

DAS GESCHÄFTSKLIMA IM DEUTSCHEN BETEILIGUNGSKAPITALMARKT.

ENTWICKLUNG UND EINFLUSSFAKTOREN.

German Private Equity Barometer. Der Geschäftsklimaindikator
für den deutschen Beteiligungskapitalmarkt.
Frankfurt am Main, April 2005.

Herausgeber:

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

Redaktion:

KfW Bankengruppe, KSb-Volkswirtschaft

Autoren:

Dr. Volker Zimmermann
Heiko Karle

Frankfurt am Main, April 2005

Inhaltsverzeichnis

Kurzzusammenfassung	2
1. Einführung.....	5
2. Datenbasis und Stichprobenbeschreibung	7
3. Das Germany Privat Equity Barometer (GPEB).....	10
3.1. Indikatorkonstruktion.....	10
3.2. Die Entwicklung des Geschäftsklimas im Zeitverlauf	10
4. Analyse der Einflussfaktoren auf das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt	13
4.1. Untersuchungsmethode.....	13
4.2. Untersuchungsergebnisse	15
4.2.1. Fund Raising.....	16
4.2.2. Innovationstätigkeit von Unternehmen	17
4.2.3. Verfügbarkeit von Förderprogrammen.....	19
4.2.4. Personalverfügbarkeit.....	20
4.2.5. Qualität der Investment Proposals.....	21
4.2.6. Unternehmensinsolvenzen	22
4.2.7. Weitere Untersuchungsergebnisse.....	23
5. Fazit	27
Literatur.....	28
Anhang.....	29

Kurzzusammenfassung

Die vorliegende Studie untersucht das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungsmarkt sowie die Bestimmungsfaktoren der Geschäftslagebeurteilung in den Jahren 2003 und 2004. Sie ist die erste Untersuchung in Deutschland, die die qualitative Verfassung des Beteiligungsmarkts im Sinne eines Market Sentiments umfassend abbildet.

Die Untersuchung beruht auf einer Befragung der im Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Private Equity and Venture Capital Association e.V. (BVK) organisierten Beteiligungsgesellschaften. Mit einer Beteiligung von über 50% der im BVK organisierten Beteiligungsgeber vermitteln die Ergebnisse ein umfassendes Bild des Geschäftsklimas im deutschen Beteiligungskapitalmarkt.

Das Geschäftsklima im Zeitverlauf

- Das **German Private Equity Barometer** weist 2003 zunächst eine verhaltene Beurteilung der Geschäftslage im deutschen Beteiligungskapitalmarkt aus, wobei sich in der zweiten Jahreshälfte eine deutliche Erholung des Geschäftsklimas einstellt. Im Jahr 2004 stabilisiert sich das von den Beteiligungsgebern wahrgenommene Geschäftsklima auf dem erhöhten Niveau, wobei am aktuellen Rand eine weitere Stimmungsverbesserung erwartet wird.
- Der positive Stimmungsumschwung während des Jahres 2003 wird zunächst allein durch das Wachstumssegment getragen. Doch auch die Stimmung im Segment der Frühphasenfinanzierer verbessert sich zum Jahreswechsel 2003/2004 deutlich und bleibt fast während des gesamten Jahres 2004 auf einem hohen Niveau. Im 4. Quartal 2004 stellt sich wieder eine starke Differenzierung des Geschäftsklimas ein. Beteiligungsgeber im Wachstumssegment beurteilen das Klima auf dem Beteiligungskapitalmarkt am aktuellen Rand deutlich besser als Frühphasenfinanzierer, deren Bewertung eine Eintrübung des Geschäftsklimas signalisiert.

Die Bestimmungsfaktoren der Geschäftslagebeurteilung

Die Einflussfaktoren auf die Geschäftslagebeurteilung von Beteiligungsgesellschaften wurden für die Jahre 2003 und 2004 mit Hilfe einer Regressionsanalyse untersucht.¹ Dabei zeigen sich folgende Ergebnisse:

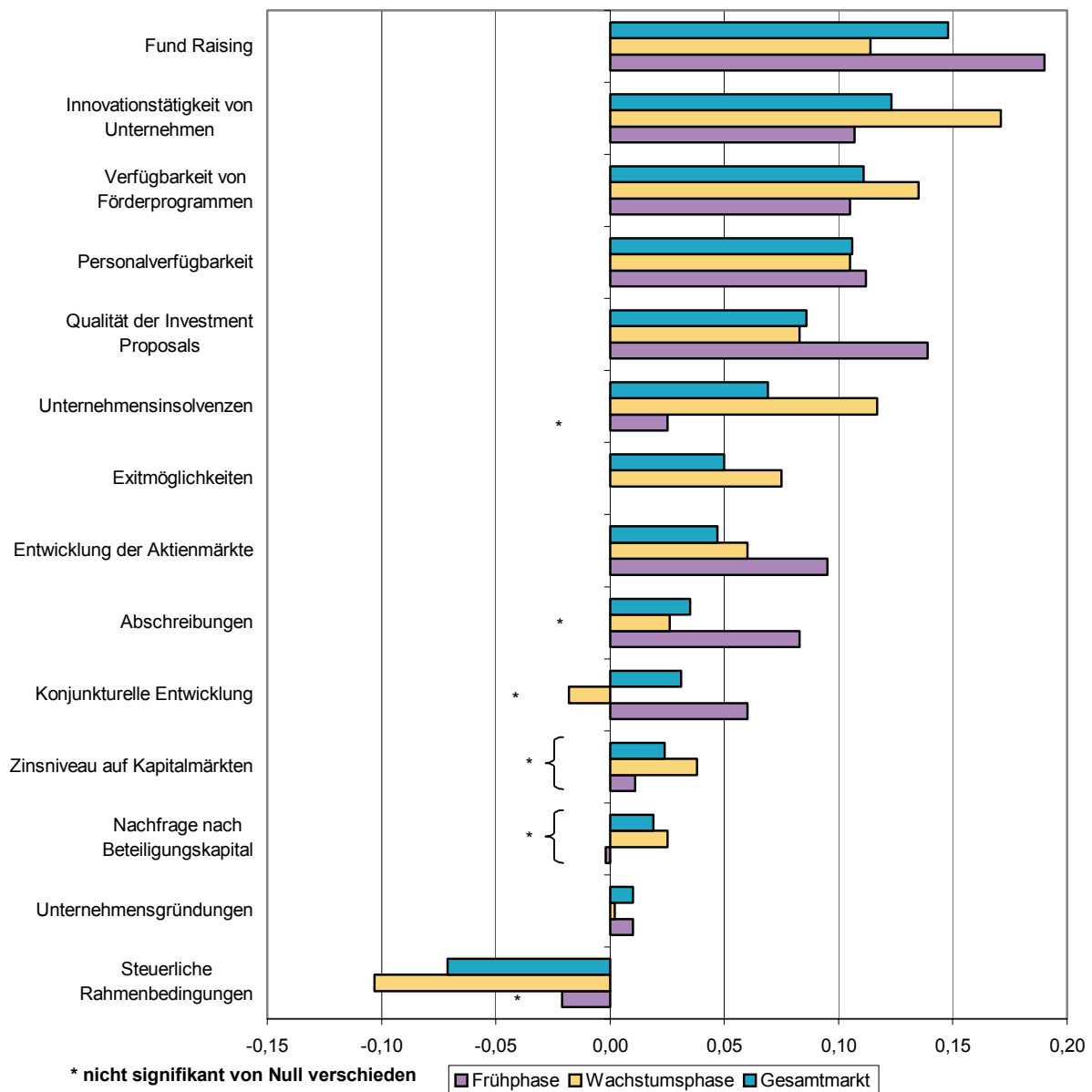
- Die Beurteilung der Geschäftslage wird im wesentlichen durch relativ wenige Einflussfaktoren bestimmt, die sich zum Teil nur geringfügig zwischen den Segmenten Frühphase und Wachstumsphase unterscheiden.

¹ Zu den untersuchten Faktoren zählen: die Investitionsbereitschaft von Investoren (Fund Raising), die Exitmöglichkeiten, die Nachfrage nach Beteiligungskapital, die Qualität der eingereichten Investment Proposals (Business Pläne), das Zinsniveau auf Kapitalmärkten, die allgemeine Konjunktorentwicklung, die Entwicklung der Aktienmärkte, die Entwicklung von Unternehmensgründungen (Beteiligungsnehmer), die Verfügbarkeit von Förderprogrammen des Bundes, Abschreibungen von Beteiligungen, die Personalverfügbarkeit von Beteiligungsmanagern auf dem Arbeitsmarkt, die Entwicklung von Unternehmensinsolvenzen (Beteiligungsnehmer), die steuerlichen Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital sowie die Innovationstätigkeit von Unternehmen (Beteiligungsnehmer).

- Das in der öffentlichen Diskussion häufig gezeichnete Bild vieler Einflussfaktoren auf die Geschäftslage in der Beteiligungskapitalindustrie muss – zumindest in Bezug auf die durch die Gesellschaften wahrgenommene Geschäftslage – revidiert werden: Verschiedene Faktoren erwiesen sich als weitaus weniger einflussreich als es die öffentliche Diskussion zunächst vermuten ließ. Andere Faktoren, die weniger stark in der öffentlichen Wahrnehmung standen, zeigten sich dagegen als bedeutsam für die Beurteilung der Geschäftslage.
- Erwartungsgemäß führt eine gute Position beim Einwerben von Mitteln zu einer guten Geschäftslagebeurteilung. Tatsächlich ist das *Fund Raising* sogar der wichtigste Einflussfaktor auf die Geschäftslage im Gesamtmarkt überhaupt. Auch im Frühphasensegment kommt dem Fund Raisings die größte Bedeutung für die Geschäftslagebeurteilung zu, während bei den Wachstumsfinanzierern der Einfluss dieses Faktors weniger stark ausgeprägt ist. Diese Beobachtung ist vor allem durch die Veränderung im Fund Raising-Geschehen im Beobachtungszeitraum zu Gunsten des Spätphasensegments zu erklären: Da es den Frühphasenfinanzierern derzeit nur in einem relativ geringen Umfang gelingt, Kapital zu mobilisieren, wirkt sich in diesem Segment eine positive Beurteilung der eigenen Position beim Fund Raising vergleichsweise stark auf die Beurteilung der Geschäftslage aus.
- Auch von der *Innovationstätigkeit* der Unternehmen geht ein starker positiver Einfluss auf die Beurteilung der Geschäftslage aus, was darauf zurückzuführen sein dürfte, dass innovative Unternehmen mit ihrem hohen Kapitalbedarf und großen Wachstumspotenzialen attraktive Investitionsobjekte darstellen. Dieser Faktor belegt den zweiten Rang unter den Einflussfaktoren im Gesamtmarkt und spielt besonders in den späteren Finanzierungsphasen eine wichtige Rolle, wo er sogar der wichtigste Erklärungsfaktor für das Geschäftsklima ist.
- Im noch jungen deutschen Beteiligungskapitalmarkt gehört die *Verfügbarkeit von Förderprogrammen* zur Gruppe der drei wichtigsten Determinanten der Geschäftslagebeurteilung im Gesamtmarkt. Interessanterweise ist die *Verfügbarkeit von Förderprogrammen* für Wachstumsfinanzierer sogar etwas wichtiger bei der Geschäftslagebeurteilung als für Frühphasenfinanzierern. Das liegt nicht zuletzt daran, dass für Frühphasenfinanzierern andere Faktoren, wie z.B. das Fund Raising, sich im Beobachtungszeitraum als problematischer darstellen.
- Der viertwichtigste Einflussfaktor auf die Geschäftslage im Gesamtmarkt ist die *Verfügbarkeit von Beteiligungsmanagern*, was damit zusammenhängt, dass sich hierzulande – anders als z.B. in Großbritannien – erst ein vergleichsweise kleines Reservoir an erfahrenen Investment-Professionals herausgebildet hat. Die Bedeutung dieses Faktors ist in den Segmenten Early Stage und Wachstum etwa gleich stark ausgeprägt.
- Der Erfolg einer Beteiligungsgesellschaft hängt unter anderem entscheidend davon ab, ob es ihr gelingt, attraktive Finanzierungsprojekte zu akquirieren. Es überrascht deshalb kaum, dass die *Qualität der eingehenden Investment Proposals* die Geschäftslage deutlich positiv beeinflusst und sich für den Gesamtmarkt als fünft wichtigster Einflussfaktor auf das Geschäftsklima erweist. Im Frühphasensegment geht von der *Qualität der eingehenden Investment Proposals* nach dem Fund Raising sogar der zweitstärkste Einfluss auf die Geschäftslage aus.

- Für die Faktoren *gesamtwirtschaftliches Insolvenzgeschehen* und *Abschreibungen* können nur geringfügige Einflüsse auf die Geschäftslage für den Gesamtmarkt festgestellt werden. Dabei spielen *Insolvenzen* im Wachstumssegment eine größere Rolle, während im Early Stage-Segment den *Abschreibungen* eine größere Bedeutung zu kommt.
- Für einige weitere Faktoren ergibt sich ein überraschend geringes oder ambivalentes Gewicht bei der Erklärung von Veränderungen des Geschäftsklimaindikators für den Gesamtmarkt. Dazu gehörten neben den *Exitmöglichkeiten*, die *Entwicklung der Aktienmärkte* sowie die *steuerlichen Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital*.

