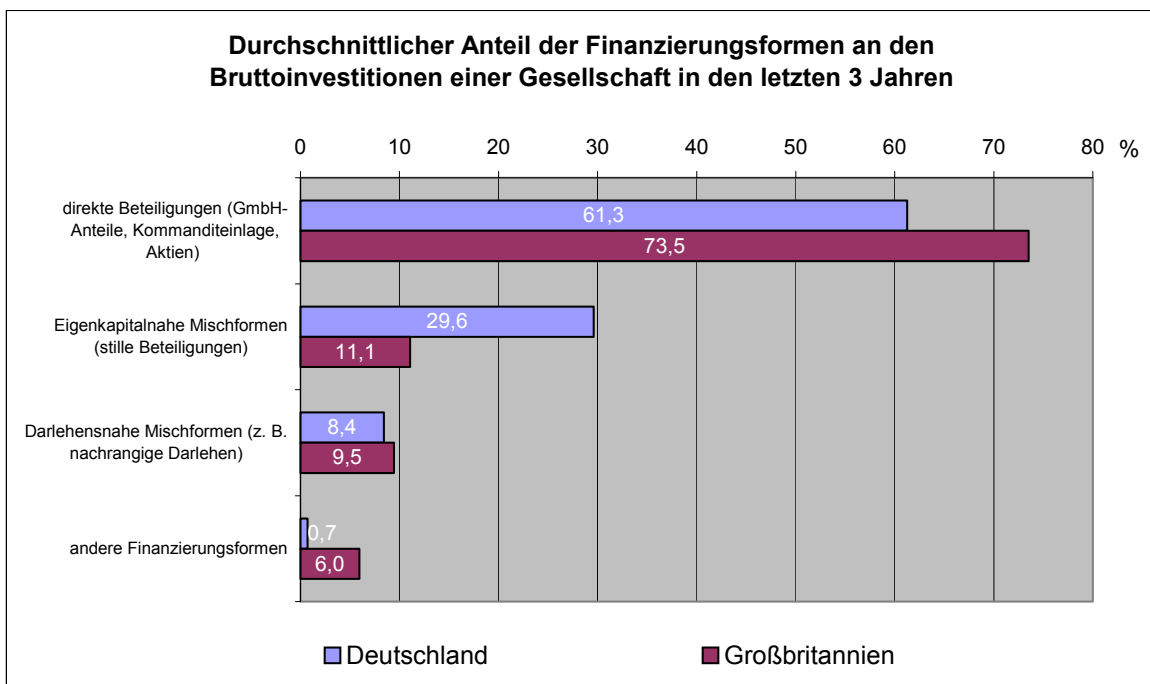
**Anmerkung:** Erwartete Mindestbruttorendite vor Steuern und Risikoabschlägen an ein Einzelengagement

*n* bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie

**Lesebeispiel:** 3,6% der britischen Beteiligungsgesellschaften erwarten von einem Neuengagement eine Mindestbruttorendite zwischen 16% und 20%.

Die höheren Erwartungen britischer Private Equity-Unternehmen erklären sich weiterhin zumindest teilweise aus den Unterschieden in der Form, in der Beteiligungskapital bereitgestellt wird (s. Abbildung 19): In beiden Ländern dominieren direkte Beteiligungen, allerdings mit deutlich höherem relativen Anteil auf dem britischen Markt, gefolgt von eigenkapitalnahe Mezzaninkapital (Stille Beteiligungen), wobei hier der relative Anteil in Deutschland höher liegt. In beiden Ländern werden Höchstrenditen überproportional häufig von Gesellschaften mit hohem Anteil direkter Beteiligungen eingefordert. Finanzierungen in Form von fremdkapitalnahe Mezzaninkapital machen in beiden Ländern einen ähnlichen Anteil an den Finanzierungsvolumina aus.

**Abbildung 19:**



*Lesebeispiel: Im Durchschnitt hatten direkte Beteiligungen in den letzten 3 Jahren einen Anteil von 61,3 % an den Bruttoinvestitionen einer deutschen Beteiligungsgesellschaft.*



## 4.2 Realisierte Renditen und Ausfallraten

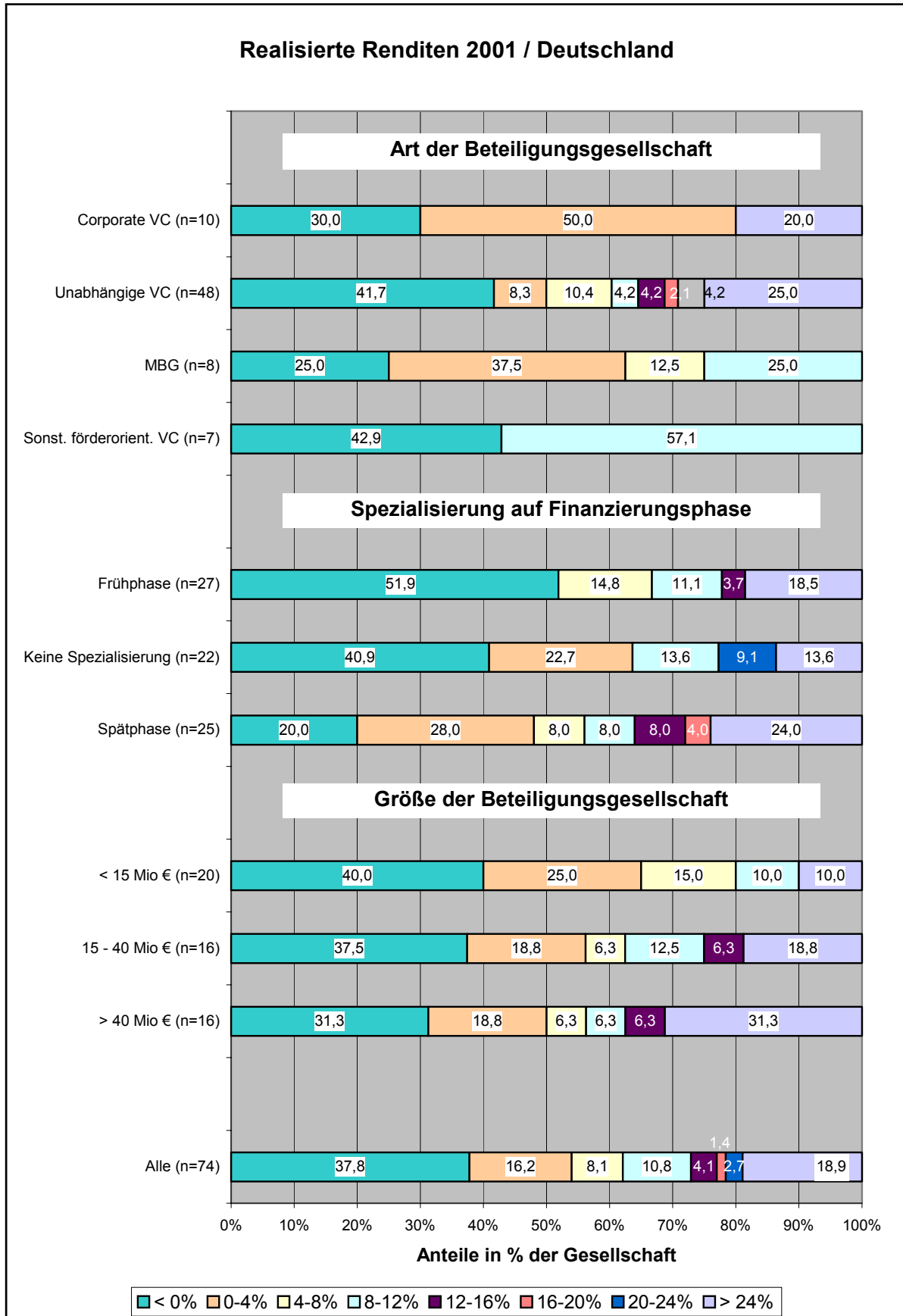
Eine Ergänzung dieser Analyse um eine Betrachtung der tatsächlich über das Gesamtportfolio im Jahr 2001 realisierten Renditen relativiert die Unterschiede zwischen den beiden Märkten (s. Abbildung 20).<sup>11</sup> Zwar ist in der Tat der Anteil der Engagements mit niedrigen oder negativen Renditen in Deutschland höher als in Großbritannien, andererseits ist der Anteil der Investments, die Spitzenrenditen über 24% abwerfen, vergleichbar. Ein wesentlicher struktureller Unterschied wird jedoch sichtbar, wenn man die VC-Gesellschaften nach ihrem Gesamtinvestitionsvolumen klassifiziert. Es zeigt sich, dass in Deutschland der Anteil der Engagements mit negativen Renditen mit zunehmender Größe der Gesellschaft abnimmt, während für britische Institute das Gegenteil der Fall ist: Große Unternehmen erzielen hier häufiger negative Renditen als ihre kleineren Wettbewerber. In beiden Ländern werden Spitzenrenditen vergleichsweise häufig von großen Gesellschaften verdient, während der Anteil der negativen Renditen bei den Spätphasenfinanzierern relativ niedrig und bei den Frühphasenfinanzierern relativ hoch war.

