



**BETEILIGUNGSMARKT NACH DER KRISE: OPTIMISTISCHER
AUSBLICK ABER ANGEBOTSLÜCKE BEIM WACHSTUMSKAPITAL
WIRD GRÖSSER**

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

Redaktion
KfW Bankengruppe
Abteilung Volkswirtschaft
research@kfw.de

Autoren
Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, KfW Stiftungslehrstuhl für
Entrepreneurial Finance, TU München

Dr. Georg Metzger, KfW Bankengruppe

Uwe Reiner, M. A. HSG, KfW Stiftungslehrstuhl für
Entrepreneurial Finance, TU München

Dr. Margarita Tchouvakhina, KfW Bankengruppe

Frankfurt am Main, November 2010

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	II
Tabellenverzeichnis	IV
Abkürzungsverzeichnis	IV
Hauptergebnisse	V
1. Einführung	1
2. Befragte Beteiligungsgesellschaften	5
2.1 Klassifizierung der Beteiligungsgeber	5
2.2 Anzahl Portfoliounternehmen und durchschnittliche Investitionssumme	9
2.3 Mitarbeiter der Gesellschaften	12
2.4 Alter der Gesellschaften.....	15
2.5 Eigentümerstruktur der Gesellschaften	17
2.6 Herkunft des Kapitals.....	21
2.7 Zwischenfazit	23
3. Von der Deal-Akquisition bis zum Deal-Abschluss	25
3.1 Mindestanforderungen an Zielunternehmen.....	25
3.2 Dealquellen und deren Anteil an den Investments	28
3.3 Finanzierungsfragen und die Auswahl von Investments.....	31
3.4 Gründe für das Nicht-zu-Stande-Kommen von Deals	35
3.5 Erwartete Mindestrenditen	37
3.6 Zwischenfazit.....	40
4. Investitionstätigkeit	43
4.1 Dealgröße, Finanzierungsphasen und Branchen	43
4.2 Die Betreuung von Investments	47
4.3 Syndizierungen.....	50
4.4 Exits und Ausfälle	52
4.5 Veränderungen in den Investitionsstrategien	57
4.6 Zwischenfazit.....	59
5. Ausmaß und Ursachen von Angebotslücken auf dem Beteiligungsmarkt	61
5.1 Unterversorgte Marktsegmente.....	62
5.2 Investitionshemmnisse.....	65
5.3 Zwischenfazit.....	66
6. Förderprogramme	69
6.1 Nutzung von Förderprogrammen	69
6.2 Anbieter öffentliche Beteiligungsprogramme	71
6.3 Bedeutung von Förderaspekten.....	74
6.4 Zwischenfazit.....	76
7. Fazit und Ausblick	77
Literaturverzeichnis	81
Anhang: Methodologie und Angaben zur Stichprobe	85
Vergleich der Stichprobe mit der BVK-Grundgesamtheit.....	85
Strukturmerkmale der Stichprobe.....	86
Fundraisingaktivitäten in Deutschland.....	87

Abbildungsverzeichnis

Grafik 1:	Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes in Deutschland und Europa 1995-2009	2
Grafik 2:	Verteilung der Befragungsteilnehmer nach Art, Finanzierungsphasenspezialisierung und Größe der Gesellschaften	8
Grafik 3:	Durchschnittliche Anzahl an Portfoliounternehmen einer Gesellschaft.....	9
Grafik 4:	Durchschnittliche Anzahl an Portfoliounternehmen einer Gesellschaft (ohne MBGen).....	10
Grafik 5:	Durchschnittliche Investitionssumme je Portfoliounternehmen.....	11
Grafik 6:	Durchschnittliche Mitarbeiteranzahl	12
Grafik 7:	Ausbildungshintergrund der Investment-Professionals	13
Grafik 8:	Beruflicher Hintergrund der Investment-Professionals	14
Grafik 9:	Durchschnittliches Fondsvolumen pro Investment-Professional.....	15
Grafik 10:	Alter der Beteiligungsgesellschaften	16
Grafik 11:	Anteil des größten Eigentümers.....	18
Grafik 12:	Hauptanteilseigner.....	20
Grafik 13:	Anteile von Refinanzierungsquellen.....	22
Grafik 14:	Mindestumsatz	26
Grafik 15:	Mindestinvestitionssumme.....	27
Grafik 16:	Quellen des Dealflows	29
Grafik 17:	Anteil der Dealquellen an den getätigten Investitionen.....	30
Grafik 18:	Durchschnittliche Anzahl der Finanzierungsanfragen im Jahr 2009	33
Grafik 19:	Selektionsprozess der Deals	34
Grafik 20:	Gründe für das Scheitern „akzeptabler“ Deals	36
Grafik 21:	Mindestbruttorendite.....	38
Grafik 22:	Deal Size	44
Grafik 23:	Anteile von Finanzierungsphasen am Investitionsvolumen	45
Grafik 24:	Anteile der Branchen am Investitionsvolumen (Marktstatistik)	46
Grafik 25:	Aktive Einflussnahme auf die Portfoliounternehmen („Hands-on“-Betreuung).....	47
Grafik 26:	Betreuungsaufwand.....	49
Grafik 27:	Syndizierungsverhalten	50
Grafik 28:	Beteiligung am Stammkapital der Portfoliounternehmen.....	52
Grafik 29:	Exitkanäle im Jahr 2007	53
Grafik 30:	Exitkanäle im Jahr 2009	54
Grafik 31:	Anzahl der IPOs in Deutschland im Zeitraum 2000–2009.....	54
Grafik 32:	Veränderung der Ausfallrate im Jahr 2009 im Vergleich zum Jahr 2008.....	55
Grafik 33:	Wertentwicklung der Portfolien (Net Asset Value) im Jahr 2009	56

Grafik 34: Entwicklung der mittleren Investitionssumme im Jahr 2009 im Vergleich zum Vorjahr	57
Grafik 35: Spezialisierungs- und Diversifizierungstendenzen in den Jahren 2007–2009	58
Grafik 36: Existenz von dauerhaften Angebotslücken	62
Grafik 37: Dauerhafte Angebotslücken.....	64
Grafik 38: Bedeutung von Investitionshemmnissen.....	65
Grafik 39: Nutzung öffentlicher Beteiligungsprogramme durch renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften	70
Grafik 40: Anteil öffentlicher Finanzmittel am Investitionsvolumen renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften	71
Grafik 41: Nutzung verschiedener Anbieter öffentlicher Beteiligungsprogramme	73
Grafik 42: Bedeutung von Förderaspekten.....	75
Grafik 43: Fundraisingvolumen deutscher Beteiligungsgesellschaften von 2004–2009.....	87

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Strukturvergleich der Stichprobe mit der BVK-Grundgesamtheit.....	86
Tabelle 2: Häufigkeiten nach Art und Finanzierungsphase der Gesellschaften	87
Tabelle 3: Häufigkeiten nach Art und Größenklasse der Gesellschaften	87
Tabelle 4: Häufigkeiten nach Finanzierungsphase und Größenklasse der Gesellschaften.....	87

Abkürzungsverzeichnis

BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity and Venture Capital Association e.V.
CVC	Corporate-Venture-Capital-Gesellschaft
IBO	Institutional Buyout
IPO	Initial Public Offering
LBO	Leveraged Buyout
MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaft
MBI	Management Buy-In
MBO	Management Buyout
NAV	Net asset value
n	Anzahl der Beobachtungen einer Kategorie
PE	Private Equity
VC	Venture Capital

Beteiligungsmarkt nach der Krise: Optimistischer Ausblick aber Angebotslücke beim Wachstumskapital wird größer

Hauptergebnisse

Ziel dieser an eine Vorgängerstudie aus dem Jahr 2005 angelehnten Befragung der Teilnehmer des formellen Beteiligungsmarktes ist es, sowohl die aktuellen Gegebenheiten auf dem deutschen Beteiligungsmarkt, als auch die Veränderungen im Hinblick auf Finanzierungsmuster, Anbieterstrukturen, Marktlücken und Förderbedarf zu analysieren und darzustellen. Dabei konnten im betrachteten Zeitraum von 2007–2009 folgende Hauptergebnisse ermittelt werden:

- Der bereits in der Vorgängerstudie identifizierte Trend einer zunehmenden Spezialisierung der Beteiligungsgesellschaften auf bestimmte Finanzierungsphasen und Branchen lässt sich erneut diagnostizieren. Bei Spätphasenfinanzierungen sind die durchschnittliche Investitionssumme und Fondsgrößen zudem deutlich gewachsen. Die Struktur der Refinanzierungsquellen ist mit wenigen Ausnahmen unverändert geblieben. Die anhaltende Spezialisierung der Beteiligungsgesellschaften ist ein Zeichen dafür, dass sich der deutsche Beteiligungsmarkt noch immer in der Reifungsphase befindet.
 - In den Jahren 2007–2009 kam es zu einer kräftigen Verschiebung des Marktes weg von Gesellschaften ohne Spezialisierung, hin zur Spätphase. So lag der Anteil der Spätphasenfinanzierer im Jahr 2009 um etwa 9 Prozentpunkte höher als noch in der Vorgängerstudie. Diese Entwicklung spricht für einen anhaltenden Spezialisierungstrend auf dem deutschen Beteiligungsmarkt, welcher sich bereits in der Vorerhebung über verschiedene Bereiche hinweg erkennen ließ.
 - Ebenso kam es zu einem Anstieg der durchschnittlichen Investitionssummen der Spätphasengesellschaften, die verstärkt in größere, bereits etablierte Unternehmen investiert haben. Korrespondierend mit der Verschiebung hin zur Spätphase und dem Anstieg der Investitionssummen, kam es auch zu einem deutlichen Anstieg der durchschnittlichen Fondsgrößen. So hat der Anteil der Beteiligungsgesellschaften mit einem Fondsvolumen über 100 Mio. EUR von 36 auf 44 % deutlich zugenommen. Dieser Bedeutungsgewinn großer Gesellschaften lässt sich vor allem durch die guten Fundraisingbedingungen der Jahre 2005–2008 erklären. Der anteilige Rückgang der Kleinfonds lässt die Vermutung zu, dass diese Gesellschaften Schwierigkeiten haben sich auf dem Beteiligungsmarkt zu behaupten, da sie oft nur eine geringe Diversifizierung zulassen.

- Die Rolle von Banken als Refinanzierungsquelle hat sich kaum verändert. Ihnen kommt mit 10 % eine niedrige bis mittlere Bedeutung zu. Die Bedeutung der Pensionsfonds ist dagegen im Vergleich zur Vorgängerstudie stark (um die Hälfte) zurückgegangen. Diese Entwicklung geht auf das Verhalten von Pensionsfonds zurück, die ihre Investitionen in den vergangenen Jahren eher indirekt über Dachfonds tätigten, als selbst direkt zu investieren. Der öffentliche Sektor hat im Durchschnitt mit etwa 23 % einen unverändert hohen Anteil als Refinanzierungsquelle. Es ist allerdings eine starke Verschiebung der relativen Bedeutung des öffentlichen Sektors als Refinanzierungsquelle von der Spät- hin zur Frühphase festzustellen. Dies ist ein Indiz dafür, dass die öffentliche Förderung erheblich zur Marktstabilisierung in der Krise insbesondere im Seed- und Start-up-Bereich beigetragen hat.
- Die Finanzkrise hat sich gravierend auf die Entwicklung des Dealflows, auf die Struktur der Exitkanäle, auf Finanzierungsformen und die Betreuung von Investments ausgewirkt.
 - Im Vergleich zur Vorgängerstudie ging die mittlere Anzahl der Finanzierungsanfragen pro Beteiligungsgesellschaft um rund 17 % auf 223 pro Jahr zurück. Dies ist kein neuer Trend. Er hält vielmehr bereits seit dem Jahr 2001 an. Mit 6 % führt ein unveränderter Anteil aller Finanzierungsanfragen zu einem Finanzierungsabschluss. Allerdings hebt sich die Frühphase davon ab. Von einer im Vergleich zum Jahr 2004 um 8 % höheren mittleren Anzahl an Finanzierungsanfragen bei Wagniskapitalgebern, stieg der Anteil der Anfragen, die zu einer Investition führten von 1,1 % auf 3,7 % an. Insgesamt kann beobachtet werden, dass die Zielunternehmen „wählerischer“ geworden sind. So kam es häufiger zum Scheitern eines Abschlusses, beispielsweise weil sich die Vertragsparteien nicht einigen konnten.
 - Dem eigenen Netzwerk der Beteiligungsgesellschaften kommt bei der Akquirierung des Dealflows eine hohe Bedeutung zu. Aus dem eigenen Netzwerk stammen der höchste Anteil von Investitionsmöglichkeiten und ein noch höherer Anteil abgeschlossener Deals. Der Aufbau und die Pflege eines eigenen Netzwerkes sind daher essenziell für den Erfolg einer Beteiligungsgesellschaft.
 - Im Vergleich zu den Vorgängerstudien ist zu erkennen, dass die Erwartungen an die Rendite potenzieller Deals sowie weitere Anforderungen an Zielunternehmen wie ein Mindestumsatz tendenziell nach unten korrigiert wurden. So ging der Anteil von Gesellschaften mit einer erwarteten Mindestbruttorendite von 30 % und mehr deutlich zurück. Darüber hinaus scheinen Unterschiede zwischen Renditeerwartungen der Früh- und Spätphase zu verschwinden. Es ist zu vermuten, dass der durch einen rückläufigen Dealflow höhere Wettbewerb sowie der durch die starke Zunahme der

- Fondsvolumen erzeugte hohe Anlagedruck dazu führen, dass nun auch Investitionen mit geringeren Renditeaussichten akzeptiert werden.
- Beteiligungsgesellschaften, insbesondere die unabhängigen, üben häufiger einen aktiven Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen aus. Sie versuchen damit, die teilweise in existenziellen Druck geratenen Unternehmen proaktiv durch die Krise zu führen. Der gestiegene Anteil von Turnaround-Investitionen ist als ein weiterer Grund für die stärkere Einflussnahme zu nennen.
 - Wie zu erwarten war, ist der Anteil von Totalverlusten an den getätigten Exits des Jahres 2009 im Vergleich zum Jahr 2007 als Folge der Krise stark angestiegen. Im Gegensatz zur Vorgängerstudie waren davon nicht nur Frühphaseninvestoren betroffen, sondern verstärkt auch Beteiligungsgeber der vermeintlich risikoärmeren Spätphase. Die Branche steht daher vor der Herausforderung, die Hinterlassenschaften der Krise zu bewältigen.
- Unverändert hohe Angebotslücken in der Früh- und Wachstumsphase.
 - Dauerhafte Angebotslücken können nach wie vor in der Frühphase – sowohl bei Seed- als auch bei Start-up-Finanzierung – sowie bei Wachstumsfinanzierungen diagnostiziert werden. Hinzu kamen Angebotslücken bei Turnaround-Finanzierungen, die vermutlich auf die Finanzkrise zurückzuführen sind.
 - Öffentliche Förderprogramme werden von 36 % der renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften genutzt. Insbesondere Wagniskapitalgeber (77 %) nehmen das Förderangebot in Anspruch. Die Risikoentlastung (Haftungsfreistellung) ist der wichtigste Förderaspekt. Vor allem für Wagniskapitalgeber sind jedoch auch Co-Investments in einzelne Unternehmen von Bedeutung.
 - Insgesamt wurde der deutsche Beteiligungsmarkt stark durch die Auswirkungen sowohl der Boomphase als auch der nachfolgenden Finanzkrise geprägt. Dessen ungeachtet zeigt sich in allen Segmenten eine zunehmende Reifung der Branche: Über die Hälfte der deutschen Beteiligungsgesellschaften kann mittlerweile auf eine mehr als zehnjährige Erfahrung zurückgreifen. Festzustellen ist zudem eine Annäherung an den angelsächsischen Markt: So haben Corporates (Banken, Versicherungen und Industrieunternehmen) zu Gunsten von Investment-Professionals und sonstigen Privatpersonen als Eigentümer an Bedeutung verloren. Öffentliche Träger sind im Vergleich zur Vorgängerstudie in der Frühphase häufiger anzutreffen. Die mittelfristigen Herausforderungen liegen in der Bewältigung der Krisenfolgen sowie der Erzielung einer nachhaltigen Wertsteigerung im operativen Geschäft.

1. Einführung

Der deutsche Beteiligungsmarkt hat seine Ursprünge bereits in den 1960er-Jahren, als man in Zeiten des Aufschwungs nach neuen Finanzierungsformen für das Wachstum deutscher Unternehmen suchte. Erst in den 1990er-Jahren fand Beteiligungskapital in Deutschland als Finanzierungsquelle Anerkennung. Somit war die deutsche Beteiligungsbranche im internationalen Vergleich ein Nachzügler. Die USA oder Großbritannien waren bereits zehn oder mehr Jahre voraus.¹

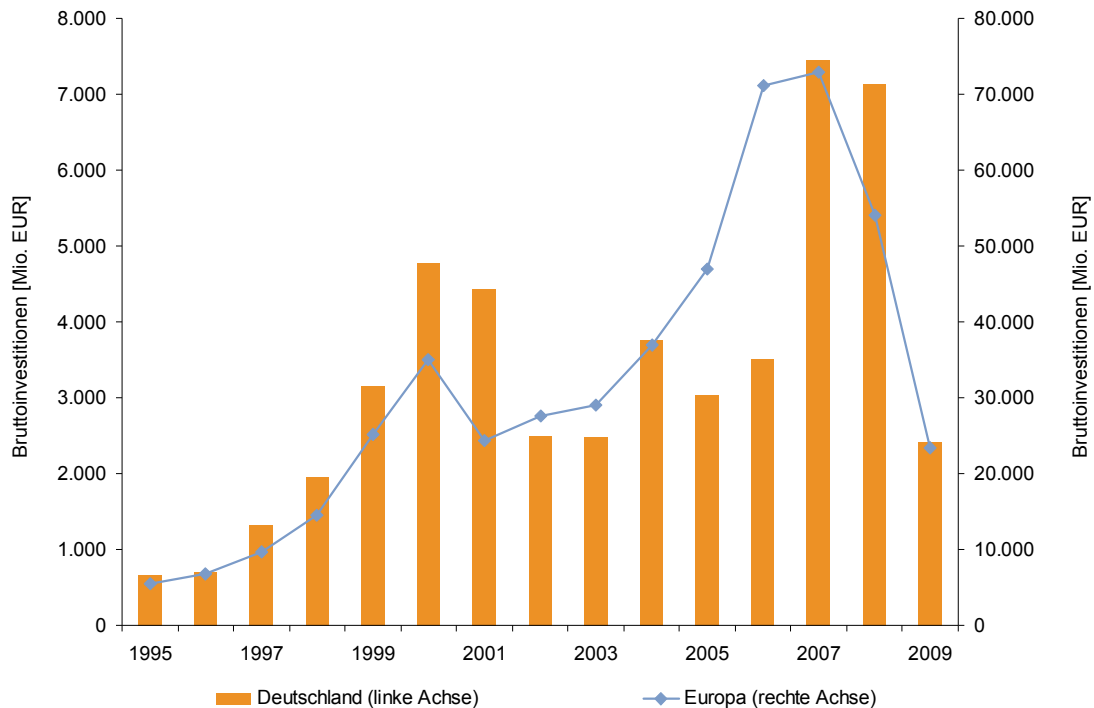
Erst Mitte der 1990er-Jahre erlebte der deutsche Markt für privates Eigenkapital (Private Equity) seinen ersten Boom. Rund zehn Jahre später gehörte er zu einem der wichtigsten Märkte für außerbörsliches Beteiligungskapital in Europa. Da Private-Equity-Gesellschaften (neben Privatinvestoren und Business Angels) oftmals die einzigen Finanzierungsquellen für neue innovative Unternehmen sind, kommt außerbörslichem Beteiligungskapital eine entscheidende Rolle für die Innovationskraft und die wirtschaftliche Entwicklung einer Volkswirtschaft zu.

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

Drei Jahre später führte die KfW Bankengruppe zusammen mit dem KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance an der Technischen Universität München erneut eine Befragung der deutschen Beteiligungsgesellschaften durch. Auf Basis der Befragung wurde untersucht, wie sich der deutsche Beteiligungskapitalmarkt in den Jahren 2002–2004 entwickelte. Diese Nachfolgestudie zeigte, dass es trotz erfolgreicher Konsolidierungstendenzen und einem

¹ Vgl. Frommann und Dahmann (2005): Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft, S. 12ff.

spürbaren Reifungsprozess auf dem deutschen Beteiligungsmarkt, noch immer anhaltende Defizite, vor allem im Frühphasensegment gab.



Quelle: EVCA Yearbook 2008–2010.

Grafik 1: Entwicklung des Beteiligungskapitalmarktes in Deutschland und Europa 1995–2009

In den Jahren nach 2004 erlebte die globale Beteiligungskapitalindustrie eine beispiellose Erfolgsperiode. Unterstützt durch einen historisch einfachen Zugang zum Kreditmarkt, stiegen auch in Deutschland die Bruttoinvestitionen in den Jahren 2007 und 2008 auf eine noch nie zuvor erreichte Höhe (vgl. Grafik 1). Ein Jahr später hingegen zeigt sich, bedingt durch die Auswirkungen der Finanzkrise, ein starker Einbruch der Bruttoinvestitionen. Beim Einwerben von Investorengeldern (Fundraising) zeichnete sich eine ähnliche Entwicklung ab. Während das Fundraising im Jahr 2007 mit einer Höhe von 5.662 Mio. EUR den höchsten Betrag in der Geschichte des deutschen Beteiligungsmarktes erreichte, sank das Volumen im Jahr 2009 auf 1.242 Mio. EUR (vgl. Grafik 43).

Aufgrund der starken Volatilität des deutschen Beteiligungsmarktes in den Jahren 2007–2009 wurde von der KfW Bankengruppe, abermals in Kooperation mit dem KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance an der Technischen Universität München und mit Unterstützung des BVK, im Jahr 2010 die vorliegende Studie durchgeführt. Ziel dieser Studie ist es aufzuzeigen, inwieweit sich Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf in den Jahren 2007–2009 verändert haben. Die Studie basiert auf einem Fragebogen, der sich an den Inhalten der Vorgängerstudie orientiert. Es wurden jedoch auch

neue Themen und weiterführende Fragen in Angriff genommen. Insbesondere wurde bei der Fragestellung darauf geachtet, die Auswirkungen der Finanzkrise auf den deutschen Beteiligungsmarkt explizit analysieren zu können. Sofern möglich und angemessen, nimmt die vorliegende Studie Bezug auf die Ergebnisse der Vorgängerstudie. Die Bezugnahme erfolgt im weiteren Verlauf durch den expliziten Hinweis auf die Vorgängerstudie bzw. die Vorerhebung, einem Vergleich mit dem Jahr 2005 (in welchem die Erhebung durchgeführt wurde) oder einem Vergleich mit Werten des Jahres 2004 (auf das sich einige Fragen der Vorerhebung explizit beziehen). Analog erfolgt auch eine Bezugnahme auf die erste Studie, also auf die „Vorgängerstudie aus dem Jahr 2003“, deren Auswertungen ggf. auf Werten des Jahres 2002 basieren.

2. Befragte Beteiligungsgesellschaften

2.1 Klassifizierung der Beteiligungsgeber

Hinsichtlich ihrer **Art** lassen sich die befragten Beteiligungsgesellschaften in vier Typen unterscheiden (vgl. Grafik 2). Der numerisch bedeutendste unter ihnen sind unabhängige Beteiligungsgesellschaften, welche 65 % aller befragten Gesellschaften ausmachen. Die zweitgrößte Gruppe sind Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften (CVCs). CVCs befinden sich zu einem wesentlichen Teil im Eigentum eines Unternehmens. Auf CVCs entfällt ein Anteil von 13 %. Die restlichen 21 % verteilen sich auf Gesellschaften, die öffentlich gefördert sind. Solche „förderorientierten Beteiligungsgesellschaften“ gliedern sich in Mittelständische Beteiligungsgesellschaften (MBGen) und andere öffentlich geförderte Beteiligungsgesellschaften². Als sonstige Förderinstitutionen gelten alle Beteiligungsgesellschaften mit Bundes- oder Länderbeteiligung, die keine MBGen sind, wie beispielsweise der High-Tech Gründerfonds oder die KfW Bankengruppe.

Die mit dieser Stichprobe realisierten Anteile von Gesellschaftsarten spiegeln die Struktur der BVK-Grundgesamtheit gut wider. Einzig CVCs sind leicht unterrepräsentiert, während MBGen und andere öffentliche Förderinstitutionen aufgrund ihrer hohen Antwortquote stärker vertreten sind, als unter den BVK-Mitgliedern insgesamt.³

Nur eine der antwortenden CVC-Gesellschaften fokussiert sich auf sowohl strategische als auch finanzielle Ziele und ist damit eine CVC-Gesellschaft im engeren Sinn. Bei CVCs im engeren Sinn handelt es sich in der Regel um Tochtergesellschaften großer (Industrie-) Unternehmen, deren Ziel nicht nur eine angemessene Rendite, sondern auch die Schaffung von Synergien mit dem Unternehmen und die Verwirklichung innovativer Ideen ist.⁴ Dem gegenüber stehen CVCs, die ausschließlich finanzielle Ziele verfolgen. Zu solchen CVCs „im weiteren Sinn“ zählen insbesondere Tochtergesellschaften von Sparkassen und Landesbanken. Im Folgenden werden CVCs und unabhängige Beteiligungsgesellschaften auch unter der Bezeichnung „renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften“ zusammengefasst.

Im Vergleich zur Vorgängerstudie fällt auf, dass der Anteil unabhängiger Beteiligungsgesellschaften in der Stichprobe stark angestiegen ist (von 54 auf 65 %), während der Anteil von CVCs stark zurückgegangen ist (von 22 auf 13 %). Der Anteil von MBGen ist leicht gefallen

² Aus Vereinfachungsgründen wird in den folgenden Kapiteln auch synonym der Begriff „sonstige Förderinstitution“ verwendet.

³ Zur Struktur der Stichprobe vgl. Abschnitt 9: Methodologie und Angabe zur Stichprobe.

⁴ Vgl. Definition zu Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften u. a. laut BVK Homepage.

(von 15 auf 12 %) und sonstige Förderinstitutionen stellen einen gleich gebliebenen Anteil von 9 % der Befragungsteilnehmer. Die neuen Anteile ergeben im Gegensatz dazu ein Muster, das der Struktur der Vorgängerstudie aus dem Jahr 2003 ähnlich ist. Es scheint somit wieder zu einer Trendumkehr gekommen zu sein.⁵ Diese relativen Veränderungen in der Stichprobe sind, betrachtet man die Strukturtafel der BVK-Grundgesamtheit, vor allem auf Marktverschiebungen zurückzuführen. So haben auch in der Grundgesamtheit des BVK CVCs an Bedeutung verloren, während der Anteil unabhängiger Beteiligungsgesellschaften gestiegen ist.

Als zweites Unterscheidungsmerkmal dient der **Investitionsschwerpunkt** bezogen auf Finanzierungsphasen (vgl. Grafik 2). Als Frühphasenfinanzierer werden jene Gesellschaften betrachtet, die im Zeitraum von 2007–2009 mehr als 70 % ihres Investitionsvolumens in Seed- oder Start-up-Finanzierungen investierten. Gesellschaften, die mit über 70 % ihres Investitionsvolumens Wachstum, Buyouts oder öffentlich gelistete Unternehmen finanzierten, wird demgegenüber ein Spätphasenfokus unterstellt. Nach dieser Definition sind 22 % der antwortenden Gesellschaften Frühphasenfinanzierer und 51 % Spätphasenfinanzierer, während 28 % keiner Spezialisierung zuzuordnen sind. Zur letzten Gruppe gehören Gesellschaften, die beide Marktsegmente bedienen. Es sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass die Darstellung hier ungewichtet erfolgt. Bei einer Gewichtung nach Volumen würde es zu einer Verschiebung zu Gunsten des Anteils der Spätphasenfinanzierer kommen.⁶

In Bezug auf die Struktur der Investitionsschwerpunkte sind im Vergleich zur Vorgängerstudie deutliche Abweichungen erkennbar. Der Anteil der Spätphasenfinanzierer lag im Jahr 2005 noch bei 42 % und ist somit um knapp neun Prozentpunkte angestiegen. Der Anteil der Frühphasengesellschaften ist hingegen nahezu unverändert geblieben. Entsprechend hat sich vor allem der Anteil von Gesellschaften, bei denen keine bestimmte Phasenfokussierung ersichtlich ist, von 37 auf 28 % deutlich reduziert. In Bezug auf Finanzierungsphasen scheint es somit weiterhin eine zunehmende Spezialisierungstendenz zu geben. Diese Entwicklung konnte bereits in der Vorerhebung auf verschiedenen Ebenen festgestellt werden. Die anhaltende Spezialisierungstendenz auf einzelne Marktsegmente kann verschiedene Gründe haben. Beispielsweise könnten sich viele Beteiligungsgesellschaften verstärkt bei

⁵ In der letzten Studie kam es im Vergleich zur Vorgängerstudie aus dem Jahr 2003 zu einem relativen Anstieg des Anteils der CVCs und einem simultanen Rückgang des Anteils der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften. Eben diese Veränderungen haben sich aber in der vorliegenden Untersuchung wieder umgekehrt.

⁶ Strukturtafel 4 im Abschnitt 9.1 zeigt, dass Spätphasengesellschaften öfter höhere Fondsvolumen besitzen als Gesellschaften, die in der Frühphase aktiv sind. Bei gewichteter Darstellung würde die Spätphase also anteilig an Bedeutung gewinnen. Um eine hohe Aussagekraft der vorliegenden Studie zu gewährleisten, wurden mit einer Ausnahme die nicht gewichteten Werte verwendet.

Finanzierungsanlässen wie Buyouts engagiert haben. Bei Buyouts werden oft Leverage-Finanzierungen eingesetzt, die angesichts günstiger Finanzierungsbedingungen vor der Finanzkrise besonders renditeträchtig waren. Auch könnte die Reifung des Beteiligungsmarktes eine Rolle spielen, in deren Folge Beteiligungsgesellschaften phasenspezifische Kernkompetenzen ausbildeten und damit entsprechend fokussiert investierten. Zudem sollte an dieser Stelle berücksichtigt werden, dass sich die durchschnittlichen Investitionssummen pro Transaktion seit der Vorgängerstudie unterschiedlich entwickelt haben. So haben sich die mittleren Dealgrößen im Spätphasensegment teils deutlich erhöht, während sich die durchschnittlichen Investitionssummen im Bereich der Frühphase sogar leicht reduziert haben.⁷ Als Folge dieser Entwicklung können Beteiligungsgesellschaften, bei denen in der Vorerhebung noch kein Phasenfokus zu erkennen war, jetzt deswegen einen Spätphasenfokus ausweisen, weil der Volumenanteil der getätigten Investitionen in der Spätphase gestiegen ist, ohne dass ein größerer Anteil an Unternehmen der Spätphase finanziert wurde.