Übersicht: Stärke der Einflussfaktoren auf die Beurteilung der Geschäftslage für die Jahre 2003 und 2004



1. Einführung

Entwickelte Finanzmärkte für Eigenkapital spielen für Wohlstand, Wachstum und Beschäftigung einer Volkswirtschaft eine entscheidende Rolle. Für Dynamik und Regenerationsfähigkeit einer Volkswirtschaft sind nicht nur organisierte Eigenkapitalmärkte (z.B. Börse) von besonderer Bedeutung, auf denen Eigenkapital in hoch standardisierter Form gehandelt wird. Daneben spielen auch jene Eigenkapitalmärkte eine wichtige Rolle, auf denen sich aufgrund der Besonderheiten der zu finanzierenden Unternehmen, der verwendeten Finanzierungsinstrumente und der Finanzierungsanlässe standardisierte Formen des Handels noch nicht etabliert haben und sich auch, zumindest kurz- bis mittelfristig, nicht etablieren werden. Diese Eigenkapitalmärkte werden mit dem Begriff des außerbörslichen Beteiligungskapitals (Private Equity) umschrieben und umfassen vor allem die Wagniskapitalfinanzierung (Venture Capital) junger Unternehmen mit risiko- und -chancenreichen Geschäftsmodellen sowie die Finanzierung etablierter Unternehmen bei besonderen Finanzierungsanlässen, z.B. bei Unternehmensübernahmen, Ausgliederungen von Konzernteilen usw.. Private Equity trägt somit maßgeblich zum gesamtwirtschaftlichen Strukturwandel bei und damit zu Dynamik, Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum moderner Volkswirtschaften dar. Angesichts der vergleichsweise niedrigen Eigenkapitalausstattung vieler deutscher, insbesondere mittelständischer Unternehmen ziehen immer mehr Unternehmen außerbörsliches Beteiligungskapital als Alternative zum Bankkredit in Betracht.

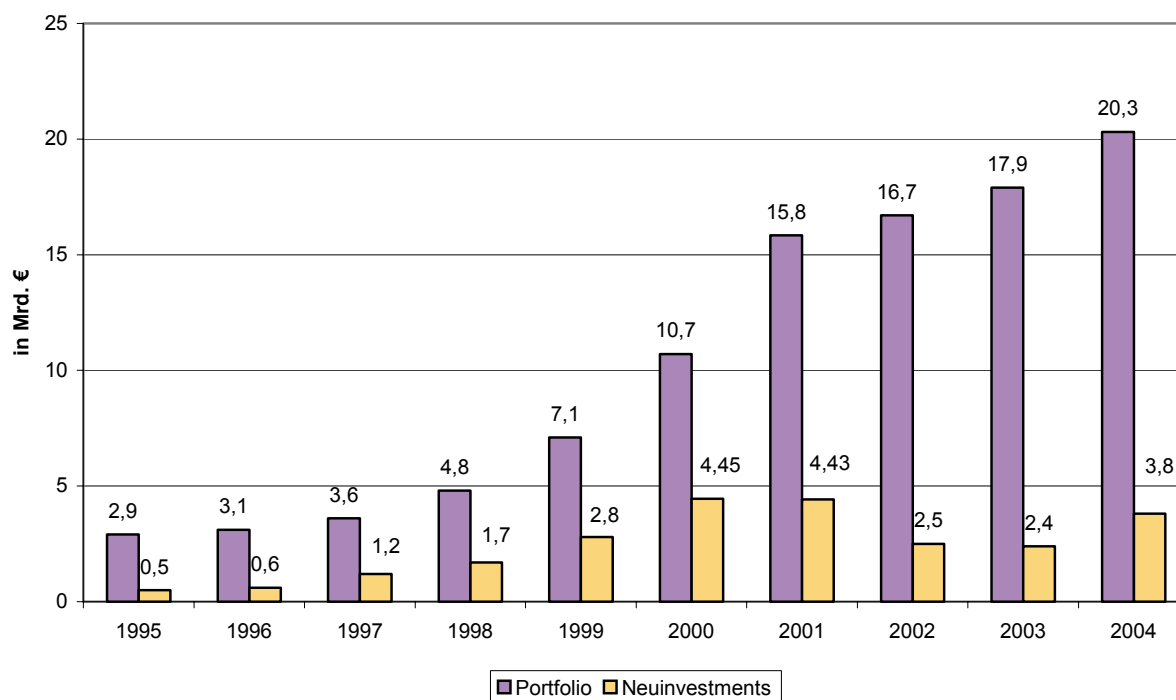
In Deutschland hat der Markt für Private Equity in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre einen beachtlichen Aufschwung erfahren, der auch durch die jüngsten Korrekturen insbesondere im Frühphasenbereich nicht in Frage gestellt wird. So erreichte etwa das Neuinvestitionsvolumen im letzten Jahr ein Vielfaches jenes Volumens, welches noch Mitte der Neunzigerjahre innerhalb eines Jahres investiert wurde. Auch nahmen die Portfolios der Beteiligungsgesellschaften deutlich zu (s. Abbildung 1)

Vergegenwärtigt man sich die große volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity, verwundert es kaum, dass die Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes von vielen Akteuren in Wirtschaft und Wirtschaftspolitik aufmerksam verfolgt wird. Gleichwohl werden die Strukturen des Marktes für Private Equity und die Spielregeln, nach denen sich dort Angebot und Nachfrage finden, oft als komplex und nur wenig transparent empfunden. Das gilt besonders für den deutschen Beteiligungsmarkt, der sich im internationalen Vergleich in einer frühen Entwicklungsphase befindet. Zudem stehen dem Bedürfnis von Wirtschaft und Politik nach Informationen über den Beteiligungsmarkt bisher nur wenige ausgesuchte Datenquellen gegenüber. Sie berichten meist nur über die quantitative Marktentwicklung (abgeschlossene Deals, Investitionsvolumina, Anzahl der finanzierten Unternehmen usw.). Gerade in dem durch informelle Strukturen geprägten Markt für Private Equity spielen jedoch stärker als anderswo qualitative Aspekte eine Rolle, die in ihrer Gesamtheit als „Geschäftsklima“ einen wesentlichen Teil der Marktverfassung widerspiegeln und einen wichtigen Teil des Marktgeschehens und der Motivation der Akteure abbilden.

Das „Geschäftsklima“ erlaubt es nicht nur, auch zukunftsgerichtet über die Einschätzungen der Marktteilnehmer Auskunft zu geben sowie Markttrends und -strömungen zu identifizieren, sondern stellt auch eine Referenzgröße dar, an der Beteiligungsunternehmen und andere Marktakteure wiederum ihre eigenen Pläne und Bewertungen spiegeln können. Gleichwohl fehlte es

lange Zeit an einer Maßgröße, die ein zuverlässiges und systematisches Abbild des Geschäftsklimas des deutschen Beteiligungsmarktes (insgesamt und wichtiger Segmente) liefert. Diese von zahlreichen Marktteilnehmern und -beobachtern wahrgenommene Lücke veranlasste die KfW, in enger Zusammenarbeit mit dem Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK) einen Geschäftsklimaindikator, das **German Private Equity Barometer** für den deutschen Beteiligungsmarkt zu entwickeln.

Abbildung 1: Beteiligungskapitalinvestitionen und Portfoliobestand 1995-2004



Quelle: BVK

Der vorliegende Bericht beinhaltet zwei Aspekte: Zum einen fasst er die zentralen Befunde über das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt zusammen. Zum anderen gibt er die Ergebnisse einer Untersuchung der Einflussfaktoren auf die Beurteilung der Geschäftslage durch die Beteiligungsgesellschaften wieder. Dazu wird zunächst die der empirischen Untersuchung zugrunde liegende Datenbasis beschrieben (Kapitel 2). Anschließend wird die Konstruktion des Geschäftsklimaindiktors sowie sein Verlauf im Zeitablauf erläutert (Kapitel 3). Im folgenden Kapitel 4 werden die Bestimmungsfaktoren für die Beurteilung der Geschäftslage sowohl für den Gesamtmarkt als auch für die die Segmente Früh- und Spätphase analysiert. Es folgt ein kurzes Fazit (Kapitel 5).

2. Datenbasis und Stichprobenbeschreibung

Datengrundlage für die vorliegende Studie ist eine seit Anfang 2003 quartalsweise durchgeführte Befragung der Mitgliedsunternehmen des BVKs. Darin werden die Beteiligungsgeber zur Einschätzung ihrer aktuellen und der in den nächsten 6 Monaten erwarteten Geschäftslage, den Einflussfaktoren auf die Geschäftslage sowie zu Sonderthemen – etwa zur Investitionstätigkeit, zum durchgeführten Fund Raising und zu Exits – befragt.

Die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage² sowie der in den nächsten 6 Monaten erwarteten Geschäftslage³ durch die Gesellschaften erfolgt in jeweils 5 Antwortmöglichkeiten von „sehr gut“ bis „sehr schlecht“. Ebenfalls wird im Fragebogen die Beurteilung der Situation bezüglich verschiedener Teilaspekte des Beteiligungskapitalmarkts in jeweils 5 Antwortmöglichkeiten durch die Beteiligungsgeber erfasst. Seit Anfang 2003 werden durchgängig 14 mögliche Erklärungsfaktoren für die Geschäftslage, wie etwa die Situation beim Fund Raising oder der Personalverfügbarkeit von Beteiligungsmanagern auf dem Arbeitsmarkt, erhoben.⁴

Die Mitgliedsunternehmen des BVK können nach ihrer Fokussierung auf Finanzierungsphasen, nach ihrer institutionellen Anbindung (z.B. unabhängiger VC, Corporate VC), nach ihrem Fondsvolumen sowie nach ihrem Alter unterschieden werden. Abbildung 2 zeigt die Anteile der jeweiligen Gruppen an allen BVK-Mitgliedern sowie deren Anteile an den antwortenden Unternehmen.

Die Einteilung der Gesellschaften bezüglich der Finanzierungsphase erfolgt entsprechend ihrer Zugehörigkeit zu den Arbeitskreisen im BVK. So werden beispielsweise alle Gesellschaften, die dem Arbeitskreis „Frühphase“ angehören im Folgenden zu den „Frühphasenfinanzierern“ zusammengefasst. Diese Gruppe umfasst gut die Hälfte sowohl der antwortenden Unternehmen als auch der im BVK organisierten Beteiligungsgesellschaften.

Entsprechend dieser Einteilung kann die andere Hälfte der teilnehmenden Gesellschaften dem *Wachstumsphasensegment* zugeschrieben werden, das sich vorwiegend aus Wachstums- und Buy-Out/Buy-In-Finanzierungen zusammensetzt. Diese Gruppe umfasst die Mitglieder der anderen Arbeitskreise des BVKs („Later Stage“, „Buy-Out/Buy-In“ sowie „Mittelständische Beteiligungsgesellschaften“). Hierbei wird die Gruppe der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBGen) aufgrund ihrer überwiegenden Orientierung auf spätere Finanzierungsphasen vollständig dem Wachstumsphasensegment zugerechnet.

Bezüglich der Unterscheidung nach der institutionellen Anbindung stellen die unabhängigen Gesellschaften mit einer Anzahl von 41 bis 55 antwortenden Unternehmen pro Quartal die größte Untergruppe dar. Die zweitgrößte Gruppe sind mit über einem Drittel die Corporate Venture Capital Gesellschaften, also Beteiligungsgesellschaften, die in der Regel als Tochter grö-

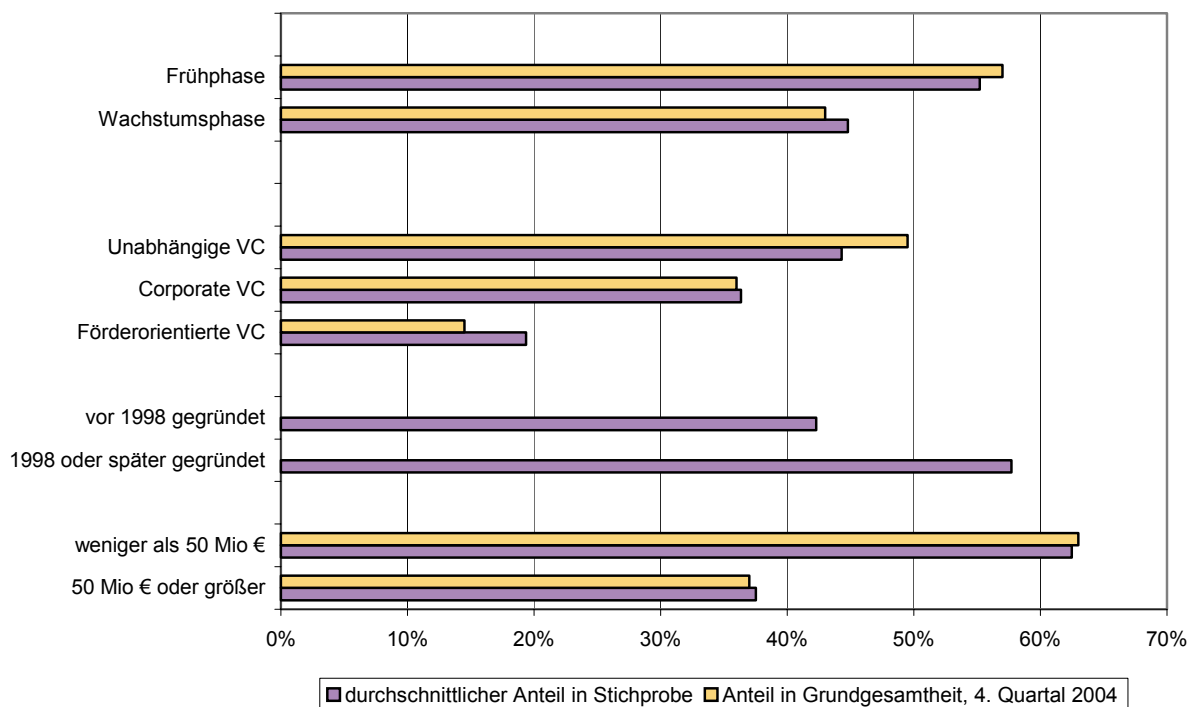
² Die genaue Fragestellung lautet: „Wie schätzen Sie Ihre aktuelle Geschäftslage ein?“

³ Die genaue Fragestellung lautet: „Ausgehend von Ihrer jetzigen Geschäftslage: Wie schätzen Sie, wird Ihre Geschäftslage in 6 Monaten voraussichtlich sein?“

⁴ Die Einstiegsfrage zur Bewertung der einzelnen Erklärungsfaktoren lautet: „Wie schätzen Sie die Situation auf dem Beteiligungsmarkt in den letzten drei Monaten bezüglich der folgenden Faktoren ein?“. Der Wortlaut dieser Frage wurde während des Erhebungszeitraums zweimal sprachlich leicht überarbeitet. In der Datenbasis finden sich keine Anhaltspunkte, dass von diesen Anpassungen Auswirkungen auf das

ßerer Industrie-, Dienstleistungs- oder Finanzdienstleistungsunternehmen operieren. Rund ein Sechstel der antwortenden Gesellschaften sind förderorientierte Institutionen, die sich aus den MBGen und den anderen Beteiligungsgesellschaften in öffentlicher Trägerschaft zusammensetzen. Zu den „anderen Beteiligungsgesellschaften in öffentlicher Trägerschaft“ zählen all jene Bundes- und Landesbeteiligungsgesellschaften, die keine MBGen sind (z.B. L-Eigenkapitalagentur). Die MBGen und die anderen Beteiligungsgesellschaften in öffentlicher Trägerschaft werden im Folgenden als „förderorientierte VCs“ bezeichnet.