Eine globale Betrachtung der Ausfallraten fördert eine ähnliche Verteilung auf beiden Märkten zu Tage (s. Abbildung 21). Zwar meldete in Großbritannien keine Gesellschaft Ausfallraten über 25% (ggü. 5,4% der deutschen Unternehmen), andererseits war in Deutschland der Anteil der Financier mit niedrigen Ausfallraten unter 5% etwas höher (43% ggü. 39,2% in Großbritannien). Auf Frühphasenfinanzierungen spezialisierte Beteiligungsgesellschaften verzeichnen in Großbritannien hingegen deutlich niedrigere Ausfallraten als deutsche Gesellschaften, für Spätphasenfinanzierer kehrt sich dieses Verhältnis um. Diese Erkenntnis legt nahe, dass sich in Großbritannien insbesondere der Einfluss der von Frühphasenfinanzierern stets ausgeübten Hands-on-Betreuung und in Deutschland der vergleichsweise hohe Aufwand für Einzelfallprüfungen bei Spätphasenfinanzierern bemerkbar machen.

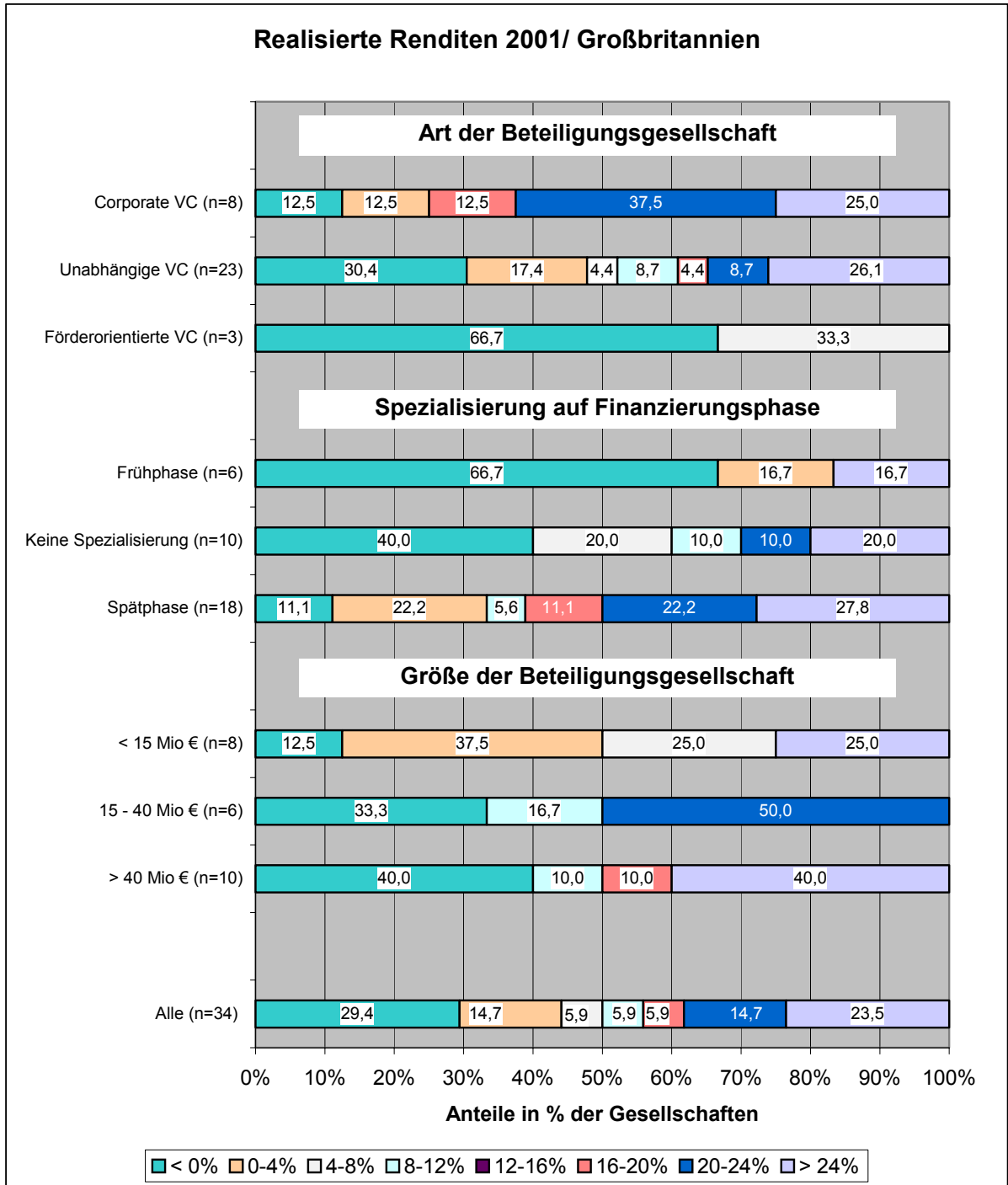
---

<sup>11</sup> Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Vergleichbarkeit der für Neuengagements erwarteten Rendite und der über das Gesamtengagement durchschnittlich realisierten Rendite eingeschränkt ist. Letzteres hängt davon ab, ob im betrachteten Zeitraum überhaupt Investments abgerechnet wurden oder ob in großem Umfang Neuinvestitionen getätigt wurden, die noch keine Erträge abwerfen konnten.

Abbildung 20:

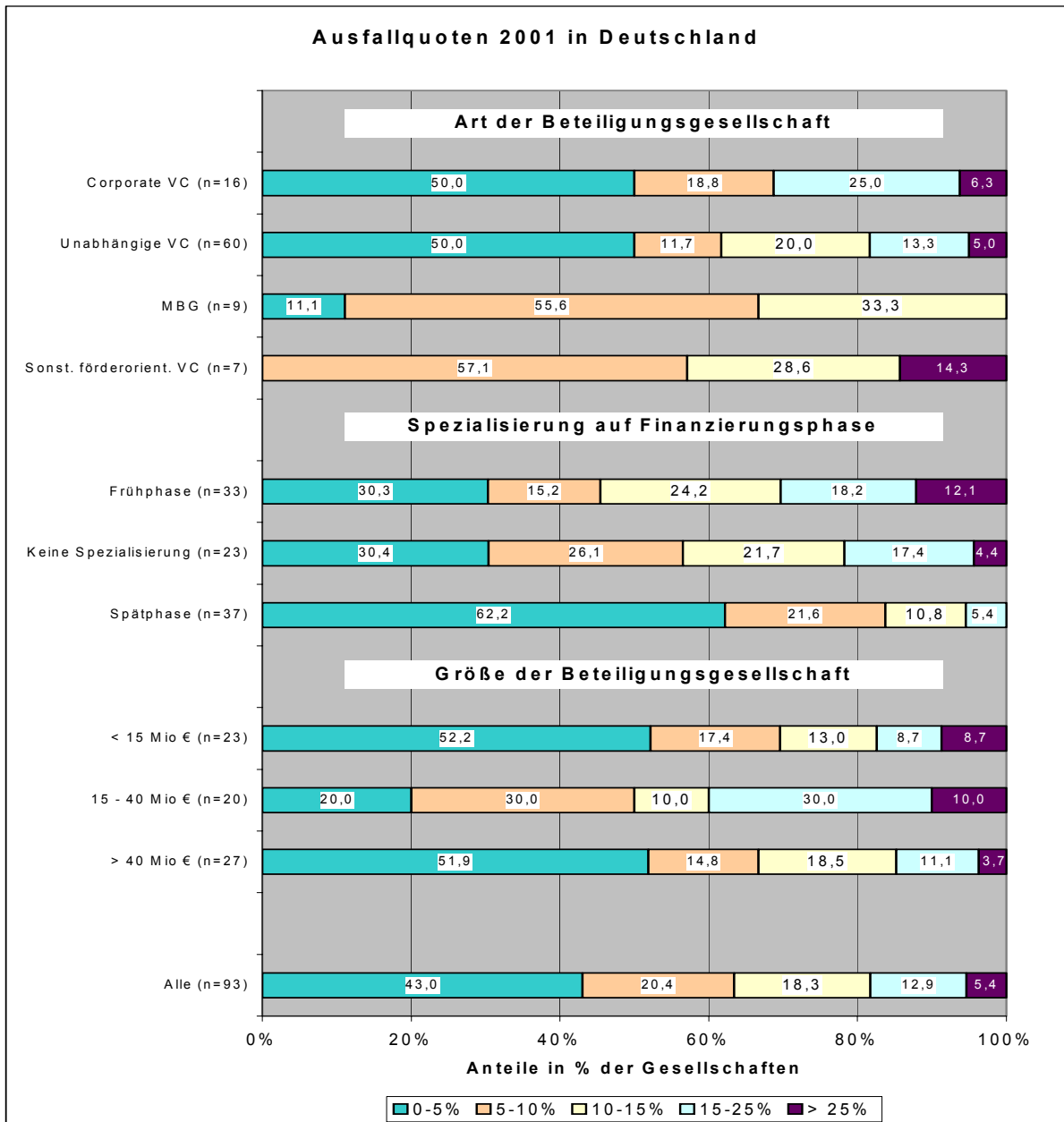


**Anmerkung:** n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
**Lesebeispiel:** Im Jahr 2001 verzeichneten 16,2% der deutschen Beteiligungsgesellschaften realisierte Renditen von zwischen 0% und 4% bezogen auf ihr Gesamtengagement.

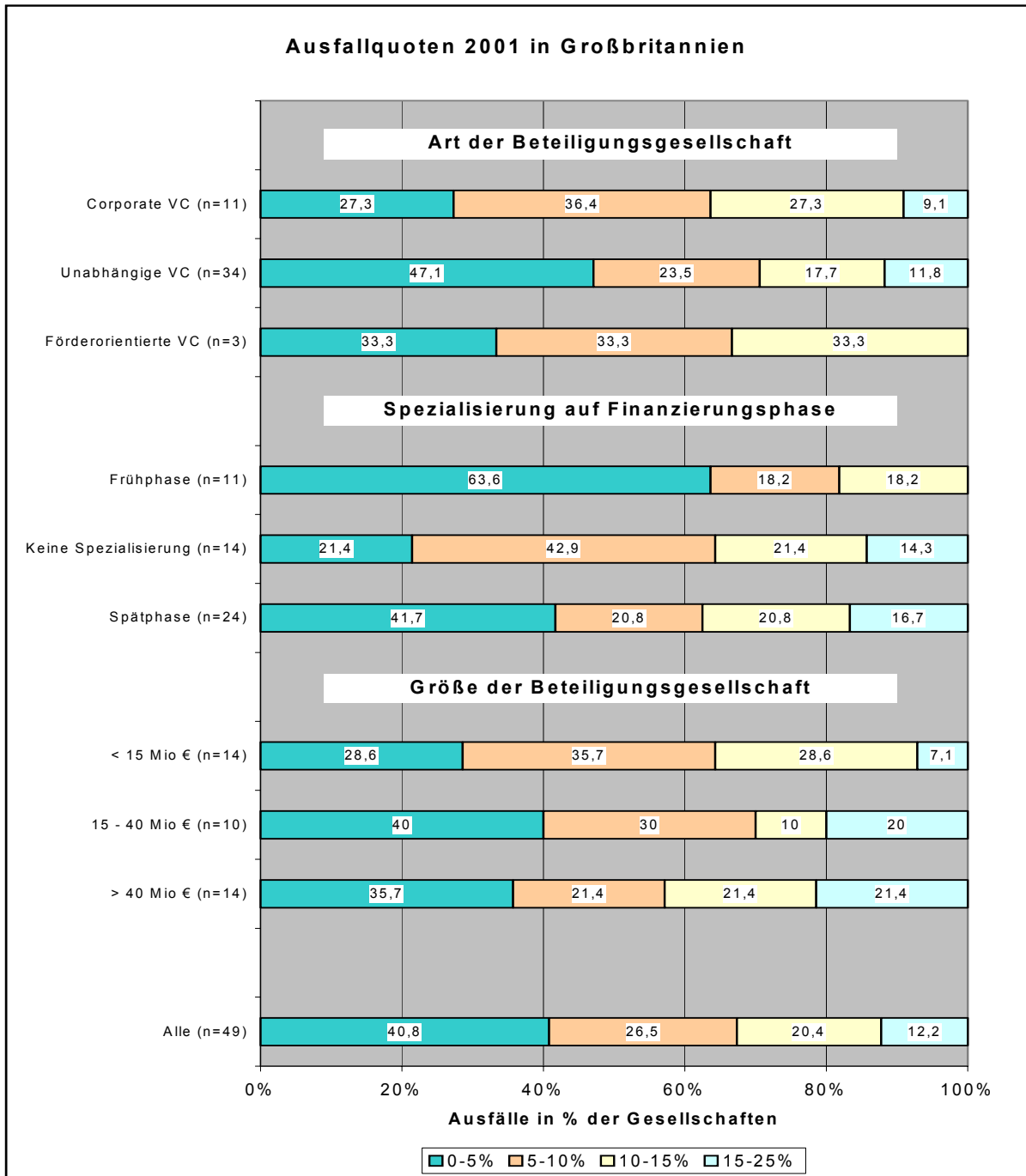


**Anmerkung:** *n* bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
**Lesebeispiel:** Im Jahr 2001 verzeichneten 14,7% der britischen Beteiligungsgesellschaften realisierte Renditen von zwischen 0% und 4% bezogen auf ihr Gesamtengagement.

Abbildung 21:



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



**Anmerkung:** n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie  
**Lesebeispiel:** Im Jahr 2001 verzeichneten 26,5% der britischen Beteiligungsgesellschaften Ausfälle von zwischen 5% und 10%, bezogen auf ihr Gesamtportfolio.

### **4.3 Zwischenfazit**

Britische Private Equity-Gesellschaften erwarten insgesamt deutlich höhere Renditen als ihre deutschen Pendanten, wobei insbesondere auf Frühphasenfinanzierungen spezialisierte VCs hohe Renditeerwartungen formulieren. Insgesamt ist das Spektrum der geforderten Mindestrenditen in Deutschland breiter und ausgewogener als in Großbritannien. Der Vergleich der realisierten Renditen relativiert die Unterschiede zwischen den beiden Ländern, allerdings ist der Anteil niedriger und negativer Renditen auf dem deutschen Markt höher als auf seinem britischen Gegenstück. Die Ausfallraten sind hingegen in beiden Ländern ähnlich. Auffallend ist, dass die Ausfallraten in den Schwerpunktbereichen der jeweiligen Länder (Frühphase in Deutschland, Spätphase in Großbritannien) im Durchschnitt höher waren als im jeweils anderen Land.