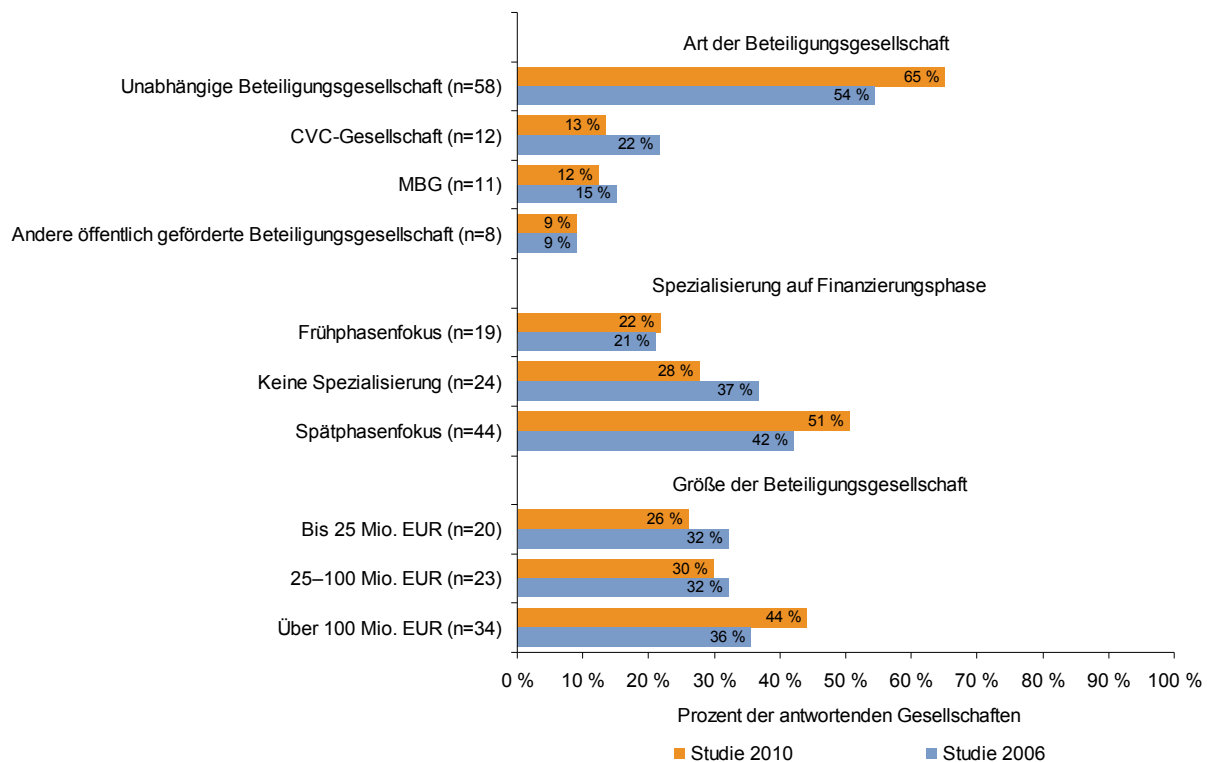
Des Weiteren lassen sich die Gesellschaften anhand des Volumens ihrer verwalteten Mittel klassifizieren. Das Volumen der verwalteten Mittel einer Beteiligungsgesellschaft, also investierte und noch nicht investierte Mittel in Summe, wird in dieser Studie als **Fondsgröße** oder **Fondsvolumen** bezeichnet. Die Fondsgröße bezieht sich somit nicht auf Einzelfonds einer Beteiligungsgesellschaft. Dies gilt auch in Bezug auf Portfolioangaben, die sich stets auf das Gesamtportfolio der Beteiligungsgesellschaften beziehen und nicht auf Portfolien von Einzelfonds. Entfielen in der Vorgängerstudie auf die definierten Größenklassen „bis 25 Mio. EUR“, „25–100 Mio. EUR“ und „über 100 Mio. EUR“ noch etwa gleich hohe Anteile, zeigen sich für das Jahr 2009 mit zunehmender Fondsgröße höhere Anteile. Dabei haben die Gesellschaften mit einem Fondsvolumen größer 100 Mio. EUR⁸ stark an Bedeutung gewonnen (von 36 auf 44 %). Die Bedeutung von Beteiligungskapitalgebern mit einer Fondsgröße kleiner 25 Mio. EUR hat hingegen abgenommen (von 32 auf 26 %). Der Bedeutungszuwachs großer Gesellschaften muss im Zusammenhang mit den guten Fundraising-Bedingungen gesehen werden, die Beteiligungsgesellschaften in den Jahren 2005–2008 national wie international gegeben waren.⁹ So nahm alleine das Volumen der im Jahr 2005 eingeworbenen Mittel im Vergleich zum Vorjahr um 45 % zu. Im Jahr 2006 stagnierte das Fundraising deutscher Gesellschaften, die dann im Jahr 2007 nach einer weiteren Verdoppelung des Volumens neu

⁷ BVK Jahresstatistiken 2002-2009.

⁸ Die Grenzwerte der Größenklassen zählen jeweils zur kleineren Größenklassen.

⁹ Vgl. Grafik 43: Fundraising-Volumen deutscher Beteiligungsgesellschaften.

eingesammelter Investorengelder allerdings den höchsten Fundraising-Betrag ihrer Geschichte verzeichnen konnten.¹⁰



Lesebeispiel: Bei 51 % aller antwortenden Gesellschaften im Jahr 2010 handelt es sich um Spätphasenfinanzierer. (Über 70 % des Investitionsvolumens dieser Gesellschaften entfiel in den Jahren 2007–2009 also auf Spätphasendeals.)

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

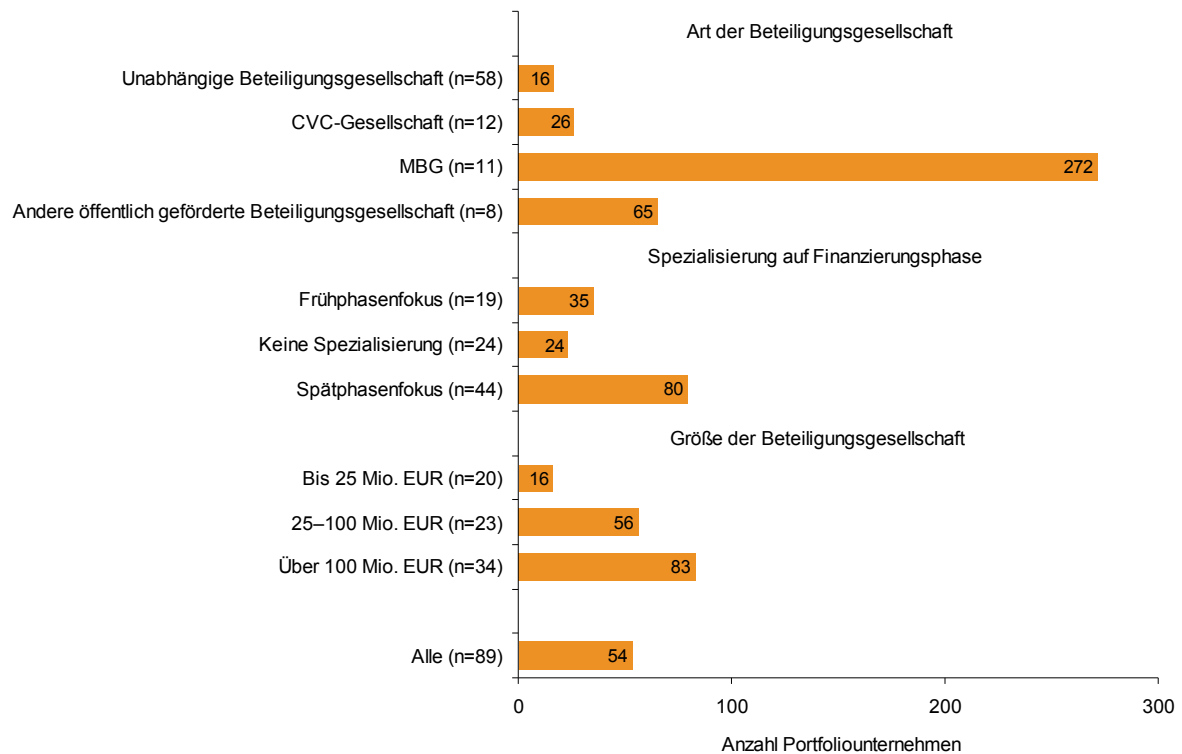
Die strukturellen Verschiebungen des Beteiligungskapitalmarkts sowohl hin zur Spätphase als auch hin zu größeren Gesellschaften hängen direkt zusammen: Angesichts der deutlich größeren Transaktionsvolumina bedürfen Spätphasenfinanzierer einer wesentlich größeren Finanzkraft als Frühphasenfinanzierer, um am Markt auf Dauer bestehen zu können. Entsprechend handelt es sich bei einem Großteil der befragten Spätphasenfinanzierer um Gesellschaften mit einem Fondsvolumen von mindestens 100 Mio. EUR.¹¹ Dieser Befund gilt nicht nur für Deutschland, sondern auch für andere europäische Beteiligungskapitalmärkte.¹²

¹⁰ Das Fundraising-Volumen betrug im Jahr 2007 5.662,3 Mio. EUR. Dieser Wert konnte nominal, also ohne Berücksichtigung der Inflation, nicht einmal im Spitzenjahr 2000 vor dem Platzen der New-Economy-Blase erreicht werden (5.164,2 Mio. EUR). Vgl. BVK Jahresstatistik 2009.

¹¹ Vgl. Abschnitt 9.1 – Tabellen 1 bis 4.

¹² Vgl. Dyson (2010): Ingenious Britain – Making the UK the leading high tech exporter in Europe, S. 44.

2.2 Anzahl Portfoliounternehmen und durchschnittliche Investitionssumme



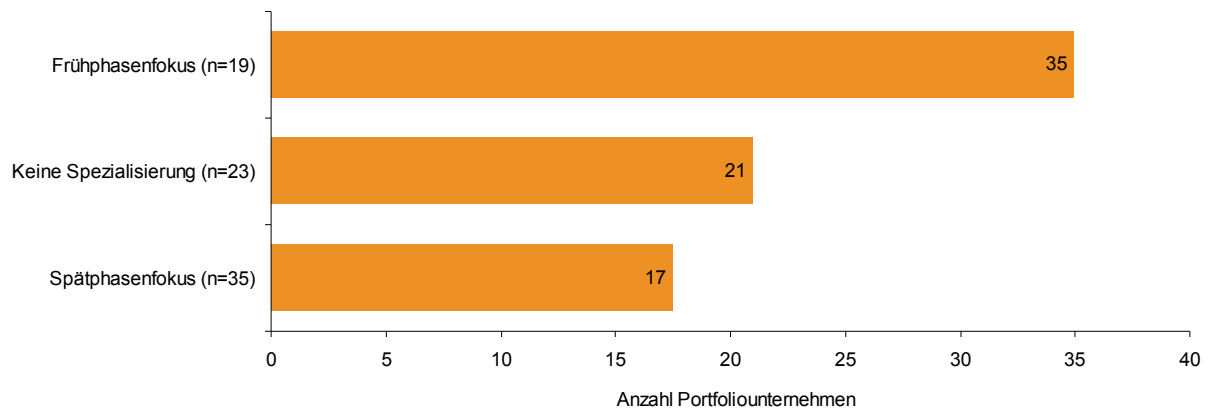
Lesebeispiel: Die antwortenden Frühphasenfinanzierer hielten Ende des Jahres 2009 durchschnittlich 35 Unternehmen in ihrem Portfolio.

Grafik 3: Durchschnittliche Anzahl an Portfoliounternehmen einer Gesellschaft

Neben der Klassifizierung in Bezug auf die Fondsgröße kann die Größe einer Gesellschaft auch über deren Anzahl an Portfoliounternehmen gemessen werden. Grafik 3 zeigt, dass Ende des Jahres 2009 die durchschnittliche Anzahl an bestehenden Beteiligungen bei insgesamt 54 lag. Sie hat sich damit im Vergleich zur Vorerhebung kaum geändert.

Mit Blick auf die einzelnen Gesellschaftstypen fällt im Vergleich zur Vorgängerstudie jedoch auf, dass die durchschnittliche Anzahl an Portfoliounternehmen sowohl der MBGen (von 220 auf 272)¹³ als auch der sonstigen Förderinstitutionen (von 41 auf 65) und der CVCs (von 18 auf 26) gestiegen ist. Die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften halten Ende des Jahres 2009 dagegen mit 20 Portfoliounternehmen im Mittel vier Beteiligungen weniger in ihrem Portfolio als noch Ende des Jahres 2004. Daraus lässt sich ableiten, dass die Bedeutung der förderorientierten Beteiligungsgesellschaften – möglicherweise infolge des antizyklischen Verhaltens dieser Gesellschaften während den Krisenjahren – für den gesamten Beteiligungskapitalmarkt gewachsen ist.

¹³ Die hohe mittlere Anzahl an Unternehmen im Portfoliobestand der MBGen ist auf deren Geschäftsmodell zurückzuführen. MBGen gehen traditionell Minderheitsbeteiligungen an einer großen Anzahl an mittelständische Unternehmen der Spätphase ein.



Lesebeispiel: Ende des Jahres 2009 hielten die antwortenden Spätphasengesellschaften exklusive der MBGen im Durchschnitt 17 Unternehmen in ihrem Portfolio.

Grafik 4: Durchschnittliche Anzahl an Portfoliounternehmen einer Gesellschaft (ohne MBGen)

Auf den ersten Blick (Grafik 3) scheint es, dass die Spätphasengesellschaften Ende des Jahres 2009 im Mittel mehr als die doppelte Anzahl an Engagements als Frühphasenfinanzierer hielten. Dies ist mit dem Spätphasenfokus der MBGen zu begründen.¹⁴ Die in der Spätphase gefundene Struktur wird nicht nur hier, sondern auch in einigen anderen der folgenden Auswertungen durch die Angaben der MBGen deutlich beeinflusst. Aufgrund dessen wird bei Bedarf gesondert auf die Struktur in der Spätphase ohne Berücksichtigung der MBGen eingegangen.

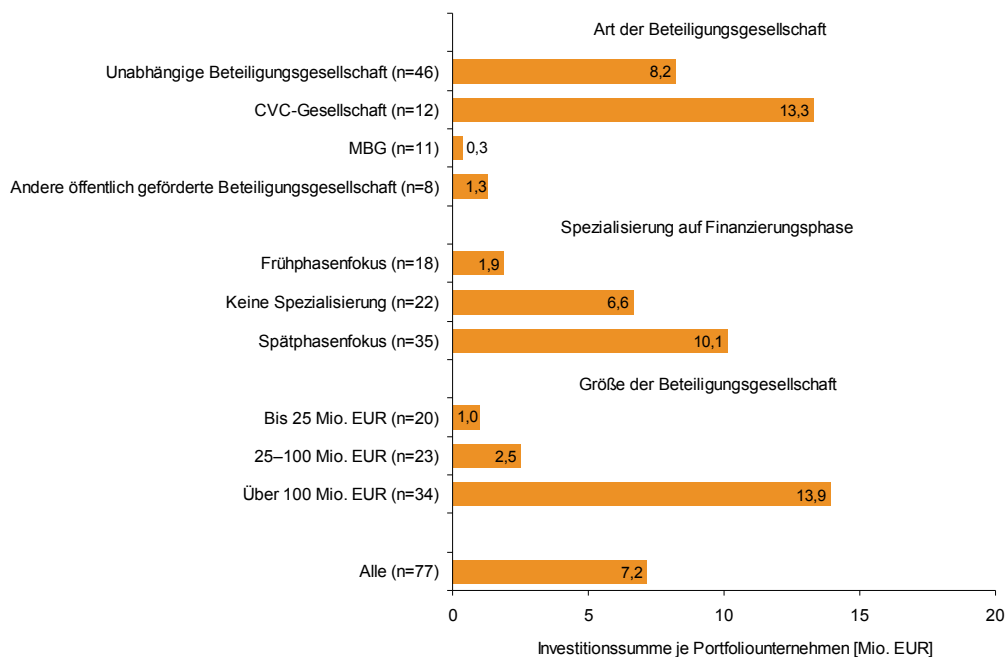
Betrachtet man die Finanzierungsphasen exklusive der MBGen (vgl. Grafik 4), lässt sich Entgegengesetztes feststellen: Das mittlere Portfolio der Frühphasenfinanzierer war mit einer Anzahl von 35 Unternehmen Ende 2009 doppelt so groß als bei den Spätphasengesellschaften. Hintergrund dieser Beobachtung könnte die strategische Risikodiversifizierung von Frühphasenfinanzierern sein: Es wird in eine Vielzahl von Unternehmen investiert, um die hohen individuellen Risiken der Einzelinvestments möglichst weit zu streuen. Diese Strategie wird sowohl auf der Ebene des Gesamtportfolios angewandt, als auch auf Portfolioteilbereiche wie bestimmte Sektoren. So kommt es nicht selten vor, dass Frühphasenfinanzierer in mehrere Unternehmen einer aufstrebenden Industrie investieren, um zwar die industriespezifische Chance zu wahren, aber diese nicht an den Erfolg eines einzelnen Unternehmens zu knüpfen.¹⁵ Darüber hinaus steigt dadurch die Chance, in den späteren Marktführer investiert zu haben.

¹⁴ Vergleiche Abschnitt 9.1 – Tabelle 2.

¹⁵ Ein Beispiel für eine solche aufstrebende Industrie des 21. Jahrhunderts ist der Cleantech-Sektor. Aus diesem stammte in den vergangenen Jahren ein relativ großer Teil des Dealflows von Venture-Capital-Gesellschaften, (vgl. BVK 2009).

Interessant ist auch die Struktur der durchschnittlichen Investitionssummen je Portfoliounternehmen, wie sie in Grafik 5 dargestellt ist. Die mittlere Investitionssumme pro Deal hat sich im Vergleich zur Vorgängerstudie insgesamt annähernd verdoppelt. Auch hier zeigen sich wieder die Folgen der guten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen, wie sie in den Vorkrisenjahre gegeben waren: Die prosperierenden Aktienmärkten trieben die Einstiegsbewertungen nach oben, während die hohen Fundraising-Volumen größere Deals ermöglichten. Bei den MBGen entfiel Ende des Jahres 2009 auf ein Portfoliounternehmen im Mittel ein Investitionsvolumen von 300 Tsd. EUR. Dieser relativ kleine Betrag ist Ausdruck ihres Geschäftsmodells. MBGen gehen traditionell Minderheitsbeteiligungen an einer Vielzahl kleinerer mittelständischer Unternehmen der Spätphase ein. Auf ein Portfoliounternehmen der sonstigen Förderinstitutionen entfiel mit 1,3 Mio. EUR ebenfalls ein relativ kleiner Betrag. In Anbetracht der Tatsache, dass die hier antwortenden Fördergesellschaften fast ausschließlich in der Frühphase aktiv sind, in welcher die Dealgrößen deutlich kleiner sind als beispielsweise in der Spätphase, verwundert das nicht.

Dieser Größenunterschied zwischen Früh- und Spätphasenengagements verdeutlicht sich beim Vergleich der durchschnittlichen Investitionssummen nach Finanzierungsphasen. Diese fallen in der Frühphase (1,9 Mio. EUR) deutlich kleiner aus als in der Spätphase (10,1 Mio. EUR, 13,5 Mio. EUR ohne MBGen). Im Vergleich zur Vorgängerstudie hat sich die beobachtete mittlere Investitionssumme in der Spätphase etwa verdoppelt. Ferner zeigt sich ganz klar, dass Gesellschaften mit einem größeren Fondsvolumen im Durchschnitt auch höhere Beträge investieren.

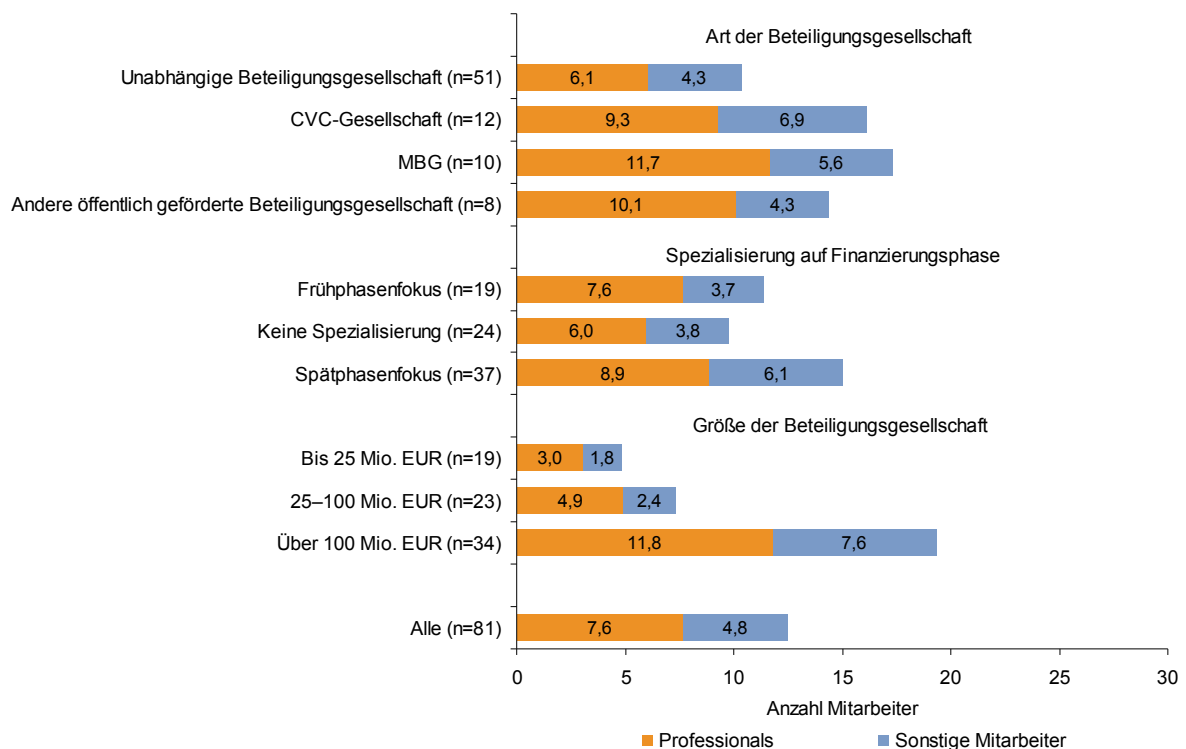


Lesebeispiel: Bei den antwortenden Beteiligungsgesellschaften entfiel Ende des Jahres 2009 auf ein Portfoliounternehmen im Mittel ein Investitionsvolumen von 7,2 Mio. EUR.

Grafik 5: Durchschnittliche Investitionssumme je Portfoliounternehmen

2.3 Mitarbeiter der Gesellschaften

Zum Befragungszeitpunkt beschäftigt eine Beteiligungsgesellschaft im Mittel 7,6 Investment-Professionals und 4,8 sonstige Mitarbeiter (vgl. Grafik 6). Dies sind sehr ähnliche Werte wie in der Vorgängerstudie. Die Entwicklung der Anzahl der Mitarbeiter folgte somit nicht dem starken Wachstum der Fondsvolumen und Investitionssummen. Die einzelnen Gruppen der Beteiligungsgesellschaften haben allerdings unterschiedliche Personalpolitiken verfolgt: Während die mittlere Anzahl an Investment-Professionals der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften zurückging, stieg die Anzahl der Fondsmanager bei den CVCs, MBGen und sonstigen Förderinstitutionen im Durchschnitt um etwa drei Beschäftigte. Die Anzahl der Mitarbeiter bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften wurde offenbar nur selten dem gestiegenen Fondsvolumina angepasst. Dies wird von Branchenkennern bestätigt und kritisiert.¹⁶ Grund dafür, dass die Fondsvolumen deutlich zunahmen, während das Personal kaum aufgestockt wurde, sei eine Gewinnmaximierungsstrategie. In wirtschaftlich schweren Zeiten, in denen jeder Experte zur Betreuung kriselnder Unternehmen gebraucht wird, könnte sich dies rächen.

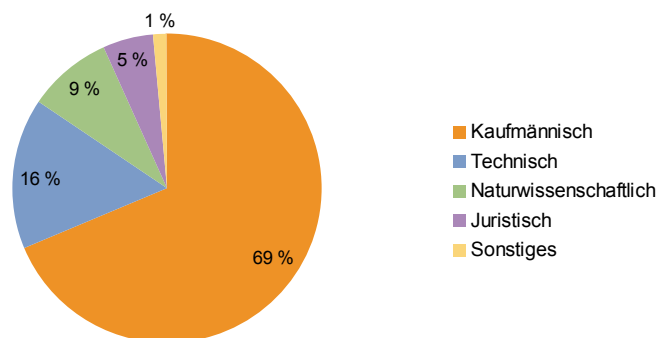


Lesebeispiel: Die antwortenden Beteiligungsgesellschaft beschäftigen zum Zeitpunkt der Befragung mit Mittel 7,6 Investment-Professionals und 4,8 sonstige Mitarbeiter.

Grafik 6: Durchschnittliche Mitarbeiteranzahl

¹⁶ Vgl. Nagel (2009): *Private-Equity wird in die Enge getrieben.*

Grafik 7 und 8 zeigen den Ausbildungs- und den beruflichen Hintergrund der Investment-Professionals. Mit einem Anteil von 69 % hat der Großteil der Fondsmanager eine kaufmännische Ausbildung. Mit einer technischen Ausbildung können 16 % der Fondsmanager aufwarten und jeder Zehnte hat einen naturwissenschaftlichen Ausbildungshintergrund. Auf Fondsmanager mit einer juristischen Ausbildung entfällt noch ein Anteil von 5 %. Andere Fachrichtungen beispielsweise Geistes- oder Sozialwissenschaften sind kaum anzutreffen (1 %).

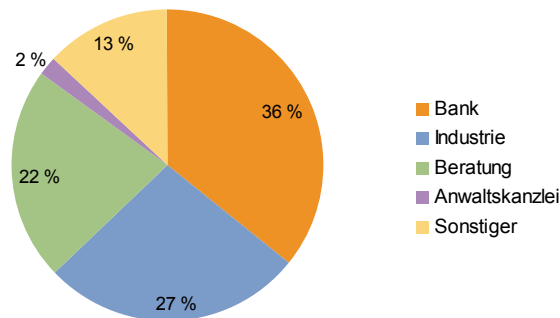


Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung hatten 16 % der Investment-Professionals der antwortenden Gesellschaften einen technischen Ausbildungshintergrund.

Grafik 7: Ausbildungshintergrund der Investment-Professionals

Gut ein Drittel der Investment-Professionals war vor dem Einstieg in die Beteiligungsbranche im Bankensektor tätig. 27 % der Fondsmanager kommen aus der Industrie und 22 % aus der Beratungsbranche. Der Großteil der Fondsmanager kommt somit aus dem Bankensektor. Dies deutet darauf hin, dass der Ausbildungshintergrund von Bankern sowie deren Erfahrungswissen hilfreich für die Tätigkeit als Investment-Professional sein kann. Berater und ehemalige Industriemanager wiederum bringen vor allem wertvolles Wissen im operativen Geschäft mit. Dies kann bei der Positionierung oder der Restrukturierung von Portfoliounternehmen hilfreich sein.

Die durchschnittliche Erfahrung eines Investment-Professionals liegt bei 9,2 Jahren. Dabei haben die Fondsmanager der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften (9,8 Jahre) und der MBGen (8,7 Jahre) im Durchschnitt die größte Erfahrung. Die Investment-Professionals der sonstigen Förderinstitutionen können im Mittel mit 6,9 Jahren Erfahrung aufwarten. Eine Aufteilung nach Größenklassen zeigt, dass die durchschnittliche Erfahrung der Investment-Professionals mit der Größe der Beteiligungsgesellschaften steigt. Hintergrund dürfte sein, dass die Betreuung von größeren Portfoliounternehmen, welche in der Regel auch bei größeren Beteiligungsgesellschaften zu finden sind, überwiegend sehr erfahrene Investment-Professionals übernehmen.

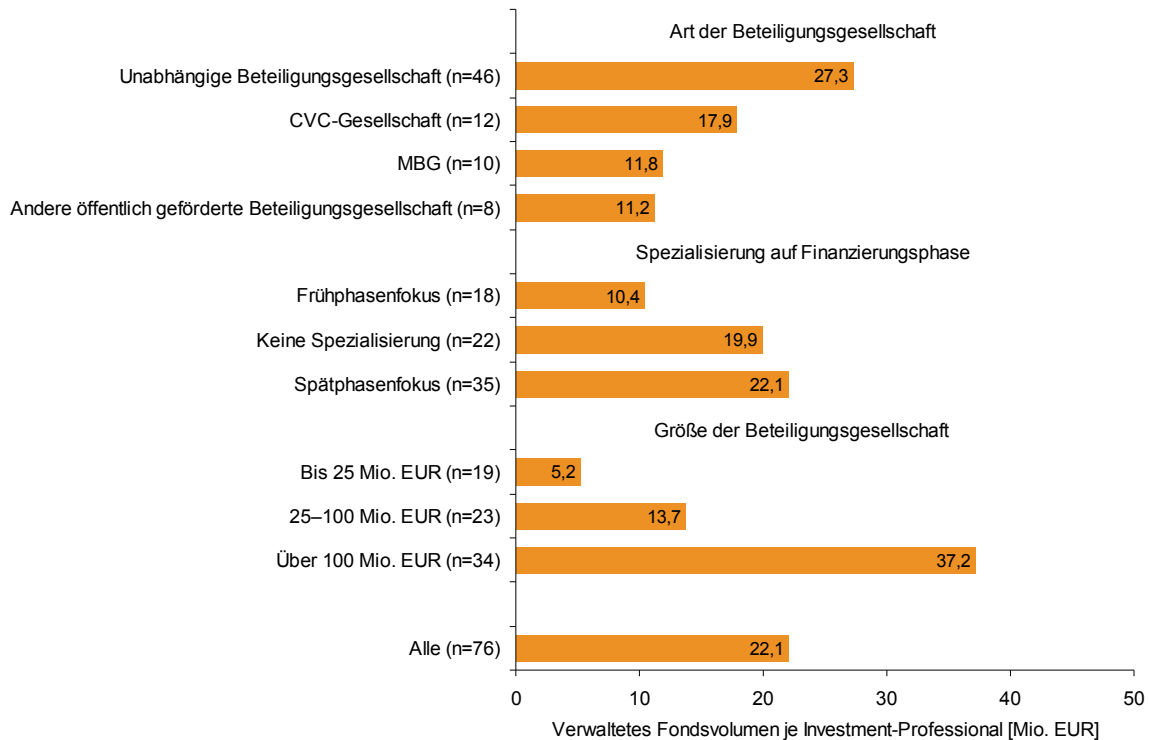


Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung waren 27 % der Investment-Professionals der antwortenden Gesellschaften vor ihrem Einstieg in die Beteiligungsindustrie in der Industrie tätig.