Abbildung 2: Anteile der Beteiligungsgesellschaften nach Untergruppen in der Stichprobe sowie an der Gesamtheit aller BVK-Mitglieder



Anmerkung: Für eine Unterteilung der Grundgesamtheit bezüglich des Gründungszeitraums der Gesellschaften liegen keine Informationen vor.

Des Weiteren zeigt Abbildung 2 die Unterscheidung der Beteiligungsgesellschaften nach dem Fondsvolumen und dem Gründungsdatum. So weisen knapp zwei Drittel der Gesellschaften ein Fondsvolumen von weniger als 50 Mio. € auf. Über zwei Fünftel der Gesellschaften wurde vor dem Jahr 1998 gegründet.

Die Unterteilung der Stichprobe nach Finanzierungsphase, institutioneller Anbindung sowie Größe der Beteiligungsgesellschaften stimmt in einem hohen Maße mit der Verteilungen der Gesellschaften in der Grundgesamtheit der BVK-Mitglieder überein (s. Abbildung 2). Dies zeigt, dass die hier verwendete Datenbasis keine Verzerrung bezüglich der Teilnahme einzelner Untergruppen an der Befragung aufweist und daher zur Abbildung des Geschäftsklimas auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarktes gut geeignet ist.

Antwortverhalten ausgegangen sind. Tabelle 1 in Abschnitt 4.1 zeigt eine Übersicht über die in der vorliegenden Untersuchung berücksichtigten Einflussfaktoren.

Der Rücklauf beträgt zwischen 90 und 110 Fragebögen, was einer Rücklaufquote von durchschnittlich über 50% entspricht.⁵ Über den gesamten Erhebungszeitraum stehen rund 850 Beobachtungen zur Verfügung. Diese Fallzahlen ermöglichen eine differenzierte Untersuchung der Marktsegmente Früh- und Spätphase.

⁵ Die Erfassung der Fragebögen erfolgt durch den BVK, der die Daten in anonymisierter Form zur Auswertung an die KfW weiterleitet.

3. Das Germany Privat Equity Barometer (GPEB)

3.1. Indikatorkonstruktion

Das German Private Equity Barometer gibt Auskunft über das Geschäftsklima (aktuelle und erwartete Geschäftslage) auf dem deutschen Markt für Beteiligungskapital insgesamt und differenziert für die beiden Segmente Early Stage (Seed- und Start-Up-Finanzierungen) und Wachstum (Wachstums- und Buy-Out/Buy-In-Finanzierungen).

Auf Basis der vierteljährlichen Einschätzungen der Mitgliedsunternehmen des BVK zu ihrer aktuellen Geschäftslage sowie der in den jeweils nächsten 6 Monaten erwarteten Geschäftslage berechnet die KfW das German Private Equity Barometer. Um die Angaben der Gesellschaften entsprechend ihrer quantitativen Bedeutung zu berücksichtigen und zufällige Veränderungen aufgrund von Antwortausfällen auszugleichen, werden die Antworten nach der Größe der antwortenden Unternehmen (Fondsvolumen) gewichtet und auf die Gesamtheit aller BVK-Mitglieder hochgerechnet. In die Hochrechnung gehen neben der (Fonds-)Größenklasse, die Zuordnung zur Früh- und Wachstumsphase sowie die institutionelle Anbindung der Gesellschaften ein.

Anschließend werden die jeweiligen Prozentanteile positiver – d.h. der „sehr gut“ oder „gut“ Beurteilungen – und negativer – d.h. der „sehr schlecht“ oder „schlecht“ Beurteilungen – Meldungen saldiert. Im Ergebnis liegt jeweils ein Punktwert für die aktuelle Lageeinschätzung und ein Punktwert für die Marktprognose der Lage in den nächsten 6 Monaten vor. Diese Schritte werden für den Gesamtmarkt und jeweils für die beiden Marktsegmente Early Stage und Wachstum durchgeführt.

Das German Private Equity Barometer kann zwischen den Extremwerten -100 (d.h. alle Befragten schätzen die aktuelle oder zukünftige Lage schlecht oder sehr schlecht ein) und +100 (d.h. alle Befragten schätzen die aktuelle oder zukünftige Lage gut oder sehr gut ein) schwanken. Ein Wert von Null bedeutet, dass sich positive und negative Einschätzungen bezogen auf alle Antworten gerade ausgleichen. Werte größer (kleiner) als Null zeigen eine überwiegend positive (negative) Lageeinschätzung an.

Beispielsweise bedeutet ein Punktwert für die *aktuelle Lage* von 30, dass der (gewichtete und auf die Gesamtheit aller BVK-Mitglieder hochgerechnete) Prozentanteil positiver Einschätzungen der *aktuellen Lage* den Prozentanteil negativer Lageeinschätzungen um 30 Prozentpunkte übersteigt.

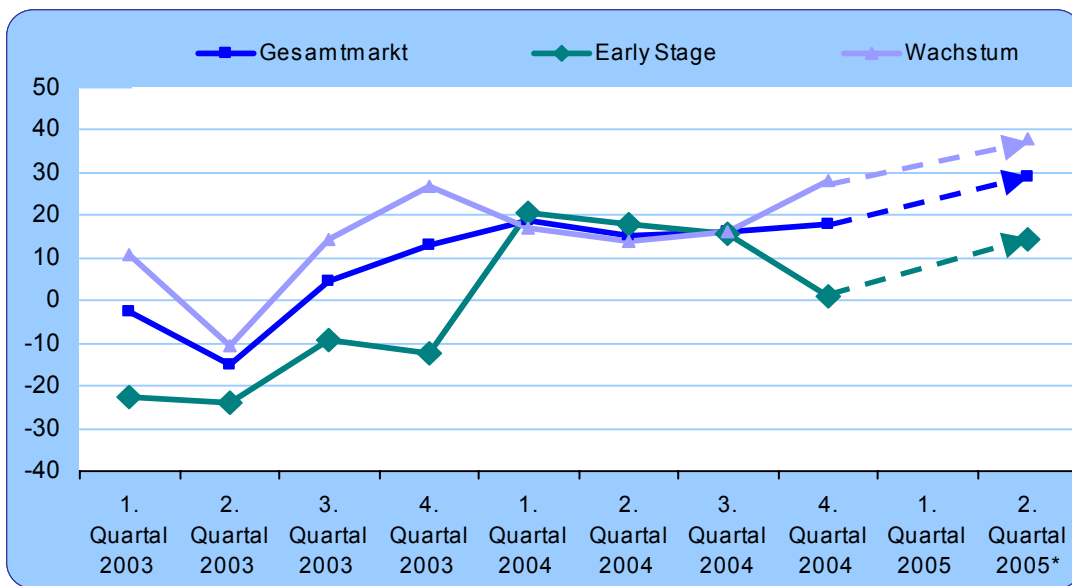
3.2. Die Entwicklung des Geschäftsklimas im Zeitverlauf

Der Indikatorwert für das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt wird erstmalig für das 1. Quartal 2003 ausgewiesen (s. Abbildung 3). Zu diesem Zeitpunkt befindet sich der Indikator für den Gesamtmarkt auf einem leicht negativem Niveau von -3, wobei Gesellschaften im Wachstumssegment mit einem Indikatorwert von +11 ihre damalige Geschäftslage mehrheitlich positiv bewerteten, während Gesellschaften im Frühphasensegment in Summe deutlich negativ eingestellt waren (Indikatorwert: -23). Die Bewertung des Geschäftsklimas verschlechtert sich im 2. Quartal 2003 weiter und sinkt mit einem Indikatorwert von -15 auf den bislang

tiefsten Stand. Grund für diese Entwicklung ist die Eintrübung der Lageeinschätzung der Wachstumsfinanzierer zu diesem Zeitpunkt (Indikatorwert: -10).

Bereits im darauf folgenden Quartal erholt sich der Indikator für die aktuelle Lage am Gesamtmarkt. Dazu tragen sowohl die Einschätzungen für die Wachstumsphase als auch für die Frühphase bei, wobei die Lage von den Frühphasenfinanzierern mit -9 noch negativ empfunden wird, während die Wachstumsfinanzierer mit +14 die Geschäftslage wieder deutlich positiv wahrnehmen.

Abbildung 3: Das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungsmarkt im zeitlichen Verlauf 2003-2004



Anmerkung: * Prognose der Beteiligungsgesellschaften

Im 4. Quartal 2003 verharrt der Indikatorwert der Frühphasenfinanzier auf einem negativem Niveau, wohingegen die positive Bewertung der Lage bei den Wachstumsfinanzierern weiter zunimmt und ein Zwischenhoch von +27 erreicht. Damit verbessert sich per Saldo auch die Lage am Gesamtmarkt spürbar.

Einen erneuten positiven Impuls erhält der Indikatorwert durch den Stimmungsumschwung im Frühphasenbereich im 1. Quartal 2004. Dort verbessert sich die Einschätzung der Lage deutlich und zieht erstmals mit den Wachstumsfinanzierern gleich. Dies ermöglicht den bislang höchsten erzielten Indikatorwert für den Gesamtmarkt von +19.

In der Folgezeit hält die positive Stimmung im deutschen Beteiligungskapitalmarkt für die Gesellschaften beider Finanzierungsphasen an. Die drei Indikatorwerte entwickeln sich im Wesentlichen seitwärts, bis im 4. Quartal 2004 eine erneute Verbesserung des Geschäftsklimas auf +18 erfolgt, die vor allem von einer überdurchschnittlich positiven Einschätzung der Spätphasenfinanzierer (+28) getrieben wird. Gleichzeitig schätzen jedoch die Frühphasenfinanzierer das Klima am Beteiligungskapitalmarkt mit einem Indikatorwert von +1 schlechter als in den Vorquartalen ein, was eine Eintrübung der Stimmungslage im Frühphasensegment signalisiert. Schließlich sagt die Prognose der befragten Beteiligungsgesellschaften für das 1. Quartal 2005

eine leichte Verbesserung des Geschäftsklimas in beiden Segmenten voraus. Dabei wird die Lücke zwischen Frühphasen- und Spätphasensegment fortbestehen.

4. Analyse der Einflussfaktoren auf das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt

4.1. Untersuchungsmethode

Im Folgenden wird untersucht, welche Einflussfaktoren von Bedeutung für die Geschäftslagebeurteilung durch die Beteiligungsgeber in den Jahren 2003 und 2004 waren. Die Analyse der Stärke und Wirkungsrichtung von möglichen Einflussfaktoren wurde mit Hilfe einer Regressionsanalyse (siehe Kasten „Untersuchungsmethode“) durchgeführt. Sie erlaubt, die Einflussstärke jedes Faktors auf die Einschätzung der Geschäftslage einer Beteiligungsgesellschaft zu bestimmen. Ein für die Geschäftslagebeurteilung wichtiger Faktor sollte eine relativ große Einflussstärke besitzen. Dabei ist zu beachten, dass es sich sowohl bei der Beurteilung der Einflussfaktoren als auch der Geschäftslage um die subjektive Wahrnehmung der antwortenden Gesellschaften handelt. Diese Einschätzungen können im Einzelfall beispielsweise durch die aktuelle öffentliche Diskussion oder „anekdotischer Evidenz“ geprägt sein und können von der „objektiven“ Situation abweichen. In den Einflussfaktoren spiegelt sich somit das „Market Sentiment“ wider.

Insgesamt werden 14 Faktoren auf ihre Einflussstärke untersucht (s. Tabelle 1). Für alle Einflussfaktoren gilt, dass eine gute Beurteilung der Situation bezüglich des betrachteten Faktors sich auch positiv auf die Geschäftslageeinschätzung der Gesellschaften auswirken sollte.⁶

Tabelle 1: In die Untersuchung einbezogene Einflussfaktoren auf die Geschäftslagebeurteilung von Beteiligungsgesellschaften

Investitionsbereitschaft von Investoren (Fund Raising)	Nachfrage nach Beteiligungskapital
Exitmöglichkeiten	Qualität der eingereichten Investment Proposals (Business Pläne)
Abschreibungen von Beteiligungen	Personalverfügbarkeit von Beteiligungsmanagern auf dem Arbeitsmarkt
Zinsniveau auf Kapitalmärkten	Allgemeine Konjunkturentwicklung
Entwicklung der Aktienmärkte	Entwicklung von Unternehmensgründungen (Beteiligungsnehmer)
Verfügbarkeit von Förderprogrammen des Bundes	Entwicklung von Unternehmensinsolvenzen (Beteiligungsnehmer)
Steuerliche Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital	Innovationstätigkeit von Unternehmen (Beteiligungsnehmer)

⁶ Für die Analyse werden positive – d.h. der „sehr gut“ oder „gut“ Beurteilungen – und negative – d.h. der „sehr schlecht“ oder „schlecht“ Beurteilungen – Einschätzungen der aktuellen Geschäftslage wie auch der untersuchten Bestimmungsfaktoren für die Lagebeurteilung zusammengefasst und mit den Werten 1 (für positive Beurteilungen) beziehungsweise -1 (für negative Beurteilungen) belegt. Die mittlere Kategorie erhält den Wert 0.