## **5. Förderung – eine Antwort auf Unterangebot von Private Equity**

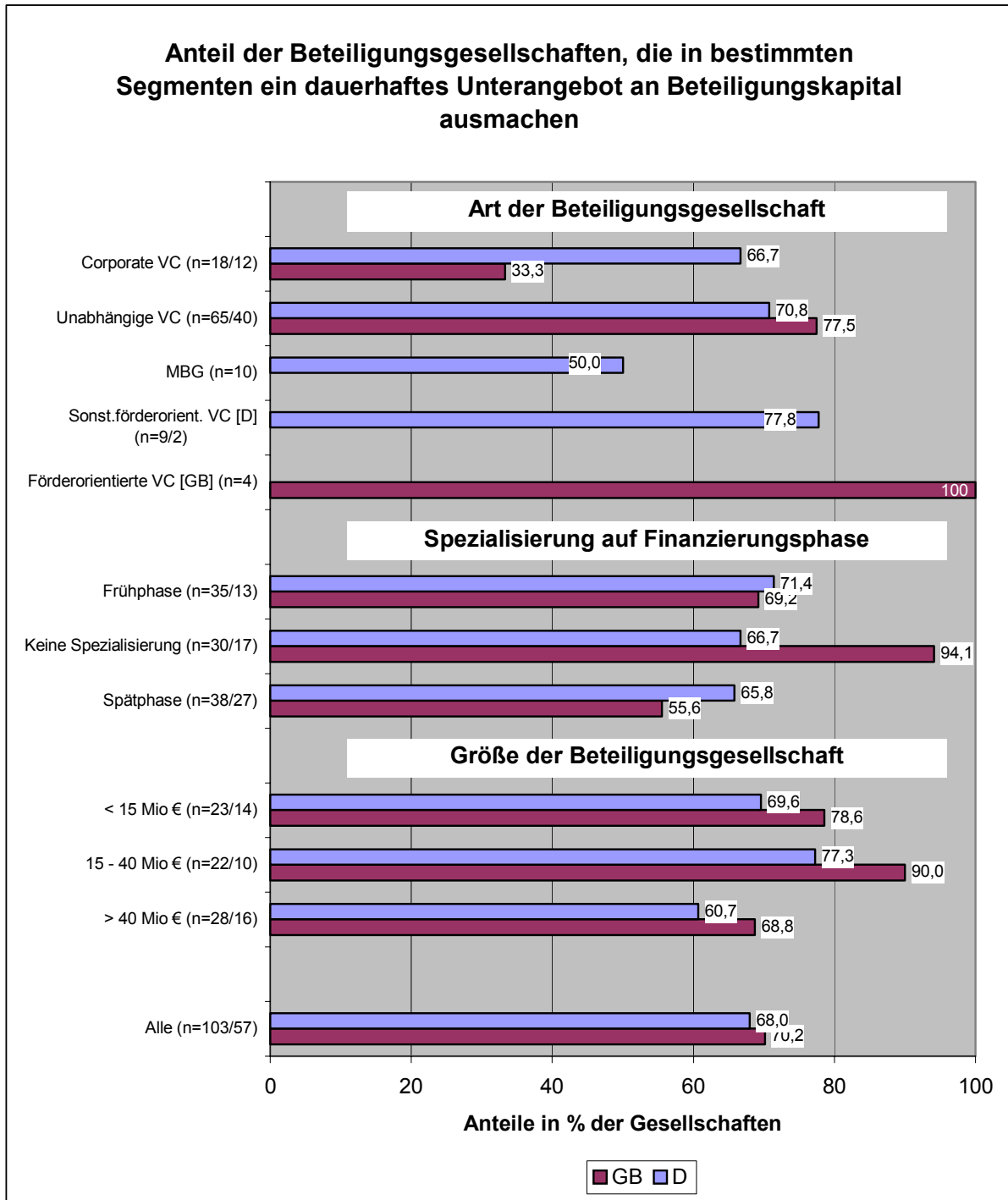
### **5.1 Angebotslücken**

Neben Informationen über ihre Investitionen teilten die befragten Gesellschaften auch ihre Einschätzung zur allgemeinen Versorgung des Beteiligungsmarktes mit Venture Capital mit. Sie erläuterten, wo ihrer Meinung nach Angebotslücken an Risikokapital bestehen und welche Gründe für ein unzureichendes Angebot in einzelnen Bereichen verantwortlich sind (s. Abbildung 22).

Der Anteil der Beteiligungsgesellschaften, die ein dauerhaftes Unterangebot an Beteiligungskapital in einem oder mehreren Marktsegmenten ausmachen, ist in Deutschland mit 68% und in Großbritannien mit etwa 70% beinahe gleich hoch. Deutliche Unterschiede in der Einschätzung ergeben sich bei Corporate VC-Gesellschaften, von denen in Großbritannien deutlich weniger ein Unterangebot konstatieren, im Bereich der förderorientierten VCs, die in Großbritannien sämtlich ein Unterangebot feststellen, und bei phasenmäßig unspezialisierten britischen Instituten, die in ihrer großen Mehrzahl eine Unterversorgung mindestens eines Marktsegmentes mit Venture Capital vermuten.

Insgesamt wird ein Unterangebot relativ zur Nachfrage häufig genug benannt, um es als wirkliches Problem ernst zu nehmen. Dennoch ist zu erkennen, dass - zumindest aus der Sicht der Beteiligungskapitalgeber, also der Angebotsseite - eine Unterversorgung bestimmter Teile des Marktes in Deutschland nicht häufiger auftritt als in Großbritannien und somit – zumindest in den Augen der Beteiligungsgeber - auch hierzulande trotz des geringeren Marktvolumens à priori kein größeres Problem darzustellen scheint als jenseits des Ärmelkanals.

Abbildung 22:



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie (in Deutschland/Großbritannien)

Um das benannte Unterangebot von Beteiligungskapital genauer analysieren zu können, wurden diejenigen Gesellschaften, die angaben, eine Angebotslücke in einem oder mehreren Marktsegmenten auszumachen, gebeten, diese zu lokalisieren (s. Abbildung 23).

Dabei zeigt sich, dass Angebotslücken in beiden Ländern schwerpunktmäßig in verschiedenen Sektoren gesehen werden: in Deutschland sind hauptsächlich der Low-Tech-Sektor des



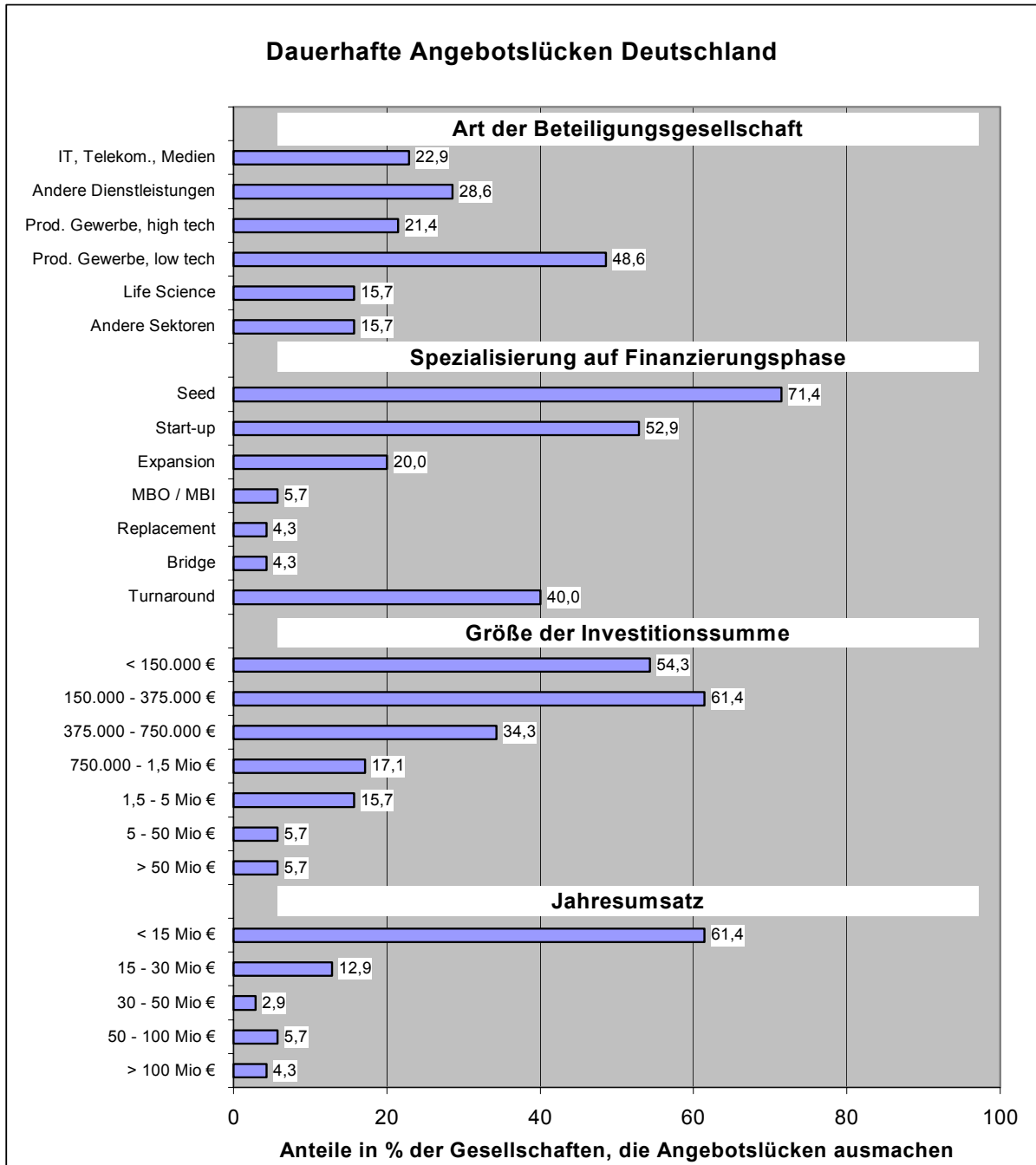
produzierenden Gewerbes und der Dienstleistungssektor betroffen, in Großbritannien primär die Marktsegmente IT/Telekommunikation/Medien und Life Science. Diese Feststellung erstaunt nicht, hatten sich doch der deutsche Dienstleistungssektor und der britische Bereich Life Science bereits bei der Analyse der sektoralen Schwerpunkte des VC-Geschäftes als unterrepräsentiert herausgestellt.