Grafik 8: Beruflicher Hintergrund der Investment-Professionals

Grafik 9 zeigt das durchschnittliche Fondsvolumen pro Investment-Professional. Im Mittel verwaltete ein Investment-Professional Ende 2009 rund 22 Mio. EUR. Insgesamt haben sich die von einem Fondsmanager verwalteten Summen gegenüber Ende 2004 in fast allen Phasen erhöht: Lediglich in der Frühphase kam es zu einem leichten Rückgang (von 11 Mio. EUR auf 10 Mio. EUR), wohingegen das durchschnittliche Fondsvolumen bei den Gesellschaften ohne Spezialisierung deutlich zugenommen hat (von 15 Mio. EUR auf 20 Mio. EUR).

Der Rückgang des mittleren verwalteten Fondsvolumens je Investment-Professional im Frühphasensegment kann damit zusammenhängen, dass der Fundraising-Boom der Vorkrisenjahre zum Großteil an den Wagniskapitalgebern vorbeiging. Es zeigt sich rein rechnerisch, dass das verwaltete Fondsvolumen insgesamt weniger zunahm als die mittlere Anzahl an Fondsmanagern, die sich bei den Wagniskapitalgebern erhöhte. Verwunderlich ist, dass dies auch auf die Spätphasenfinanzierer zuzutreffen scheint. Auch dort blieb das mittlere verwaltete Fondsvolumen pro Investment-Professional auf dem in der Vorgängerstudie gefundenen Niveau. Hier ist allerdings zu berücksichtigen, dass in der Spätphase die MBGen angesiedelt sind. Bei diesen lässt sich im Vergleich zur Vorgängerstudie ein deutlicher Rückgang des je Investment-Professional verwalteten Fondsvolumens erkennen. Dies ist auf zwei Gründe zurückzuführen. Einerseits ist bei den MBGen eine deutliche Zunahme der Anzahl an Investment-Professionals zu verzeichnen. Andererseits hat die Fondsausstattung von MBGen weniger von den guten Fundraising-Bedingungen an den Kapitalmärkten profitiert, da deren Fondsausstattung eher von der Bereitschaft ihrer Träger abhängt, frische Mittel bereitzustellen. Diese beiden Entwicklungen führten zu der deutlichen Absenkung der Relation bei den MBGen und damit auch zur verhaltenen Entwicklung in der Spätphase.



Lesebeispiel: Bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften verwaltete ein Investment-Professional Ende des Jahres 2009 im Mittel 27 Mio. EUR.

Grafik 9: Durchschnittliches Fondsvolumen pro Investment-Professional

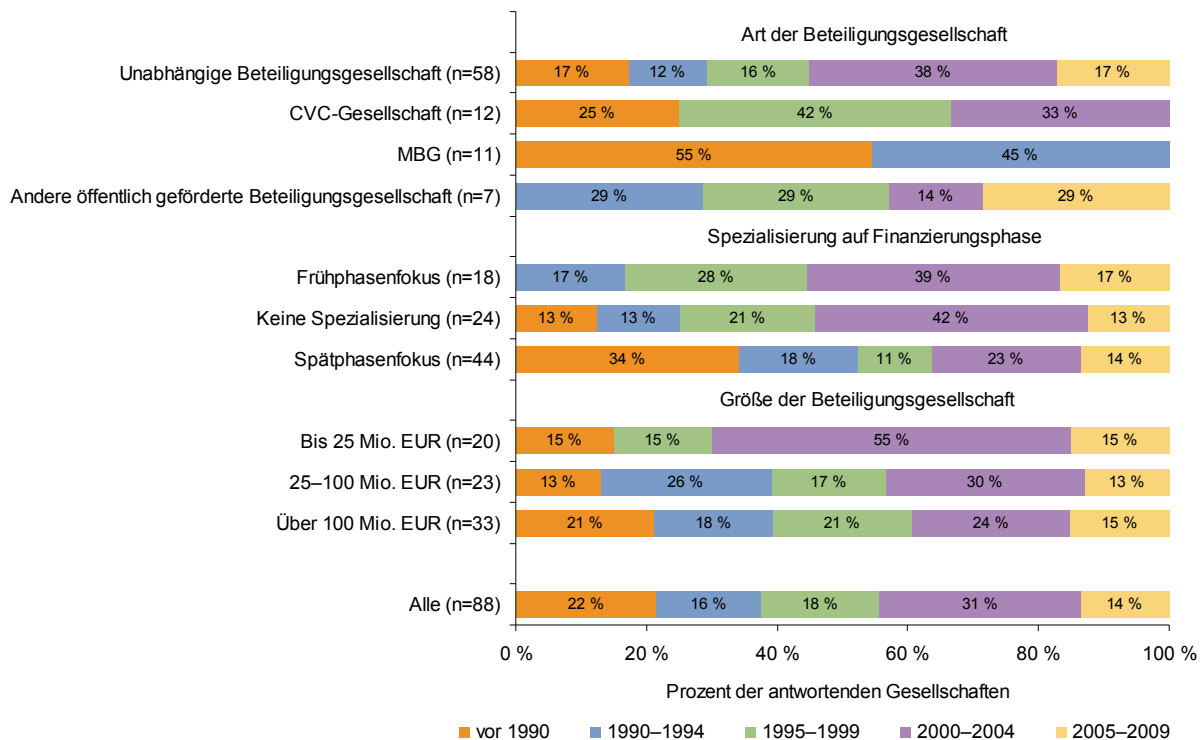
2.4 Alter der Gesellschaften

Der deutsche Beteiligungsmarkt hat seine Ursprünge bereits in den 1960er-Jahren, als man in Zeiten des Aufschwungs nach neuen Finanzierungsformen für das Wachstum deutscher Unternehmen suchte. Allerdings dauerte es bis in die 1990er-Jahre, bis dass Beteiligungskapital in Deutschland als Finanzierungsquelle Anerkennung fand. Somit war die deutsche Beteiligungsbranche im internationalen Vergleich ein Nachzügler. Die USA oder Großbritannien waren bereits zehn oder mehr Jahre voraus.¹⁷

Grafik 10 zeigt, dass mit 56 % über die Hälfte der Gesellschaften vor mehr als zehn Jahren gegründet wurden. In der Vorgängerstudie lag der Anteil dieser älteren Gruppe noch bei 33 %. Dies weist auf eine relativ geringe Unternehmensfluktuation hin. Gesellschaften, die bereits vor fünf Jahren etabliert waren, haben sich entsprechend weiter am Markt gehalten. Der deutsche Beteiligungsmarkt wurde somit insgesamt erfahrener. Augenfällig ist, dass die

¹⁷ Siehe Frommann und Dahmann (2005): Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft, S. 12ff.

MBGen ausnahmslos vor dem Jahr 1995 gegründet wurden. Sie gehören daher zum Gesellschaftstyp mit der im Mittel größten Erfahrung.¹⁸



Lesebeispiel: 22 % der Antwortenden gaben an, dass ihre Beteiligungsgesellschaft vor 1990 gegründet wurde.

Grafik 10: Alter der Beteiligungsgesellschaften

Aufschlussreich ist auch die genauere Untersuchung der in den Jahren 2005–2009 gegründeten Beteiligungsgesellschaften. Es zeigt sich, dass unter den antwortenden Beteiligungsgesellschaften in diesem Zeitraum ausschließlich sonstige Förderinstitutionen und unabhängige Beteiligungsgesellschaften neu entstanden sind. Dabei handelt es sich bei den sonstigen Förderinstitutionen um Frühphasenfinanzierer. Daraus lässt sich schließen, dass diese Gesellschaften mit dem Zweck gegründet wurden, die sich bereits in der Vorerhebung abzeichnenden Lücken in der Frühphase zu füllen (vgl. Abschnitt 5). Zwei Drittel der neu gegründeten unabhängigen Beteiligungsgesellschaften haben hingegen einen Spätphasenfokus.

Wie bereits in Abschnitt 2.1 erläutert wurde, ging der Anteil der CVCs auf dem deutschen Beteiligungsmarkt zurück. Dieser Bedeutungsverlust war nicht nur relativ. So wurden in den Jahren nach 2004 keine weiteren CVCs gegründet. Hintergrund dieser Entwicklung könnte sein, dass CVCs, bedingt durch eine unklare Positionierung zwischen strategischen und finanziellen Zielen, oftmals eine enttäuschende Rendite erwirtschafteten. Eine CVC-Gesell-

¹⁸ Die MBGen haben ihre Wurzeln bereits in den 1970er-Jahren, als die Politik erkannte, dass Eigenkapitaldefizite große Schwachstellen mittelständischer Betriebe sind. Vgl. VC-Magazin 5/2009, S. 44.

schaft kann für ein Industrieunternehmen zum Konfliktherd werden. Dies zu vermeiden, kann daher ein weiterer Grund sein, sich gegen die Einrichtung einer CVC-Gesellschaft zu entscheiden. Beispielsweise kann das Gehaltsniveau, das bei der CVC-Gesellschaft tendenziell höher liegt als beim Mutterunternehmen, Unmut bei der restlichen Belegschaft des Mutterunternehmens erzeugen und damit Motivations- und Anreizprobleme verursachen.¹⁹

Obige Ausführungen haben gezeigt, dass der deutsche Beteiligungsmarkt zunehmend an Erfahrung gewinnt. Wissenschaftliche Studien zeigen, dass der Investitionserfolg entscheidend von der Erfahrung einer Gesellschaft und ihren Investment-Professionals abhängt.²⁰ Dies ist daher als eine positive Entwicklung zu werten. In Bezug auf den Erfahrungshorizont kann der deutsche Beteiligungsmarkt somit allmählich auf Vorreitermärkte wie den USA oder Großbritannien aufschließen.

2.5 Eigentümerstruktur der Gesellschaften

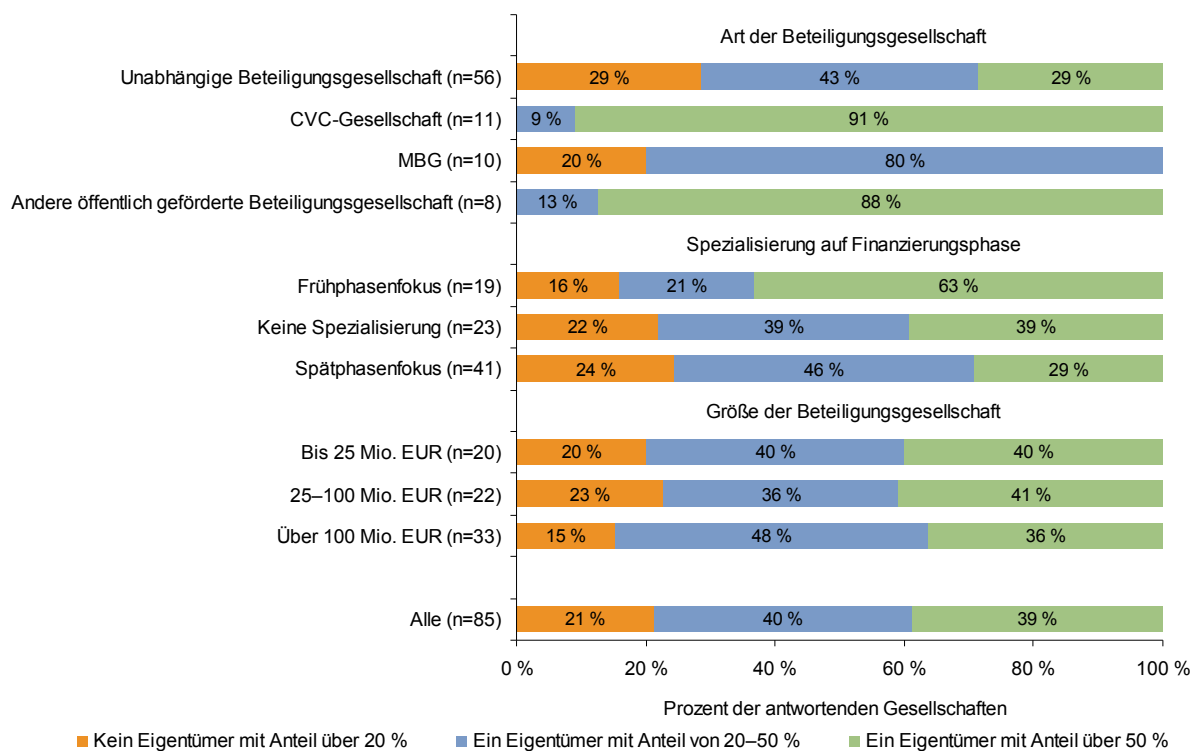
Annähernd 40 % der antwortenden Beteiligungsgesellschaften haben einen Haupteigentümer, der mehr als die Hälfte der Gesellschaftsanteile hält (vgl. Grafik 11). Somit hat sich im Vergleich zur Vorgängerstudie der Anteil der Beteiligungsgesellschaften, die einen Mehrheitseigentümer haben, kaum verändert. Lediglich jede fünfte Gesellschaft hat nur Minderheitsseigentümer, auf die ein maximaler Anteil von 20 % der Gesellschaftsanteile entfällt. Je höher die Beteiligung eines Eigentümers ist, desto stärker kann dieser Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen. Eine solche Abhängigkeit, die auch eine Einschränkung der Entscheidungskompetenz der Geschäftsführung bedeutet, ist bei vielen Gesellschaften nicht erwünscht.

Die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften und MBGen zeigen eine weniger konzentrierte Eigentümerstruktur als die CVCs und sonstigen Förderinstitutionen. Die Eigentümerstruktur der MBGen lässt sich mit deren traditionellem Gesellschafterkreis aus Banken, Sparkassen und Wirtschaftsverbänden erklären und die konzentrierte Eigentümerstruktur der CVCs kann deshalb nicht überraschen, da bei diesen in der Regel ihr Mutterunternehmen Haupteigentümer ist. Die Konzentration bei den sonstigen Förderinstitutionen lässt sich durch deren förderorientierte Ziele erklären, für deren Erreichung sie eigens von deren Eigentümern gegründet wurden. In Bezug auf die Frühphasenfinanzierer zeigt sich, dass 63 % der Gesellschaften einen Mehrheitseigentümer (mit einem Anteil größer 50 %) haben. Dieses Ergebnis

¹⁹ Vgl. Dushnitzky und Shapira (2007): *Entrepreneurial Finance Meets Organisational Reality: Comparing Investment Practices and Performance of Corporate and Independent Venture Capitalists*, S. 990–1017.

²⁰ Vgl. Kaplan S. und A. Schoar (2005): *Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows*.

dürfte allerdings auch dadurch bedingt sein, dass auf die Frühphase fokussierte Gesellschaften aufgrund ihres höheren Risikos häufig Schwierigkeiten haben, ihre Eigentümerstruktur auf eine breite Basis zu stellen. Bestätigt wird dies durch den hohen Anteil an öffentlichen Mitteln, die in dieses Segment fließen (vgl. Abschnitt 2.6). Entsprechend dem vergleichsweise geringeren Risikos, das mit Investitionen jenseits der Seed- und Start-up-Phase einhergeht, finden sich bei Gesellschaften mit Spätphasenfokus und damit insbesondere bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften eine größere Anzahl an potenziellen Investoren. Die zunehmende Professionalisierung und Öffnung der Beteiligungsbranche kann dazu führen, dass sich die Anzahl an potenziellen Investoren auch in Zukunft noch steigern lässt.



Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung hatten 39 % der Beteiligungsgesellschaft einen Eigentümer mit einem Gesellschaftsanteil von mehr als 50 %.

Grafik 11: Anteil des größten Eigentümers

Während die Eigentümerkonzentration Aufschluss über das Ausmaß des Einflusses der Investoren auf die Geschäftsführung der Beteiligungsgesellschaften gibt, lassen sich bei Betrachtung der Hintergründe des Hauptanteilseigners die Zielsetzungen ihrer potenziellen Einflussnahme ableiten (vgl. Grafik 12). Aufteilen lassen sich die Hauptanteilseigner in drei Gruppen: So genannte Corporates (Private Banken, Sparkassen und Volksbanken, Versicherer, Industrieunternehmen), (halb-) öffentliche Träger sowie Privatpersonen (sonstige Privatpersonen und Investment Professionals).

Zwischen diesen Gruppen und der jeweiligen Zielsetzung der Beteiligungsgesellschaften, bei denen sie Hauptanteilseigner sind, lässt sich ein konkreter Zusammenhang herstellen. So

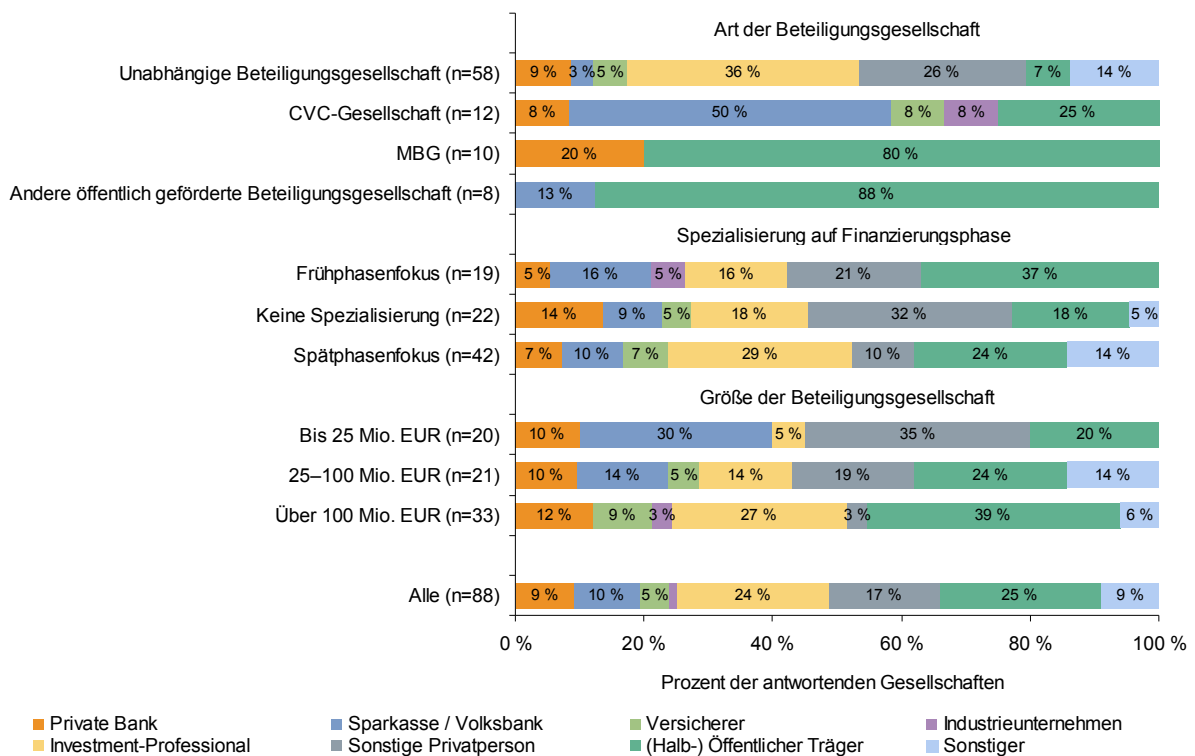
haben die förderorientierten Beteiligungsgesellschaften mehrheitlich (80–88 %) (halb-) öffentliche Hauptanteilseigner. Hauptanteilseigner der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften sind dagegen hauptsächlich Investment-Professionals und sonstige Privatpersonen. Wenig überraschend ist, dass es sich bei den Hauptanteilseignern der CVC-Gesellschaften zum Großteil um einen Corporate handelt.

Insgesamt zeigt sich folgende Struktur. Bei 25 % der Gesellschaften ist ein Corporate Hauptanteilseigner, bei knapp über 40 % ein Investment-Professional oder eine sonstige Privatperson und bei einem Viertel der Gesellschaften ist ein (halb-) öffentlicher Träger Hauptanteilseigner. Beim Vergleich dieser Werte mit jenen des Jahres 2005 zeigt sich, dass Corporates zu Gunsten von Investment-Professionals als Hauptanteilseigner an Bedeutung verloren haben (der Anteil der Corporates lag im Jahr 2005 noch bei 33 %). Der Anteil der Gesellschaften, bei denen Investment-Professionals oder sonstigen Privatpersonen Hauptanteilseigner sind, hat sich hingegen von 36 auf 41 % erhöht. Der Trend geht also in Richtung eines Gesellschaftsmodells, wie es in den USA oder Großbritannien vorherrscht. Dort sind unabhängige Beteiligungsgesellschaften mit partnerschaftlichen Strukturen, bei denen ein Investment-Professional größter Eigentümer ist, weit verbreitet. Dies zeigt eine Vergleichsstudie zu den Beteiligungsmärkten in Großbritannien und Deutschland aus dem Jahr 2004.²¹ Zum Zeitpunkt der Studie hatten zwei Drittel der befragten unabhängigen Beteiligungsgesellschaften in Großbritannien eine Privatperson als Hauptanteilseigner, während der Anteil bezogen auf deutsche Gesellschaften mit 33 % deutlich niedriger lag.

Eine differenzierte Betrachtung nach Art der Gesellschaft stützt die oben gezogenen Schlussfolgerungen zu den Typisierungen der Geschäftsmodelle. Sowohl die MBGen als auch die anderen öffentlich geförderten Beteiligungsgesellschaften werden von (halb-) öffentlichen Anteilseignern dominiert. Dieser hohe Anteil ist bei den sonstigen Förderinstitutionen insbesondere darauf zurückzuführen, dass diese aufgrund ihrer Frühphasenausrichtung kaum andere Großinvestoren als den (halb-) öffentlichen Sektor finden. Mehr als die Hälfte der CVC-Gesellschaften hat eine Bank als Hauptanteilseigner, Industrieunternehmen treten diesbezüglich hingegen fast nicht in Erscheinung. In Abschnitt 2.1 wurde bereits darauf hingewiesen, dass die sich in der Stichprobe befindenden CVCs fast ausschließlich rein finanzielle Ziele verfolgen und damit CVCs im weiteren Sinn sind. Eine partnerschaftliche Struktur mit Investment-Professionals als Hauptanteilseigner findet sich ausschließlich bei unabhängigen Beteiligungsgesellschaften wieder und nimmt dort zugleich die wichtigste Stellung ein.

²¹ Vgl. Zimmermann und Schumacher (2004): Auf unterschiedlichen Wegen zum gleichen Ziel? Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien: Marktstrukturen im Vergleich, S. 17–18.

Auch bei Betrachtung der einzelnen Investitionsphasen lassen sich Besonderheiten erkennen. So hat mehr als ein Drittel der Gesellschaften mit Frühphasenfokus einen (halb-) öffentlichen Förderer als Hauptanteilseigner. Dieser Wert hat zur Vorgängerstudie um sechs Prozentpunkte zugenommen. Dies spricht für die steigende Bedeutung des öffentlichen Sektors für den deutschen Venture-Capital-Markt. Zudem fällt auf, dass Industrieunternehmen als Hauptanteilseigner ausschließlich in der Frühphase aktiv sind. Durch ihre Beteiligungen an jungen Start-ups versuchen diese Unternehmen, neue technologische Trends frühzeitig aufzuspüren und eröffnen sich somit die Möglichkeit neue Technologien in ihren regulären Entwicklungsprozess zu integrieren. Im Mittelpunkt stehen dabei häufig die Suche nach positiven Effekten durch Synergien und komplementärem Knowhow.²² Investment Professionals spielen im Gegensatz zu sonstigen Privatpersonen vor allem in der Spätphase, d. h. bei klassischen Buyout Funds, eine tragende Rolle. Vermögende Privatpersonen (so genannte „Business Angels“) engagieren sich dagegen verstärkt in der Frühphase. Dies ist ein Trend, der sich seit dem Jahr 2005 fortsetzt.



Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung hatten 9 % der Beteiligungsgesellschaften eine private Bank als Hauptanteilseigner.

Grafik 12: Hauptanteilseigner

²² Vgl. Definition zu Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften laut Homepage des BVK.

2.6 Herkunft des Kapitals

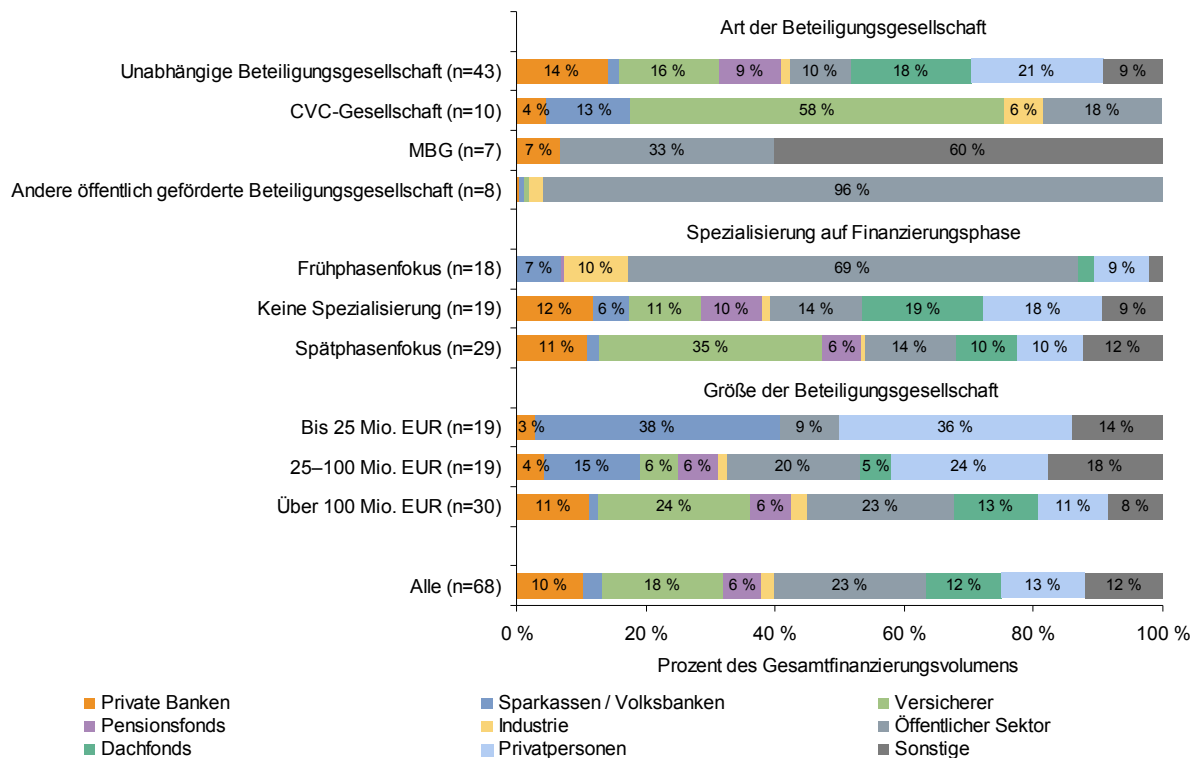
Wie Grafik 13 verdeutlicht, gibt es eine Vielzahl verschiedener Refinanzierungsquellen, auf die Beteiligungsgesellschaften zurückgreifen. Für die Verdeutlichung der Struktur der Finanzierungsquellen wurde abweichend zu den bisherigen Grafiken eine nach Fondsvolumen gewichtete Darstellung gewählt. Die den Beteiligungsgesellschaften im Jahr 2009 zugegangenen Mittel stammen zum Großteil aus dem öffentlichen Sektor (23 %) und von Versicherern (18 %). Weitere 13 % wurden jeweils von Privatpersonen und Banken (Privatbanken, Sparkassen und Volksbanken aggregiert) zur Verfügung gestellt, während 12 % von Dachfonds²³ investiert wurden. Geringer ist die Bedeutung industrieller Geldgeber sowie von Pensionsfonds.

Eine Betrachtung differenziert nach Gesellschaftsarten zeigt, dass bei den sonstigen Förderinstitutionen der öffentliche Sektor nahezu die einzige Refinanzierungsquelle ist, was aufgrund deren Geschäftsmodells nicht weiter verwundert. Auch bei den förderorientierten MBGen ist der öffentliche Sektor mit einem Anteil von 33 % die größte eigenständige Refinanzierungsquelle. Die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften diversifizieren ihre Refinanzierung vergleichsweise stark, wenngleich mit zusammengenommen 39 % Privatpersonen und Dachfonds ein großer Teil der finanziellen Mittel zur Verfügung stellen. Der Anteil von Pensionsfonds als Refinanzierungsquelle der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften ist im Vergleich zur Vorgängerstudie stark zurückgegangen (von 15 auf 9 %). Dies lässt sich dadurch erklären, dass Pensionsfonds zunehmend nicht mehr direkt in einzelne Beteiligungsgesellschaften, sondern zur Risikodiversifizierung über Dachfonds in Private-Equity investieren. Der hohe Anteil von Versicherern bei den CVC-Gesellschaften ist auf eine einzelne Beteiligungsgesellschaft mit hohem Fondsvolumen zurückzuführen. Ohne diese Beobachtung sind Sparkassen und Volksbanken die wichtigste konkretisierte Refinanzierungsquelle der CVCs.

Aus der nach Investitionsphasen differenzierten Darstellung werden zwei Auffälligkeiten ersichtlich. Zum einen stammen bei Wagniskapitalgebern mehr als zwei Drittel des Refinanzierungsvolumens aus dem öffentlichen Sektor. Daran lässt sich die Bedeutung der Förderinstitutionen für die Finanzierung deutscher Seed- und Start-up-Unternehmen erkennen. Zum anderen zeigt sich, dass Industrieunternehmen als Kapitalgeber lediglich in der Frühphase aktiv sind (vgl. Abschnitt 2.5). In der Spätphase stammen mehr als 35 % des Gesamtfinanzierungsvolumens von Versicherern. Dies ist ein Zeichen dafür, dass Versicherungen inner-

²³ Die Antwortmöglichkeit „Dachfonds“ wurde in dem dieser Studie zu Grunde liegenden Fragebogen ergänzt, da die Entwicklung in den vergangenen Jahren auf eine zunehmend wichtige Rolle von Dachfonds als Refinanzierungsquelle für Private-Equity-Gesellschaften hindeutet.

halb der Anlageart „Private-Equity“ mit dem Fokus auf Spätphaseninvestitionen versuchen, relativ sichere Renditen zu erzielen.