Die Ergebnisse der Regressionsanalyse für alle Beteiligungsgesellschaften sowie für jene Gesellschaften mit Fokus auf Früh- bzw. Spätphasenfinanzierungen sind in Tabelle 3 bis Tabelle 5 im Anhang dargestellt. Abbildung 4 im folgenden Abschnitt gibt die Einflussstärke der einzelnen Faktoren auf die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage durch die jeweilige Balkenlänge wieder. Für jeden der abgebildeten 14 Faktoren finden sich drei Balken, die die Einflussstärke des Faktors auf die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage für den Gesamtmarkt sowie für das Frühphasen- bzw. Wachstumsphasensegment darstellen.

Die Balkenlänge gibt an, welches Gewicht ein Einflussfaktor für die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage hat. Lange Balken bedeuten ein hohes Gewicht eines Einflussfaktors, während ein kurzer Balken eine geringe Bedeutung eines Faktors wiedergibt. Ein positiver (negativer) Wert bedeutet, dass eine Verbesserung (Verschlechterung) der aktuellen Geschäftslagebeurteilung zu erwarten ist, sobald sich die Bewertung des Einflussfaktors bezüglich der Marktlage verbessert. Die Markierung eines Balkens mit einem Stern bedeutet, dass sich die ermittelte Einflussstärke des Faktors in der untersuchten Gruppe (im statistischen Sinne) nicht signifikant von Null unterscheidet.

Untersuchungsmethode: Für die Untersuchung der Kausalzusammenhänge zwischen der Einschätzung der aktuellen Geschäftslage und den möglichen Einflussfaktoren auf dem deutschen Beteiligungsmarkt wurden verschiedene multivariate Analysen durchgeführt. Mit Hilfe dieser Verfahren können – anders als bei einfachen Korrelationsanalysen – nicht nur die Zusammenhänge zwischen der Geschäftslagebeurteilung und jeweils einem Einflussfaktor ermittelt werden; vielmehr können die isolierten Einflüsse mehrerer Faktoren auf die Geschäftslage parallel geprüft werden. Das Auftreten von Scheinkorrelationen kann somit bei multivariaten Verfahren weitestgehend verhindert werden, wenn alle wichtigen Einflussfaktoren in der Regressionsgleichung berücksichtigt sind.

Für die Analyse wurden die Angaben zur Geschäftslagebeurteilung in die Werte -1, 0 und 1 umkodiert, wenn die Beurteilung „sehr schlecht/schlecht“, „befriedigend“ beziehungsweise „gut/sehr gut“ ausfiel. Analog dazu wurden auch die Beurteilungen der Einflussfaktoren in die Werte -1, 0 und 1 überführt.

Um den Anforderungen der Datengrundlage gerecht zu werden, erfolgte die hier präsentierte Analyse mit einem gewichteten Paneldatenschätzer der Generalisierten Kleinsten Quadrate-Methode (GKQ), der Mehrfachbeobachtungen von Gesellschaften über die Quartale sowie das Vorliegen von unterschiedlichen Streuungsmustern zwischen Beteiligungsgesellschaften (=Heteroskedastie) berücksichtigt. Die mit diesem Verfahren erzielten Ergebnisse erweisen sich als sehr robust gegenüber Variationen der Anzahl der in die Analyse einbezogenen Einflussfaktoren. Dies bedeutet, dass in einer Regression als wichtig für die aktuelle Geschäftslage ermittelte Einflussfaktoren bei hinzufügen oder weglassen anderer Einflussfaktoren ihre Bedeutung behalten. Ebenso gewinnen als weniger wichtig ermittelte Faktoren nicht konstellationsabhängig an Bedeutung.

Mit Hilfe der Regressionskoeffizienten lässt sich an Hand der individuellen Angaben einer Gesellschaft zu ihrer Bewertung der Einflussfaktoren ihre Geschäftslagebeurteilung vorausberechnen. Die mit Hilfe der Regressionsergebnisse berechnete Geschäftslage ist eine stetige Variable und kann Werte zwischen -1 und 1 annehmen. Bei dem verwendeten Verfahren stellen diese Werte jedoch keine strikten Grenzwerte dar, vielmehr sind geringfügige Über- und Unterschreitungen dieser Werte möglich.

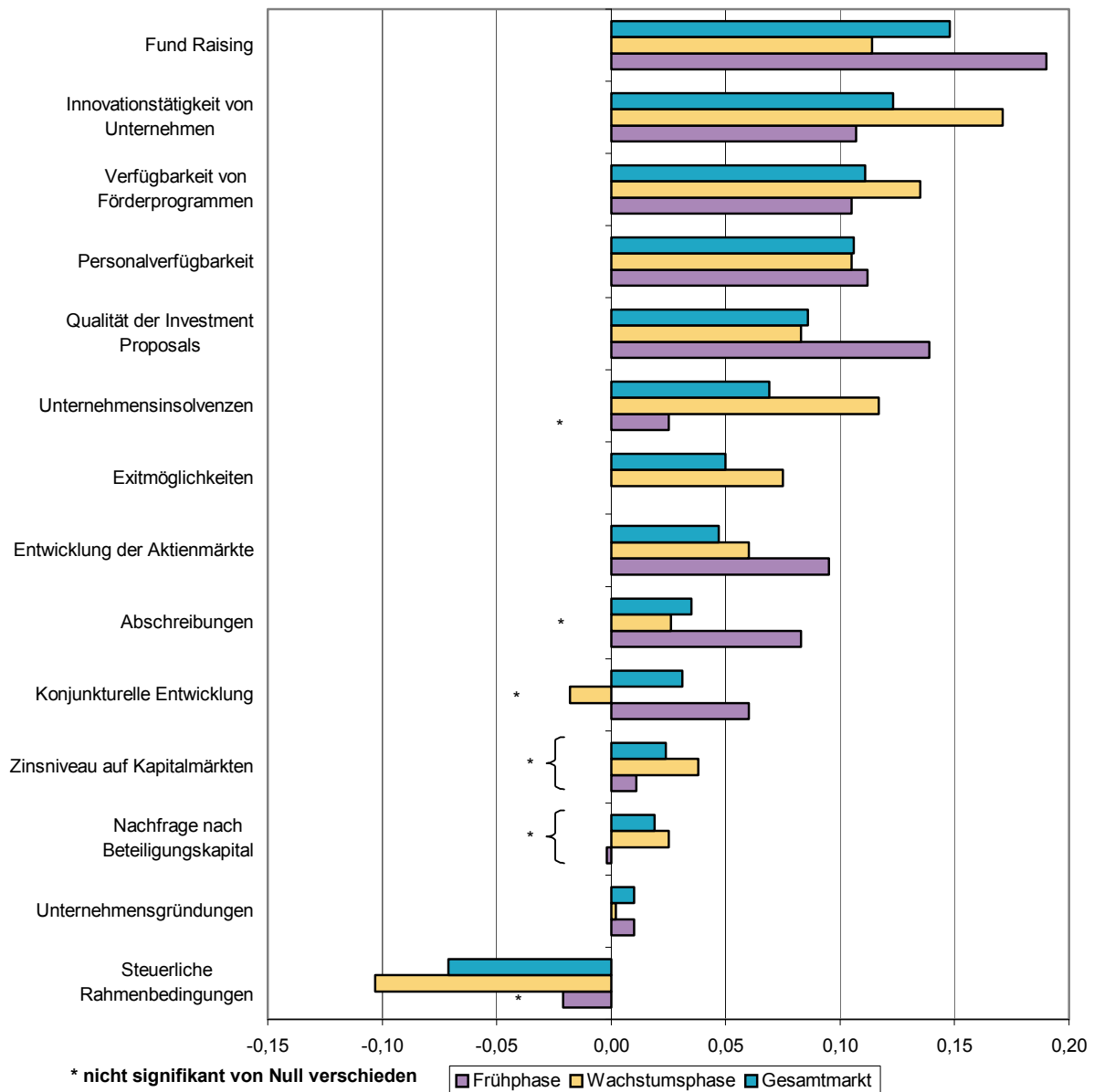
Die ermittelten Regressionskoeffizienten drücken aus, wie sich die Beurteilung der Geschäftslage einer Beteiligungsgesellschaft verändert, wenn sich der Einflussfaktor (marginal) von seinem Ausgangsniveau entfernt und alle anderen Faktoren konstant bleiben. Ein Wert von beispielsweise 0,148 für die Stärke des Faktors „Fund Raising“ bedeutet, dass eine Veränderung der Beurteilung der Situation beim „Fund Raising“ von „neutral“ (= 0) auf „gut“ (= 1) durch eine Gesellschaft zu einer Veränderung der aufgrund der Regressionsergebnisse berechneten Geschäftslage dieser Gesellschaft um 0,148 in Richtung zu einer „guten“ Geschäftslagebeurteilung führt. Ein großer positiver Regressionskoeffizient bedeutet somit eine starke Wirkung eines Faktors hin zu einer guten Geschäftslageeinschätzung; während ein kleiner positiver Regressionskoeffizient dagegen eine schwache Wirkung des Faktors hin zu einer guten Geschäftslageeinschätzung bedeutet.

Weitere Anmerkungen zum verwendeten Regressionsverfahren sowie die Dokumentation der Ergebnisse befinden sich im Anhang.

4.2. Untersuchungsergebnisse

In der Analyse konnten das Fund Raising, die Innovationstätigkeit von Unternehmen, die Verfügbarkeit von Förderprogrammen, die Personalverfügbarkeit sowie die Qualität der bei den Beteiligungsgeber eingehenden Investment Proposals als die fünf wichtigsten Determinanten der Geschäftslagebeurteilung ermittelt werden (s. Abbildung 4 und Tabelle 2 im Anhang). Diese Bestimmungsfaktoren gelten – mit Ausnahme der Qualität der eingehenden Investment Proposals für das Frühphasen- und Wachstumssegment gleichermaßen. Allerdings unterscheiden sie sich in der Einflussstärke für das jeweilige Segment. Für das Wachstumssegment spielt darüber hinaus die Entwicklung der Unternehmensinsolvenzen eine wichtige Rolle bei der Geschäftslagebeurteilung.

Abbildung 4: Stärke der Einflussfaktoren auf die Beurteilung der Geschäftslage für die Jahre 2003 und 2004

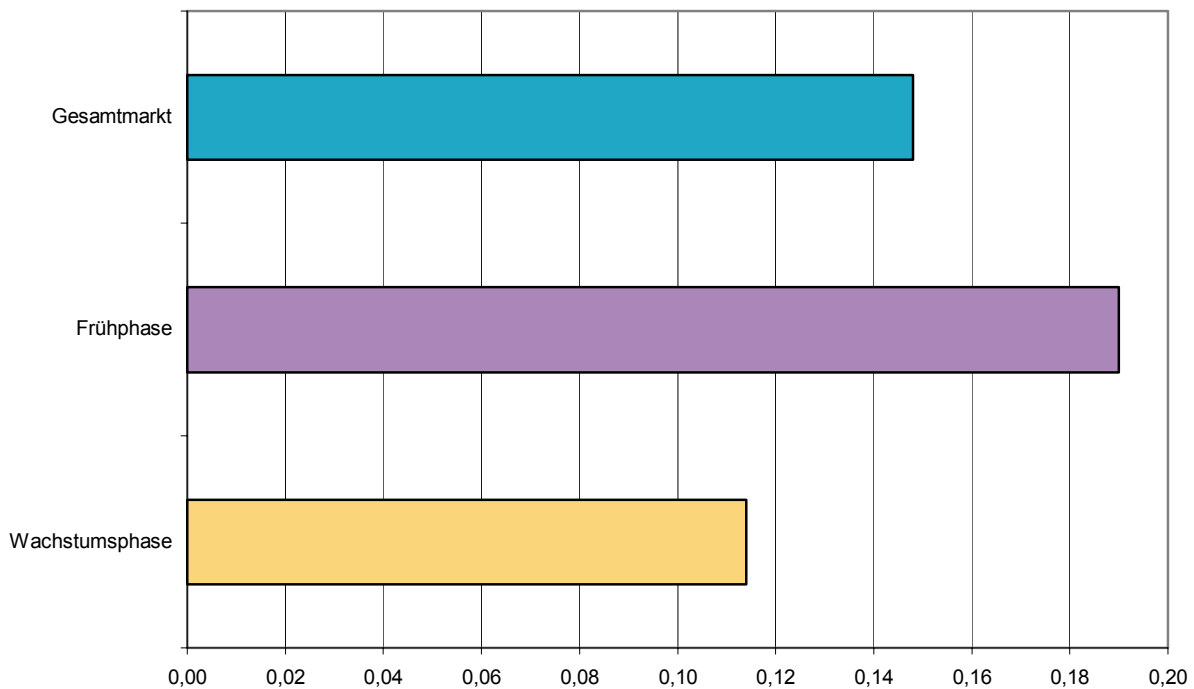


Die folgenden Abschnitte stellen die Untersuchungsergebnisse für diese wichtigen Bestimmungsfaktoren für die Geschäftslagebeurteilung detailliert dar. Darüber hinaus fasst Abschnitt 4.2.7 weitere Untersuchungsergebnisse zusammen.