Wenig überraschend ist auch die Beobachtung, dass hinsichtlich der Finanzierungsphase generell besonders häufig Angebotslücken im Early-Stage-Bereich (Seed und Start-up) gesehen werden. In diesen Phasen erscheint bei rein kommerzieller Bereitstellung von Kapital ohne entsprechende Förderaktivität ein Unterangebot verhältnismäßig wahrscheinlich, da Engagements hinsichtlich ihrer Erfolgs- und Ertragsaussichten mit großen Unsicherheiten behaftet sind und die Informationsgrundlage für die Beurteilung des Investitionsprojektes oft schwach ist („asymmetrische Information“). Dies kann zum einen zu einer ausgeprägten Zurückhaltung bei der Kapitalbereitstellung und zum anderen zu entsprechenden Risikoaufschlägen auf die geforderte Rendite und somit unter ungünstigen Bedingungen zu Marktversagen führen. Da die Renditeerwartungen in Großbritannien deutlich höher waren als in Deutschland, verwundert auch die dort im Vergleich zu Deutschland häufigere Nennung der frühen Investmentphasen bei der Frage nach Angebotslücken nicht. Britische förderorientierte Institute konnten zumindest im beobachteten Zeitraum diese Lücken in scheinbar geringerem Umfang schließen als ihre deutschen Pendants.

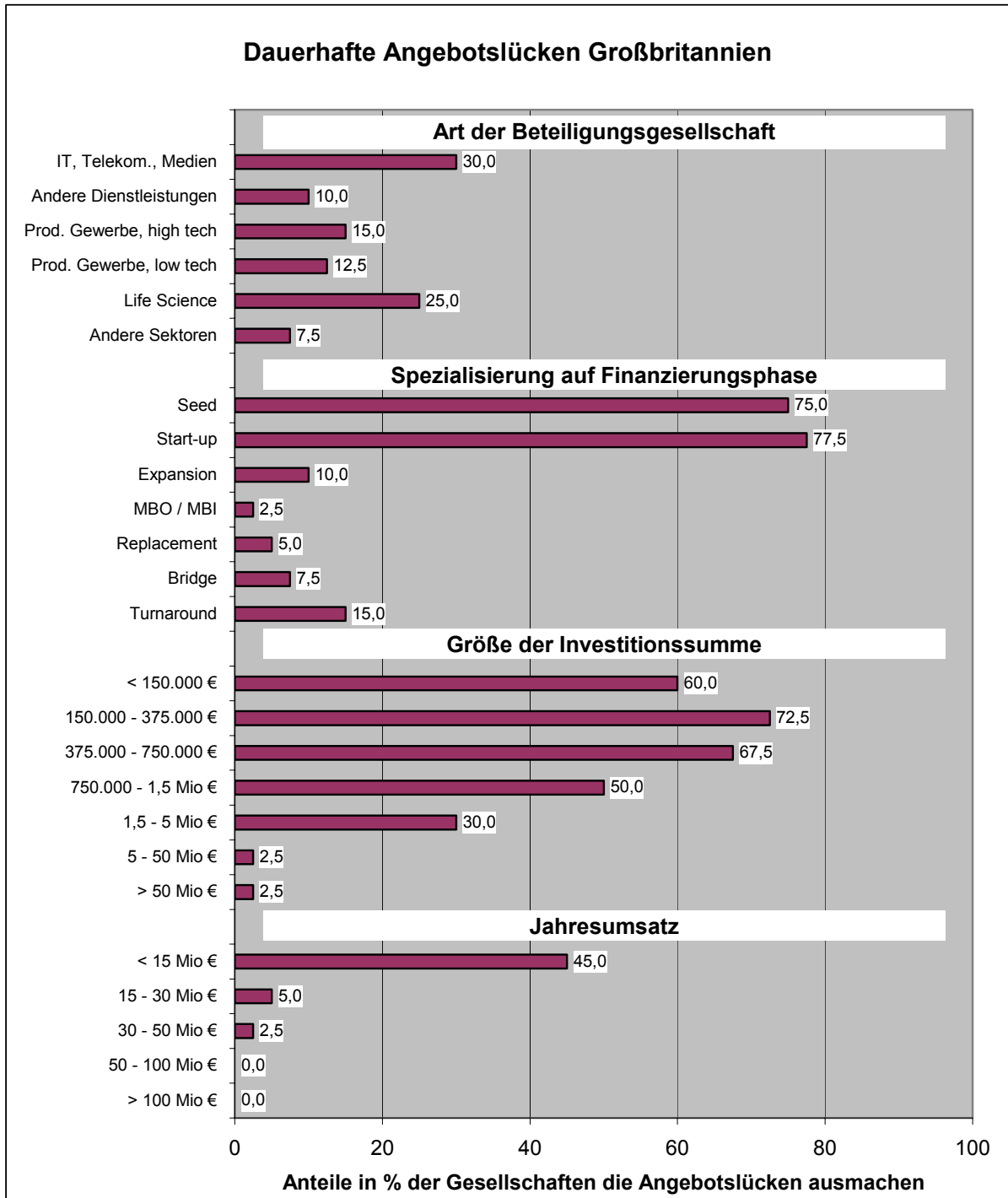
Die Informationen zu Angebotslücken hinsichtlich der Größe der getätigten Investments sind konsistent mit den zuvor schon erwähnten Erkenntnissen zur Größenstruktur innerhalb der Portfolios: So werden Angebotslücken im Segment sehr großer Investments (über 5 Mio. EUR) in Deutschland häufiger und Angebotslücken im Bereich kleiner Finanzierungen seltener beklagt als in Großbritannien.

In beiden Ländern wird eine ausgeprägte Angebotslücke für Beteiligungsnehmer mit einem Jahresumsatz unter 15 Mio. EUR gesehen.

Abbildung 23:



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



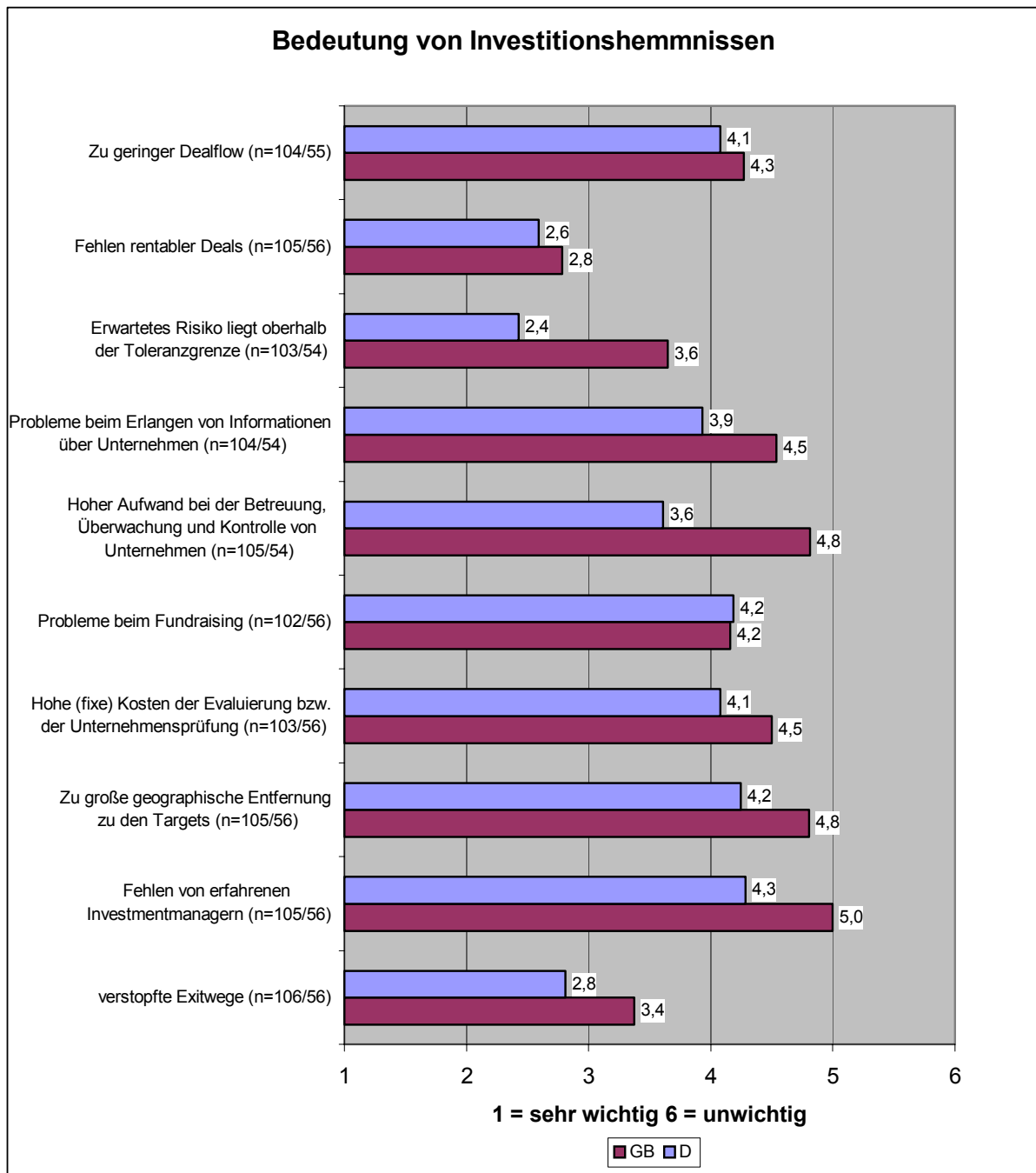
*Lesebeispiel: 75% der britischen Beteiligungsgesellschaften, die in mindestens einem Marktsegment eine dauerhafte Angebotslücke ausmachen, sehen eine Marktlücke in der Seed-Phase.*