Lesebeispiel: 23 % des den befragten Beteiligungsgesellschaften im Jahr 2009 zur Verfügung stehenden Kapitals stammte aus dem öffentlichen Sektor.

Grafik 13: Anteile von Refinanzierungsquellen

Auf Banken entfällt ein Refinanzierungsanteil von 13 %. Dies ist nur geringfügig mehr als in der Vorgängerstudie. Im Jahr 2002 lag ihr Anteil noch bei rund 24 %. Dies könnte ein Anzeichen dafür sein, dass sich der deutsche Beteiligungsmarkt an die Finanzierungsmodelle anderer Länder anpasst, bei denen Banken eine vergleichsweise weniger wichtige Rolle spielen.²⁴

Ferner lässt sich ein starker Bedeutungszuwachs des öffentlichen Sektors erkennen, dessen Frühphasenanteil von 15 % auf fast 69 % gestiegen ist.²⁵ Hier zeigt sich, dass der öffentliche Sektor eine verlässliche Quelle für die Finanzierung junger Unternehmen ist. Dies ist gerade in Krisenzeiten wichtig, wenn sich der Zugang zu Fremd- oder Mezzanine-Finanzierungen insbesondere für Start-ups und junge Unternehmen erschwert. Die Einrichtung des High-Tech Gründerfonds im Jahr 2005 ist ein Beispiel für die Anstrengungen der öffentlichen Hand, Unternehmen der Frühphase zu fördern. Seine Gründung ist auch eine Erklärung für

²⁴ Vgl. Zimmermann und Schumacher (2004): Auf unterschiedlichen Wegen zum gleichen Ziel? Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien: Marktstrukturen im Vergleich, S. 16–21.

²⁵ Dieser hohe Wert lässt sich durch die zunehmende Frühphasenspezialisierung der anderen öffentlich geförderten Beteiligungsgesellschaften erklären. Vgl. Abschnitt 9 – Tabelle 2.

den Bedeutungszuwachs, den der öffentliche Sektor als Refinanzierungsquelle in der Frühphase erfuhr, da der High-Tech Gründerfonds den Frühphasengesellschaften zuzurechnen ist. In der Spätphase hat die Bedeutung des öffentlichen Sektors hingegen zu Gunsten der Pensionsfonds abgenommen.

2.7 Zwischenfazit

In den vergangenen drei Jahren kam es zu starken strukturellen Veränderungen auf dem deutschen Beteiligungsmarkt. So hat sich der Anteil unabhängiger Beteiligungsgesellschaften sowohl in der Stichprobe als auch in der BVK-Grundgesamtheit erhöht, während CVC-Gesellschaften anteilig weniger wurden; unter anderem, weil während der vergangenen fünf Jahre keine neuen CVC-Gesellschaften gegründet wurden.

Außerdem ist der Anteil von Gesellschaften ohne Phasenspezialisierung gesunken, während der Anteil von Gesellschaften mit Spätphasenfokus zugenommen hat. Dies kann zwar zum Teil auch definitorische Gründe haben (vgl. Abschnitt 2.1). Grundsätzlich manifestiert sich darin jedoch ein Spezialisierungstrend deutscher Beteiligungsgesellschaften, der bereits in der Vorgängerstudie zu beobachten war.

Da Spätphasenfinanzierer in der Regel auch ein deutlich größeres Fondsvolumen aufweisen als andere Gesellschaften, überrascht der ebenfalls zu beobachtende Bedeutungsgewinn von Gesellschaften mit einer Fondsgröße über 100 Mio. EUR nicht. Unterstützt wurde die Entwicklung hin zu größeren Gesellschaften und Investitionsvolumen jedoch auch durch die gute Fundraising-Situation in den Vorkrisenjahren. Die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften erhöhten ihre Personalausstattung nicht in der gleichen Weise, wie ihr Fundraisingvolumen anstieg (im Gegenteil, sie verminderten die Anzahl ihrer Fondmanager). Dies trug rein rechnerisch dazu bei, dass das mittlere, von einem Investment-Professional verwaltete Fondsvolumen angestiegen ist.

In Bezug auf die Eigentümerstruktur zeigt sich seit der Vorgängerstudie eine weitere Annäherung an den angelsächsischen Markt. So ist der Anteil von Corporates (Banken, Versicherer und Industrieunternehmen) als Hauptanteilseigner zurückgegangen, wohingegen Investment-Professionals und sonstige Privatpersonen wesentlich häufiger als Hauptanteilseigner einer Gesellschaft auftreten. Privatpersonen haben ihre Aktivitäten vor allem in der Frühphase ausgeweitet. Investment-Professionals sind dagegen vergleichsweise häufig bei Spätphasenfinanzierern als Hauptanteilseigner anzutreffen, worin sich die steigende Bedeutung partnerschaftlicher Strukturen zeigt. Ein weiterer Befund ist der hohe Anteil an öffentlichen Trägern bei Frühphasengesellschaften. Dies ist Ausdruck des Marktversagens im Frühphasen-

segment und des verstärkten Engagements der öffentlichen Hand, die Angebotslücke für junge Unternehmen zu schließen.

Bei den Refinanzierungsquellen zeigen sich weiterhin die bereits in der Vorgängerstudie beobachteten Tendenzen. So ist zum einen der Anteil von Banken als Refinanzierungsquelle weiterhin niedrig. Dies bedeutet möglicherweise, dass Banken entsprechend der auf den Beteiligungskapitalmärkten vieler anderer Länder vorherrschenden Strukturen auch für den deutschen Beteiligungsmarkt dauerhaft an Bedeutung verlieren. Des Weiteren spricht der hohe Anteil von Dachfonds vor dem Hintergrund eines gesunkenen Anteils von Pensionsfonds am Gesamtfinanzierungsvolumen dafür, dass Pensionsfonds zunehmend indirekt über Dachfonds in den Beteiligungsmarkt investieren. Der öffentliche Sektor konnte einen außerordentlichen Bedeutungszuwachs als Refinanzierungsquelle für Frühphasenfinanzierern verzeichnen. Dies ist ein Indiz dafür, dass der öffentlichen Förderung nach dem Rückzug vieler renditeorientierter Beteiligungsgesellschaften aus der Frühphase eine wichtige Rolle zukommt.

Insgesamt ist der deutsche Beteiligungsmarkt zunehmend erfahrener geworden: Die bereits etablierten Gesellschaften konnten sich am Markt halten und haben somit die durchschnittliche Erfahrungsdauer von Beteiligungsgesellschaften gehoben. Mehr als die Hälfte der antwortenden Gesellschaften kann eine mehr als zehnjährige Erfahrung vorweisen. Sieben von acht Gesellschaften haben zumindest einen Investitionszyklus mitgemacht und sind somit mindestens fünf Jahre alt. Dieser Befund ist positiv zu werten, da der Investitionserfolg entscheidend von der Erfahrung einer Gesellschaft und ihren Investment-Professionals abhängt.

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

Kapitel 3 befasst sich mit dem Investitionsprozess von Beteiligungsgesellschaften. Es wird beleuchtet, wie Beteiligungsgeber Investitionsmöglichkeiten ausfindig machen und welche Anforderungen sie an Unternehmen und Deals stellen, um ein Engagement ernsthaft in Betracht zu ziehen. Hierbei wird speziell darauf eingegangen, wo die befragten Gesellschaften – nach eigener Einschätzung – ihre spezifischen Stärken bei der Akquisition von Deals sehen, nach welchem Prinzip die Zielunternehmen ausgewählt werden und wie ihr Investitionsprozess strukturiert ist.

3.1 Mindestanforderungen an Zielunternehmen

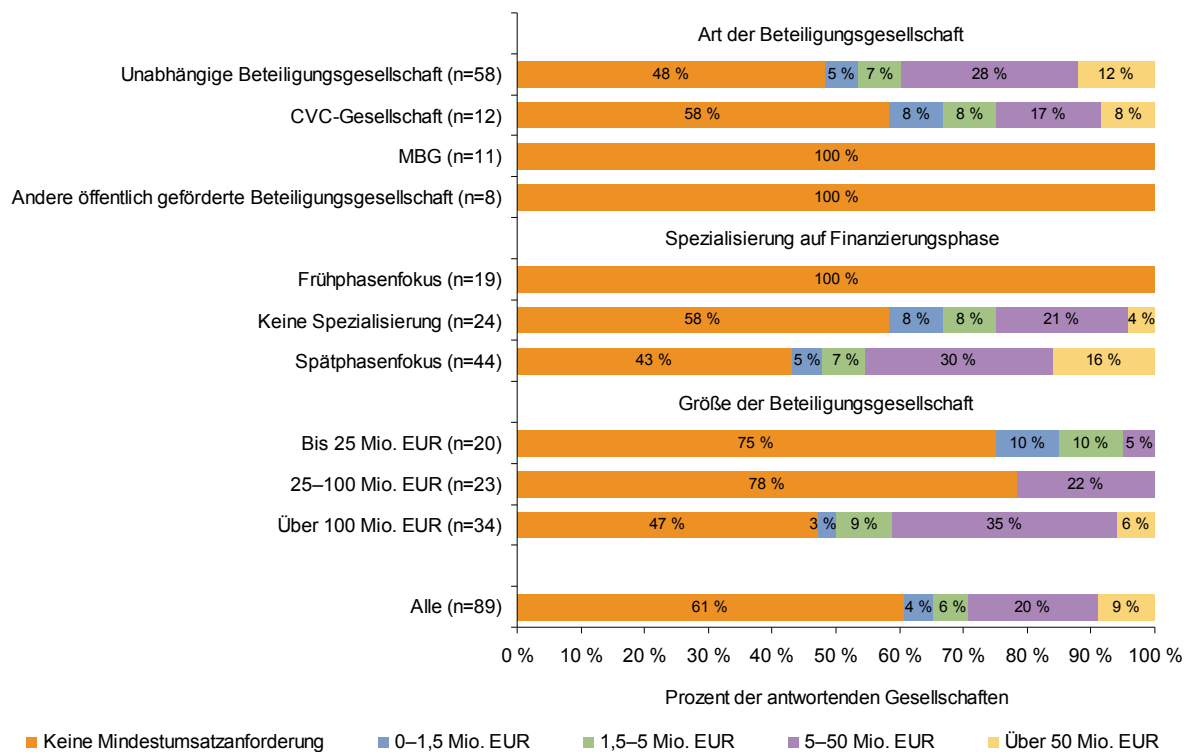
Im Folgenden wird darauf eingegangen, welche Mindestanforderungen die Beteiligungsgesellschaften an ihre Zielunternehmen stellen. Solche Anforderungen können beispielsweise einen bestimmten Mindestumsatz oder ein bestimmtes Mindestinvestitionsvolumen betreffen. Da jede Beteiligungsgesellschaft einen individuellen strategischen Fokus hat, können solche Kriterien helfen, das Aussieben des Dealflows effizient zu gestalten. Entsprechend haben diese Kriterien Einfluss darauf, ob ein potenzielles Zielunternehmen überhaupt einer Beteiligungswürdigkeitsprüfung (Due Diligence) unterzogen wird.

Grafik 14 zeigt die Antworten der befragten Beteiligungsgesellschaften bezüglich der Existenz von Mindestanforderungen an den Umsatz eines Unternehmens, damit sie ein Engagement ernsthaft in Betracht ziehen. Rund 61 % der befragten Beteiligungsgesellschaften gaben an, keine bestimmten Umsatzgrößen bei Zielunternehmen als Vorbedingung zu haben. Im Vergleich zur Vorgängerstudie hat sich der Anteil (59 %) somit kaum verändert. Jedoch ist für etwa 29 % der Beteiligungsgesellschaften ein Umsatz von mindestens fünf Mio. EUR Voraussetzung, um eine Investition in Betracht zu ziehen.

Im Vergleich zum Jahr 2005 hat sich zwar der Anteil derjenigen Gesellschaften, die keinen Mindestumsatz bei Zielunternehmen fordern, nicht merklich erhöht. Der Anteil derer, welche einen Umsatz von über 50 Mio. EUR voraussetzen, stieg hingegen deutlich an. Hintergrund dieser Verschiebung dürfte der jetzt höhere Anteil an großen Spätphasengesellschaften sein, die aufgrund der guten Fundraising-Situation in den Vorkrisenjahren – einzelne Gesellschaften warben mehreren Milliarden Euro – zunehmend Investitionen jenseits von 100 Mio. EUR tätigten.²⁶ Die Anteilsverschiebung zeigt auch erneut, dass sich Gesellschaften zunehmend entweder auf kleine Deals (wie beispielsweise die MBGen) oder aber auf sehr große Deals

²⁶ Vgl. Abschnitt 2.1.

– hier sind vor allem die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften zu nennen – spezialisieren (vgl. Grafik 5).



Lesbeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung setzen 20 % der Gesellschaften bei einem Unternehmen einen Mindestumsatz von 5–50 Mio. EUR voraus, um ein Engagement ernsthaft in Betracht zu ziehen.

Grafik 14: Mindestumsatz

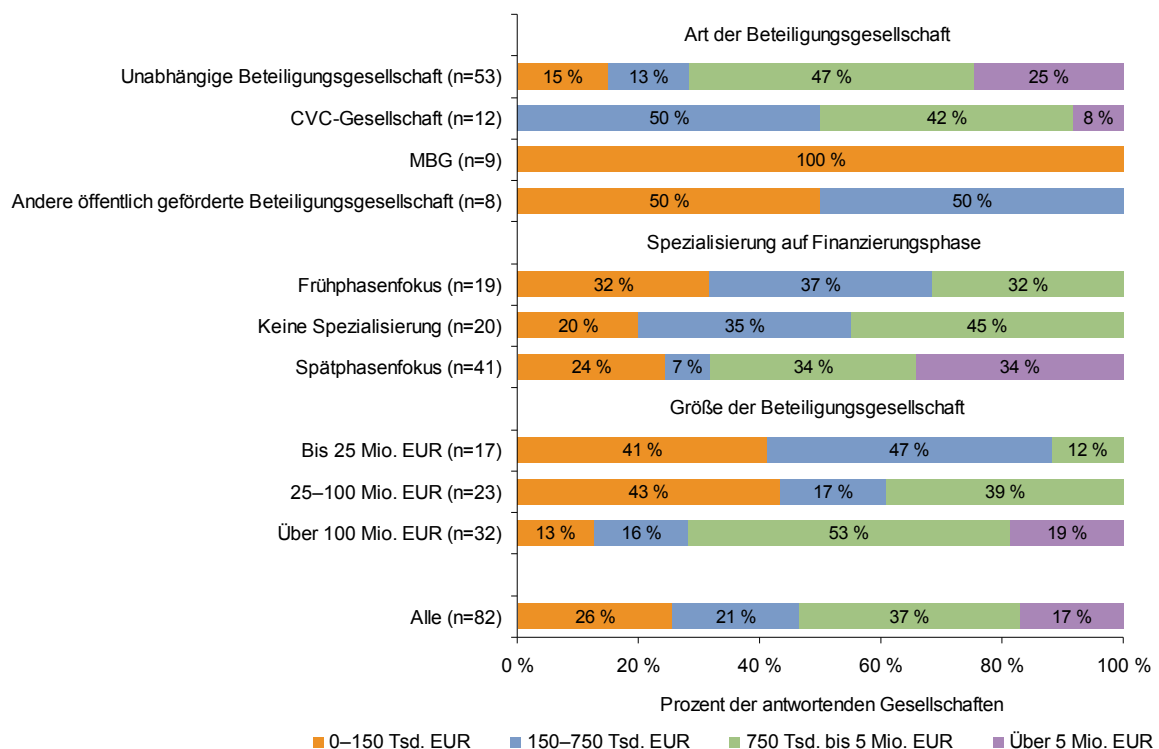
Bei der Unterscheidung zwischen rendite- sowie förderorientierten Gesellschaften fällt auf, dass die förderorientierten Beteiligungsgesellschaften ausnahmslos keine Mindestumsatzanforderungen stellen. Dies ist die Folge der Bemühungen der förderorientierten Gesellschaften, Angebotslücken bei jungen Unternehmen zu schließen (vgl. Abschnitt 5). Dagegen setzt etwa die Hälfte der renditeorientierten Beteiligungsgeber Mindestumsätze voraus. 40 % der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften investieren erst in Zielunternehmen mit Umsätzen ab 5 Mio. EUR. Hierin spiegeln sich die jeweiligen Geschäftsmodelle der Beteiligungsgesellschaften wider.

In der Phasendifferenzierung ist erkennbar, dass keiner der Wagniskapitalgeber eine Mindestumsatzanforderung stellt. Hierfür ist einerseits die Konzentration der sonstigen förderorientierten Beteiligungsgesellschaften auf die Frühphase verantwortlich. Andererseits spielt jedoch auch eine Rolle, dass Start-up- und Seed-Unternehmen oft keine oder nur sehr geringe Umsätze machen. Mehr als die Hälfte der Spätphasenfinanzierer gibt hingegen an, einen Mindestumsatz vorauszusetzen. Hier hat insbesondere der Anteil von Mindestumsatzanforderungen über 50 Mio. EUR (von 7 auf 16 %) im Vergleich zum Jahr 2005 an Bedeutung gewonnen. Somit nehmen die Mindestumsatzanforderungen an Zielunternehmen er-

wartungsgemäß von der Früh- zur Spätphase hin zu. Dies gilt analog für die Einteilung nach der Größe der Beteiligungsgesellschaft.

Grafik 15 gibt einen Überblick über Anforderungen der Beteiligungsgesellschaften an die Mindestinvestitionssumme, damit sie ein Engagement ernsthaft in Betracht ziehen. Hier zeigen sich ähnliche Strukturen wie sie bereits in Bezug auf die Mindestumsatzanforderungen zu beobachten waren. So sind förderorientierte Gesellschaften bereits ab deutlich niedrigeren Summen bereit zu investieren als renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften. Die CVCs investieren durchweg erst ab Investitionssummen von 150 Tsd. EUR, während ein Engagement der MBGen an keine Mindestinvestitionssumme gebunden ist.

Ein Vergleich der oben beschriebenen Ergebnisse mit der Vorgängerstudie zeigt bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften und in der Spätphase eine leichte Verschiebung hin zu höheren Mindestinvestitionssummen. Der Trend, dass renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften kleinere Investitionen nur sehr selektiv tätigen, scheint sich somit zu manifestieren. Auch in der Struktur der Mindestinvestitionssummen sind die jeweiligen Geschäftsmodelle der Beteiligungsgesellschaften wieder zu erkennen.



Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung setzen 21 % der Gesellschaften eine Mindestinvestitionssumme zwischen 150 und 750 Tsd. EUR voraus, um ein Engagement ernsthaft in Betracht zu ziehen.

Grafik 15: Mindestinvestitionssumme

Insgesamt kann festgehalten werden, dass der Anteil von Gesellschaften, die ein Engagement weder von einem Mindestumsatz noch von einer Mindestinvestitionssumme abhängig

machen, offenbar zugenommen hat. Dies kann als positive Entwicklung gedeutet werden, da weniger Unternehmen an formalen Kriterien scheitern und somit eine größere Anzahl an Unternehmen die Chance bekommt, privates Eigenkapital zu erhalten. In Vorgriff auf Kapitel 5 kann bereits gesagt werden, dass sich dadurch allerdings bisher das tatsächliche Investitionsverhalten renditeorientierter Gesellschaften in Bezug auf kleine Investitionssummen nicht gebessert hat. Die notwendigen Investitionen werden ganz überwiegend von öffentlichen Beteiligungsgesellschaften getätigt. Dies bedeutet, dass der Staat zunehmend für fehlende private Investitionsbereitschaft einspringen muss.

3.2 Dealquellen und deren Anteil an den Investments

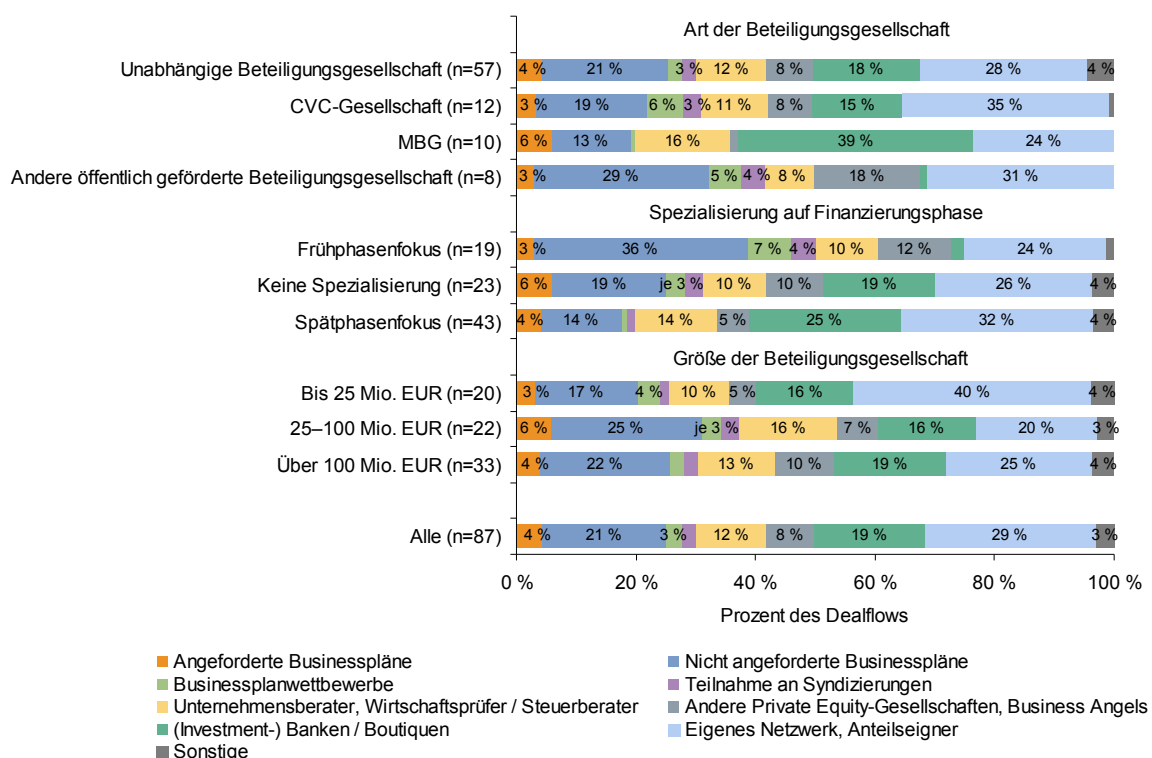
Für den Investitionsprozess von Beteiligungsgesellschaften ist es zum einen bedeutend, dass diese einen möglichst großen, qualitativ hochwertigen Dealflow akquirieren können. Zum anderen ist auch wichtig, dass die eingehenden Finanzierungsanfragen möglichst konform zu den Anforderungen der jeweiligen Gesellschaften sind. Ein hoher Grad an Konformität ermöglicht ein effizientes Aussieben der Finanzierungsanfragen. Der Dealflow von Beteiligungsgesellschaften kann aus einer Vielzahl verschiedener Quellen akquiriert werden. Dabei ist es sehr stark von der jeweiligen Quelle abhängig, inwieweit die Finanzierungsanfragen die Anforderungen der Gesellschaften erfüllen und von welcher Qualität die Anfragen sind.

Grafik 16 gibt einen Überblick darüber, woher der Dealflow von Beteiligungsgesellschaften kommt. Rund 39 % des Dealflows stammen aus professionellen Quellen wie Berater, andere Beteiligungsgesellschaften, Business Angels oder Banken. Etwa 29 % des Dealflows ergeben sich aus dem eigenen Netzwerk einer Gesellschaft und 28 % basieren auf Businessplänen, die angefordert oder nicht an eine Gesellschaft herangetragen oder bei Businessplan-Wettbewerben gesichtet wurden. Insgesamt ist die Quellenstruktur des Dealflows im Vergleich zur Vorgängerstudie erstaunlich stabil.

Wie Grafik 16 ferner zeigt, sind das eigene Netzwerk (29 %) und nicht angeforderte Businesspläne (21 %) die wichtigsten Einzelquellen des Dealflows. Die hohe Bedeutung des eigenen Netzwerks zeigt, dass es für den Erfolg einer Beteiligungsgesellschaft wesentlich sein kann, ein eigenes Netzwerk aufzubauen und zu pflegen.²⁷ Der große Anteil von nicht angeforderten Businessplänen macht darüber hinaus deutlich, dass der Auswahlprozess eingehender Anfragen nur dann effizient zu gestaltet ist, wenn die Mindestanforderungen einer Gesellschaft kommuniziert wurden. Um eine möglichst große Übereinstimmung zwischen den Mindestanforderungen einer Gesellschaft und den Merkmalen nicht angeforderter Busi-

²⁷ Vgl. VC Magazin 1/2009, S. 36ff.

nesspläne herzustellen, ist beispielsweise eine detaillierte Darstellung des eigenen Profils im Internet hilfreich. Der Anteil des Dealflows, der auf nicht angeforderte Businesspläne zurückzuführen ist, schwankt zwischen den Beteiligungsgesellschaften – auch innerhalb von Gesellschaften des gleichen Typs – sehr stark. Dies könnte damit zu begründen sein, dass die Kommunikation ihrer Dealanforderungen einigen Gesellschaften besser gelingt als anderen. Die Reputation und die Bekanntheit der jeweiligen Gesellschaft könnten dafür jedoch auch maßgeblich sein. So ist zu vermuten, dass bekanntere oder besser angesehene Beteiligungsgesellschaften relativ mehr Finanzierungsanfragen über nicht angeforderte Businesspläne bekommen als andere.



Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung gaben die Beteiligungsgesellschaften an, dass 29 % ihres Dealflows aus dem eigenen Netzwerk kamen.

Grafik 16: Quellen des Dealflows

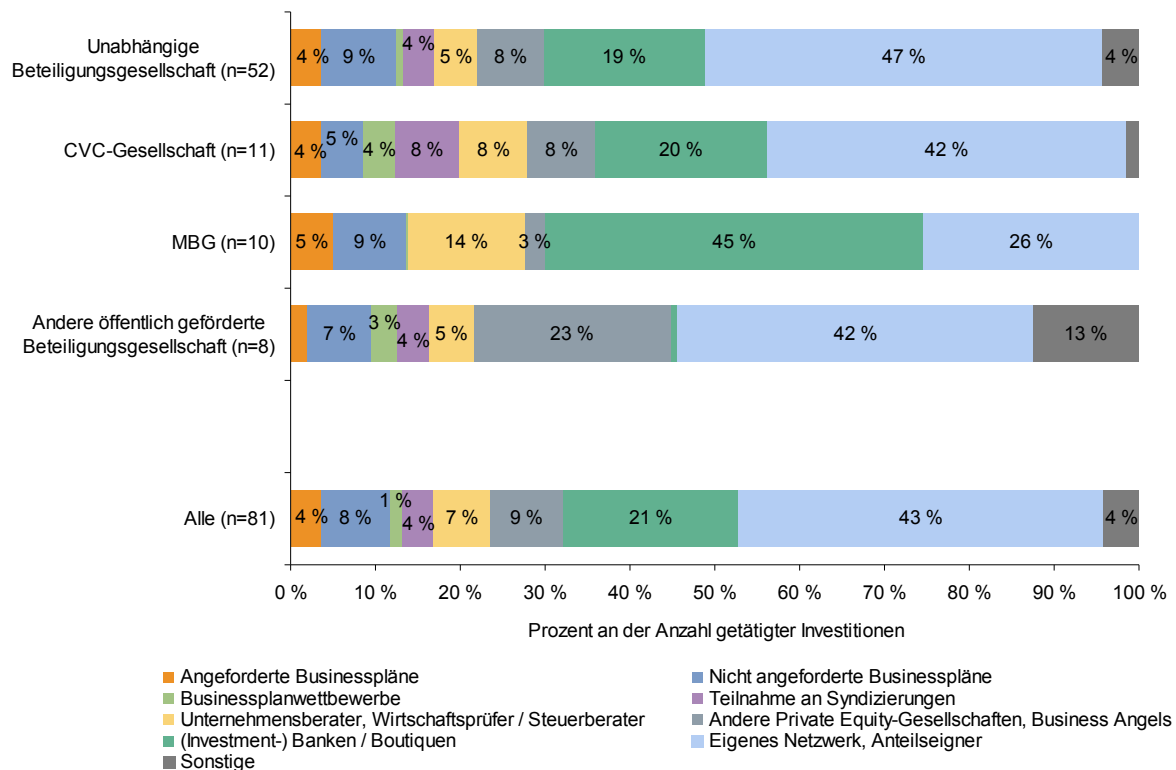
Die MBGen akquirieren einen hohen Anteil ihres Dealflows über Banken. Dies war zu erwarten. Erklären lässt sich dies durch die enge Zusammenarbeit von MBGen mit regionalen Sparkassen und Volksbanken.²⁸ Möglich wäre es auch, dass mittelständische Unternehmen, welche bei ihrer Bank keinen Kredit bekommen, an eine MBG verwiesen werden. Die Bedeutung des eigenen Netzwerkes ist bei MBGen dagegen vergleichsweise gering. Nicht so bei den sonstigen öffentlichen Förderinstitutionen. Bei diesen hat die Bedeutung des Netzwerkes im Vergleich zur Vorgängerstudie stark zugenommen. Auch dort scheint sich die Erkenntnis

²⁸ Vgl. VC Magazin 5/2009, S. 44ff.

durchgesetzt zu haben, dass das eigene Netzwerk eine enorm wichtige Quelle für den Dealflow ist. Ein Beispiel für diese Entwicklung sind die so genannten „Family Days“, die seitens des High-Tech Gründerfonds veranstaltet werden. Sie verfolgen das Ziel, das eigene Netzwerk zu pflegen und dadurch besser nutzen zu können. Darin zeigt sich, dass Netzwerkpflge zunehmend professioneller betrieben wird.

Bei Wagniskapitalgebern ist die Bedeutung des Netzwerks weniger stark ausgeprägt als bei Spätphasenfinanzierern. Bei Frühphasengesellschaften spielen Businesspläne mit einem Anteil von etwa 46 % eine wichtige Rolle. Ebenso Deals, die sich infolge von Syndizierungen ergeben haben. Darin manifestiert sich das Bemühen der Beteiligungskapitalgeber, das höhere Risiko von Investitionen in junge Unternehmen zu diversifizieren. Insgesamt zeigt sich bei Frühphasengesellschaften, dass deren Dealflow weniger institutionalisiert ist, als bei Spätphasengesellschaften, die sich vergleichsweise stärker auf Banken und Berater stützen.