4.2.1. Fund Raising

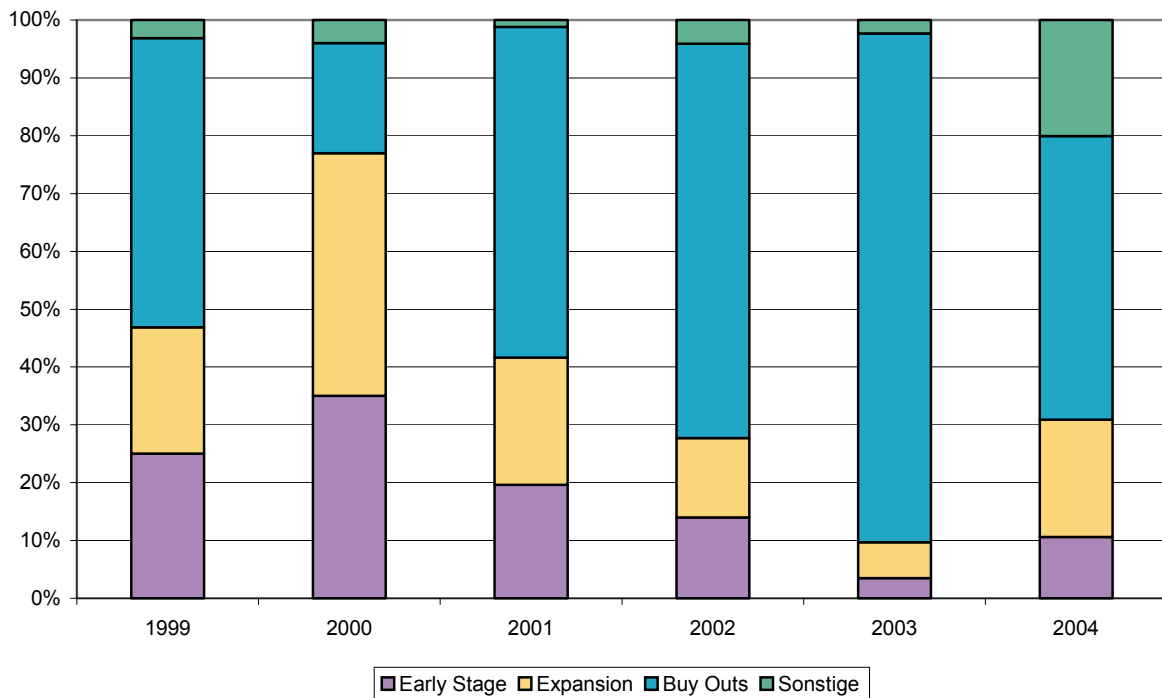
Für die Beurteilung der Geschäftslage spielt das Fund Raising eine erwartungsgemäß große Rolle; das Fund Raising ist mit einem Regressionskoeffizienten von rund 0,15 sogar der wichtigste Einflussfaktor für die Geschäftslagebeurteilung im Gesamtmarkt überhaupt. Dies erscheint nicht überraschend, hat sich doch in der Vergangenheit gezeigt, dass die Bereitschaft von Investoren, wie Banken, Versicherungen, Pensionsfonds usw., Kapital in die Asset-Klasse Private „Equity/Venture Capital“ zu investieren, deutlich dem Verlauf des Investitionsgeschehens folgt.

Abbildung 5: Einfluss des Fund Raisings auf die Beurteilung der Geschäftslage 2003 und 2004



Wie Abbildung 5 zeigt, geht bei den Frühphasenfinanzierern vom Fund Raising mit einem Gewicht von 0,19 der stärkste Einfluss auf die Geschäftslagebeurteilung aus. Im Wachstumsphasensegment ist dieser Einfluss mit rund 0,11 zwar weniger stark ausgeprägt, er gehört aber auch dort zu den vier wichtigsten Einflussfaktoren für die Einschätzung der Geschäftslage. Dieser Unterschied in der Bewertung des Einflusses des Fund Raisings in beiden Segmenten dürfte auf die inzwischen veränderte Struktur der eingeworbenen Mittel zurückzuführen sein. Wie Abbildung 6 zeigt, stieg der Anteil der eingesammelten Mittel für Buy Outs von ca. 20% im Jahr 2000 in den Folgejahren bis auf 90% (2003). Im Jahr 2004 sank zwar dieser Anteil auf wieder 50%, doch auch dieser Wert bedeutet noch ein sehr hohes Niveau. Im selben Zeitraum schrumpfte der Anteil der für Frühphasenfinanzierungen eingeworbenen Mittel von 20% auf 4% (2003) beziehungsweise auf 11% (2004).

Abbildung 6: Struktur des Fund Raisings in Deutschland nach Finanzierungsphasen (Volumenanteile in %)



Quelle: BVK

Da es den Frühphasenfinanzierern derzeit nur in einem relativ geringen Umfang gelingt, Kapital zu mobilisieren, wirkt sich in diesem Segment eine positive Beurteilung der eigenen Position beim Fund Raising entgegen dem Markttrend vergleichsweise stark auf die Beurteilung der Geschäftslage aus. Spätphasenfinanzierer dagegen, für die sich das Fund Raising derzeit als weit weniger problematisch gestaltet, messen diesem Faktor für ihre Geschäftslageeinschätzung eine deutlich geringere Bedeutung bei.

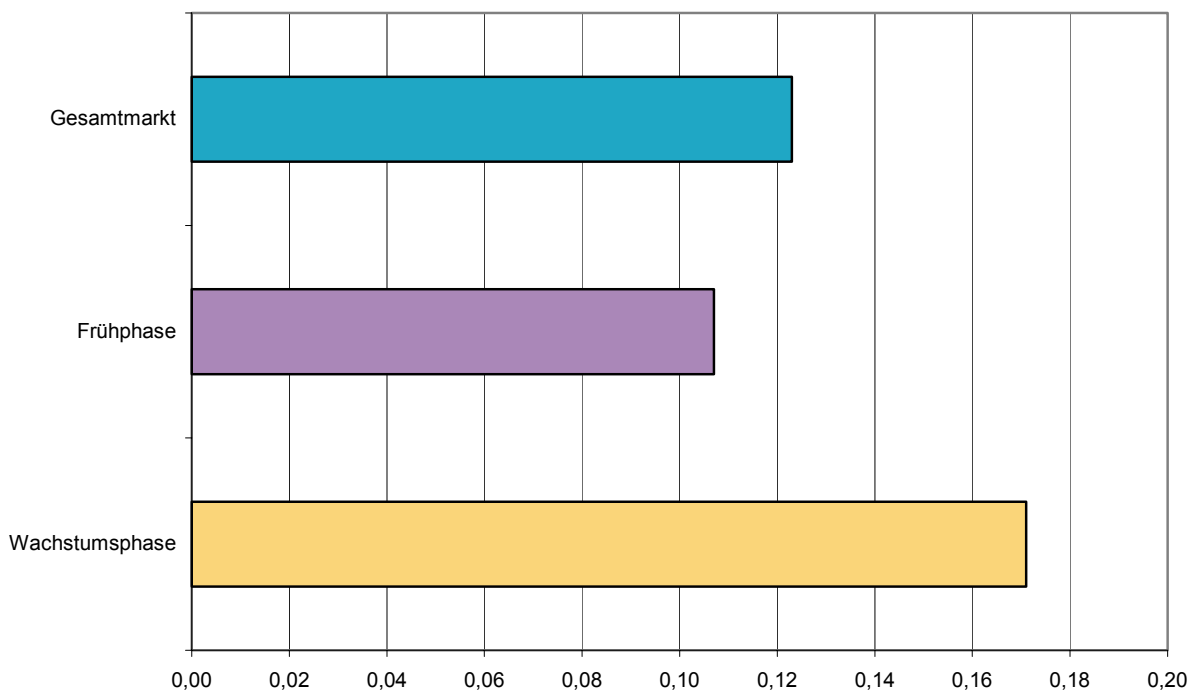
Wie sich zeigt, variiert die Bedeutung des Fund Raisings aber auch innerhalb der beiden Finanzierungsphasen je nach „Typ“ der Beteiligungsgesellschaften. Weitere Analysen belegen die Wichtigkeit dieses Einflussfaktors insbesondere für große Frühphasenspezialisten (Fondsvolumen von über 50 Mio. €). Der starke Einfluss des Fund Raisings auf die Geschäftslage großer Beteiligungsgesellschaften in diesem Marktsegment dürfte dadurch zu erklären sein, dass diese Gesellschaften eher ein weltweites Fund Raising verfolgen und stärker als kleinere Frühphasenfonds in einem besonders intensiven Wettbewerb z.B. mit dem Buy Out-Segment um die Ressourcen internationaler Investoren stehen.

4.2.2. Innovationstätigkeit von Unternehmen

Mit einer Stärke von 0,12 stellt die Entwicklung der Innovationstätigkeit von potentiellen Beteiligungsnehmern den zweitwichtigsten Einflussfaktor für die Geschäftslagebeurteilung der Beteiligungsgesellschaften dar. Die große Bedeutung, die diesem Aspekt beigemessen wird, überrascht nicht. Innovative Unternehmen weisen oftmals einen hohen Kapitalbedarf und große Wachstumspotentiale auf und können somit attraktive Investitionsobjekte darstellen.

Wie Abbildung 7 zeigt, fällt bei den Spätphasenfinanzierern der Einfluss der Innovationstätigkeit von Unternehmen auf die Geschäftslagebeurteilung stärker aus als in der Frühphase. Das kann damit zusammenhängen, dass Frühphasenfinanzierer subjektiv die Bedeutung der Innovationstätigkeit von Unternehmen weit weniger wahrnehmen, da sie ohnehin unabdingbare Voraussetzung für das Zustandekommen einer VC-Finanzierung ist. Für Spätphasenfinanzierer dagegen ist die Innovationstätigkeit von Unternehmen zwar keine zwingende Voraussetzung für ein Engagement, dennoch stellen innovative Unternehmen aufgrund ihrer Wachstumspotenziale oftmals besonders lohnenswerte Targets dar. Eine hohe Innovationstätigkeit bedeuten für Spätphasenfinanzierer somit höhere Renditen auf das investierte Kapital, welches sich stark in der Geschäftslagebeurteilung niederschlagen sollte.

Abbildung 7: Einfluss der Innovationstätigkeit von Unternehmen auf die Beurteilung der Geschäftslage 2003 und 2004



Ein weiterer Erklärungsfaktor für die geringere Bedeutung der Innovationstätigkeit von Unternehmen auf die Geschäftslage im Frühphasensegment, dürfte die Verschiebungen in diesem Marktsegment von Erstrundenfinanzierungen hin zu Folgefinanzierungen sein. So berichtet etwa das Mackewicz-Panel einen Rückgang des Anteils der Erstinvestments an allen Neuinvestitionen im Frühphasensegment von 59% im Jahr 2000 auf 24% beziehungsweise 29% in den Jahren 2003 und 2004. Für die Entscheidung, Folgefinanzierungen zu tätigen, spielt die Innovationstätigkeit jedoch eine untergeordnete Rolle.

Tatsächlich handelt es sich bei der Innovationstätigkeit von Unternehmen mit einem Regressionskoeffizienten von 0,17 um die wichtigste aller Determinanten für die Geschäftslage unter den Wachstumsphasenfinanzierern. Wohingegen die Innovationstätigkeit von Unternehmen die Frühphasenfinanzierer mit einem Wert von 0,11 Punkten im Vergleich etwa mit dem Fund Raising oder der Qualität der eingereichten Proposals weniger wichtig ist und nur den 4. Platz unter allen Einflussfaktoren einnimmt.

Allerdings spielt im Spätphasensegment die Größe des Beteiligungsgebers eine entscheidende Rolle. Es sind vor allem die vergleichsweise kleinen Wachstumsphasenfinanzierer mit einem Fondsvolumen von weniger als 50 Mio. €, deren Geschäftslage durch das Innovationsgeschehen beeinflusst wird, während für Spätphasengesellschaften mit einem Fondsvolumen ab 50 Mio. € kein signifikanter Einfluss festzustellen ist. Dies kann darauf zurückzuführen sein, dass große Spätphasenfinanzierer häufiger auch Buy Outs/Buy Ins finanzieren als kleinere Gesellschaften, bei denen Wachstumsfinanzierungen einen größeren Anteil an ihren Investitionen ausmachen.

4.2.3. Verfügbarkeit von Förderprogrammen

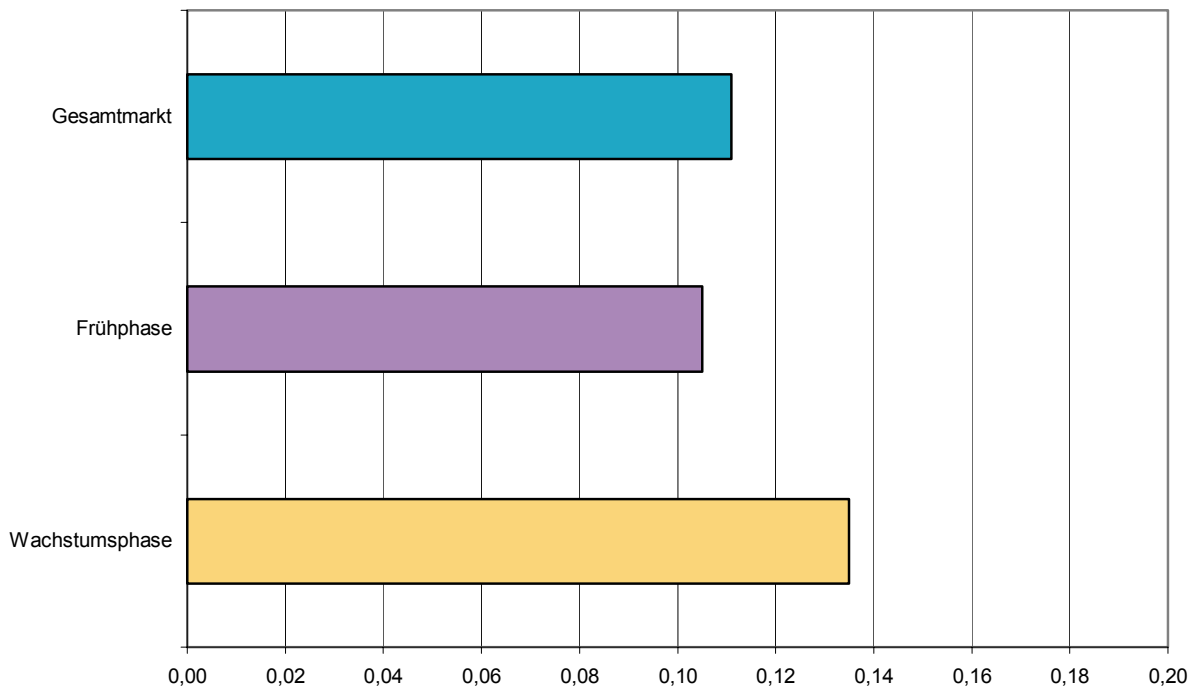
Private Equity kommt immer dann ins Spiel, wenn es um besonders risikoreiche und kapitalintensive Vorhaben, wie z.B. die Finanzierung neuer Technologien, geht und andere Finanzierungsmöglichkeiten nur eingeschränkt zur Verfügung stehen. Allerdings kann die Unsicherheit über den Erfolg des zu finanzierenden Vorhabens unter bestimmten Bedingungen selbst für Eigenkapitalinvestoren als zu hoch erscheinen, mit der Folge, dass diese Projekte auf Finanzierungsprobleme stoßen. Dazu trägt bei, dass sich die Risikoaversion von Investoren in den letzten Jahren zugenommen hat. Zudem spielen gerade die bei kleinen Investitionsvolumina die im Verhältnis zu den investierten Beträgen hohen Kosten für die Prüfung, Durchführung und Betreuung von Investments eine entscheidende Rolle, weil sie die Rendite überproportional schmälern. Aus diesen strukturellen Gründen versagt häufig der Marktmechanismus; Angebot und Nachfrage nach Beteiligungskapital finden nicht zueinander. In Deutschland besteht deshalb ein differenziertes Spektrum von Förderprodukten, mit denen die Förderinstitute von Bund und Ländern gezielt das Angebot von Beteiligungskapital stärken wollen.