## 5.2 Investitionshemmnisse

Investitionshemmnisse sind in Großbritannien nach Einschätzung der Beteiligungsgesellschaften insgesamt weniger bedeutsam als in Deutschland (s. Abbildung 24). Geringere Bedeutung messen britische Private Equity-Gesellschaften beispielsweise den Problemen bei

der Beschaffung von Informationen, der räumlichen Entfernung zum (potenziellen) Beteiligungsnehmer, dem Aufwand für Monitoring und den Kosten für Unternehmensevaluierungen bei. Besonders stark klaffen die Einschätzungen bezüglich der Risiken auseinander: Deutsche Beteiligungsgesellschaften sehen hierin ein deutlich größeres Investitionshemmnis als britische Beteiligungsgesellschaften. In beiden Ländern werden demgegenüber verstopfte Exitwege und das Fehlen rentabler Deals als relativ starke Einschränkungen der Investitionstätigkeit wahrgenommen.

**Abbildung 24:**

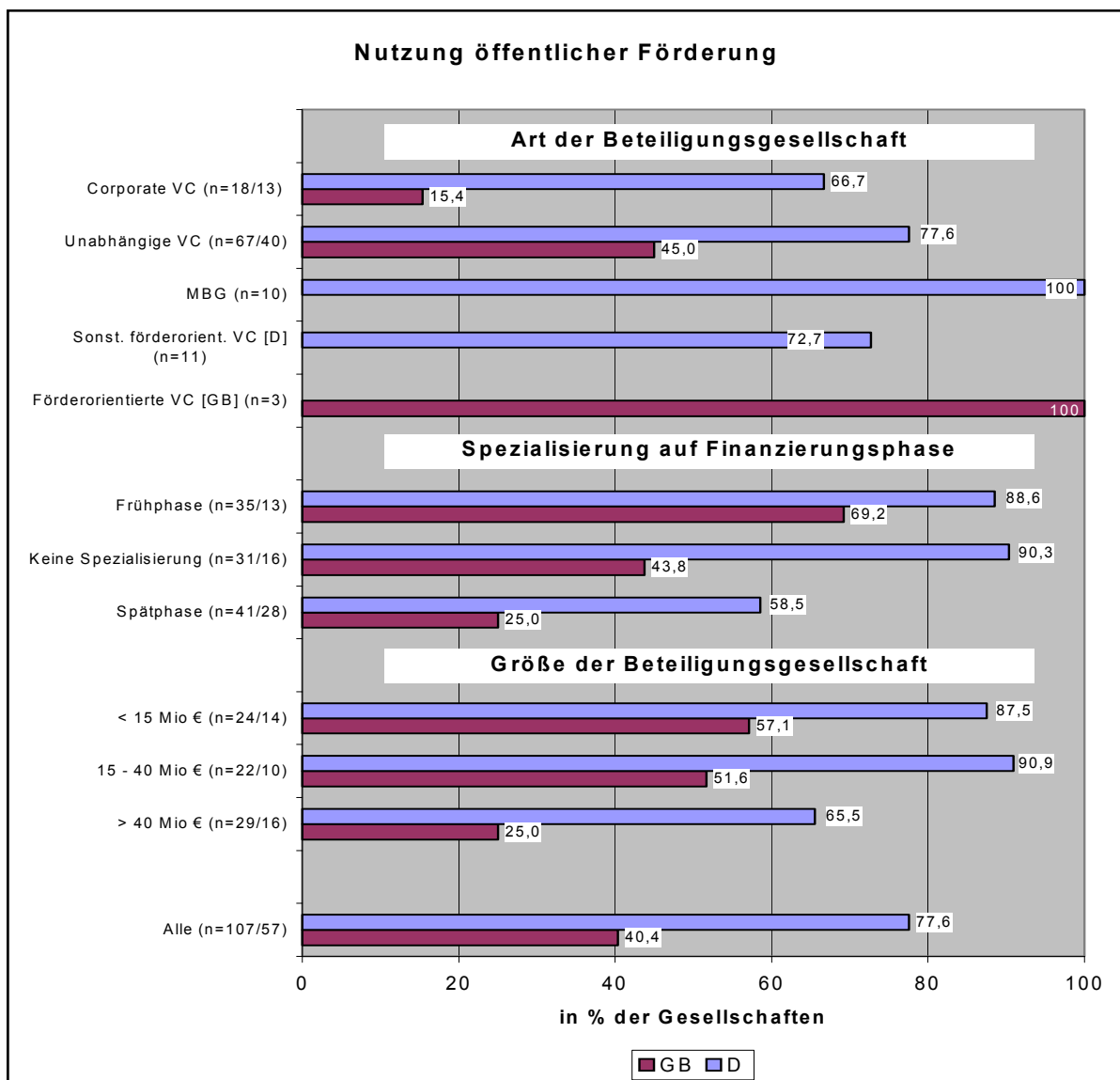


*Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie (in Deutschland/Großbritannien)*

### 5.3 Beteiligungsmarktförderung

Die Inanspruchnahme von Förderung ist in Deutschland deutlich weiter verbreitet als in Großbritannien (s. Abbildung 25): Über drei Viertel der deutschen Beteiligungsgesellschaften geben an, im Verlauf der letzten drei Jahre vor dem Befragungszeitpunkt öffentliche Beteiligungsförderprogramme genutzt zu haben, wohingegen dieser Anteil für Großbritannien mit knapp 40% erheblich niedriger liegt. Besonders gering ist die Inanspruchnahme öffentlicher Förderung in Großbritannien bei den Corporate VCs, bei Spätphasenfinanzierern und bei den großen Beteiligungsgesellschaften.