Grafik 17 zeigt welche Anteile an den getätigten Investitionen auf die einzelnen Dealquellen entfallen. Das Netzwerk einer Beteiligungsgesellschaft stellt sich dabei als die mit Abstand beste Quelle für Investitionen heraus. So sind durchschnittlich 43 % aller Investitionen auf das eigene Netzwerk zurückzuführen.



Lesebeispiel: 8 % der in den Jahren 2007–2009 getätigten Investitionen resultierten aus nicht angeforderten Businessplänen.

Grafik 17: Anteil der Dealquellen an den getätigten Investitionen

An zweiter Stelle stehen mit einem Anteil von immerhin 21 % (Investment-) Banken und Boutiquen. Hintergrund dürfte die vorteilhafte Positionierung der Banken zwischen Kapitalsu-

chenden auf der einen Seite und Kapitalgebern auf der anderen Seite sein. So stellt die Zusammenführung dieser beiden Parteien eine der grundlegendsten Funktionen einer Bank als Finanzintermediär dar. Der mit 45 % hohe Anteil von Banken bei den MBGen ist wiederum der Tatsache geschuldet, dass Banken häufig wesentliche Träger von MBGen sind. Davon kann eine enge Zusammenarbeit zwischen MBGen, Banken und Sparkassen abgeleitet werden.

Auch der Anteil abgeschlossener Deals, die auf andere Beteiligungsgesellschaften und Business Angels zurückzuführen sind, ist beachtenswert. Diese sind bei den öffentlich geförderten Gesellschaften mit einem Anteil von 23 % an allen Investitionen sogar die zweitwichtigste Dealflowquelle.²⁹

3.3 Finanzierungsfragen und die Auswahl von Investments

Die Anzahl eingegangener Finanzierungsanfragen stellt die Basis für potenzielle Investitionen dar. Je größer der Dealflow einer Gesellschaft ist, bei gleichzeitig hoher Qualität der Anfragen und Konformität mit den Dealanforderungen, desto effizienter können Beteiligungskapitalgeber potenzielle Zielunternehmen aussieben. Grafik 18 zeigt die mittlere Anzahl an Finanzierungsanfragen pro Beteiligungsgesellschaft für die Jahre 2007 und 2009. Der mittlere Dealflow lag im Jahr 2009 bei 223 Finanzierungsanfragen je Gesellschaft. In den Boomjahren 1999–2001 gingen bei den Beteiligungsgesellschaften im Mittel bis zu 490 Anfragen jährlich ein.³⁰ Bereits bei der Vorgängerstudie wurde mit einem Mittelwert von 268 ein Rückgang der Anzahl der Finanzierungsanfragen diagnostiziert. Im Vergleich dazu hat sich der Wert nochmals um rund 17 % reduziert.

Die Anzahl der Anfragen ist bei den renditeorientierten Gesellschaften zwar immer noch am höchsten, jedoch ist vor allem bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften ein starker Rückgang zu verzeichnen. Die durchschnittliche Anzahl hat sich von 331 Anfragen im Jahr 2004 – das waren mehr als 3-mal so viele Anfragen als bei sonstigen Förderinstitutionen – auf 227 im Jahr 2009 deutlich reduziert. Unabhängige Beteiligungsgesellschaften verzeichneten somit im Jahr 2009 nur noch unwesentlich mehr Finanzierungsanfragen als sonstige Förderinstitutionen. Dafür ist sowohl der Rückgang der Finanzierungsanfragen bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften verantwortlich, als auch eine Verdopplung der Finanzierungsanfragen bei sonstigen Förderinstitutionen im Vergleich zum Jahr 2004. Ursache dieser Entwicklung dürfte sein, dass zum einen mit dem High-Tech Gründerfonds ein neuer

²⁹ Vgl. Abschnitt 6 – Business Angels (da öffentlich geförderte Gesellschaften wie Business Angels auf die Frühphase spezialisiert sind).

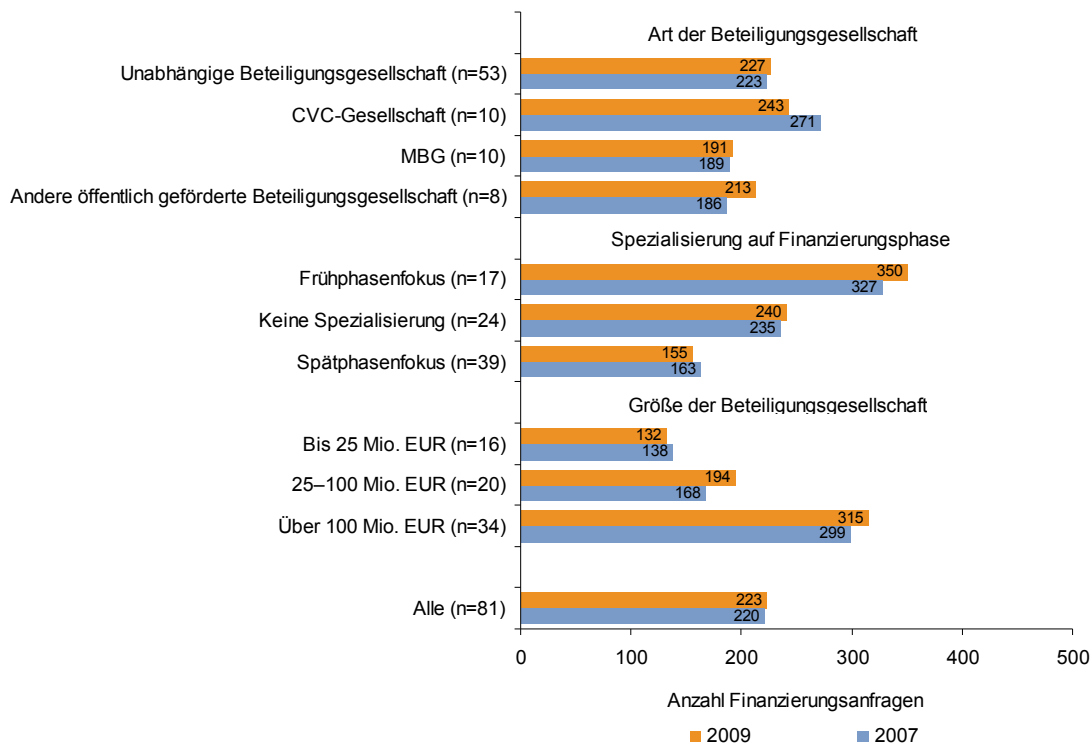
³⁰ Vgl. KfW (2003): Beteiligungskapital in Deutschland: Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf. S. 16.

Frühphasenfinanzierer etabliert wurde, der in der Gründerszene bekannt ist und Finanzierungsanfragen auf sich zieht. Zum anderen sind die sonstigen Förderinstitutionen als Syndizierungspartner gefragt, weil andere Beteiligungsgesellschaften vor dem Hintergrund der Finanzkrise ihr Risiko diversifizieren wollen. So haben sich die Finanzierungsanfragen bei sonstigen Förderinstitutionen von 2007–2009 von 186 auf 213 hin nochmals erhöht.

Sowohl im Jahr 2007 als auch im Jahr 2009 gingen bei Frühphasenfinanzierern mehr als doppelt so viele Anfragen ein als bei Spätphasengesellschaften. Offensichtlich besteht seitens der Beteiligungsnehmer auf dem deutschen Markt eine große Nachfrage nach Frühphasenfinanzierungen. Im Vergleich zur Vorgängerstudie, in welcher in der Frühphase ein etwa 40 % höherer Dealflow als in der Spätphase zu beobachten war, hat sich diese Relation weiter erhöht.

Gesellschaften mit einem Fondsvolumen von über 100 Mio. EUR haben im Jahr 2009 annähernd 3-mal so viele Finanzierungsanfragen erhalten als kleine Beteiligungsgesellschaften. Dies impliziert, dass größere Gesellschaften im Mittel eine höhere Reputation oder / und ein besser ausgeprägtes Netzwerk besitzen. Wie bereits Grafik 10 erkennen ließ, verfügen große Gesellschaften zumeist über eine langjährige Erfahrung und über einen entsprechend positiven Track-Record. Dies weckt das Vertrauen potenzieller Beteiligungsnehmer und führt zu dem erkennbar höheren Dealflow.

Die im Vergleich zum Jahr 2004 sowohl reduzierte Anzahl an Finanzierungsanfragen als auch höheren Investitionsquoten (vgl. dazu Grafik 19) weisen auf deutliche Effizienzverbesserungen des gesamten Marktes hin. Insgesamt lässt dies auf eine höhere Professionalisierung der Marktakteure schließen. Entrepreneurship-Education könnte diese Veränderung bewirkt haben. So ist die Anzahl an Ausbildungsangeboten in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. An Hochschulen hat beispielsweise die Anzahl an Entrepreneurship-Lehrstühlen, -Centern und -Kursen, die sich explizit mit den Themen Gründung und Gestaltung von Businessplänen auseinandersetzten, kontinuierlich zugenommen. Es kann erwartet werden, dass infolgedessen die Qualität von Finanzierungsanfragen in Zukunft sehr wahrscheinlich weiter zunehmen wird. Außerdem sollte das Risiko von Fehlern der ersten Art, also in eigentlich nicht finanzierungswürdige Ideen zu investieren, zurückgehen.



Lesebeispiel: Die CVCs bekamen im Jahr 2009 durchschnittlich 243 Finanzierungsanfragen je Gesellschaft.

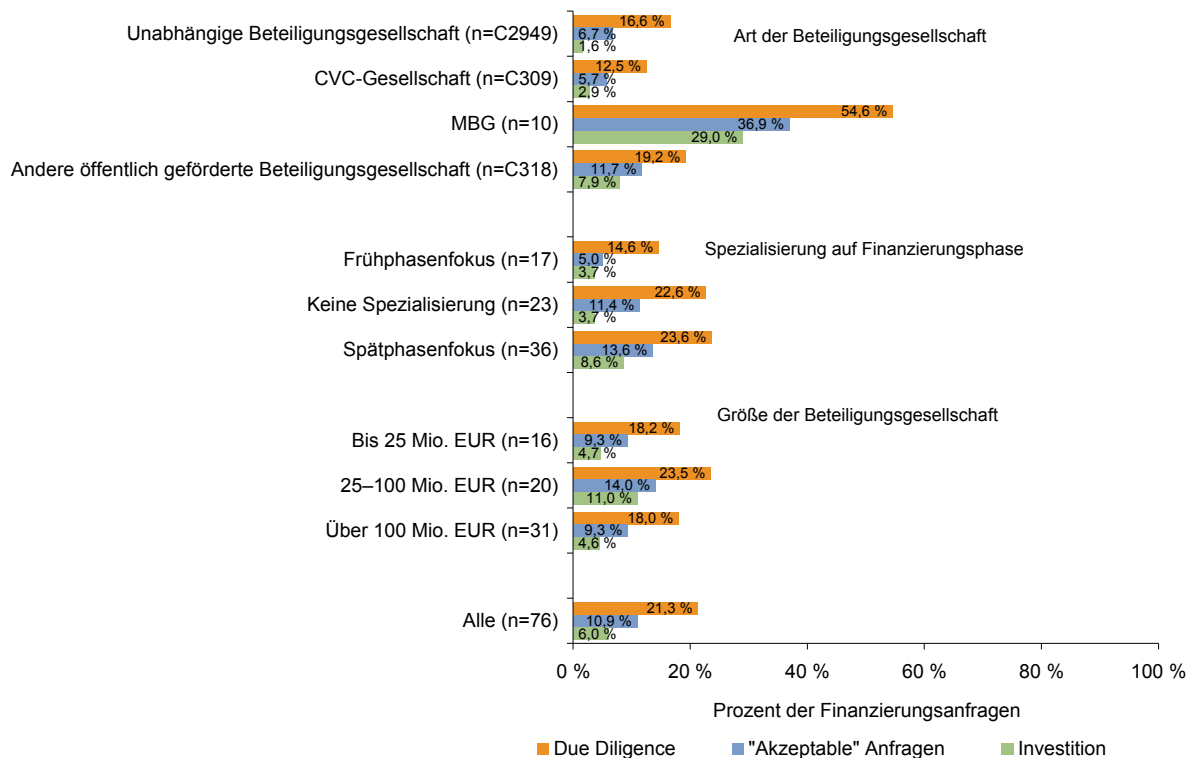
Grafik 18: Durchschnittliche Anzahl der Finanzierungsanfragen im Jahr 2009

Aus Grafik 19 sind die Chancen zu entnehmen, mit denen eine Finanzierungsanfrage zum Finanzierungsfall wird. Es zeigt sich, dass sich die Finanzierungswahrscheinlichkeit einer Anfrage kaum verändert hat: Im Mittel führten 6,0 % der Finanzierungsanfragen zu einer Investition. In der Vorgängerstudie lag dieser Anteil kaum niedriger bei 5,6 %. Ferner zeigt sich, dass die Zielunternehmen im Mittel „wählerischer“ wurden: So führten im Jahr 2004 70 % der akzeptablen Deals zu einer Investition, während 2009 nur auf 55 % der durch Beteiligungsgesellschaften abgegebenen Offerten Investitionen folgten³¹.

Im Durchschnitt werden fast 80 % aller Finanzierungsanfragen aussortiert, noch bevor sie einer Beteiligungswürdigkeitsprüfung (Due Diligence) unterzogen wurden. In der Vorgängerstudie waren es sogar 84 %, die entweder offensichtlich nicht die Qualität hatten oder nicht den (formalen) Anforderungen entsprachen, um genauer begutachtet zu werden. Von den 21 % der Finanzierungsanfragen, die eine Due Diligence durchliefen, wurde für ungefähr die Hälfte eine Offerte abgegeben und somit als „akzeptabel“ eingestuft. Knapp mehr als die Hälfte der Offerten führten schließlich zu einer Investition. Dies entspricht 6 % aller Finanzie-

³¹ Zwar unterscheiden sich die Fragen der Vorgängerstudie von den nun gestellten Fragen bezüglich dieses Punktes leicht. Die abgeleitete Interpretation der Ergebnisse sollte dennoch möglich sein. Die Frage der Vorgängerstudie war: „Wie viele der intensiv geprüften Anfragen haben sie für akzeptabel befunden?“ Die nun gestellte Frage lautete: „Für wie viele der intensiv geprüften Anfragen haben sie eine Offerte abgegeben?“

rungsanfragen. Im Jahr 2004 wurden 70 % der Offerten zum Abschluss gebracht, was 5,6 % des ursprünglichen Dealflows entspricht.



Lesebeispiel: 21,3 % der Finanzierungsanfragen im Jahr 2009 wurde einer Due Diligence unterzogen.

Grafik 19: Selektionsprozess der Deals

Zwischen den verschiedenen Beteiligungstypen lassen sich dabei einige Besonderheiten erkennen. So drücken sich die bereits in Grafik 14 und Grafik 15 erkennbaren höheren Mindestanforderungen renditeorientierter Gesellschaften auch im Selektionsprozess der Deals aus. Lediglich 16,6 % der Finanzierungsanfragen wurden von den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften einer genaueren Einzelprüfung unterzogen. Die meisten Anfragen wurden dementsprechend gleich zu Beginn aussortiert. Insgesamt führten bei unabhängigen Beteiligungsgesellschaften im Jahr 2009 schließlich 1,6 % aller Finanzierungsanfragen zu einer Investition. Den „Gegenpol“ dazu repräsentieren die MBGen, die 54,6 % der eingegangenen Anfragen einer Detailprüfung unterziehen, für rund 37 % eine Offerte abgeben und in 29 % der Anfragen investieren. Hintergrund der hohen Investitionsquote der MBGen dürften zum einen deren geringe durchschnittliche Investitionssummen (vgl. Grafik 5), zum anderen aber auch deren Fokus auf etablierte Unternehmen der Spätphase sein, mit denen ein geringeres Risiko einhergeht. Da MBGen als förderorientierte Gesellschaften in der Regel auch deutlich niedrigere Renditen akzeptieren, könnte dies einen, deren Investitionsquote erhöhenden Einfluss haben. Die eingangs erwähnte Entwicklung, dass Zielunternehmen Offerten genau prüfen und gegebenenfalls ablehnen, tritt bei den MBGen am deutlichsten zu Tage. Von den durch die MBGen abgegebenen Offerten führten im Mittel rund 79 % zu einer Inves-

tition. In der Vorgängerstudie führten noch 92 % der Offerten zu Beteiligungsverhältnissen. Im Gegensatz dazu ist bei den sonstigen Förderinstitutionen ein Anstieg dieser Quote (von rund 55 % im Jahr 2004 auf jetzt 67,5 %) zu verzeichnen. Darin spiegeln sich die Finanzierungsschwierigkeiten der Unternehmen wider, die sich an die sonstigen Förderinstitutionen wenden.

Gesellschaften mit einer Größe zwischen 25 und 100 Mio. EUR sowie Spätphasenunternehmen haben die geringste Selektionsrate. Viele der MBGen fallen in diese Gruppe.³² Die Selektion in der Frühphase fällt erwartungsgemäß am stärksten aus, da Jungunternehmen und Start-ups oft noch wenig ausgereifte Geschäftsmodelle vorweisen können und für Beteiligungsgesellschaften somit häufig eine unbefriedigende Investitionsmöglichkeit darstellen. Betrachtet man die Anteile der Finanzierungsanfragen in der Frühphase in Grafik 16, so wird diese These bestätigt. Danach ist jede dritte Anfrage auf einen nicht angeforderten Businessplan zurückzuführen. Vor diesem Hintergrund ist es auch nicht überraschend, dass auch in der Frühphase die Investitionswahrscheinlichkeit nach Abgabe einer Offerte gestiegen ist (von etwa 36 % im Jahr 2004 auf jetzt 74 %).

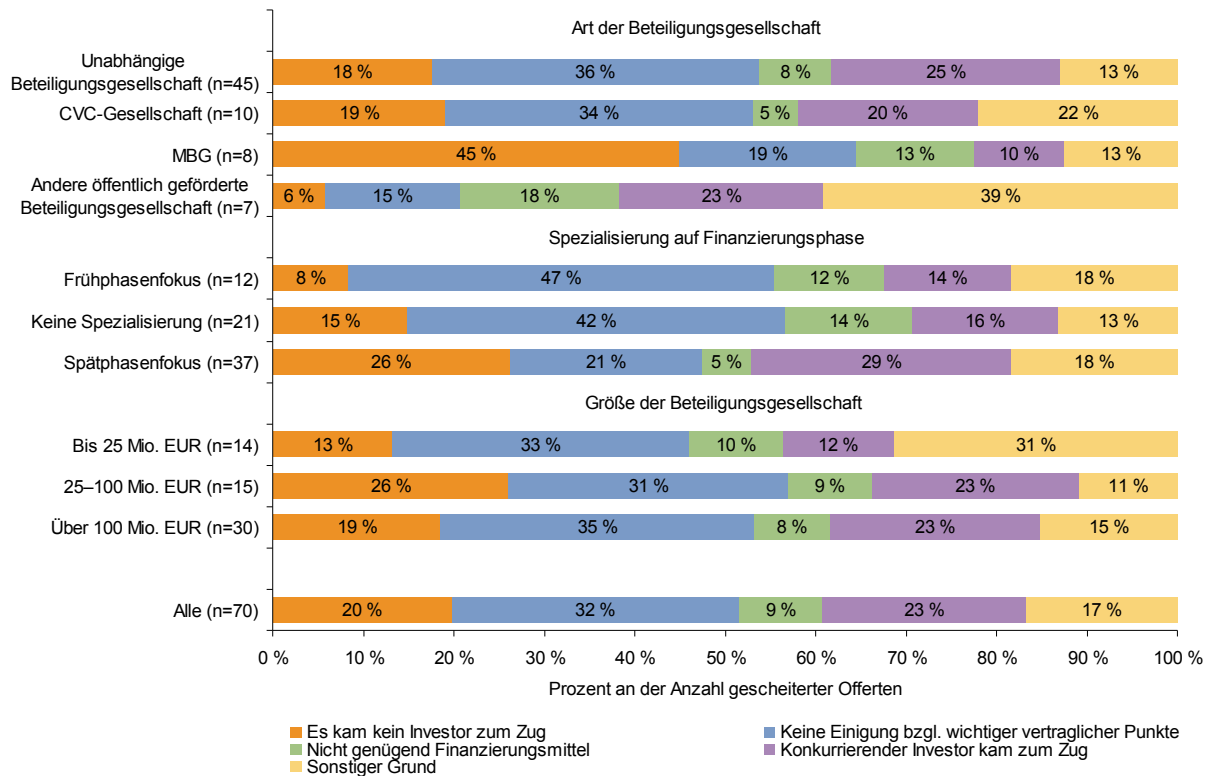
3.4 Gründe für das Nicht-zu-Stande-Kommen von Deals

Im vorherigen Abschnitt wurde gezeigt, dass trotz einer positiv verlaufenden Due Diligence und Abgabe einer Offerte bei 40 % der akzeptablen Deals keine Beteiligung zu Stande kam. Um Antworten darauf zu finden, weshalb akzeptable Deals nicht zum Abschluss gebracht werden können, wurden die Beteiligungsgesellschaften nach den Gründen gefragt.

Aus Grafik 20 ist zu entnehmen, welchen Anteil verschiedene Gründe am Scheitern von Offerten haben. Viele potenzielle Zielunternehmen entscheiden sich letztlich gegen eine Finanzierung über Beteiligungskapital, möglicherweise weil sie sich für eine andere Finanzierungsform oder gegen einen Verkauf entschieden haben oder ihre Wachstumsstrategie überdachten. So kommt bei 20 % der gescheiterten Offerten letztendlich kein Investor zum Zug. Bei einem weiteren Fünftel der nicht zu Stande gekommenen, akzeptablen Deals fiel die Entscheidung der potenziellen Zielunternehmen auf einen anderen Investor. Der wichtigste Grund ist mit 32 % allerdings, dass die Verhandlungen zwischen den Beteiligungsgesellschaften und den Zielunternehmen an wichtigen, vertraglichen Punkten scheiterten. In Vorgriff auf Abschnitt 5.2, in dem Investitionshemmnisse beleuchtet werden, ist anzunehmen, dass vor allen Dingen die Uneinigkeit über die Bewertung der Unternehmensanteile mögliche Deals platzen lassen. Der Abbruch von Verhandlungen kann allerdings auch von den Beteiligungsgesellschaften ausgehen. 9 % der befragten Gesellschaften gaben an, dass ihnen am

³² Vgl. Abschnitt 9 – Tabelle 3.

Ende nicht genügend finanzielle Mittel zum erfolgreichen Dealabschluss zur Verfügung standen. Die restlichen 17 % verteilen sich auf andere Gründe des Scheiterns, wie beispielsweise ein schlechtes Marktumfeld oder nachträglich auftkommende Zweifel über die Qualität des Zielunternehmens.



Lesebeispiel: 23 % der im Jahr 2009 abgegebenen Offerten scheiterten, weil ein konkurrierender Investor zum Zug kam.

Grafik 20: Gründe für das Scheitern „akzeptabler“ Deals

Bei den renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften ist Uneinigkeit bezüglich wichtiger Vertragspunkte der bedeutendste Abbruchgrund. Sowohl bei den CVCs als auch bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften ist mehr als ein Drittel der Fälle darauf zurückzuführen. Bei einer Fokussierung auf unabhängige Beteiligungsgesellschaften ist festzustellen, dass bei einem Viertel der Fälle das Scheitern einer Investition darauf zurückzuführen ist, dass ein konkurrierender Investor vorgezogen wurde. Dieser Grund für das Nicht-zu-Standekommen einer Investition ist bei keinem anderen Gesellschaftstyp so ausgeprägt. Dies zeigt, dass gerade unabhängige Beteiligungsgesellschaften in Marktsegmenten aktiv sind, in denen teilweise sehr stark um Investitionsmöglichkeiten konkurriert wird. Bei den förderorientierten Gesellschaften scheitern nur jeweils unter 20 % der Offerten an einer Uneinigkeit zwischen Zielunternehmen und Beteiligungsgeber. Im Vergleich zu den renditeorientierten Gesellschaften ist dies ein geringer Anteil. Renditeorientierte Gesellschaften ringen offensichtlich intensiver um vertragliche Details oder die Einstiegsbewertung. Ebenfalls dazu beitragen könnte, dass die MBGen häufig Minderheitsbeteiligungen eingehen und die sonstigen Förderinstitutionen als Syndizierungspartner gefragt sind. Beides vereinfacht möglicherweise die

Vertragsausgestaltung (beispielsweise aufgrund von „pari passu“-Regelungen) und damit das Risiko von Uneinigkeit.

Sowohl von der Früh- zur Spätphase als auch von kleinen zu großen Beteiligungsgesellschaften nimmt die Bedeutung konkurrierender Investoren zu. Ein Grund dafür könnten sowohl die bereits skizzierten Lücken in der Frühphase, als auch ein Überangebot in Teilsegmenten der Spätphase (größere und lukrativere Deals) sein. In Grafik 19 ist zu erkennen, dass Frühphasengesellschaften eine deutlich höhere Selektionsrate aufweisen als Spätphasengesellschaften, also einen größeren Teil der ihnen angetragenen Finanzierungsanfragen negativ bescheiden. Der Anteil ist bei Spätphasenfinanzierern nicht halb so hoch. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass bei jungen Unternehmen Informationsasymmetrien besonders ausgeprägt sind. So bleiben möglicherweise entscheidungsrelevante negative Fakten trotz Due Diligence unentdeckt, sodass „Deal Breaker“ (Grund, der das Zu-Stande-Kommen eines Vertrages verhindert) erst im weiteren Transaktionsprozess zum Vorschein kommen.

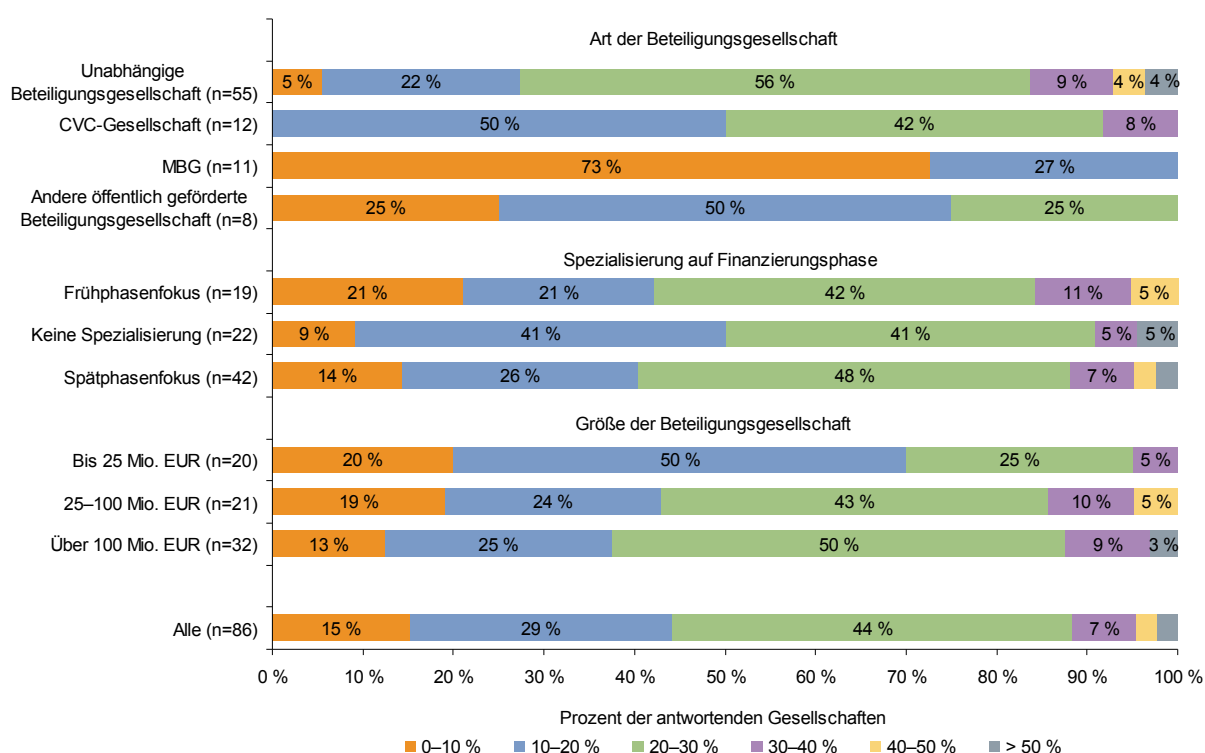
Während mit einem Anteil von 36 % im Jahr 2004 die meisten gescheiterten Deals darauf zurückzuführen waren, dass „kein Investor zum Zug kam“, verliert dieser Punkt im Krisenjahr 2009 mit einem Anteil von 20 % stark an Bedeutung. Auch das Problem konkurrierender Investoren spielte im Jahr 2009 mit 23 % gegenüber 28 % im Jahr 2004 eine eher geringere Rolle. Den schwierigen Zeiten entsprechend, waren Differenzen bezüglich wichtiger vertraglicher Punkte der wichtigste Grund für ein Scheitern. Gerade in Krisenzeiten lässt sich vermuten, dass wesentliche Punkte, wie die Ausgestaltung der Mitspracherechte, Liquidationsrechte sowie am Ende vor allem die Bewertung und Preisfindung alle verhandelnden Parteien vor enorme Herausforderungen stellt. Dies scheint vor allem bei renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften sowie speziell in der Frühphase eine wesentliche Rolle zu spielen.

3.5 Erwartete Mindestrenditen

Beteiligungsfinanzierungen sind in der Regel stark risikobehaftet. Viele Investitionen führen nicht zum gewünschten Ergebnis oder müssen sogar voll abgeschrieben werden. Um trotz der hohen Einzelrisiken ein gutes Gesamtergebnis zu erzielen, müssen die erfolgreichen Investitionen eine – im Vergleich zur klassischen Kreditfinanzierung – deutlich höhere Rendite bringen. Hinzu kommt, dass der Investitionsprozess mit der Beteiligungswürdigkeitsprüfung, der Vertragsverhandlung und -gestaltung sowie der Investmentbetreuung relativ hohe Kosten verursacht. Diese Kosten variieren mit dem Investitionsfokus der Gesellschaften. So ist anzunehmen, dass die Beteiligungswürdigkeitsprüfung bei Wagniskapitalgebern höhere Kosten verursacht als bei Spätphasenfinanzierern, diese jedoch wiederum möglicherweise mit höheren Kosten bei der Investmentbetreuung beispielsweise bei Turnaround-Finanzierungen

konfrontiert sind. Je nach Risiko- und Kostenstruktur ihrer Investitionen müssen Beteiligungsgesellschaften von ihren Investitionen eine bestimmte Mindestbruttorendite erwarten können, um Renditeversprechen an ihre Investoren einhalten zu können.