Tatsächlich wird für die Verfügbarkeit von Förderprogrammen der drittstärkste Einfluss auf die Beurteilung der Geschäftslage im Gesamtmarkt durch alle Beteiligungsgeber ermittelt. Die Stärke des Einflusses dieses Aspekts unterscheidet sich mit einem Wert von 0,111 jedoch nur geringfügig von jener des Faktors „Innovationstätigkeit der Unternehmen“ (0,123; Rang 2) sowie der Personalverfügbarkeit (0,106; Rang 4), so dass diese Faktoren in ihrer Bedeutung für die Geschäftslagebeurteilung nahezu gleichauf liegen und die ermittelte Rangfolge daher nicht überbetont werden sollte.

Auf den ersten Blick überraschend, zeigt der Vergleich zwischen beiden Marktsegmenten, dass für diesen Faktor bei den Spätphasenfinanzierern mit einem Wert von 0,135 ein sogar etwas stärkerer Einfluss auf die Einschätzung der Geschäftslage ermittelt wird als für Frühphasenfinanzierer mit einem Wert von 0,105 (s. Abbildung 8). Während für die in der Spätphase engagierten Beteiligungsgeber die Verfügbarkeit von Förderprogrammen – nach der Innovationstätigkeit von Unternehmen – somit der zweitwichtigste Einflussfaktor auf die Geschäftslagebeurteilung ist, steht dieser Faktor bei den Frühphasenfinanzierern erst an fünfter Stelle. Für diese Gruppe sind damit andere Faktoren, vor allem das Fund Raising (s. Abschnitt 4.2.) und die Qualität der Investment Proposals (s. Abschnitt 4.6.), für die Beurteilung der Geschäftslage wichtiger. Mit Einflussstärken von 0,112 beziehungsweise 0,107 für die auf den Rängen 3 und 4 platzierten Faktoren „Verfügbarkeit von Personal“ (s. Abschnitt 4.6.) beziehungsweise „Innovationstätigkeit von Unternehmen“ (s. Abschnitt 4.3.), sind die Unterschiede in der Bedeutung dieser

Faktoren im Vergleich zu der Verfügbarkeit von Förderprogrammen jedoch als lediglich gering zu erachten.

Abbildung 8: Einfluss der Verfügbarkeit von Förderprogrammen auf die Beurteilung der Geschäftslage 2003 und 2004

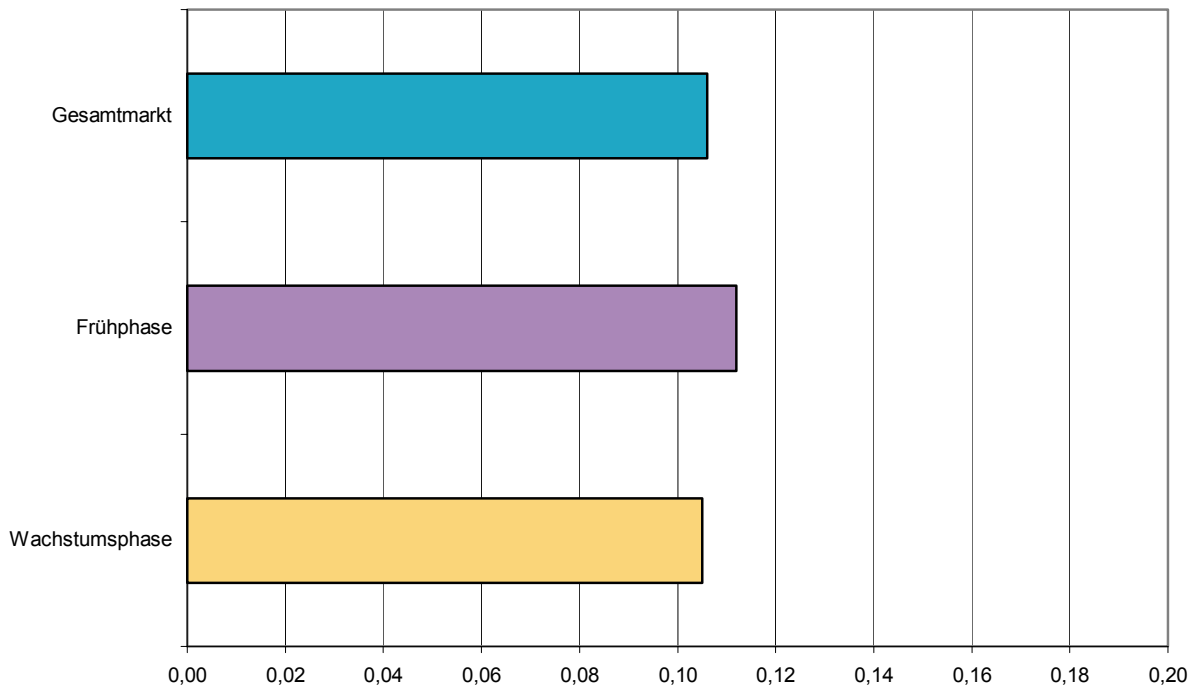


Erklären lässt sich die hohe Bedeutung der Verfügbarkeit von Förderprogrammen für die Spätphasenfinanzierer durch die Tatsache, dass in der untersuchten Stichprobe Wachstumsfinanzierer im Untersuchungszeitraum öfter Förderprogramme (der KfW) in Anspruch genommen haben als Frühphasenfinanzierer. Dies liegt auch daran, dass das Wachstumssegment auch Mittelständische Beteiligungsgesellschaften (MBGen) umfasst, die vor allem im Wachstumsphasensegment operieren und stärker als andere Typen von Beteiligungsgesellschaften Förderprogramme nutzen: So zeigen Befragungen, dass alle MBGen Förderprogramme einsetzen, während z.B. bei den Corporate VCs nur 2 von 3 auf Förderprodukte zurückgreifen (vgl. KfW 2004).

4.2.4. Personalverfügbarkeit

Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt ist ein vergleichsweise junger Markt. Das bedeutet auch, dass sich anders als z.B. in Großbritannien erst ein kleines Reservoir an erfahrenen Investment-Professionals herausgebildet hat. Vor dem Hintergrund einer zunehmenden Betreuungsintensität der Portfolio-Unternehmen durch die Investoren verwundert es nicht, dass die Verfügbarkeit von Beteiligungsmanagern auf dem Arbeitsmarkt zu den vier wichtigsten Einflussfaktoren für die Beurteilung der Geschäftslage zählt, auch wenn dieser Aspekt in der öffentlichen Diskussion weniger Beachtung findet. Wie Abbildung 9 zeigt, unterscheidet sich die Einflussstärke dieses Faktors auf die Geschäftslage mit Werte um 0,11 auch nur geringfügig zwischen den Teilsegmenten.

Abbildung 9: Einfluss der Personalverfügbarkeit von Beteiligungsmanagern auf die Beurteilung der Geschäftslage 2003 und 2004



Unterteilt man die Beteiligungsgesellschaften nach ihrer institutionellen Anbindung oder dem Fondsvolumen, dann zeigt sich ein etwas differenzierteres Bild. Bei den Frühphasenfinanzierern messen insbesondere große Gesellschaften mit einem Fondsvolumen von mehr als 50 Mio. € der Verfügbarkeit von geeignetem Personal eine weitaus größere Bedeutung bei als andere Frühphasenfinanzierer. In der Wachstumsphase spielt die Personalverfügbarkeit für die unabhängigen Beteiligungsgeber die wichtigste Rolle. In beiden Fällen dürfte der Wettbewerb um Talente, in Konkurrenz etwa mit Investment- und Geschäftsbanken oder Unternehmensberatungen, am größten sein.

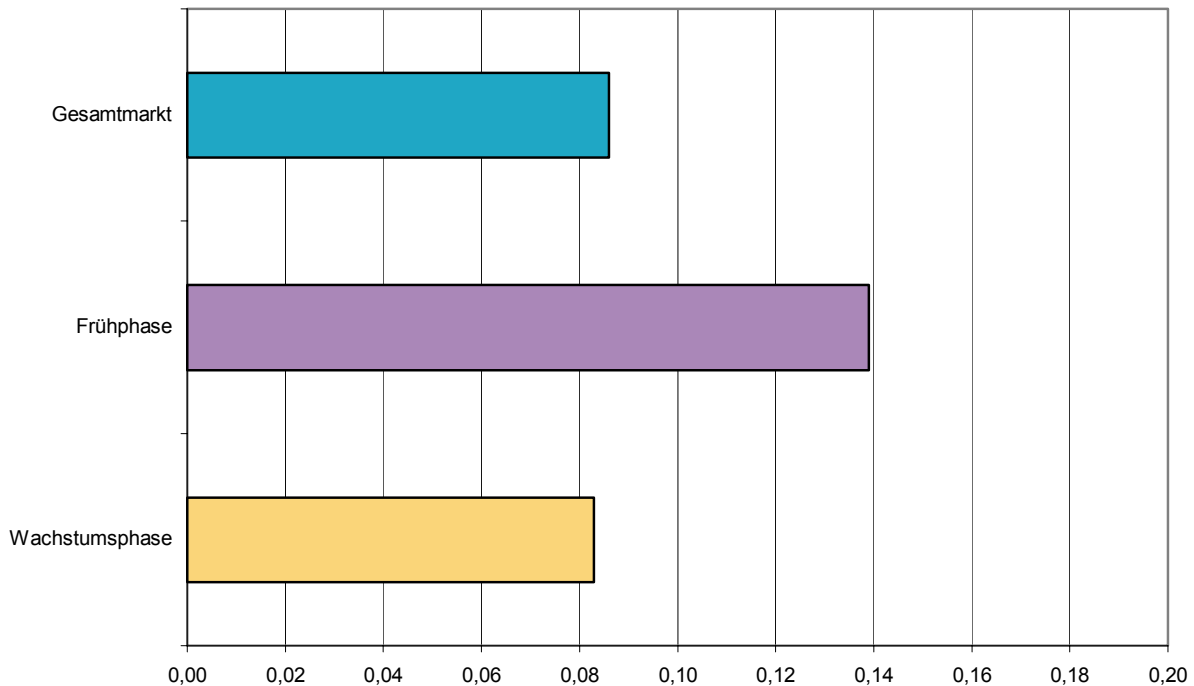
4.2.5. Qualität der Investment Proposals

Der Erfolg einer Beteiligungsgesellschaft hängt unter anderem entscheidend davon ab, ob es ihr gelingt, attraktive Finanzierungsprojekte (Deals) zu akquirieren. Beteiligungsgesellschaften wenden deshalb einen hohen Anteil ihrer Zeit für die Pflege von Netzwerken zur Akquise neuer Deals auf. Eingehende Finanzierungsanfragen müssen gescreent, bewertet und ausgewählt werden, wobei in Deutschland etwa ein Fünftel aller eingehenden Finanzierungsanfragen einer detaillierten Einzelfallprüfung unterzogen wird (vgl. KfW 2004).

Es überrascht deshalb kaum, dass die Qualität der eingehenden Investment Proposals die Geschäftslage im deutschen Beteiligungskapitalmarkt deutlich beeinflusst und sich mit einem Wert von knapp 0,9 als fünft wichtigster Einflussfaktor auf die Geschäftslage von Beteiligungsgesellschaften erweist. Wie Abbildung 10 zeigt, unterscheidet sich die Bewertung dieses Aspekts zwischen beiden betrachteten Marktsegmenten. Besonders für das Frühphasensegment ist die Qualität der eingehenden Investment Proposals mit einem Wert von fast 0,14 nach dem Fund Raising der zweitstärkste Einflussfaktor auf die Geschäftslage. Der Grund für die hohe Bedeutung, die Frühphaseninvestoren der Qualität der Investment Proposals beimessen, dürfte darin

liegen, dass Frühphasenspezialisten deutlich mehr Finanzierungsanfragen verzeichnen und darunter weniger Deals finden, die für sie interessant erscheinen. So zeigt eine Studie der KfW, dass der Anteil der „interessanten“ Finanzierungsanfragen bei den Frühphasenspezialisten bei rund 4% liegt, während der entsprechende Wert für Spätphasenfinanzierer knapp 10% beträgt (vgl. KfW 2004).