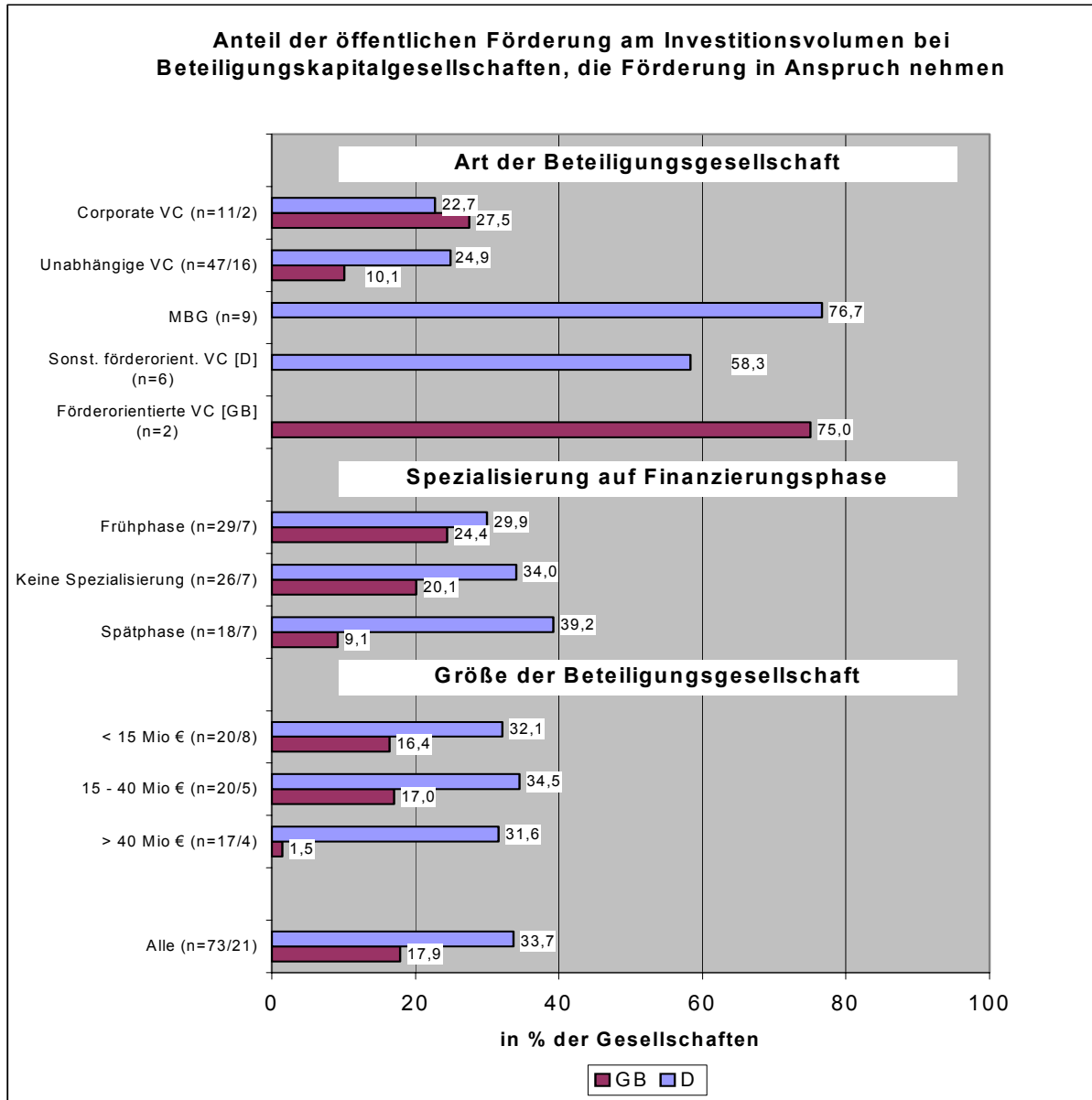
Abbildung 25:



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie (in Deutschland/Großbritannien)

Dies wird ergänzt durch eine Betrachtung des Anteils der öffentlichen Förderung am Investitionsvolumen derjenigen Gesellschaften, die öffentliche Förderung in Anspruch nahmen (s. Abbildung 26). Die Ergebnisse unterstreichen das zuvor Festgestellte: Besagter Anteil liegt bei geförderten deutschen VC-Gesellschaften mit knapp einem Drittel deutlich höher als bei geförderten britischen VC-Unternehmen mit etwa 18%.

**Abbildung 26:**



*Anmerkung:* n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie (in Deutschland/Großbritannien)

*Lesebeispiel:* Der prozentuale Anteil öffentlicher Mittel (in Form von Beteiligungen, Refinanzierungen und Garantien) macht bei einer britischen Beteiligungsgesellschaft, die in den Jahren 1999 bis 2001 öffentliche Förderung nutzte, durchschnittlich 17,9% ihres Investitionsvolumens aus.

Allerdings suggeriert die gewählte Darstellung, dass der Förderanteil bei auf Frühphasenförderung spezialisierten deutschen Gesellschaften niedriger läge als bei Spätphasenfinanzie-

ren. Jedoch berücksichtigt die vorliegende Betrachtung ausschließlich die Nutzer von Förderprogrammen. Bezieht man hingegen alle Beteiligungsgeber in die Analyse mit ein, so liegt der Mediananteil der Fördermittel am Gesamtvolumen bei Frühphasenfinanzieren bei 28% gegenüber einem Anteil von 10% bei Spätphasenfinanzieren. Dies zeigt, dass hinsichtlich der Finanzierungsphase die öffentlichen Mittel tatsächlich überwiegend dort eingesetzt werden, wo die gravierendsten Marktlücken bei den Akteuren gesehen werden. Die Schlussfolgerung erscheint plausibel, dass sich die komparativ bessere Versorgung des deutschen Marktes mit Frühphasenkapital und die höhere Spezialisierung auf Frühphasenfinanzierungen zumindest teilweise mit dem zielgerichteten Einsatz von Fördermitteln erklären lässt.

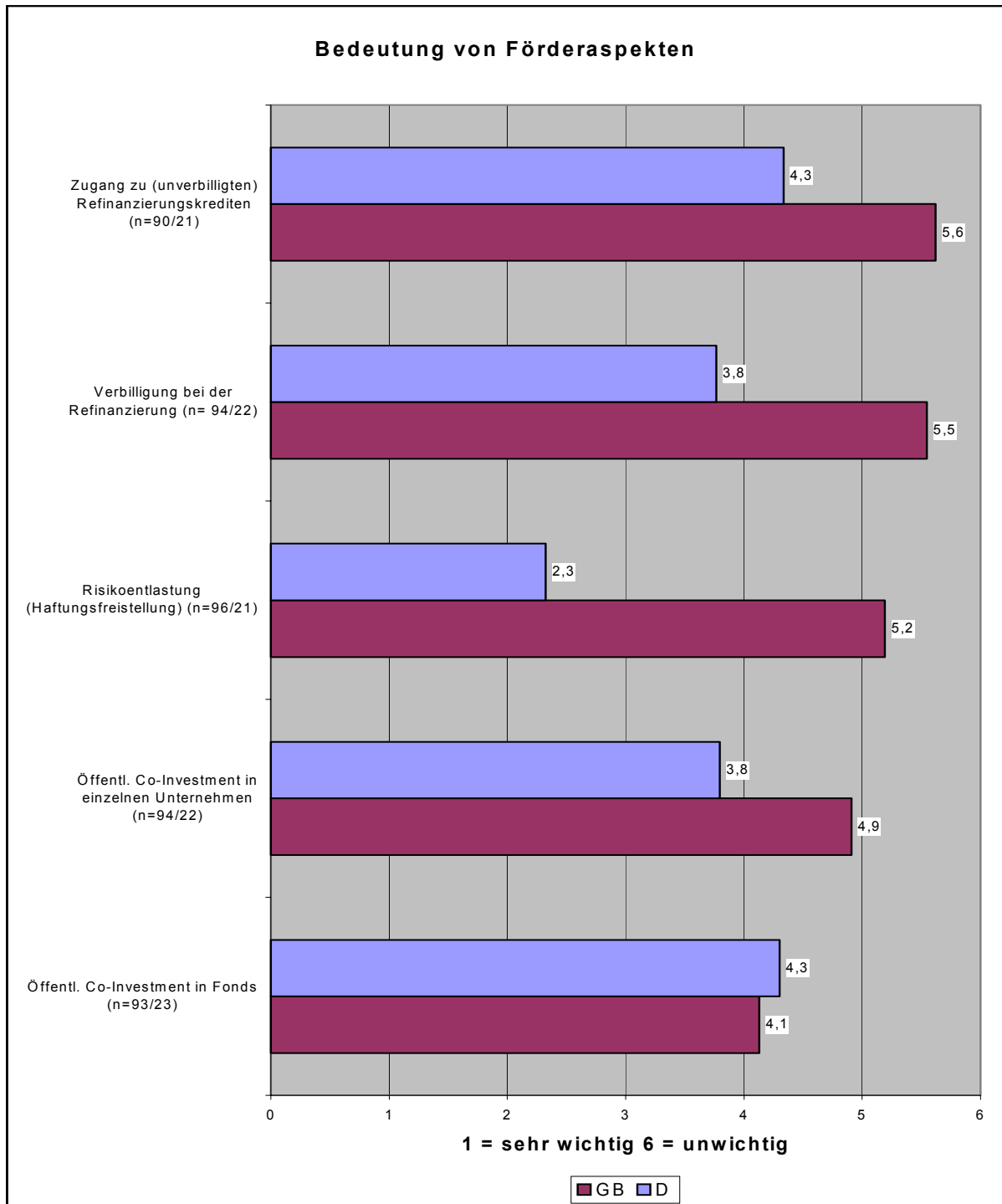
Nicht nur in quantitativer Hinsicht lassen sich Unterschiede in der Nutzung staatlicher Förderung des Beteiligungsgeschäftes feststellen, sondern darüber hinaus auch in der Art, in der diese Förderung bereit gestellt wird, beziehungsweise in der Form, die von den jeweiligen Marktakteuren am stärksten nachgefragt wird (s. Abbildung 27). Insgesamt gesehen wird Förderung im Bereich Venture Capital von den Beteiligungsgesellschaften in Deutschland als deutlich wichtiger eingeschätzt als jenseits des Ärmelkanals.