Grafik 21 zeigt, dass über die Hälfte aller Beteiligungsgesellschaften eine zu erwartende Mindestbruttorendite von 20 % oder mehr voraussetzen, um ein Neuengagement einzugehen. 10 % der Beteiligungsgeber verlangen von einem Neuengagement sogar eine zu erwartende Mindestbruttorendite von 30 % oder mehr. Zu erwartende Mindestbruttorenditen im Bereich von 10–20 % als Vorbedingung werden von 29 % geäußert, während 15 % ihre Forderung an die zu erwartende Mindestbruttorendite mit unter 10 % relativ niedrig halten.



Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung setzen 29 % der Gesellschaften eine zu erwartende Mindestbruttorendite von 10–20 % voraus, um ein Neuengagement einzugehen.

Grafik 21: Mindestbruttorendite

Nicht überraschend stellen renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften höhere Anforderungen an die Mindestbruttorendite einer Investition als förderorientierte Gesellschaften. Zwei Drittel der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften setzen eine zu erwartende Mindestbruttorendite in Höhe von 20 % und mehr für Neuengagements voraus. Die auf kleine, mittelständische Unternehmen spezialisierten MBGen stellen hingegen geringere Anforderungen an die Mindestbruttorendite, die ihre Investitionen abwerfen sollen: Ausnahmslos alle MBGen fordern Mindestbruttorenditen von weniger als 20 %, fast drei Viertel sogar weniger als 10 %. Hier wird wiederum deutlich, dass bei den MBGen weniger der finanzielle Erfolg im Mittel-

punkt steht als die gezielte Förderung von Existenzgründung, Innovation und Unternehmensnachfolge.³³

Wird nach den einzelnen Finanzierungsphasen separiert fällt auf, dass in der Frühphase der Anteil an Gesellschaften, die eine Mindestbruttorendite von 30 % oder mehr erwarten, am größten ist. Da bei Seed- und Start-up-Unternehmen das Risiko eines Ausfalls deutlich höher ist als bei etablierten Unternehmen, setzten Wagniskapitalfinanzierer als Risikoausgleich höhere Mindestbruttorenditen für ein Neuengagement voraus.

Auffällig ist ebenfalls, dass große Beteiligungsgesellschaften eine vergleichsweise hohe Erwartung an die Mindestbruttorendite haben. Dies ist ihrem häufig größeren Renommee zuzuschreiben. Zudem finden sich vor allem unabhängige Beteiligungsgesellschaften in diesem Segment wieder, die entsprechend ihrer Renditeorientierung höhere Mindestbruttorenditen von Neuengagements fordern.³⁴

Im Vergleich zu den Vorgängerstudien ist zu erkennen, dass sich vor allem der Anteil von Gesellschaften mit einer zu erwartenden Mindestbruttorendite von 30 % und mehr deutlich reduziert hat. Es ist zu vermuten, dass sich durch die zunehmende Professionalisierung des deutschen Beteiligungsmarktes Überrenditen kaum noch realisieren lassen und auch nicht mehr als seriös wahrgenommen werden. Aber auch der hohe Anlagedruck, der mit der starken Zunahme der Fondsvolumen einhergeht, entlädt sich darin, dass möglicherweise Investitionen mit geringeren Renditeaussichten akzeptiert werden. Über die Hälfte der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften setzt bei Neuengagements nach wie vor eine zu erwartende Mindestbruttorendite von 20–30 % voraus. Gravierende Renditeunterschiede zwischen den unterschiedlichen Finanzierungsphasen scheinen hingegen zunehmend zu verschwinden. So ging der Anteil von Frühphasengesellschaften, die Mindestbruttorenditen von 30 % und mehr von Neuengagements fordern, gegenüber den Jahren 2003 (36 %) und 2005 (38 %) deutlich auf nunmehr lediglich 16 % zurück. Dies ist eine erneute Bestätigung dafür, dass in der Vergangenheit insbesondere in der Frühphase relativ hohe Renditen vorausgesetzt wurden und sich diese Renditeerwartungen nun nach unten anpassen. Ein weiterer Grund für den rückläufigen Anteil von Gesellschaften, die Mindestbruttorenditen von 30 % und mehr fordern, könnte direkt in Zusammenhang mit der Finanzkrise stehen. So mussten Beteiligungsgesellschaften aufgrund erschwelter Finanzierungsbedingungen Abstand von Leverage-Finanzierungen nehmen. Aufgrund des hohen Fremdkapitaleinsatzes werfen Leverage-

³³ Vgl. die Beschreibung der MBGen laut BVK Homepage.

³⁴ Abschnitt 9 – Tabelle 3 zeigt, dass der Großteil der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften mit einem Fondsvolumen größer als 100 Mio. EUR gekennzeichnet ist.

Finanzierungen besonders hohe Renditen auf die von den Gesellschaften eingesetzten Eigenmittel ab. Der Zwangsverzicht auf Leverage-Finanzierungen kann sich daher in den Renditeerwartungen an Neuinvestitionen manifestiert haben. Es bleibt abzuwarten, ob diese Verschiebung nachhaltig ist und sich Banken dauerhaft bei der Kreditvergabe für Leverage-Finanzierungen zurückhalten, oder ob dies ein vorübergehendes Phänomen ist.

3.6 Zwischenfazit

Insgesamt zeigen die Ergebnisse des vorangegangenen Abschnitts sehr viele Gemeinsamkeiten mit den Resultaten der Vorgängerstudie. Die Finanzkrise hat in den Strukturen jedoch deutliche Spuren hinterlassen. So liegt die Anzahl an Finanzierungsanfragen bei den sonstigen Förderinstitutionen nach der Finanzkrise im Vergleich zum Jahr 2004 doppelt so hoch (vgl. Grafik 18). Kapitalsuchende Unternehmen hielten sich offensichtlich zunehmend an öffentlich geförderte Beteiligungsgesellschaften.

Erfreulich ist die Erkenntnis, dass der Investitionsprozess der Beteiligungsgesellschaften wohl effektiver wurde. So wurden im Vergleich zur Vorgängerstudie, prozentual gesehen, nicht nur mehr Unternehmen einer Due Diligence unterzogen, sondern letztendlich auch in einen höheren Anteil an den Finanzierungsanfragen investiert. Grund dafür kann zum einen eine bessere Qualität der Finanzierungsanfragen sein. Zum anderen führte die gute Fundraising-Situation in den Vorkrisenjahren zu einem gestiegenen Anlagedruck bei den Gesellschaften, aufgrund dessen möglicherweise ein höherer Anteil der Anfragen akzeptiert wurde.

Uneinigkeit bei den Vertragsverhandlungen ist als der wichtigste Grund anzuführen, wenn eine Offerte nicht zu einer Investition führt. Daraus lässt sich ableiten, dass gerade in Krisen die verhandelnden Parteien vor enorme Probleme stellen.

Bezüglich der Anforderungen, die Gesellschaften an den Umsatz von Zielunternehmen stellen, zeigt sich im Vergleich zwischen den rendite- und den förderorientierten Gesellschaften, dass es bei den förderorientierten Beteiligungsgesellschaften keine Mindestumsätze gibt. In der Vorgängerstudie forderte noch ein Viertel der förderorientierten Gesellschaften Mindestumsätze bei den Zielunternehmen. Bei den renditeorientierten CVCs ist ebenfalls der Anteil der Gesellschaften gestiegen, die ein Engagement von keinem Mindestumsatz abhängig machen. Bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften hat sich bezüglich der Umsatzanforderungen kaum etwas geändert. Dies könnte eine positive Entwicklung für kleine, noch wenig etablierte Unternehmen sein. Dennoch hat sich dadurch die Versorgung dieser Unternehmen, wie noch in Kapitel 5 beschrieben wird, nicht wesentlich verbessert. Das Verhalten der Beteiligungsgesellschaften, welche sich auf Frühphasenunternehmen fokussieren, hat sich im Vergleich zum Jahr 2005 nicht geändert. Keine dieser Gesellschaften fordert einen

Mindestumsatz von Zielunternehmen. Ebenso ist der Anteil an Spätphasengesellschaften, die keinen Mindestumsatz fordern, im Vergleich zum Jahr 2005 konstant geblieben.

Das eigene Netzwerk von Beteiligungsgesellschaften ist die wichtigste Quelle des Dealflows. Dies trifft auf fast alle Klassifizierungen zu. Entsprechend können Aufbau und Pflege eines Netzwerks den Erfolg einer Beteiligungsgesellschaft entscheiden. So ist fast jedes zweite Engagement der vergangenen drei Jahre auf eine Finanzierungsanfrage aus dem eigenen Netzwerk zurückzuführen. Bezüglich der Bewertung des eigenen Netzwerks unterscheiden sich die Früh- und Spätphasengesellschaften klar. Zudem wird deutlich, dass der Dealflow bei den Frühphasengesellschaften deutlich weniger institutionalisiert ist, als bei den Spätphasengesellschaften. Letztere akquirieren deutlich mehr Deals über institutionelle Quellen, wie Banken, Unternehmensberater oder Wirtschaftsprüfer.

Im Vergleich zur Vorgängerstudie ist zu erkennen, dass Anforderungen an Zielunternehmen oder Deals tendenziell nach unten korrigiert wurden. Für die unterschiedlichen Gesellschaftstypen ist allerdings keine einheitliche Entwicklung festzustellen.

4. Investitionstätigkeit

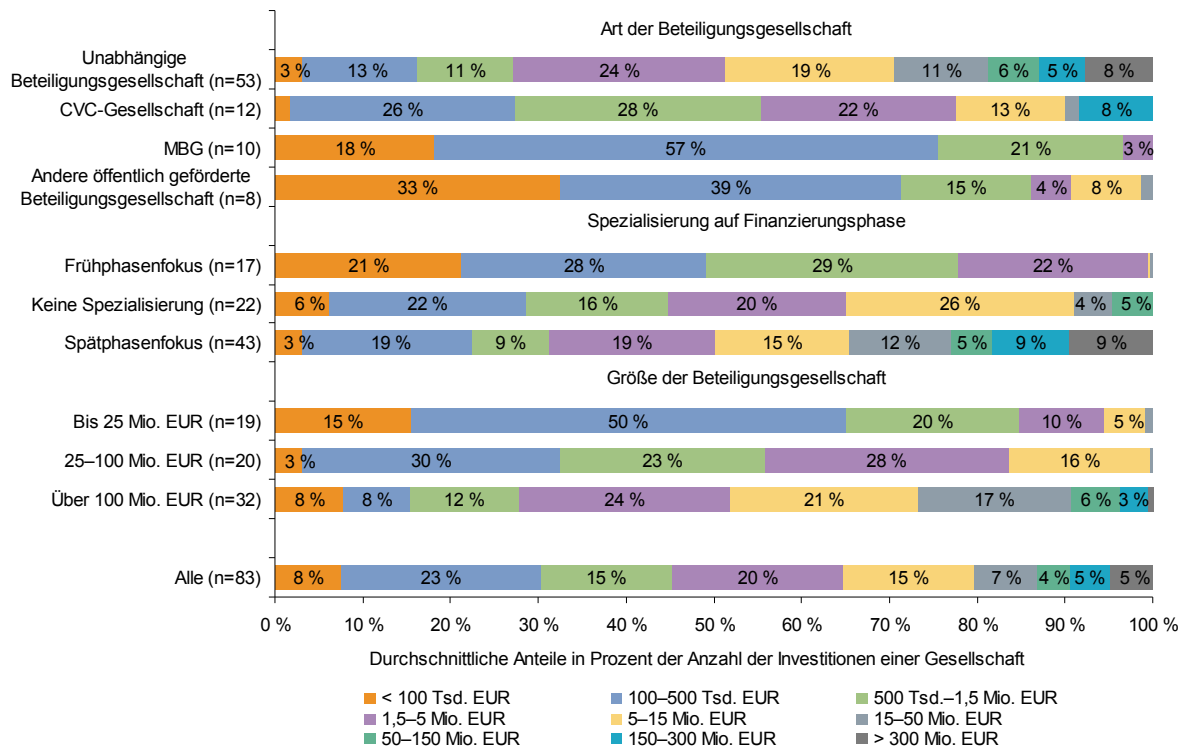
In Kapitel 4 wird die Investitionstätigkeit der Beteiligungsgesellschaften untersucht. Zunächst werden die Dealgröße, das Investitionsverhalten sowie die Betreuung, anschließend die Bedeutung der einzelnen Exitkanäle und schließlich die Veränderung der Ausfallrate analysiert. Im Fokus steht dabei wiederum die Fragestellung, inwiefern die Finanzkrise sich auf das Investitionsverhalten der deutschen Beteiligungsgesellschaften ausgewirkt hat.

4.1 Dealgröße, Finanzierungsphasen und Branchen

In Grafik 22 ist dargestellt, in welche Größenklassen Beteiligungsgesellschaften in den Jahren 2007–2009 investierten. Knapp ein Drittel der Engagements entfiel auf Deals mit einem Volumen von bis zu 500 Tsd. EUR (nach Syndizierung). Bei einem weiteren Drittel betrug das Investitionsvolumen über fünf Mio. EUR. Im Vergleich mit der Vorgängerstudie hat der Anteil von Deals über fünf Mio. EUR somit stark zugenommen (von 20 auf 35 %). Dies ist vermutlich vor allem auf die beiden Teiljahre 2007 und 2008 des Beobachtungszeitraums zurückzuführen. In diesen Jahren wurden – neben dem Boomjahr 2000 – die höchsten Einzelinvestitionen in der Geschichte des deutschen Beteiligungskapitalmarkts getätigt. Die Strukturverschiebung spiegelt zudem erneut die gute Fundraising-Situation in den Vorkrisen-jahren wider.

Mehr als zwei Drittel aller Deals der förderorientierten Gesellschaften fielen in den Bereich kleiner Deals unter einer halben Mio. EUR. Dies ist folgerichtig, da sich die MBGen auf mittelständische Unternehmen spezialisieren und die sonstigen förderorientierten Gesellschaften besonders in der Frühphase aktiv sind.³⁵ Die renditeorientierten Gesellschaften sind offensichtlich sehr flexibel in Bezug auf das Volumen der von ihnen durchgeführten Investitionen, da in sämtlichen Größenklassen finanziert wurde. Trotzdem scheinen sie Deals mit höheren Volumen zu bevorzugen. Etwa 50 % aller Deals der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften sind größer als fünf Mio. EUR. Für die Jahre 2002–2004 lag dieser Anteil noch bei etwa 30 %. Auch hier zeigen sich die oben bereits erläuterten Auswirkungen der Investitionsaktivitäten in den Jahren 2007 und 2008.

³⁵ Vgl. Abschnitt 9 – Tabelle 2.



Lesebeispiel: 8 % der Investitionen der antwortenden Beteiligungsgesellschaften in den Jahren 2007–2009 entfielen auf Deals mit einem Volumen von weniger als 100 Tsd. EUR (nach Syndizierung).

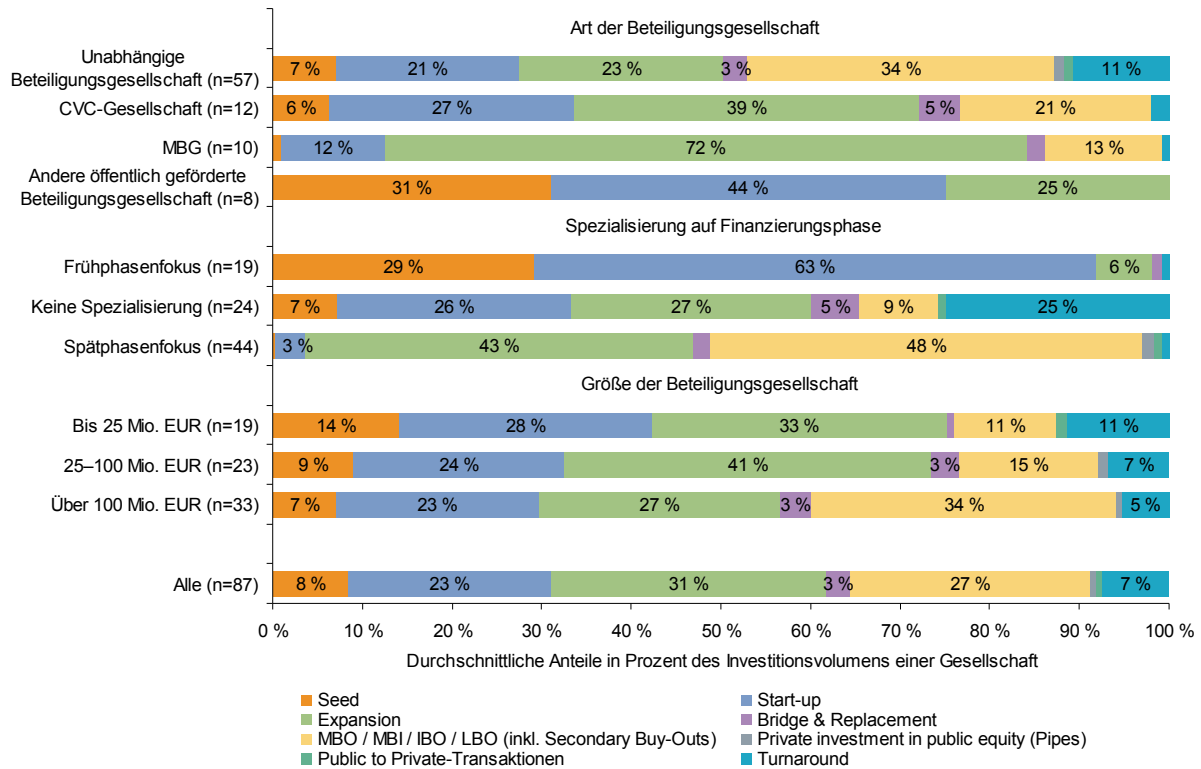
Grafik 22: Deal Size

In der Frühphase sind kaum Deals über fünf Mio. EUR zu finden. Dies ist nachvollziehbar, da größere Finanzierungsvolumen eher für Wachstumsfinanzierungen und weniger für die Produktentwicklung und Markteinführung in der Unternehmensfrühphase benötigt werden. Fast alle großen Deals (über 50 Mio. EUR) wurden von Spätphasengesellschaften abgeschlossen. Dieser Anteil ist im Vergleich zur Vorgängerstudie von 17 auf 23 % angestiegen. Das ist auf eine verbesserte Ausstattung mit Eigenkapital sowie einen leichteren Zugang zu Fremdkapital zurückzuführen.

Zwischen der Gesellschaftsgröße und der Größe abgeschlossener Deals fällt ein Zusammenhang auf: Je größer eine Gesellschaft ist, desto größer werden ihre Deals. Das verwundert nicht, da ein höheres Fondsvolumen erst die Möglichkeit für größere Investments bietet. Bemerkenswert ist außerdem, dass auf Deals größer als 150 Mio. EUR ein Anteil von 10 % entfällt.

In Grafik 23 ist dargestellt, wie hoch der Anteil verschiedener Finanzierungsphasen am Investitionsvolumen der Beteiligungsgesellschaften in den Jahren 2007–2009 war. Im Vergleich zur Vorerhebung sind die Anteile von Frühphasen- und Expansionsfinanzierungen leicht zurückgegangen. Der Anteil von Buyouts ist hingegen von 20 auf 27 % angestiegen. Auffällig ist auch die Zunahme des Anteils von Turnaround-Investitionen von 3 auf über 7 %. Dieser Anstieg lässt sich durch die schwierigen ökonomischen Rahmenbedingungen infolge

der Finanzkrise Ende des Jahres 2008 und im Jahr 2009 erklären. Durch das schwierige konjunkturelle Umfeld wurden viele Unternehmen an den Rand der Insolvenz gedrängt.³⁶ Dies erhöhte die Nachfrage nach Kapital für die Unternehmenssanierung.³⁷



Lesebeispiel: 7 % des Investitionsvolumens der antwortenden Beteiligungsgesellschaften in den Jahren 2007–2009 entfielen auf Turnaround-Investitionen.

Grafik 23: Anteile von Finanzierungsphasen am Investitionsvolumen

Während die unabhängigen Gesellschaften Investitionen in alle Finanzierungsphasen tätigen, konzentrieren sich die MBGen ihrem Geschäftsmodell entsprechend auf die Wachstumsfinanzierung etablierter kleinerer Unternehmen. Der oben erwähnte allgemeine Bedeutungszuwachs von Buyouts ist durch die Investitionstätigkeit der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften sowie der CVCs bedingt. Turnaround-Transaktionen werden zum überwiegenden Teil durch die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften durchgeführt. Die MBGen haben ihren Anteil an Buyout-Finanzierungen dagegen leicht reduziert und sich auf ihr Kerngeschäft der Expansionsfinanzierung konzentriert. Die sonstigen öffentlich geförderten Beteiligungsgesellschaften haben ihren volumenmäßigen Anteil an Seed-Finanzierungen fast verdoppelt (von 17 auf 31 %), während Investitionen in Expansionsgeschäfte reduziert wurden. Diese Entwicklung – Zunahme der Expansionsfinanzierung bei den MBGen und Zunahme

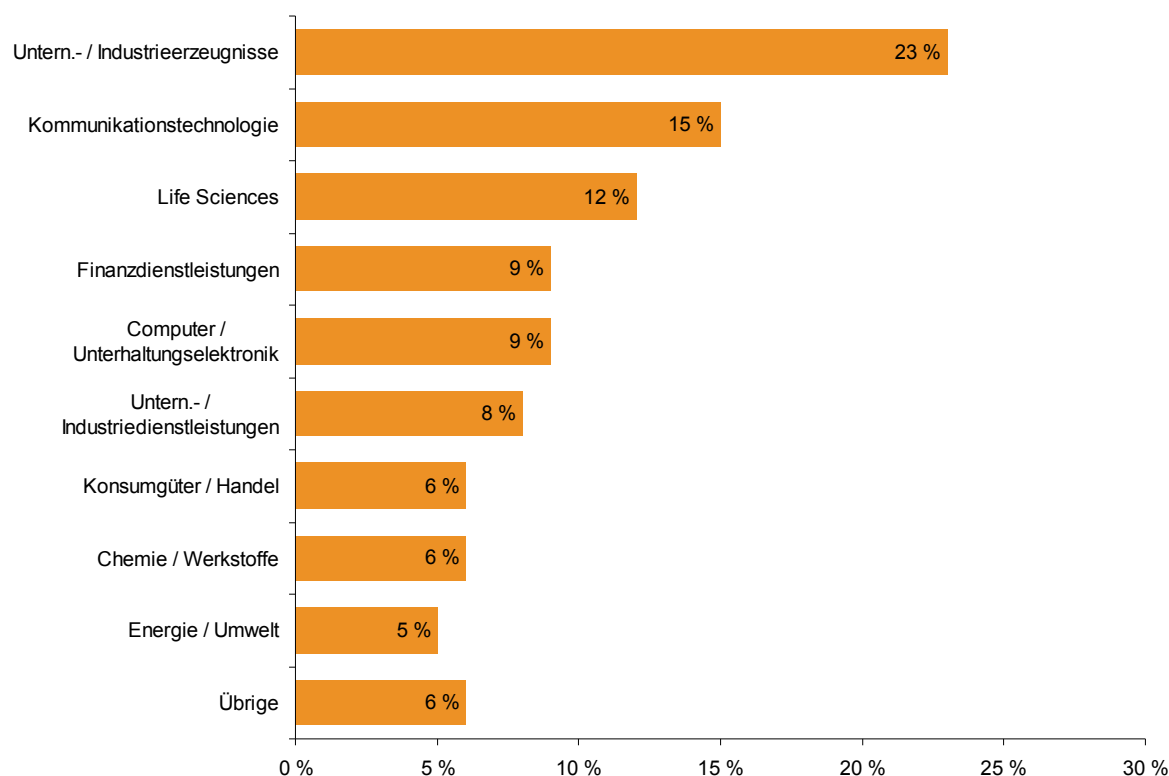
³⁶ Vgl. CF & PE Guide (2010), S. 60ff.

³⁷ Vgl. BVK Jahresstatistiken.

der Frühphasenfinanzierungen bei den sonstigen Förderinstitutionen – könnte auf einen Spezialisierungstrend förderorientierter Gesellschaften hinweisen.

Gemäß der in dieser Studie angewendeten Methodik zur Einteilung der Beteiligungsgesellschaften in Früh- und Spätphasenfinanzierer entfällt der Großteil des Investitionsvolumens der Wagniskapitalgeber (definitionsbedingt mehr als 70 %) auf Seed- und Start-up-Finanzierungen. Ebenso verhält es sich bei den Spätphasenfinanzierern, bei denen ein Großteil des Investitionsvolumens (definitionsbedingt mehr als 70 %) Expansionsfinanzierungen und Buyouts sind. Da Turnaround-Transaktionen definitorisch keiner Phase zugeordnet sind, treten diese anteilig vermehrt bei Gesellschaften ohne Phasenspezialisierung auf. Dabei handelt es sich vor allem um unabhängige Beteiligungsgesellschaften, wie oben erläutert.

Grafik 24 stellt die Anteile von Branchen am Volumen des im Jahr 2009 in Deutschland investierten Beteiligungskapitals dar.³⁸ Der Großteil des Kapitals ging in die Sektoren Unternehmens- und Industrierzeugnisse (23 %), Kommunikationstechnologie (15 %) sowie Life Sciences (12 %).



Lesebeispiel: 15 % des im Jahr 2009 in Deutschland investierten Beteiligungskapitals ging in den Bereich „Kommunikationstechnik“.

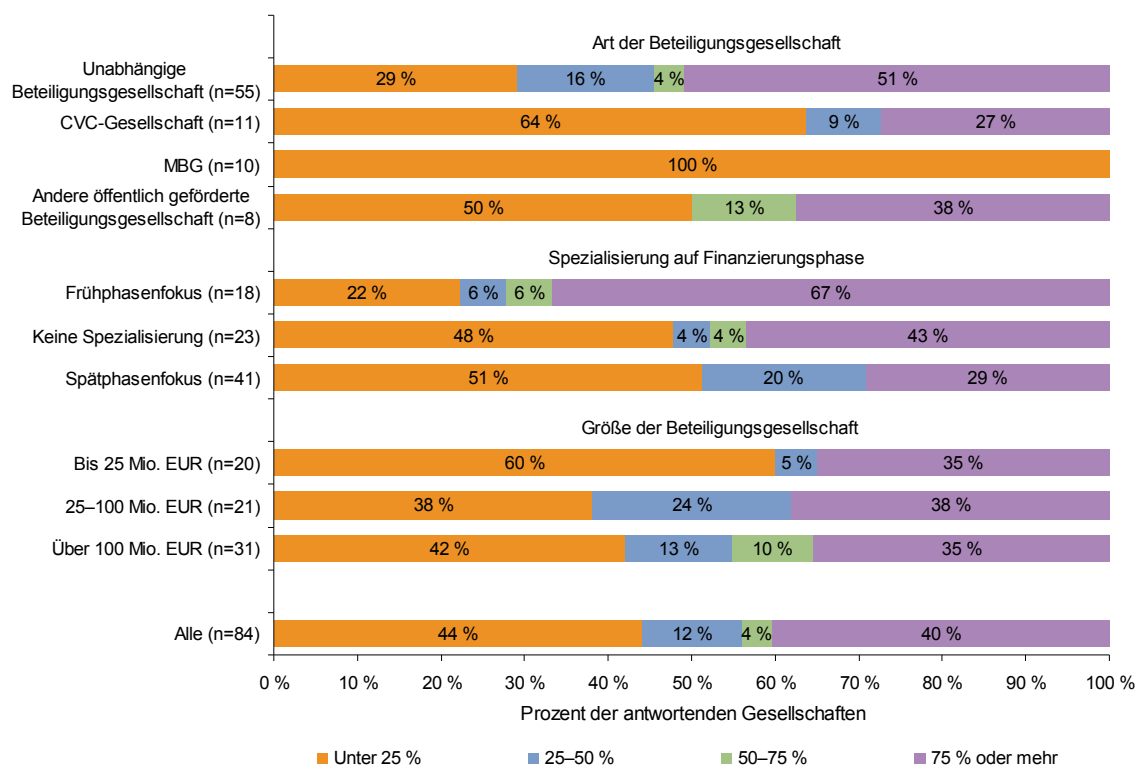
Quelle: BVK Jahresstatistik 2009.

Grafik 24: Anteile der Branchen am Investitionsvolumen (Marktstatistik)

³⁸ Quelle: BVK Jahresstatistik 2009, Marktstatistik.

4.2 Die Betreuung von Investments

Grafik 25 ist zu entnehmen, wie häufig Beteiligungsgeber aktiv Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen nehmen („Hands-on“-Betreuung). Im Vergleich zur Vorgängerstudie weist die Betreuungssituation nur geringe Veränderungen auf. Der Anteil von Beteiligungsgesellschaften, die 75 % oder mehr ihrer Portfoliounternehmen „hands on“ betreuen ist geringfügig gestiegen. Somit hat die Intensität der Betreuung insgesamt leicht zugenommen. Es zeigen sich jedoch stärkere strukturelle Unterschiede bei einer Trennung nach einzelnen Typen und Phasen. So gibt es beispielsweise einen starken Zusammenhang zwischen der Finanzierungsphase und dem Anteil der Hands-on-Betreuung: Frühphasenfinanzierer nehmen auf einen deutlich höheren Teil ihrer Portfoliounternehmen aktiv Einfluss als Spätphasenfinanzierer.



Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung betreuen 44 % der Beteiligungsgesellschaften weniger als 25 % ihrer Beteiligungen „hands on“.

Grafik 25: Aktive Einflussnahme auf die Portfoliounternehmen („Hands-on“-Betreuung)

Insgesamt scheint die Häufigkeit der aktiven Einflussnahme von Beteiligungsgesellschaften auf ihre Portfoliounternehmen ausgewogen zu sein: 44 % der Gesellschaften betreut weniger als ein Viertel ihrer Portfoliounternehmen hands on, während 40 % der Gesellschaften auf mehr als drei Viertel ihrer Portfoliounternehmen aktiv Einfluss nehmen. In der Vorgängerstudie war letztgenannter Anteil mit 36 % noch etwas geringer. Die erhöhte Betreuungsintensität könnte möglicherweise Ausdruck der schlechteren wirtschaftlichen Verfassung einzelner Portfoliounternehmen aufgrund der Finanzkrise sein. Um ihre Portfoliounternehmen über die

Finanzkrise hinweg stabil und liquide zu halten, ist womöglich ein stärkeres Eingreifen in die Unternehmen seitens der Beteiligungsgesellschaften notwendig.