Abbildung 10: Einfluss der Qualität der Investment Proposals auf die Beurteilung der Geschäftslage 2003 und 2004



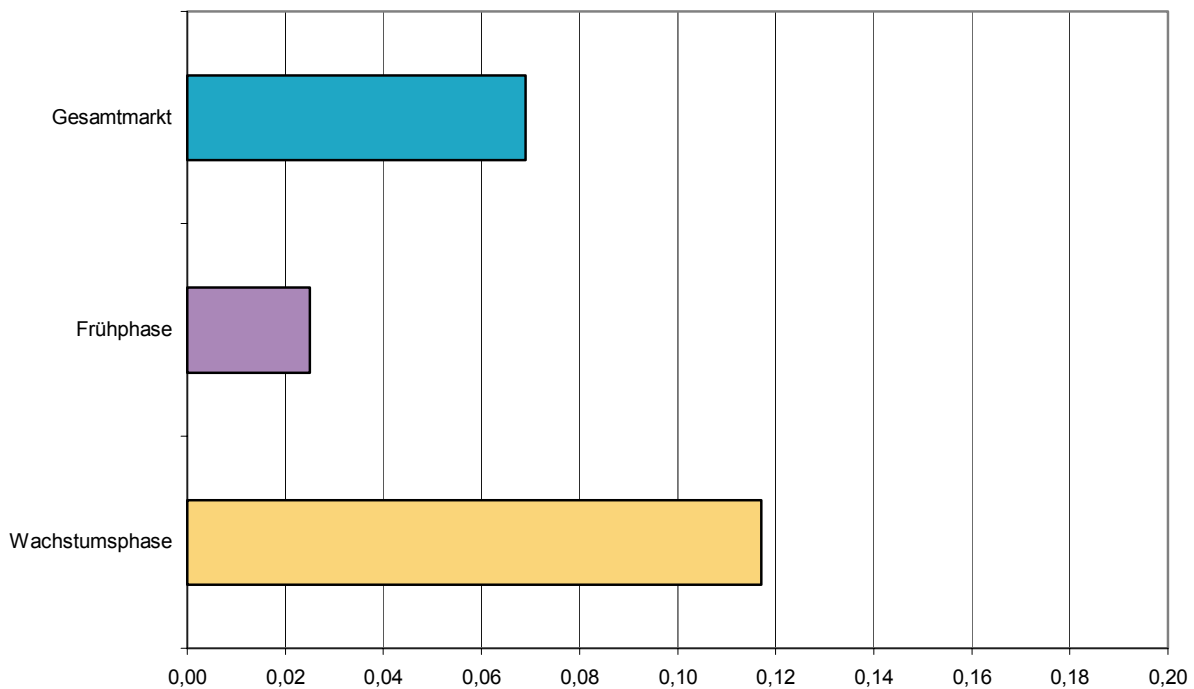
4.2.6. Unternehmensinsolvenzen

Das Insolvenzgeschehen hat mit einer Ausprägung von knapp 0,07 einen vergleichsweise geringen Einfluss auf die Geschäftslage insgesamt. Dabei unterscheiden sich allerdings die Einschätzungen der Beteiligungsgeber in den beiden Marktsegmenten stark (s. Abbildung 11). Insbesondere im Wachstumsphasensegment kommt diesem Einflussfaktor mit einer Einflussstärke von 0,117 die drittgrößte Bedeutung für ihre Geschäftslagebeurteilung zu.

Dabei dürfte eine Rolle spielen, dass Unternehmensinsolvenzen in der Frühphasenfinanzierung nichts ungewöhnliches darstellen und Teil des normalen Geschäftsablaufs sind, was sich in einem eher marginalen (und statistisch nicht gesicherten) Einfluss von 0,025 auf die Geschäftslage widerspiegelt, während in der Wachstumsfinanzierung Beteiligungsgeber nicht a priori davon ausgehen, dass ein bestimmter Teil des Portfolios ausfallen wird. Um so weitreichender sind daher die Folgen einer tatsächlich eingetretenen Beteiligungsnehmerinsolvenz und umso stärker sollte sich das Insolvenzgeschehen auf die wahrgenommene Geschäftslage auswirken.⁷

⁷ Zusätzlich ist bei einer Interpretation zu berücksichtigen, dass bei den Frühphasenfinanzierern Abschreibungen mit einem Wert von 0,083 einen gewisse, wenn auch nicht allzu große, Bedeutung für die Geschäftslage aufweisen. Neben der genannten Erklärung für die geringe Bedeutung der Insolvenzen in

Abbildung 11: Einfluss der Unternehmensinsolvenzen auf die Beurteilung der Geschäftslage 2003 und 2004



Diese Überlegungen werden durch die tiefere Analyse des Wachstumssegments untermauert. Auffällig ist, dass sich dort vor allem für die Förderorientierten VCs – darunter hauptsächlich MBGen – ein besonders starker Einfluss von Unternehmensinsolvenzen auf die Geschäftslage ergibt. Dies mag dadurch zu erklären sein, dass gerade MBGen und andere öffentliche VCs dem Förderverständnis ihrer Kapitalgeber entsprechend mit einer vergleichsweise geringen Rendite auf ihre Engagements kalkulieren (vgl. KfW 2004). Damit ist der Puffer für Veränderungen gegenüber dem kalkulierten Ausfallvolumen gering und bereits kleine Veränderungen im Insolvenzgeschehen schlagen sich deutlich in der Beurteilung der Geschäftslage nieder.

Tatsächlich zeigt sich, dass gerade jene Beteiligungsgeber, die eine vergleichsweise geringe Anforderung an die Mindest-Bruttorendite (vor Steuer) an ihre Engagements stellen, das Insolvenzgeschehen kritischer betrachten als Beteiligungsgeber mit einer vergleichsweise hohen geforderten Mindestrendite. So beurteilen knapp 60% der in dieser Erhebung befragten Gesellschaften, deren Mindestrenditeanforderungen unter 20% liegen, die Situation bei den Unternehmensinsolvenzen als schlecht ein, während dieser Anteil bei jenen Gesellschaften, die eine Mindestrendite von mehr als 26% fordern, rund ein Drittel beträgt.

4.2.7. Weitere Untersuchungsergebnisse

Für die anderen untersuchten Faktoren ergab die Analyse eine vergleichsweise geringe Bedeutung für die Beurteilung der Geschäftslage im Untersuchungszeitraum, auch wenn dies aufgrund der öffentlichen Diskussion a priori anders zu erwarten war. In diesem Abschnitt werden daher wesentliche Untersuchungsergebnisse für die weniger einflussreichen Faktoren für Geschäftslagebeurteilung zusammengefasst.

diesem Marktsegment dürfte auch eine Rolle spielen, dass diese Gruppe das Insolvenzgeschehen even-

In der öffentlichen Diskussion zum Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland werden neben der starken Konsolidierung der letzten Jahre oft die fehlenden *Exitmöglichkeiten*, insbesondere über die Börse, besonders hervorgehoben. Dabei wird häufig vermutet, dass sich die verstopften Exitwege negativ niederschlagen, sei es in der Erfolgsrechnung der Fonds, zumindest aber im Geschäftsklima.

Umso überraschender ist der Befund der vorliegenden Studie, dass der Faktor „Exitmöglichkeiten“ mit einer Einflussstärke von unter 0,05 im Gesamtmarkt zu den weniger bedeutsamen Determinanten der Geschäftslage im Untersuchungszeitraum zählt (s. Abbildung 4). Allerdings zeigt die Differenzierung nach Finanzierungsphasen doch einen wenigstens z.T. spürbarer Einfluss. So ist die Verfügbarkeit von Exitwegen – wie Trade Sales, Secondaries, IPOs und Buy Backs – immerhin noch der siebt wichtigste Einflussfaktor auf die Stimmungslage unter den Wachstumsfinanzierern (wie auch für den Gesamtmarkt). Anders stellt sich die Situation hingegen im Frühphasensegment dar. Hier weisen die Exitmöglichkeiten keine eindeutige Wirkung auf die Geschäftslagebeurteilung in untersuchten Jahren 2003 und 2004 auf. Eine Erklärungsmöglichkeit für die auf den ersten Blick überraschend geringe Bedeutung der Exitmöglichkeiten in diesem Segment ist, dass Beteiligungsgeber, die sich auf den Seed- und Early Stage-Bereich spezialisiert haben, nach den übertriebenen Erwartungen am Ende der Neunzigerjahre (insbesondere bezüglich von Börsengängen) die Situation nunmehr realistischer einschätzen und erkannt haben, dass vor allem Faktoren, die die „Inputseite“ des Beteiligungsgeschäfts betreffen – etwa das Fund Raising (Rang 1) oder der Qualität von Investment Proposals (Rang 2) – für eine erfolgreiche Geschäftstätigkeit von Bedeutung sind. Auch dürfte bei der Beurteilung dieses Faktors eine Rolle spielen, dass in der Erhebung zum German Private Equity Barometer kurzfristige Lagebeurteilungen abgefragt werden und die Exitmöglichkeiten für das Frühphasensegment eher mittelfristig von Bedeutung ist.

Beteiligungskapital ist Risikokapital. Beteiligungsgeber gehen explizit unternehmerische Risiken ein. Der Ausfall von Beteiligungen ist somit im Geschäftsmodell von Private Equity nichts Ungewöhnliches. Dennoch kam es infolge des Booms auf dem Beteiligungskapitalmarkt in den letzten Jahren zu einem erhöhten Niveau abzuschreibender Beteiligungen. In der Folge konzentrierte sich auch die öffentliche Diskussion auf die *Abschreibungen* im Beteiligungsgeschäft – oft vorangetrieben durch spektakuläre Einzelfälle. Umso überraschender fällt das Ergebnis der Analyse der Befindlichkeit des deutschen Beteiligungsmarktes im Hinblick auf die Abschreibungen aus. Mit einer Einflussstärke auf die Geschäftslage im Gesamtmarkt von wenig mehr als 0,03 kommt den Abschreibungen offenbar eine weitaus geringere Bedeutung zu als auf den ersten Blick vermutet werden konnte. Bei der differenzierten Betrachtung nach Finanzierungsphasen liegt ein signifikanter Einfluss der Abschreibungen von Beteiligungen auf die Geschäftslage lediglich bei Beteiligungsgesellschaften mit Spezialisierung auf das Frühphasensegment vor. Hier gehört dieser Faktor immerhin noch zu der Gruppe der sieben wichtigsten Einflussgrößen auf die Geschäftslagebeurteilung. Das dürfte angesichts der Entwicklung während der Jahre des Booms und des nachfolgenden hohen Korrekturbedarfs gerade im Frühphasensegment kaum überraschen – wie auch die Tatsache, dass gerade junge, nach 1998 gegründete VCs sowie Corporate VCs bei der Beurteilung ihrer Geschäftslage dem Faktor Abschreibungen ein vergleichsweise hohes Gewicht beimessen.

Die *Entwicklung der Aktienmärkte* spielt bei der Beurteilung der Geschäftslage sowohl durch Frühphasen- als auch durch Spätphasenfinanciers eine gewisse, wenn auch nicht übermäßige Rolle, und zwar besonders bei unabhängigen VCs. Die Einflussstärke der Aktienmärkte liegt in der Frühphase mit 0,09 noch etwas über jener in der Wachstumsphase mit lediglich 0,06, was darauf zurückzuführen sein kann, dass der Aktienmarkt für die Frühphasenfinanzierung eine insgesamt wichtigere Bedeutung hat als in der Spätphase – sei es als präferierter Exitkanal, als Referenz zur Unternehmensbewertung oder indirekt über die Incentivierung des Beteiligungsnehmermanagements – und sich deshalb Veränderungen in der Situation der Aktienmärkte stärker auf die Geschäftslagebeurteilung im Frühphasensegment durchschlagen als im Spätphasensegment.

Die *steuerlichen Rahmenbedingungen* nehmen in der vorliegenden Analyse der Einflussfaktoren auf die Beurteilung der Geschäftslage im deutschen Beteiligungsmarkt eine Sonderstellung ein, insoweit als sie als einziger Faktor einen – zwar vergleichsweise geringen, jedoch – signifikant negativen Einfluss auf die Beurteilung der Geschäftslage auf dem Gesamtmarkt aufweisen. Dieser Zusammenhang zeigt sich jedoch lediglich im Spätphasensegment, während für die Frühphasenfinanzierer hingegen kein Zusammenhang mit der „gefühlten“ Geschäftslage festgestellt werden (s. Abbildung 4).

Dieser – insbesondere vor dem Hintergrund der öffentlichen Diskussion – auf den ersten Blick überraschende Befund dürfte durch die ambivalenten Veränderungen der steuerlichen Rahmenbedingungen in den vergangenen Jahren hervorgerufen werden. Tatsächlich gab es im Untersuchungszeitraum wichtige Klarstellungen durch Gesetzgeber und Finanzbehörden im Bereich der bis dahin offenen Fragen der Gewerblichkeit der Fondsverwaltung, der Umsatzsteuerpflicht für gezahlte Fees sowie im Bereich der persönlichen Einkommensteuer der Fondsinitiatoren. Gleichwohl konnten auch nach Eintreten der neuen Regelungen nicht alle Rechtsunsicherheiten ausgeräumt werden. So ist für die Beteiligungsgesellschaften etwa nach wie vor nicht die formale gesetzliche Regelung entscheidend ist, sondern die konkrete, für den jeweiligen Einzelfall gesondert einzuholende verbindliche Auskunft des Finanzamts. Werden z.B. solche Auskünfte nicht oder nicht in angemessener Zeit erteilt, kann sich trotz einer allgemeinen Verbesserung der steuerlichen Rahmenbedingungen in der Wahrnehmung eines individuellen Unternehmens eine Verschlechterung der Situation einstellen.

Zudem dürfte eine Rolle spielen, dass nicht alle Gesellschaften in gleichem Maße von den steuerlichen Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital betroffen sind. So ist beispielsweise die Frage der Abgrenzung der Gewerblichkeit der Fondsverwaltung von der privaten Vermögensverwaltung grundsätzlich nur für jene Gesellschaften relevant, die mit Fondsstrukturen arbeiten, wie z.B. Unabhängige Beteiligungsgeber, während etwa Corporate VCs weniger betroffen sein dürften.