Auffällig ist die in Deutschland im Vergleich sehr große Bedeutung, die der Risikoentlastung in Form von Haftungsfreistellungen beigemessen wird, während derartige Instrumente in Großbritannien eine sehr geringe Rolle spielen. Insbesondere deutsche Corporate VC-Gesellschaften und sonstige Förderinstitute halten solche Garantieförmlichkeiten für elementar.

Auf Frühphaseninvestments spezialisierte Gesellschaften in Großbritannien legen wenig Wert auf Förderung in Form verbilligter Refinanzierung oder Haftungsfreistellungen, während insbesondere risikoreduzierende Förderung in diesem Bereich in Deutschland von besonderer Bedeutung ist. Britische Spätphasenfinanzierer hingegen schätzen vor allem Co-Investment in Fonds, während ihre deutschen Pendanten wiederum primär Haftungsfreistellungen und Zugang zu vergünstigter Refinanzierung bevorzugen.

Die Ergebnisse könnten ein Indiz für eine geringere Risikobereitschaft deutscher VC-Gesellschaften sein. Möglich ist aber auch, dass die Antworten insgesamt geleitet sind von den Förderinstrumenten, die sich auf den jeweiligen Märkten im Laufe der Zeit herausgebildet haben, wobei vermutet werden kann, dass Gesellschaften insbesondere diejenigen Fördermöglichkeiten genannt haben, mit denen sie besonders vertraut sind – in Großbritannien Co-Investments und in Deutschland Haftungsfreistellungen.

Abbildung 27:



Anmerkung: n bezeichnet die Anzahl der antwortenden Gesellschaften in einer Kategorie (in Deutschland/Großbritannien)



## 5.4 Zwischenfazit

Ein etwa gleich hoher Anteil von Unternehmen macht in Großbritannien und in Deutschland ein dauerhaftes Unterangebot an Beteiligungskapital aus. Der Wert ist mit knapp 70% in beiden Ländern hoch genug, um ihn als Hinweis auf ein wirkliches Problem zu verstehen und ernst zu nehmen.

Von dieser Unterversorgung sind in Deutschland primär der Low-Tech-Sektor des produzierenden Gewerbes und der Dienstleistungssektor betroffen und in Großbritannien die Bereiche IT/Telekommunikation/Medien und Life Science.

Erwartungsgemäß sind Angebotslücken ein zentrales Problem im Bereich der Frühphasenfinanzierungen. Dies gilt insbesondere für den britischen Markt. Dort konnten offenbar die Lücken durch Förderung in geringerem Umfang geschlossen werden als in Deutschland. In beiden Ländern werden die weitaus größten Lücken im Bereich der Frühphase und der kleineren Engagements gesehen. Britische VCs sehen hier größere Probleme als ihre deutschen Pendanten. Deutsche Gesellschaften nehmen hingegen im Bereich der größeren Engagements und bei Turnaround-Finanzierungen mehr Probleme wahr als britische VCs.

In Deutschland wird Förderung insgesamt in größerem Umfang in Anspruch genommen als in Großbritannien, dabei präferieren deutsche VCs Unterstützung in Form von Haftungsfreistellungen oder verbilligter Refinanzierung, während britische Private Equity-Gesellschaften öffentliche Co-Investments bevorzugen.

## **6. Ausblick: „bedingte Konvergenz“ der Märkte in Großbritannien und Deutschland?**

Die zuvor dargestellten Analysen und Vergleiche ermöglichen es, Antworten auf die Fragen zu geben, die der Studie vorangestellt waren: hinsichtlich einer eventuellen Vorbildfunktion des britischen Marktes, struktureller Marktunterschiede, der volkswirtschaftlichen Funktionserfüllung der beiden Märkte sowie bezüglich Prognosen zur weiteren Marktentwicklung.

Der britische VC-Markt kann auf eine verhältnismäßig lange Geschichte zurückblicken. Zwar gingen die Ursprünge auch auf staatliche Initiativen zurück, dennoch war die Entwicklung primär geprägt von einer eher kommerziellen Ausrichtung. Dies zeigt sich unter anderem auch daran, dass staatliche Förderung dort erst in den letzten Jahren verstärkt institutionalisiert wurde. Als Grund für die im europäischen Vergleich beispiellose Größe des britischen Marktes können nicht zuletzt vorteilhafte wirtschaftliche und rechtliche Rahmenbedingungen genannt werden. Schwierigkeiten treten in Großbritannien insbesondere in denjenigen Bereichen zu Tage, die aus mikroökonomischer Perspektive besonders anfällig für Marktversagenstendenzen sind, wie zum Beispiel das Frühphasenengagement.

Der deutsche Markt ist gegenüber seinem britischen Pendant deutlich jünger und erheblich kleiner. Hierfür mitverantwortlich dürften nicht zuletzt die in Deutschland im europäischen Vergleich für das VC-Geschäft relativ ungünstigen wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen sein, deren Verbesserung erst in jüngster Zeit verstärkt in Angriff genommen wurde. Im Gegensatz zu Großbritannien werden VC-Investments in Deutschland kaum durch Privatpersonen, sondern überwiegend durch Finanzinstitute und Industrieunternehmen finanziert. Die staatliche Förderung spielt in Deutschland eine deutlich größere Rolle als in Großbritannien.

Trotz des beachtlichen Entwicklungsstandes, den der deutsche Private Equity-Markt inzwischen erreicht hat, zeigt insbesondere der Vergleich mit dem britischen Markt, dass in Deutschland noch erhebliche Potenziale erschlossen und die Markteffizienz weiter verbessert werden können: Beispielhaft seien hier die noch vorhandenen Lücken in den Bereichen der Frühphasenfinanzierung, der kleinen Beteiligungssummen, dem low-tech Bereich und der größeren MBO/MBI-Transaktionen genannt, aber auch die noch untergeordnete Bedeutung institutioneller Investoren für die Refinanzierungsseite und damit verbunden die starke Abhängigkeit des VC-Geschäftes vom Geschäftsbankensektor.

Nimmt man ein festgestelltes Unterangebot von Beteiligungskapital relativ zur Nachfrage als Maßstab, ist in beiden Märkten Förderung weiterhin erforderlich. Sie muss primär darauf ge-

richtet sein, Marktunvollkommenheiten durch die Unterstützung der Marktentwicklung zu beseitigen bzw. dort, wo dies aufgrund dauerhaften Marktversagens nicht möglich ist, die negativen Auswirkungen durch marktkonforme Instrumente kompensieren.

Großbritannien ist ein gutes Beispiel dafür, wie im Bereich der Spätphasenfinanzierung durch die Schaffung günstiger Rahmenbedingungen Marktkräfte freigesetzt werden können, wie sie auch mit intensiven Fördermaßnahmen nicht annähernd erreichbar wären. Gleichzeitig zeigt das britische Beispiel aber auch, dass die Marktkräfte nicht alle Probleme lösen können, insbesondere nicht im Bereich der Frühphasenfinanzierung. Gerade in diesem Segment kann Deutschland mit seinem gut ausgebauten Förderinstrumentarium als beispielhaft gelten. Die Frage heißt also nicht: „Markt oder Förderung?“, sondern es kommt auf den richtigen „Mix“ an, und dieser kann in jedem Land – in Abhängigkeit von den jeweiligen Bedingungen – etwas anders aussehen.

Der britische und der deutsche Private Equity-Markt sind von unterschiedlichen Punkten gestartet, haben unterschiedliche Entwicklungswege genommen und sind nach wie vor durch unterschiedliche Rahmenbedingungen sowie Investment- und Risikokulturen geprägt. Die vorliegende Studie enthält aber viele Indizien dafür, dass die Märkte trotz ihrer Unterschiedlichkeit in vielen ihrer Merkmale „konvergieren“. Hierzu wird sicherlich auch die zunehmende Internationalisierung des Beteiligungsmarktes beitragen, die sich in diesem stark durch persönliche Kontakte und Vertrauen geprägtem Geschäft langsamer vollzieht als in vielen anderen Produkt- und Finanzmärkten.

## 7. Literatur

BVK Nachrichten, Venture Capital in Europa 2002, Special vom 02.07.2003, Berlin.

KfW (2003): Beteiligungskapital in Deutschland: Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf, Frankfurt.

Martin, R., Berndt, C., Klagge, B. , Sunley, P. , Herten, S. (2003): Regional Venture Capital Policy UK and Germany Compared, London, Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society, Download unter <http://www.agf.org.uk/pubs/pdfs/1346web.pdf>.

Günseli Baygan (2003): Venture Capital Policy Review: United Kingdom, STI Working Paper 2003/1 Industry Issues, OECD, Paris.

Benchmarking European Tax & Legal Environments (2003), EVCA Benchmark Paper, Zaventern (Belgien).