Die eingeschränkte Fremdkapitalverfügbarkeit für Leverage-Finanzierungen, die die Basis vieler Buyout-Transaktionen war, kann möglicherweise dazu führen, dass sich auch Spätphasengesellschaften intensiver mit ihren Portfoliounternehmen beschäftigen müssen. Eine jüngere Studie zeigt, dass etwa ein Drittel der Wertschöpfung von Beteiligungskapitalinvestitionen mittels Financial Engineering, also dem Ausnutzen des so genannten Leverage-Effektes, generiert wird.³⁹ Fällt diese Form der Wertschöpfung weg, weil weniger Buyout-Finanzierungen anfallen, müssen die Gesellschaften ihre Portfoliounternehmen in Zukunft eventuell intensiver betreuen, um vergleichbare Renditen erzielen zu können.

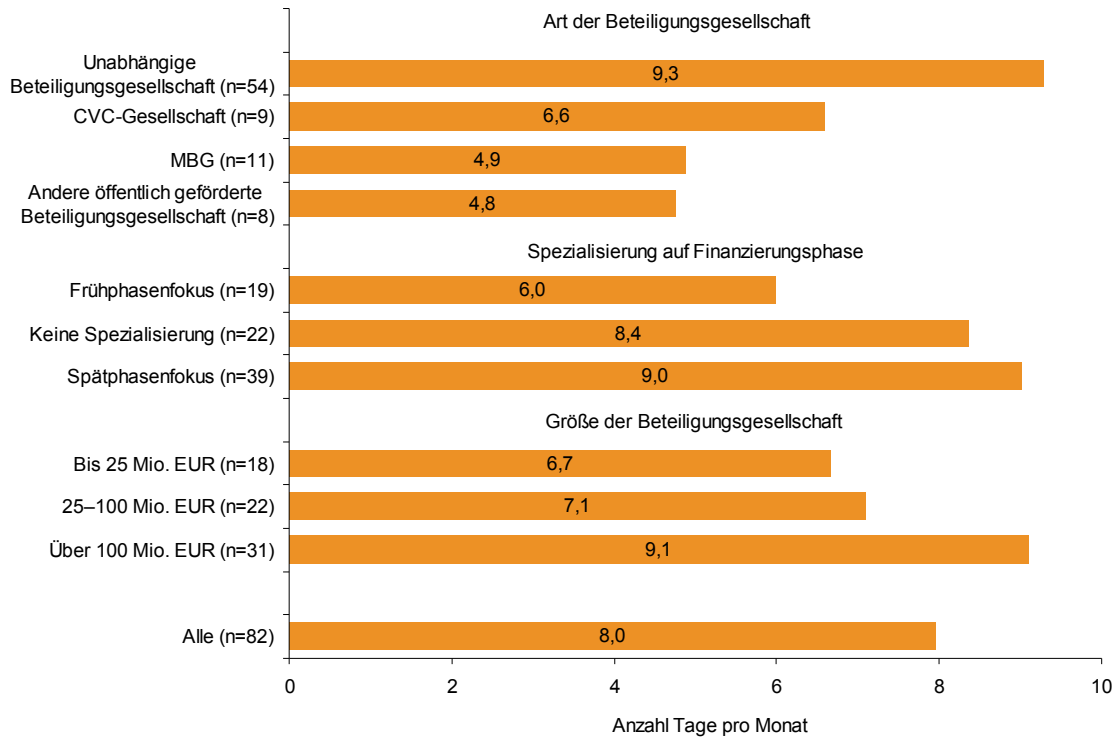
Besonders die Frühphasengesellschaften nehmen häufiger aktiv Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen. 67 % der Wagniskapitalfinanzierer betreuen mehr als drei Viertel ihrer Beteiligungsnehmer hands on. Dies könnte mit dem Geschäftsmodell von Frühphasengesellschaften zusammenhängen, die Managementunterstützung explizit als ihre Aufgabe betrachten. Oft können junge Unternehmen stark von der Managementkompetenz der Venture-Capital-Gesellschaften profitieren. In der Spätphase ist eine gegenteilige Struktur zu beobachten. Da bei etablierten Unternehmen oft gut funktionierendes Management besteht, kann ein Eingriff schnell negative Auswirkungen auf die Unternehmensperformance haben. Im Gegensatz hierzu bieten die MBGen keine oder kaum Betreuungsleistungen, sondern konzentrieren sich vielmehr nur auf die Finanzierung im Rahmen von Minderheitsbeteiligungen.

Aus Grafik 26 ist der Betreuungsaufwand zu entnehmen, den Investment-Professionals für ein Portfoliounternehmen leisten. Fondsmanager beschäftigen sich acht Tage pro Monat mit einzelnen Portfoliounternehmen. Zu den dabei anfallenden Tätigkeiten zählen beispielsweise Monitoring-Aktivitäten oder die Teilnahme an Beiratssitzungen.

Da die renditeorientierten Gesellschaften öfter – auch aufgrund ihrer höheren Beteiligungsanteile – aktiv auf Portfoliounternehmen Einfluss nehmen als die förderorientierten Gesellschaften (vgl. Grafik 25), scheint es wenig überraschend, dass der Betreuungsaufwand bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften mit 9,3 Tagen pro Monat fast doppelt so hoch ist, als bei den sonstigen Förderinstitutionen. Die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften versuchen ihre Portfoliounternehmen möglichst genau zu lenken, um ihre Renditeziele zu erreichen. Die förderorientierten Gesellschaften unterstützen ihre Portfoliounternehmen zwar, legen aber im Gegensatz zu den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften Wert darauf, deren Handeln möglichst nicht zu beeinflussen. Ausschlaggebend für die klaren Unter-

³⁹ Vgl. Achleitner (2010).

schiede beim Betreuungsaufwand kann jedoch auch sein, dass die renditeorientierten Gesellschaften im Mittel deutlich weniger Unternehmen in ihrem Portfolio haben (vgl. Grafik 3) und somit mehr Zeit pro Unternehmen aufwenden können.



Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung beschäftigen sich die Investment-Professionals der Beteiligungsgesellschaften acht Tage pro Monat mit einzelnen Portfoliounternehmen.

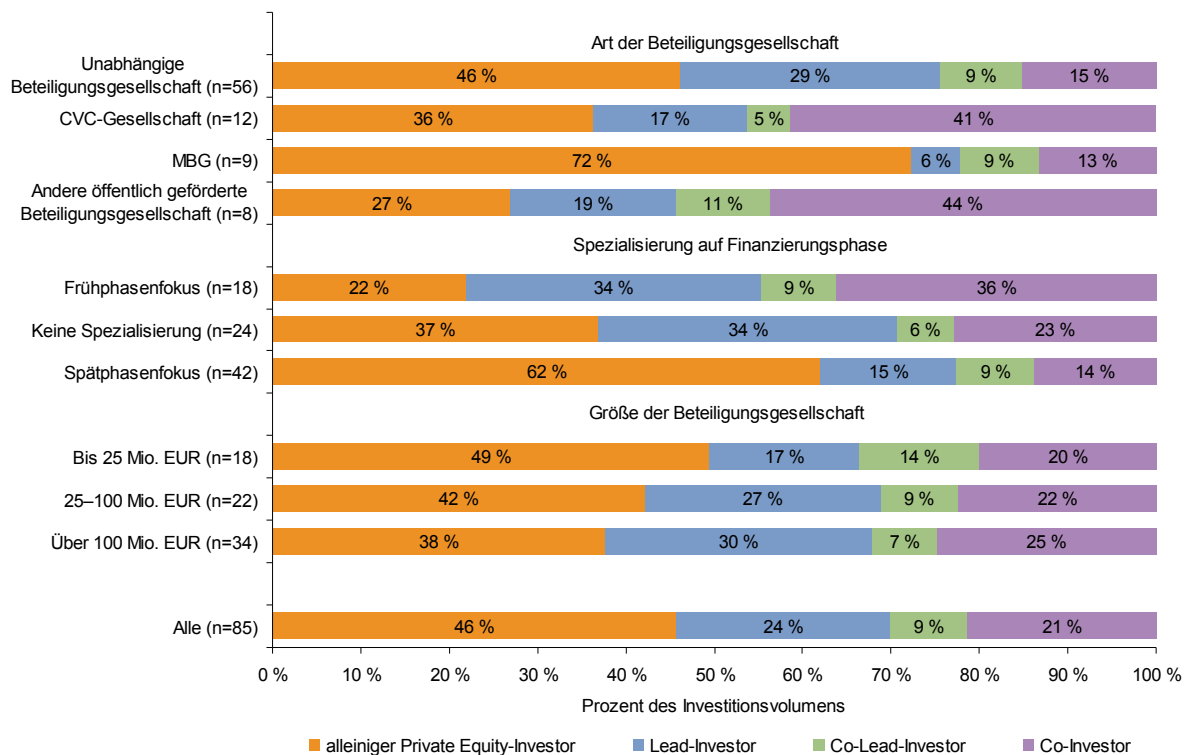
Grafik 26: Betreuungsaufwand

Vor dem Hintergrund des hohen Anteils der Hands-on-Betreuung in der Frühphase ist es allerdings erstaunlich, dass Frühphasengesellschaften mit sechs Tagen weniger Zeit für die Betreuung ihrer Unternehmen verwenden als die Spätphasengesellschaften mit neun Tagen. Möglicherweise beansprucht das Monitoring junger, zumeist kleiner Unternehmen weniger Zeit als die Betreuung bereits stärker im Markt etablierter Unternehmen der Spätphase. Letztere haben möglicherweise auch starrere Verwaltungsabläufe, die häufigere Treffen offizieller Gremien vorsehen und damit einen höheren Zeitaufwand hervorrufen.

Da vergleichbare Daten für die Vorgängerstudie nicht zur Verfügung stehen, wurden die Gesellschaften zusätzlich befragt, wie sich der Betreuungsaufwand seit dem Jahr 2007 verändert hat. Bei 51 % der Gesellschaften ergab sich keine Veränderung bezüglich des Betreuungsaufwandes. Allerdings berichteten 46 % der Beteiligungskapitalgeber von einem gestiegenen Betreuungsaufwand. Dieser Befund spiegelt – wie bereits der Anstieg beim Anteil der Hands-on-Betreuungen – die durch die Finanzkrise ausgelöste, zusätzlich benötigte Unterstützung einzelner Portfoliounternehmen wider.

4.3 Syndizierungen

Ein Charakteristikum des Beteiligungsmarkts ist die Syndizierung von Investitionen. Bei einer Syndizierung treten bei einem Deal mehrere Gesellschaften als Beteiligungskapitalgeber gemeinsam auf. Ziel von Syndizierungen ist es zum einen (komplementäres) Knowhow sowie die Netzwerke mehrerer Beteiligungsgeber zu bündeln, um durch gemeinsame Betreuung der Portfoliounternehmen eine höhere Wertsteigerung bei diesen zu erzielen.⁴⁰ Zum anderen ist Risikodiversifizierung ein Grund für Syndizierungen. So kann eine Beteiligungsgesellschaft durch Syndizierungen ihr gegebenes Fondsvolumen – aufgrund eines geringeren aufzuwendenden Finanzierungsvolumens pro Deal – für Investitionen in eine größere Anzahl von Unternehmen nutzen. Das Portfoliorisiko wird durch den höheren Diversifizierungsgrad reduziert.⁴¹



Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung sind die Beteiligungsgesellschaften bei 46 % ihrer Deals alleiniger Beteiligungskapitalgeber.

Grafik 27: Syndizierungsverhalten

Der hohe Anteil von Deals, die die Gesellschaften als alleiniger Beteiligungskapitalgeber schultern, ist in Grafik 27 besonders augenfällig. Dieser Anteil ist gegenüber dem Jahr 2005 von knapp 37 auf 46 % gestiegen. Der Anteil von Deals, bei denen die Gesellschaften Co-Investor sind, hat sich von 30 auf 21 % reduziert. Diese Strukturverschiebung lässt sich auf

⁴⁰ Vgl. Zimmermann et al. (2005), S. 79ff.

⁴¹ Zu syndizierten Venture-Capital-Finanzierung vgl. beispielsweise Nathusius (2005).

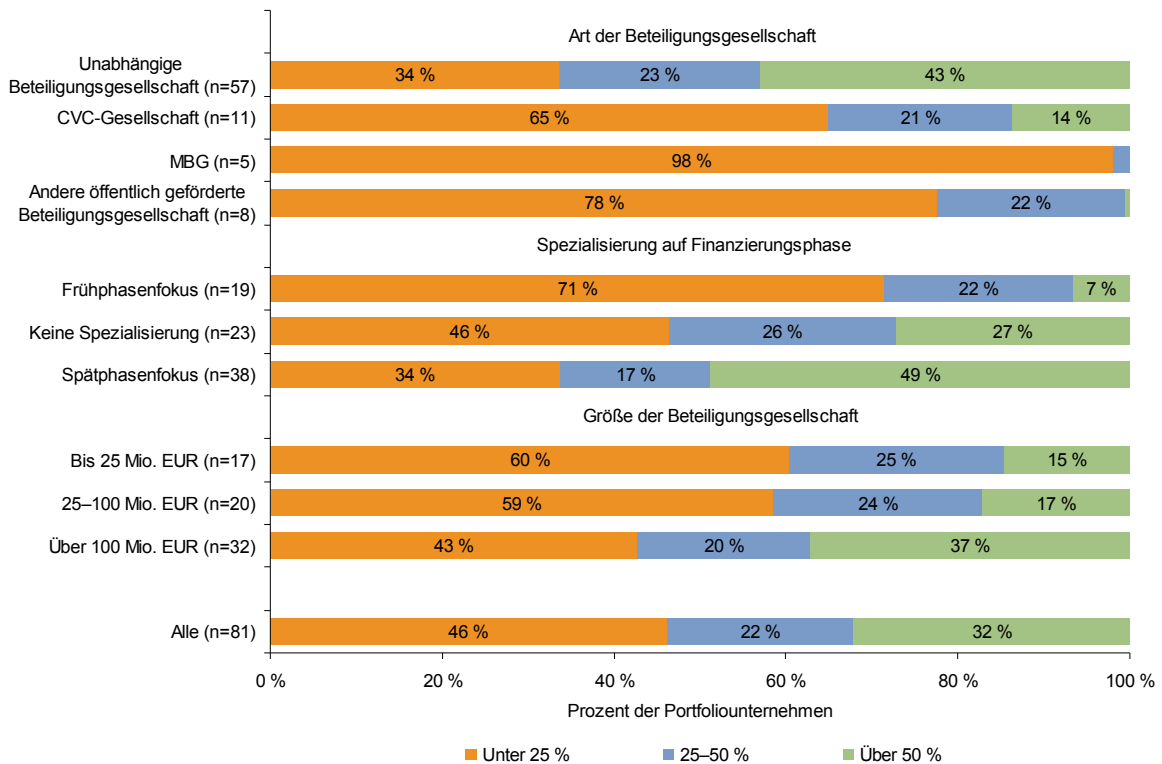
die guten Rahmenbedingungen für Beteiligungskapital im Vorfeld der Finanzkrise zurückführen. Zum Zeitpunkt der Befragung dürften Deals der Jahre 2006–2008 die Portfolien prägen.

In den kommenden Jahren dürfte sich die Struktur allerdings wieder zu Gunsten von syndizierten Deals verschieben. So dürfte sich in der Finanzkrise der Anteil syndizierter Investitionen infolge gesteigerter Bemühungen zur Risikodiversifizierung erhöht haben. Da durch Syndizierungen auch größere Finanzierungsvolumina leichter zu erreichen sind, ist ihnen ein weiterer Vorteil in Zeiten erschwerter Finanzierungsbedingungen und reduzierten Eigenkapitalallokationen gegeben. Durch den Bedeutungszuwachs der operationellen Wertschöpfung (aufgrund des Wegfalls von Leverage-Finanzierungen) spielt zudem das Ausnutzen von Synergieeffekten durch das angesprochene gezielte Zusammenlegen von Knowhow und Netzwerken einzelner Beteiligungsgesellschaften eine wichtigere Rolle.

Wie Grafik 28 zeigt, sind die Gesellschaften zum Zeitpunkt der Befragung bei 46 % ihrer Portfoliounternehmen mit weniger als 25 % am Stammkapital beteiligt. Bei 32 % der Portfoliounternehmen stellen die Gesellschaften hingegen mehr als die Hälfte des Stammkapitals.

Förderorientierte Gesellschaften sind zu einem deutlich geringerem Ausmaß am Stammkapital ihrer Portfoliounternehmen beteiligt, als die renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften. Dieses Ergebnis war aufgrund des Geschäftsmodells förderorientierter Gesellschaften zu erwarten. So gehen MBGen und andere Förderinstitutionen in der Regel Minderheitsbeteiligungen ein, um die Handlungsmacht der Portfoliounternehmen nicht unnötig einzuschränken. An dieser Stelle ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die förderorientierten Gesellschaften zwar oft Minderheitsbeteiligungen eingehen, das den Portfoliounternehmen zur Verfügung stehende Kapital dennoch zu einem Großteil von ihnen stammen kann. Dies ist beispielsweise beim High-Tech Gründerfonds der Fall. Dieser finanziert junge Unternehmen durch eine Kombination aus Eigenkapital und Nachrangdarlehen. Das Nachrangdarlehen ist in diesem Fall mit einer Option zur Umwandlung in Eigenkapital, sowie einem Rangrücktrittsrecht belegt und besitzt somit eigenkapitalähnlichen Charakter. Die renditeorientierten Gesellschaften (insbesondere die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften) erwerben hingegen nicht selten mehr als 50 % des Stammkapitals ihrer Portfoliounternehmen. Dies sichert ihnen einen starken Einfluss.

Aufgrund des hohen Gewichts der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften bei den Spätphasengesellschaften sowie bei den Gesellschaften mit Fondsvolumen größer als 100 Mio. EUR sind auch bei diesen Gruppen hohe Beteiligungsquoten zu finden. Vor allem Buyout-Gesellschaften streben ihrem Geschäftsmodell entsprechend in der Regel stimmrechtliche Mehrheiten an ihren Portfoliounternehmen an, um aktiv die Geschäftstätigkeit in den Folgejahren zu beeinflussen.



Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung sind die Gesellschaften bei 46 % ihrer Portfoliounternehmen mit weniger als 25 % am Stammkapital beteiligt.

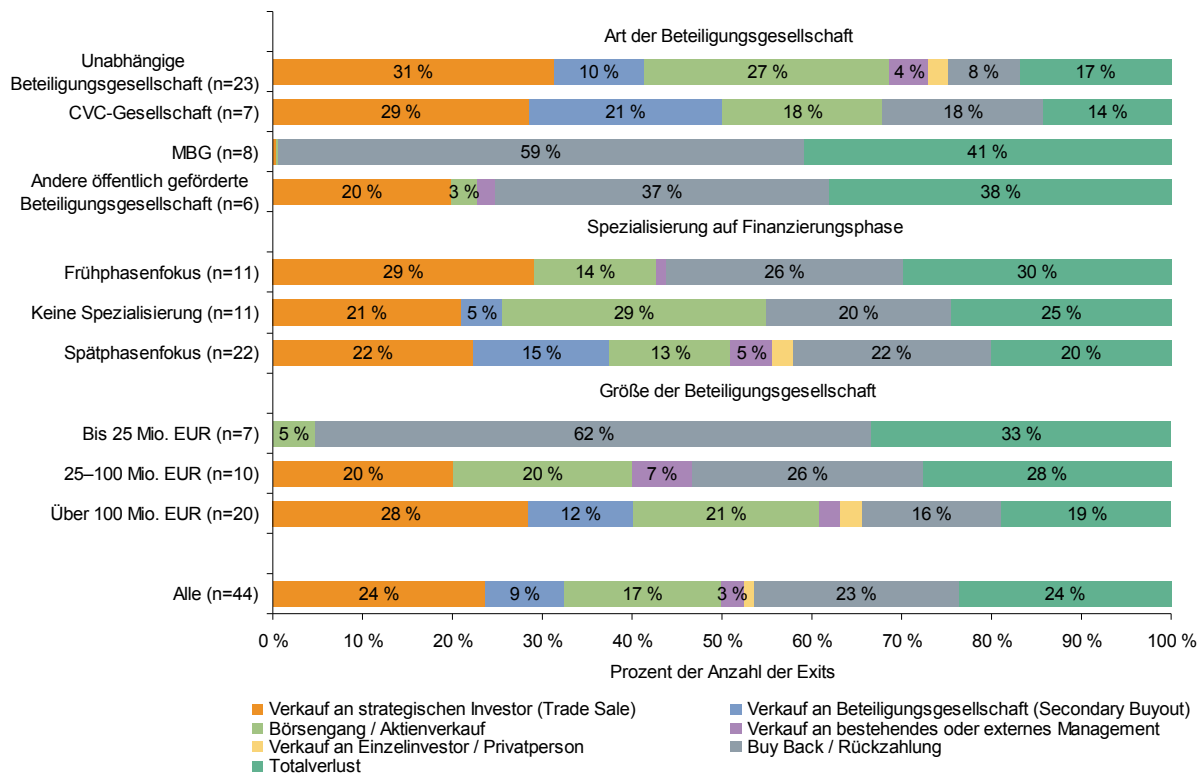
Grafik 28: Beteiligung am Stammkapital der Portfoliounternehmen

4.4 Exits und Ausfälle

Im Folgenden wird auf die Bedeutung einzelner Exitkanäle eingegangen. Bezugsgröße ist die Anzahl der Exits, die in einem bestimmten Jahr auf die jeweiligen Exitkanäle entfällt. Charakteristisch für das Geschäftsmodell einer Beteiligungsgesellschaft ist, dass diese Anteile am Stammkapital von Unternehmen erwerben, um die Anteile nach einigen Jahren der operativen Verbesserung gewinnbringend wieder verkaufen zu können. Die Beteiligungsfinanzierungen sind dementsprechend zeitlich begrenzt. Die Rendite eines Investments ist im Allgemeinen stark vom Verkaufserlös bei Beendigung der Beteiligung bestimmt. Dem Exit kommt somit eine zentrale Bedeutung im Investitionszyklus zu. Damit die Auswirkungen der Finanzkrise sichtbar werden, erfolgt hier ein Vergleich der Exits des Boomjahres 2007 mit den Exits des Krisenjahres 2009.

Im Vergleich der Exitstruktur dieser Jahre (vgl. Grafiken 30 und 31) ist die Veränderung des Anteils von Totalverlusten am augenfälligsten. So machten Totalverluste im Rekordjahr 2007 lediglich 24 % aller Exits aus. Infolge der Finanzkrise stieg dieser Anteil deutlich auf 41 % der Exits im Jahr 2009. Anders als noch in der Vorgängerstudie ist kein gravierender Unterschied mehr zwischen dem Anteil der Totalausfälle in der Früh- und Spätphase zu erkennen. Es zeigt sich vielmehr, dass die durch die Finanzkrise erschwerten Bedingungen in Bezug auf die Unternehmensfinanzierung nicht nur junge, sondern auch etablierte Unternehmen

gleichermaßen trafen. Eine Einschätzung, die durch prominente Unternehmenspleiten, wie die des niederbayerischen Automobilzulieferers Edscha oder des baden-württembergischen Traditionsunternehmens Märklin, bestätigt wird.

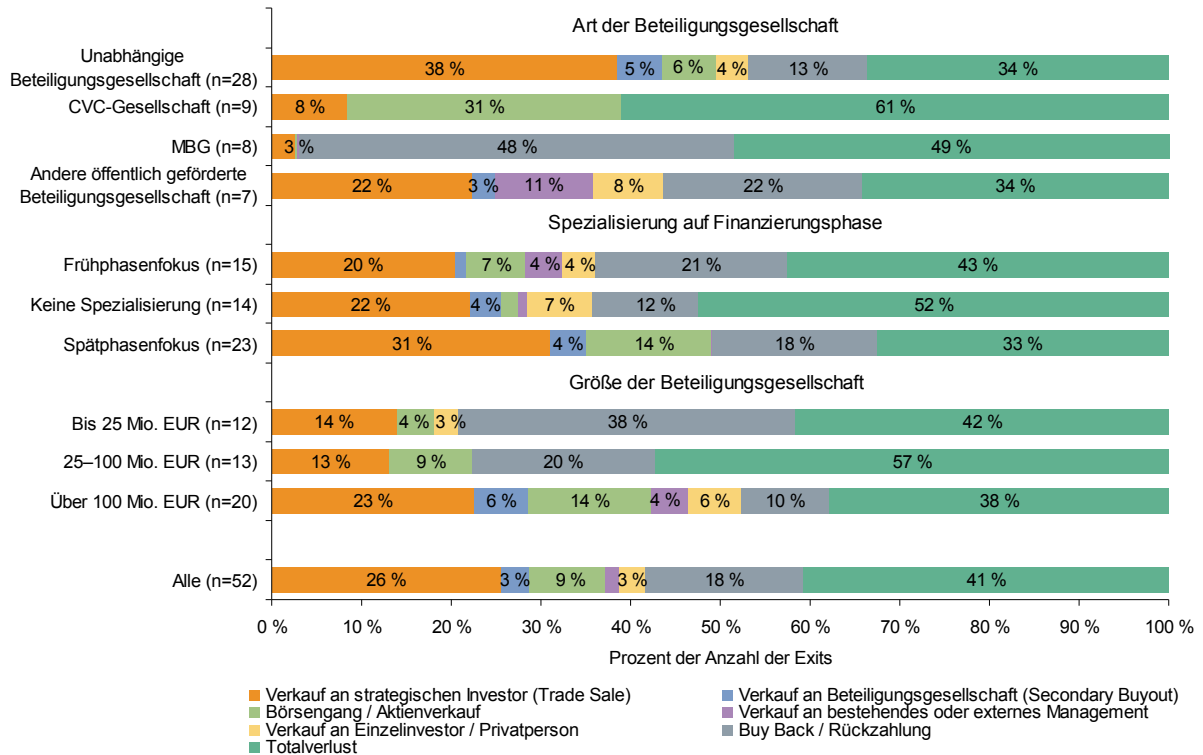


Lesebeispiel: 24 % der Exits der Beteiligungsgesellschaften im Jahr 2007 waren Verkäufe an strategische Investoren (Trade Sales).

Grafik 29: Exitkanäle im Jahr 2007

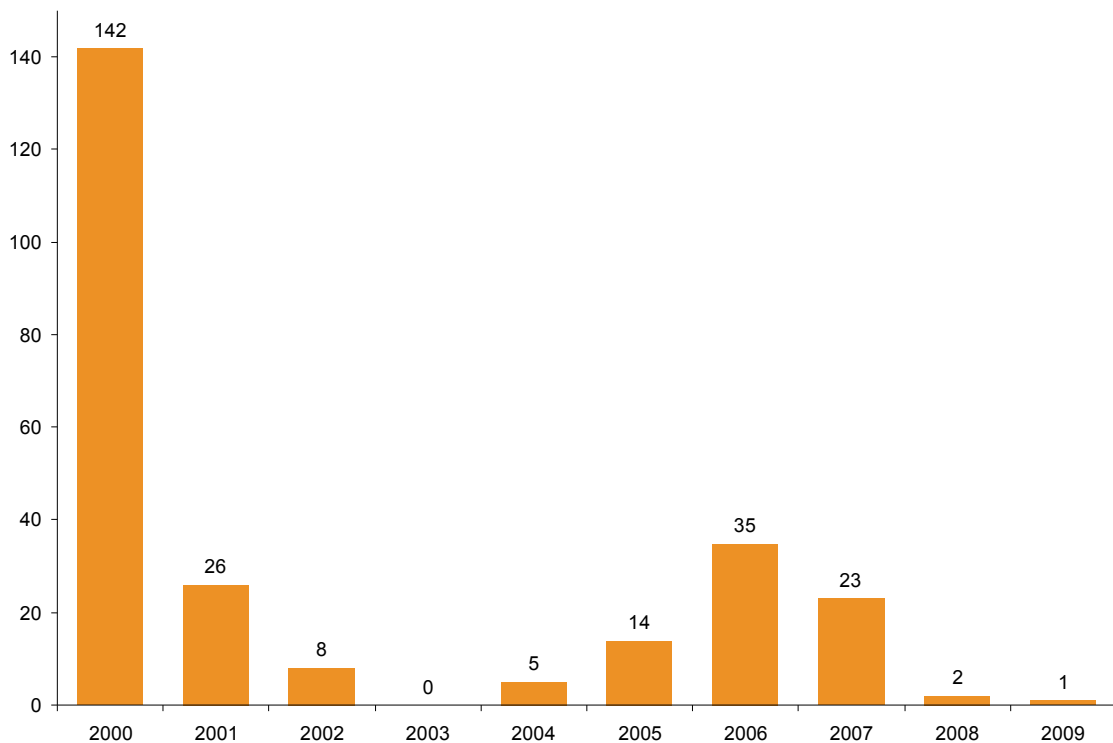
Die Anteile von Secondary-Buyouts⁴² und Börsengängen an den Exits sind im Jahr 2009 geringer als die entsprechenden Anteile an den Exits des Jahres 2007. Im Vergleich zu den Exits des Jahres 2004 nahm der Anteil von Börsengängen im Jahr 2007 von 4 auf 17 % zu, ging aber im Jahr 2009 wieder auf 9 % zurück. Hintergrund dieser aktuellen Entwicklung sind die schlechten Bedingungen an den globalen Finanzmärkten im Zuge der Finanzkrise, die das Fenster für Börsengänge nahezu vollständig schloss. So hat in den Jahren 2008 und 2009 fast keine Beteiligungsgesellschaft in Deutschland eines ihrer Portfoliounternehmen an die Börse gebracht (vgl. Grafik 29). Diese Flaute bei den IPOs scheint sich – von einigen wenigen Ausnahmen abgesehen – auch im Jahr 2010 fortzusetzen. Secondary-Buyouts wiederum verloren vermutlich aufgrund der erschwerten Finanzierungsbedingungen an Bedeutung.

⁴² Unter Secondary-Buyouts wird der Weiterverkauf von Beteiligungen an andere Beteiligungsgesellschaften verstanden.



Lesebeispiel: 3 % der Exits der Beteiligungsgesellschaften im Jahr 2009 waren Verkäufe an Beteiligungsgesellschaften (Secondary Buyouts).