Tatsächlich zeigt die Analyse, dass gerade die Spätphasenfinanzierer und unabhängige VCs die vorherrschenden steuerlichen Rahmenbedingungen am negativsten beurteilen, während diese Gesellschaften im Untersuchungszeitraum zugleich die positivste Entwicklung der Geschäftslage ausweisen. Ein Grund für die Diskrepanz zwischen der Beurteilung der steuerlichen Rahmenbedingungen und Geschäftslage könnte darin liegen, dass insbesondere jene Gesellschaften, die die Steuersituation am negativsten empfinden, in den vergangenen Jahren zu-

nehmend Fonds im Ausland auflegen. Die im Ausland relativ günstigere steuerliche Behandlung kann sich somit positiv auf die subjektive Beurteilung der Geschäftslage niederschlagen.

Die Gründe, weshalb sich ein negativer Zusammenhang zwischen der Wahrnehmung der steuerlichen Rahmenbedingungen und der Einschätzung der Geschäftslage zeigt, können im Rahmen dieser Studie letztlich nicht abschließend ermittelt werden. Hinweise deuten jedoch daraufhin, dass es sich bei diesem Ergebnis um eine Scheinkorrelation und weniger um einen kausalen Zusammenhang handelt.

Zusammenfassend lässt sich aufgrund der vorliegenden Ergebnisse jedoch feststellen, dass die Bedeutung der wahrgenommenen Situation bezüglich der steuerlichen Rahmenbedingungen für die subjektive Einschätzung der Geschäftslage in den vergangenen zwei Jahren weniger gesichert erscheint als dies a priori zu vermuten gewesen war. Dies könnte darauf hinweisen, dass aufgrund der verschiedenen durchgeführten Maßnahmen zur Optimierung der steuerlichen Rahmenbedingungen im Beteiligungskapitalmarkt die Situation verbessert wurde und nicht mehr als so dringendes Problem (wie in der Zeit davor) empfunden wird.

5. Fazit

Die vorliegende Studie untersucht das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungsmarkt sowie die Bestimmungsfaktoren der Geschäftslagebeurteilung durch Beteiligungsgesellschaften in den Jahren 2003 und 2004. Sie ist die erste Untersuchung in Deutschland, die die qualitative Verfassung des Beteiligungsmarkts im Sinne eines Market Sentiments umfassend abbildet.

Dabei zeichnet sie ein differenziertes Bild der Marktverfassung in den vergangenen zwei Jahren. Zwar hat sich inzwischen die Einschätzung der Geschäftslage insgesamt auf einem positiven Niveau stabilisiert. Doch zeigt der differenzierte Blick, dass das Geschäftsklima in unterschiedlichen Marktsegmenten unterschiedlich beurteilt wird. Eines der beiden zentralen Ergebnisse dieser Studie ist, dass die im Untersuchungszeitraum (2003/2004) zu beobachtenden Verschiebungen zugunsten späterer Finanzierungsphasen und immer größerer Fonds sich auch deutlich in der Bewertung des Geschäftsklimas in den verschiedenen Marktsegmenten niederschlagen.

Das zeigt etwa das Beispiel des Fund Raisings, das in den letzten Jahren zu den meistbeachteten Faktoren im Beteiligungsgeschäft gehört und sich in dieser Untersuchung als wichtigster Bestimmungsfaktor für die Geschäftslagebeurteilung auf dem Gesamtmarkt erweist. Dieser Einflussfaktor ist für die Frühphasenfinanzierer aufgrund der dort größeren Schwierigkeiten, Mittel einzuwerben, der bei weitem wichtigste Einzelfaktor bei der Beurteilung ihrer Geschäftslage. Spätphaseninvestoren hingegen weisen diesem Faktor eine weniger starke Bedeutung zu.

Die weiteren Bestimmungsfaktoren für die Geschäftslagebeurteilung unterscheiden sich zwischen den betrachteten Marktsegmenten dagegen kaum. Mit den Faktoren Fund Raising, Personalverfügbarkeit, Innovationstätigkeit und Verfügbarkeit von Förderprogrammen stimmen vier der fünf wichtigsten Bestimmungsfaktoren in beiden Teilsegmenten überein. Auch unterscheidet sich die Stärke des Einflusses dieser Faktoren – mit Ausnahme des Fund Raisings – teilweise nur geringfügig.

Die Unterschiede in der Bewertung der Geschäftslage sind also mehrheitlich nicht darin begründet, dass sich die Bestimmungsfaktoren und deren Einflussstärke auf die Geschäftslage variiert, sondern sind vielmehr darauf zurückzuführen, dass sich die Beurteilung der Situation bezüglich dieser Bestimmungsfaktoren in den Teilsegmenten unterschiedlich darstellt.

Das zweite zentrale Ergebnis dieser Studie ist, dass das in der öffentlichen Diskussion häufig gezeichnete Bild vieler Einflussfaktoren auf die Geschäftslage in der Beteiligungskapitalindustrie zumindest in Bezug auf die durch die Gesellschaften wahrgenommene Geschäftslage revidiert werden muss. Für einige Faktoren lässt sich zwar deren häufig vermutete wichtige Rolle belegen. Neben dem Fund Raising gilt dies insbesondere auch für das Angebot an Förderprogrammen oder die Qualität der Investment Proposals. Dagegen erweisen sich mit der Innovationstätigkeit von Unternehmen oder der Verfügbarkeit von Investmentmanagern zwei Faktoren als bedeutsam für die Beurteilung der Geschäftslage, die bisher weniger stark in der öffentlichen Wahrnehmung standen. Andere Faktoren hingegen, wie z.B. die Abschreibungen, die Exitmöglichkeiten oder die Situation am Aktienmarkt, sind im Untersuchungszeitraum weitaus weniger einflussreich als es die öffentliche Diskussion zunächst vermuten ließ.

Literatur

KfW (2003a): Eigenkapital für den breiten Mittelstand. Neue Wege und Instrumente., Frankfurt am Main.

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

KfW (2004): Auf unterschiedlichen Wegen zum gleichen Ziel? Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien: Marktstrukturen im Vergleich; Frankfurt am Main.

Anhang

Tabelle 2: Die fünf wichtigsten Bestimmungsfaktoren für die Beurteilung der Geschäftslage von Beteiligungsgesellschaften 2003 und 2004

Gesamtmarkt			Frühphase			Wachstumsphase		
Rang	Einflussfaktor	Stärke des Einflusses	Rang	Einflussfaktor	Stärke des Einflusses	Rang	Einflussfaktor	Stärke des Einflusses
1	Investitionsbereitschaft von Investoren (Fund Raising)	0,148	1	Investitionsbereitschaft von Investoren (Fund Raising)	0,190	1	Innovations-tätigkeit von Unternehmen (Beteiligungsnehmer)	0,171
2	Innovationstätigkeit von Unternehmen (Beteiligungsnehmer)	0,123	2	Qualität der eingereichten Investment Proposals (Business Pläne)	0,139	2	Verfügbarkeit von Förderprogrammen des Bundes	0,135
3	Verfügbarkeit von Förderprogrammen des Bundes	0,111	3	Personalverfügbarkeit von Beteiligungsmanagern auf dem Arbeitsmarkt	0,112	3	Entwicklung von Unternehmensinsolvenzen (Beteiligungsnehmer)	0,117
4	Personalverfügbarkeit von Beteiligungsmanagern auf dem Arbeitsmarkt	0,106	4	Innovationstätigkeit von Unternehmen (Beteiligungsnehmer)	0,107	4	Investitionsbereitschaft von Investoren (Fund Raising)	0,114
5	Qualität der eingereichten Investment Proposals (Business Pläne)	0,086	5	Verfügbarkeit von Förderprogrammen des Bundes	0,105	5	Personalverfügbarkeit von Beteiligungsmanagern auf dem Arbeitsmarkt	0,105

Anmerkung zum Regressionsverfahren

Für die Analyse wurde ein gewichteter Paneldatenschätzer der Generalisierten Kleinsten Quadrate-Methode (GKQ) gewählt, der Mehrfachbeobachtungen von Gesellschaften über die Quartale sowie das Vorliegen von unterschiedlichen Streuungsmustern zwischen Beteiligungsgesellschaften (=Heteroskedastie) berücksichtigt. Die Verwendung eines mikroökonomischen Verfahrens, das die Nichtstetigkeit der zu erklärenden Variablen berücksichtigt (Geordneter Probit-Schätzer), schien nicht erforderlich, da eine Querschnittsanalyse auf Quartalsbasis keinen signifikanten Unterschied zwischen dem Geordneten Probit-Schätzer und dem Kleinsten Quadrate-Schätzer erkennen lässt. Auch der für Paneldatenregressionen häufig verwendete Random Effects-Schätzer (RE-Schätzer), der ein spezielles Muster von Heteroskedastie unterstellt, ist für diese Schätzung weniger geeignet, da kein konstantes Panel über die Quartale vorliegt. Eine Gesellschaft tritt durchschnittlich nur in 4,8 von 8 Quartalen auf. Die Schätzung der Regressionsgleichung wurde mit Hilfe des Softwarepakets STATA durchgeführt.

Regressionsergebnisse

Tabelle 3: Regressionsergebnisse für die Bestimmungsfaktoren der Geschäftslage auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt in den Jahren 2003 und 2004

Cross-sectional time-series FGLS regression			
	Number of obs = 708		
	Number of groups = 151		
Wald chi2(14) = 363,86			
Log likelihood = -319,0154	Prob > chi2 = 0,0000		
Geschäftslage	Koeffizient	Std. Err.	P>z
Fund Raising	0,1477457	0,018229	0,000
Exitmöglichkeiten	0,0501555	0,0125983	0,000
Abschreibungen	0,0347448	0,0173125	0,045
Zinsniveau auf Kapitalmärkten	0,0242773	0,0167424	0,147
Entwicklung der Aktienmärkte	0,0464648	0,0163524	0,004
Verfügbarkeit von Förderprogrammen	0,1105977	0,0145497	0,000
Steuerliche Rahmenbedingungen	-0,0707313	0,018041	0,000
Nachfrage nach Beteiligungskapital	0,0191361	0,0115516	0,098
Qualität der Investment Proposals	0,0860905	0,0101943	0,000
Personalverfügbarkeit	0,1061271	0,0202893	0,000
Konjunkturelle Entwicklung	0,0307818	0,0154608	0,046
Unternehmensgründungen	0,0102072	0,0045604	0,025
Unternehmensinsolvenzen	0,0687437	0,0150413	0,000
Innovationstätigkeit von Unternehmen	0,1229013	0,015065	0,000
Konstante	0,1457846	0,0152095	0,000

Tabelle 4: Regressionsergebnisse für die Bestimmungsfaktoren der Geschäftslage auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt in den Jahren 2003 und 2004 – nur Beteiligungsgesellschaften mit Fokus auf das Frühphasensegment

Cross-sectional time-series FGLS regression			
		Number of obs	= 398
		Number of groups	= 86
Wald chi2(14)	= 240,55		
Log likelihood	= -223,3546	Prob > chi2	= 0,0000
Geschäftslage	Koeffizient	Std. Err.	P>z
Fund Raising	0,1903563	0,0284786	0,000
Exitmöglichkeiten	-0,0002143	0,0259469	0,993
Abschreibungen	0,0834002	0,0334492	0,013
Zinsniveau auf Kapitalmärkten	0,0113081	0,0296182	0,703
Entwicklung der Aktienmärkte	0,0945865	0,0309428	0,002
Verfügbarkeit von Förderprogrammen	0,1045169	0,0281254	0,000
Steuerliche Rahmenbedingungen	-0,0214078	0,0333909	0,521
Nachfrage nach Beteiligungskapital	-0,0018978	0,0243687	0,938
Qualität der Investment Proposals	0,138569	0,0245177	0,000
Personalverfügbarkeit	0,1118129	0,0359265	0,002
Konjunkturelle Entwicklung	0,0594931	0,0274277	0,030
Unternehmensgründungen	0,0099917	0,0053122	0,060
Unternehmensinsolvenzen	0,0248922	0,028353	0,380
Innovationstätigkeit von Unternehmen	0,1070666	0,0202144	0,000
Konstante	0,1742577	0,027394	0,000

Tabelle 5: Regressionsergebnisse für die Bestimmungsfaktoren der Geschäftslage auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt in den Jahren 2003 und 2004 – nur Beteiligungsgesellschaften mit Fokus auf das Spätphasensegment

Cross-sectional time-series FGLS regression			
		Number of obs	= 310
		Number of groups	= 65
Wald chi2(14)	= 146,36		
Log likelihood	= -122,1647	Prob > chi2	= 0,0000
Geschäftslage	Koeffizient	Std. Err.	P>z
Fund Raising	0,1135679	0,0253496	0,000
Exitmöglichkeiten	0,0745756	0,0276141	0,007
Abschreibungen	0,0263344	0,0271419	0,332
Zinsniveau auf Kapitalmärkten	0,038243	0,0288132	0,184
Entwicklung der Aktienmärkte	0,0597117	0,0281871	0,034
Verfügbarkeit von Förderprogrammen	0,1349676	0,0384052	0,000
Steuerliche Rahmenbedingungen	-0,1029049	0,02976	0,001
Nachfrage nach Beteiligungskapital	0,0253314	0,022185	0,254
Qualität der Investment Proposals	0,0833634	0,0233334	0,000
Personalverfügbarkeit	0,1050549	0,0376762	0,005
Konjunkturelle Entwicklung	-0,0183742	0,0331642	0,580
Unternehmensgründungen	0,002156	0,0380518	0,955
Unternehmensinsolvenzen	0,1171991	0,0289509	0,000
Innovationstätigkeit von Unternehmen	0,1707599	0,0306206	0,000
Konstante	0,1306385	0,0303705	0,000