Grafik 30: Exitkanäle im Jahr 2009

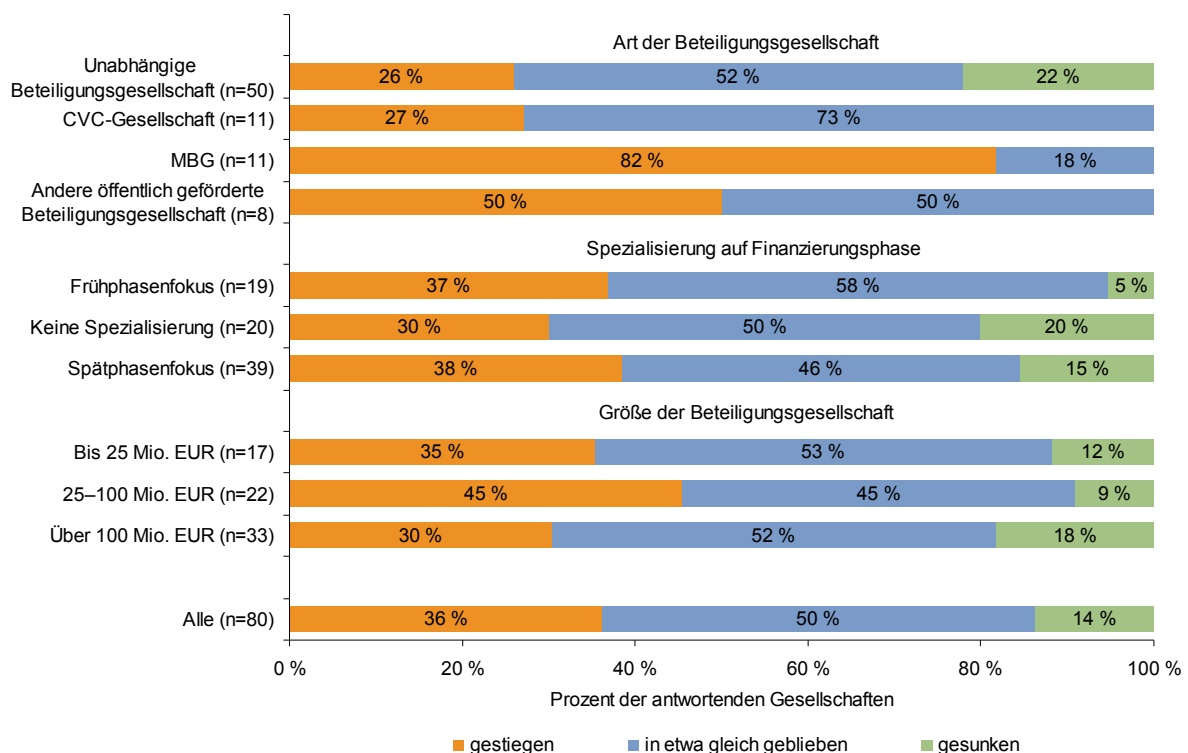


Grafik 31: Anzahl der IPOs in Deutschland im Zeitraum 2000–2009⁴³

⁴³ DAI, Deutsche Börse.

Im Vergleich zu den anderen Exitkanälen scheint der Anteil von Beteiligungsverkäufen an einen strategischen Investor (Trade-Sales) relativ stabil zu sein. Die Bedeutung von Trade-Sales liegt darin, dass sie es einer Beteiligungsgesellschaft ermöglichen sich ohne große Formalitäten schnell und (im Gegensatz zu einem Börsengang) zugleich komplett von einer Beteiligung zu trennen. Strategen, die günstige Einstiegsmöglichkeiten suchen, sind fast immer zu finden – vielleicht gerade in ökonomisch schwierigen Zeiten.

Aus Grafik 32 ist zu entnehmen, wie sich die Ausfallrate der Beteiligungsgesellschaften im Jahr 2009, bezogen auf ihre Fondsmittel, im Vergleich zum Jahr 2008 veränderte. Bei 36 % der Gesellschaften ist diese Ausfallrate gestiegen. Dies korrespondiert mit obigen Ausführungen zum gestiegenen Anteil von Totalausfällen im Jahr 2009. Nur bei 14 % der Beteiligungsgeber ist die Ausfallrate gesunken. Die Auswirkungen der Finanzkrise treten hier offen zu Tage. So mussten innerhalb eines Jahres vor allem die MBGen und öffentlich geförderten Beteiligungsgesellschaften zunehmende Ausfallquoten verzeichnen. Per Saldo stiegen auch die Ausfallraten der renditeorientierten Gesellschaften an, wenngleich in sichtbar geringerem Ausmaß. Zwischen Gesellschaften mit unterschiedlichem Phasenfokus oder unterschiedlicher Größenklassen zeigen sich keine Auffälligkeiten. Vielmehr ist der Anteil der Gesellschaften, deren Ausfallrate zunahm, in diesen Gruppen relativ gleich. Daraus lässt sich schließen, dass in der Krise die gesamte Beteiligungsbranche einheitlich betroffen war.

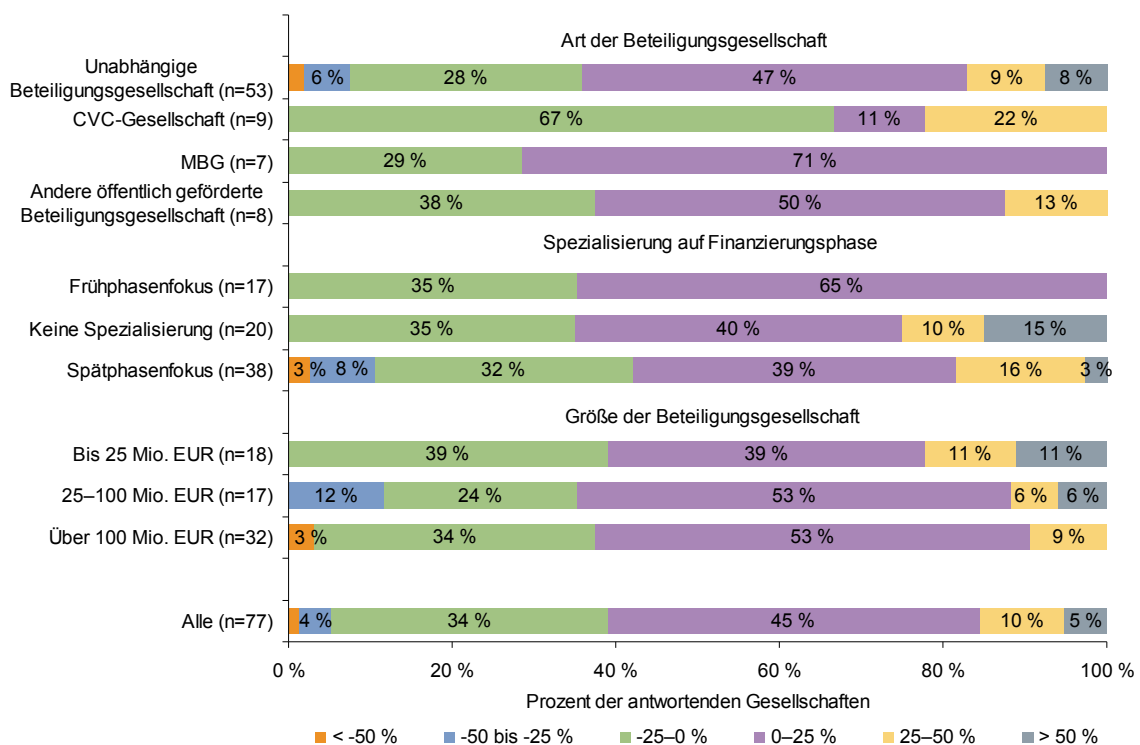


Lesebeispiel: Bei 36 % der antwortenden Gesellschaften ist die Ausfallrate des Jahres 2009, bezogen auf ihre Fondsmittel, im Vergleich zum Vorjahr gestiegen.

Grafik 32: Veränderung der Ausfallrate im Jahr 2009 im Vergleich zum Jahr 2008

Neben der Frage nach der Entwicklung der Ausfallraten wurden die Beteiligungsgesellschaften auch nach der Wertentwicklung ihrer bestehenden Portfolios (**Net Asset Value**, normalisiert um Ab- und Zugänge) im Jahr 2009 befragt. Die in Grafik 33 dargestellten Ergebnisse sind unter dem Eindruck der Finanzkrise auf den ersten Blick überraschend. 60 % der Gesellschaften konnten ihren NAV erhöhen. 34 % verzeichnete eine Verringerung des NAVs um bis zu 25 % und 5 % mussten einen Rückgang über 25 % hinnehmen.

Die mehrheitlich gestiegenen Portfoliowerte können mit der allgemeinen Erholung der Aktienmärkte erklärt werden. So schloss beispielsweise der Deutschen Aktienindex (DAX) nach dem heftigen Einbruch Ende des Jahres 2008, bei dem er knapp unter 5.000 Punkte fiel, sich aber im Laufe des Jahres 2009 erholte, Ende 2009 bei etwa 6.000 Indexpunkten.⁴⁴ Grundsätzlich gibt es einen Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Aktienmärkte und der Bewertung von Portfoliobeteiligungen. Verantwortlich dafür ist die zunehmende Praxis, Vermögenswerte nach dem „Mark-to-market“-Prinzip, also entsprechend dem allgemeinen Marktumfeld, zu bewerten. Dieses Ergebnis ist daher nachvollziehbar.



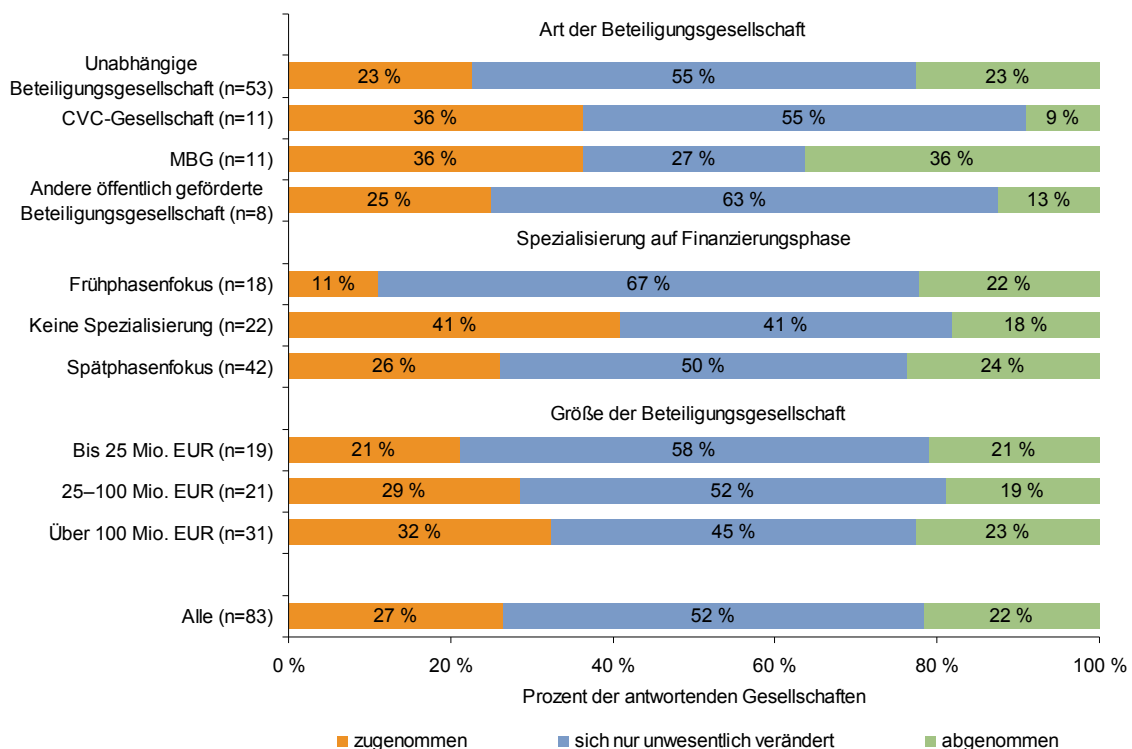
Lesebeispiel: 4 % der antwortenden Gesellschaften mussten im Jahr 2009 einen Verringerung des Wertes ihres Portfolios (Net Asset Value, normalisiert um Ab- und Zugänge) von 25-50 % hinnehmen.

Grafik 33: Wertentwicklung der Portfolios (Net Asset Value) im Jahr 2009

⁴⁴ Quelle: Bundesbank-Statistik zur Dax-Performance.

4.5 Veränderungen in den Investitionsstrategien

Gemäß den Ergebnissen der Vorgängerstudie sind die mittleren Dealgrößen in den Jahren 2002-2004 angestiegen. Seitdem kam es zu grundlegenden Veränderungen der Rahmenbedingungen des deutschen Beteiligungsmarkts: Zunächst führten die lockere Kreditvergabepolitik durch Banken sowie große Fundraisingserfolge zu einem enormen Anstieg der Beteiligungsaktivitäten bis zum Jahr 2007. Die Kapitalflut sowie (auch dadurch befeuerte) boomende Börsen führten zu teilweise utopischen Einstiegsbewertungen.⁴⁵ Nicht überraschend ist daher, dass die Beteiligungsgesellschaften für das Jahr 2007 im Vergleich zum Vorjahr per saldo von einer Zunahme der Dealgrößen berichten. Auch für das Jahr 2009 zeigt sich diese Entwicklung (vgl. Grafik 34). So haben bei 27 % der Gesellschaften die Dealgrößen zu- und bei 22 % abgenommen. Der Saldo ist mit vier Prozentpunkten allerdings vergleichsweise gering. Die Entwicklung hin zu größeren Investitionen scheint sich im Zuge der Finanzkrise entsprechend verlangsamt zu haben. Neu ist der relativ hohe Anteil an Beteiligungsgesellschaften, die fallende Dealgrößen anzeigen.



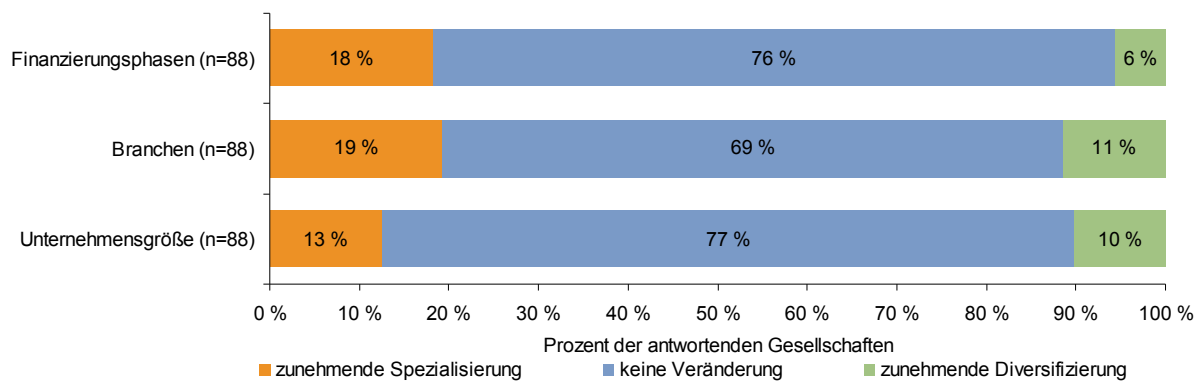
Lesebeispiel: 27 % der Gesellschaften geben an, dass sich zwischen 2008 und 2009 die durchschnittliche Investitionssumme pro Beteiligung erhöht hat.

Grafik 34: Entwicklung der mittleren Investitionssumme im Jahr 2009 im Vergleich zum Vorjahr

⁴⁵ Vgl. S&P (2007).

Im Vergleich zu den Vorgängerstudien scheint es demnach im Jahr 2009 erstmals nach langer Zeit wieder zu einer Stagnation der mittleren Investitionssummen zu kommen. Bei genauerer Betrachtung lassen sich jedoch Unterschiede für einzelne Gesellschaftstypen identifizieren. Bei den unabhängigen Beteiligungsgesellschaften und MBGen ist kein klarer Trend zu erkennen, während sich die mittleren Investitionssummen der CVCs und sonstigen Förderinstitutionen sogar erhöhten. Abgenommen haben die durchschnittlichen Investitionssummen per saldo vor allem im Bereich der Frühphase.

Wie bereits erwähnt wurde, befindet sich der deutsche Beteiligungsmarkt noch immer in der Entwicklung. Diese zeigte sich in den Jahren 2007–2009 größtenteils durch Spezialisierungsprozesse, wie Grafik 35 zu entnehmen ist. In einem jungen Markt mit wenigen Anbietern ist es noch möglich unspezifiziert zu investieren. Mit einer steigenden Anzahl von Gesellschaften und deren zunehmender Erfahrung sind Beteiligungsgesellschaften jedoch gezwungen, sich auf einzelne Marktnischen oder Finanzierungsschwerpunkte zu spezialisieren, um sich von Konkurrenten abzuheben und Kernkompetenzen auszubilden. Die Ergebnisse aus Abschnitt 4.1 zeigen ein gutes Beispiel für Spezialisierungen auf bestimmte Finanzierungsphasen (vgl. Grafik 23). Dort wurde eine Konzentration der sonstigen öffentlich geförderten Gesellschaften auf die Frühphase gefunden, während sich die MBGen aus diesem Segment zurückziehen. Die per saldo geringsten Spezialisierungsaktivitäten zeigen sich in Bezug auf die Größe potenzieller Zielunternehmen.



Lesebeispiel: 18 % der antwortenden Gesellschaften spezialisierten sich in den Jahren 2007–2009 auf bestimmte Finanzierungsphasen.

Grafik 35: Spezialisierungs- und Diversifizierungstendenzen in den Jahren 2007–2009

Insgesamt zeigt sich für alle Bereiche, jedoch vor allem bezüglich Phasen und Branchen, dass es weiterhin Spezialisierungstendenzen gibt. Dies verdeutlicht wie wichtig branchen- und phasenspezifisches Knowhow für eine erfolgreiche Investitionstätigkeit ist.

4.6 Zwischenfazit

Das untersuchte Investitionsverhalten der Gesellschaften im Jahr 2009 ist deutlich durch die Finanzkrise geprägt. Die Ergebnisse bestätigen die Resultate anderer Studien, die den durch Rückschläge gebeutelten deutschen Beteiligungsmarkt krisenbedingt auf dem Niveau des Jahres 2003 sehen.⁴⁶

Besonders augenfällig ist der Anstieg des Anteils von Turnaround-Finanzierungen am Investitionsvolumen. Dies sind die Folgen der Finanzkrise, durch die viele Unternehmen an den Rand der Insolvenz gedrängt wurden. Der Anstieg des Anteils von Totalausfällen an allen Exits des Jahres 2009 im Vergleich zum Jahr 2007 bei einem Rückgang des Anteils von Börsengängen gehört ebenfalls zu den Folgen. In Bezug auf die Nutzung spezifischer Exitkanäle sind außerdem deutliche strukturelle Unterschiede je nach Gesellschaftstyp erkennbar.

Interessanterweise zeigte sich beim Syndizierungsverhalten, dass Deals verstärkt allein getätigt werden und der Anteil von Co-Investitionen abnahm. Die Vermutung liegt allerdings nahe, dass als Folge der Finanzkrise der Anteil an Syndizierungen, deren Vorteile beispielsweise in der Risikoverteilung liegen und der Möglichkeit, größere Deals abzuschließen, wieder an Bedeutung gewinnen wird.

Beteiligungsgesellschaften üben wieder verstärkt aktiv Einfluss auf ihre Portfoliounternehmen aus. Der Anteil der Gesellschaften, die mehr als 75 % ihrer Portfoliounternehmen hands on betreuen, hat zugenommen. Besonders Wagniskapitalgeber fallen bei dieser Entwicklung auf. Deutlich intensiviert wurden im Zuge der Finanzkrise auch die Betreuungsaktivitäten der Spätphaseninvestoren. Hintergrund dürfte sein, dass auch etablierte Unternehmen aufgrund der weit reichenden Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft unter enormen, teilweise existenziellen Druck geraten sind.

Schließlich lässt sich auch der bereits in der Vorgängerstudie identifizierte Trend, dass sich Beteiligungsgesellschaften zunehmend auf bestimmte Finanzierungsphasen oder Branchen spezialisieren, erneut diagnostizieren. Dies ist ein Zeichen dafür, dass der deutsche Beteiligungsmarkt nach wie vor in einem Reifungsprozess steckt. Dieser zwingt die Beteiligungskapitalgeber offenbar dazu, sich weiter auf bestimmte Nischen zu fokussieren, um erfolgreich zu sein.

⁴⁶ Vgl. Achleitner (2010): Value Creation Drivers.

5. Ausmaß und Ursachen von Angebotslücken auf dem Beteiligungsmarkt

Im Vergleich zu anderen innovationsbasierten Volkswirtschaften hat Deutschland einen relativ jungen Beteiligungsmarkt. Solange die Konkurrenzsituation überschaubar ist, werden Beteiligungsgesellschaften verständlicherweise zunächst einmal renditeträchtige Segmente besetzen, wodurch Angebotslücken offen bleiben. Mit dem Eintreten neuer Gesellschaften werden diese Angebotslücken jedoch normalerweise geschlossen. Dennoch kann es für Anbieter unattraktiv sein, Nischen zu besetzen, obwohl ein Marktangebot aus gesamtwirtschaftlicher Sicht lohnenswert wäre. In diesem Fall spricht man von **Marktversagen**.⁴⁷

Ein Grund für Marktversagen ist das Auftreten von **Externalitäten**. So kann neues Wissen, das beispielsweise in neuen Technologien steckt, über Unternehmensgrenzen hinweg diffundieren. Dadurch ist es sowohl den Kapitalgebern als auch dem innovativen Unternehmen nicht möglich, sich die gesamten Innovationserträge selbst anzueignen. Dies macht eine Investition aus Kapitalgebersicht vergleichsweise unattraktiv und führt möglicherweise dazu, dass die Finanzierung innovativer Unternehmen unterbleibt.

Darüber hinaus kann die Finanzierung von Unternehmen aufgrund von **Informationsasymmetrien zwischen Beteiligungsgeber und Beteiligungsnehmer** unterbleiben. So beispielsweise, wenn eine Beteiligungsgesellschaft das Potenzial eines potenziellen Zielunternehmens nicht ausreichend gut beurteilen kann, sei es aufgrund fehlender Informationen oder unzureichender Erfahrung. Dass eine Investition unterbleibt, kann aber auch an dem Unvermögen des potenziellen Beteiligungsnehmers liegen, seine Ziele und Perspektiven der Beteiligungskapitalgeber adäquat darlegen zu können.

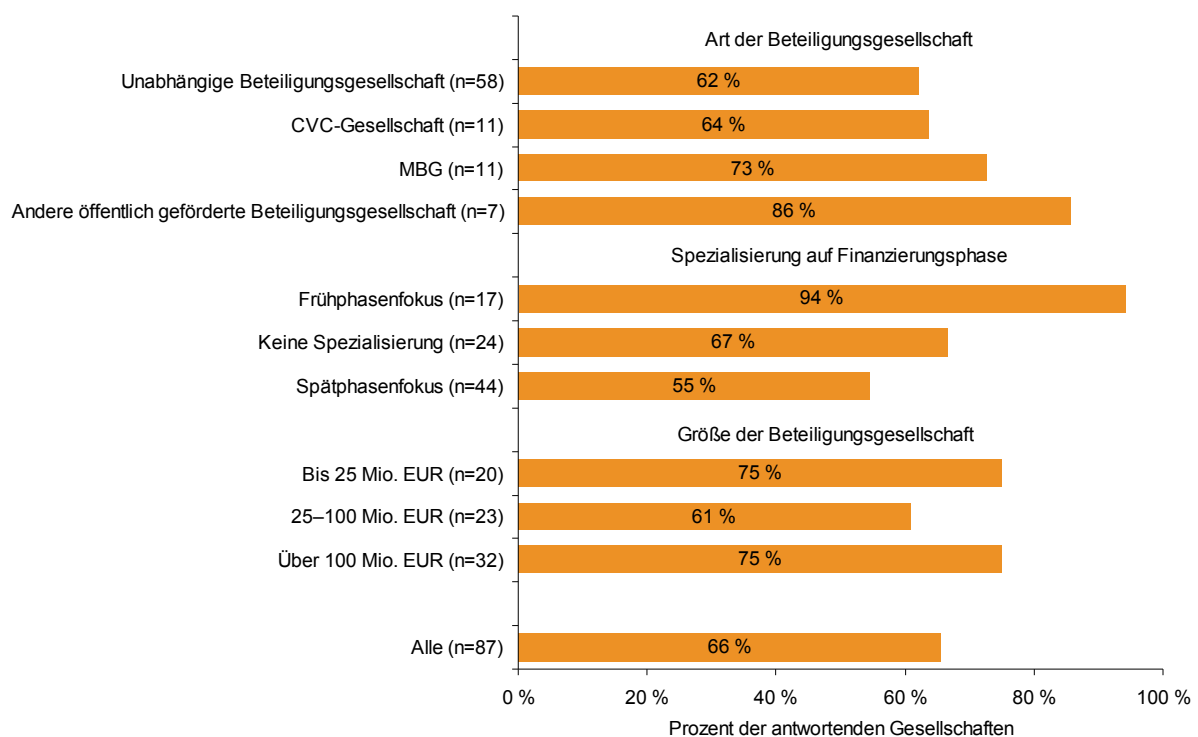
Ungeachtet vom Marktversagen tragen auch andere Gründe dazu bei, dass Angebotslücken entstehen. So können hohe **Fixkosten** bei der Beteiligungswürdigkeitsprüfung insbesondere **kleinteilige Investitionen** unattraktiv machen. Auch ist zu beachten, dass deutsche Unternehmen nach wie vor stark auf die Finanzierung durch **Fremdkapital und Banken als Intermediär** vertrauen. Dies hemmt die Dynamik des Beteiligungsmarktes. Letztlich kann auch ein nicht kommunizierter Bedarf zu einer Angebotslücke führen. So geben gerade mittelständische Unternehmen ungern Mehrheitsbeteiligungen ab und sind generell skeptisch gegenüber fremden, rein renditeorientierten Anteilseignern bzw. Finanzinvestoren eingestellt. Beteiligungsgesellschaften wenden sich entsprechend von Bereichen mit fehlender Nachfrage ab, obwohl dort der Bedarf an Beteiligungskapital sehr wohl vorhanden ist.

⁴⁷ Marktversagen kann im Einzelnen auftreten bei externen Effekten, öffentlichen Gütern, Wettbewerbsbeschränkungen und bei asymmetrischen Informationen.

In ihrer Gesamtheit deuten die theoretischen Überlegungen darauf hin, dass gerade bei Beteiligungskapital für junge insbesondere technologieorientierte Unternehmen, mit relativ geringem Finanzierungsbedarf die größten Angebotslücken vorliegen dürften. Zudem könnten Angebotslücken auch im Bereich mittelgroßer bis großer Minderheitsbeteiligungen bestehen. Dieses Segment liegt außerhalb des Fokus sowohl klassischer Beteiligungsgesellschaften – diese konzentrieren sich in der Regel auf „beherrschende“ Mehrheitsbeteiligungen im Rahmen von Leverage-Finanzierungen – als auch bestehender MBGen, deren Investitionen selten über einer Million EUR liegen. Um zu überprüfen, inwieweit diese Überlegungen auf dem deutschen Beteiligungsmarkt zutreffen, wurden die Beteiligungsgesellschaften befragt, ob und wenn ja, wo sie Angebotslücken sehen.

5.1 Unterversorgte Marktsegmente

Aus Grafik 36 geht hervor, dass 66 % der Beteiligungsgesellschaften Marktbereiche sehen, in denen es relativ zur Nachfrage ein dauerhaftes Unterangebot gibt. Im Vergleich zur Vorgängerstudie hat sich dieser Anteil nur geringfügig erhöht. Mindestens die Hälfte der Gesellschaften jedes Typs gab an, eine solche Angebotslücke zu erkennen: Von 55 % der Spätphasenfinanzierer bis 94 % der Wagniskapitalgeber. Letzteres Ergebnis ist sehr bemerkenswert.



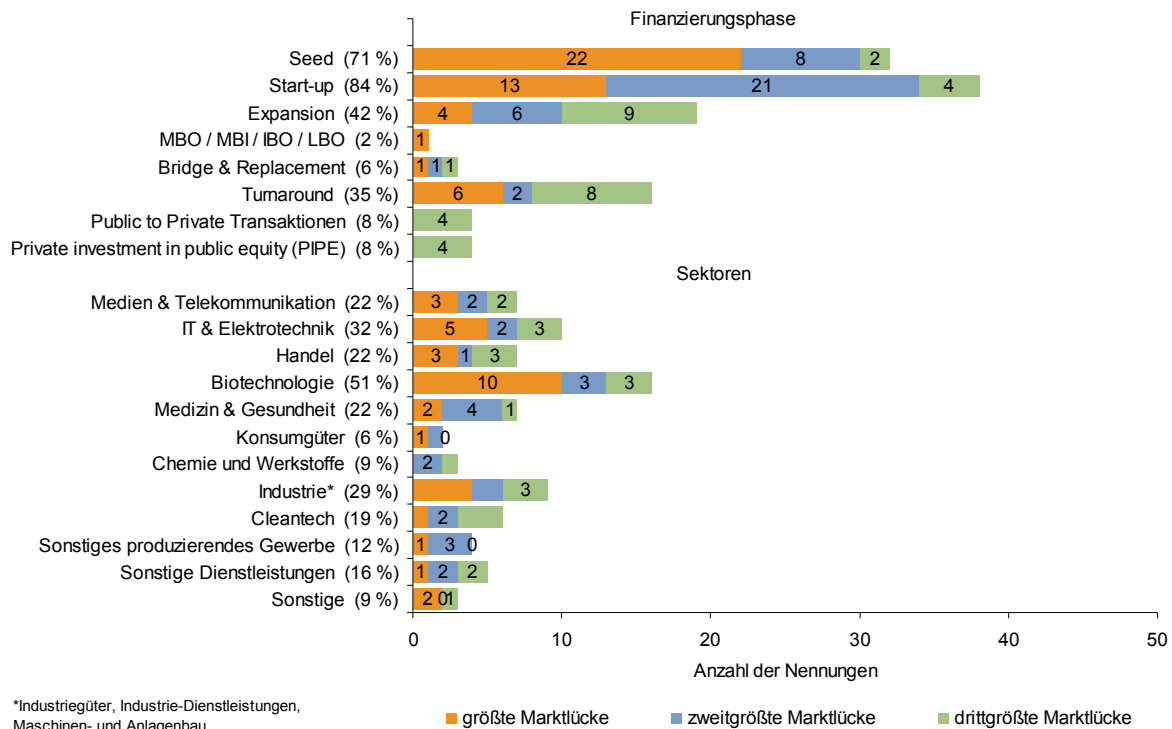
Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung sehen 66 % der Beteiligungsgesellschaften Marktbereiche des Beteiligungskapitalmarktes, in denen es relativ zur Nachfrage ein dauerhaftes Unterangebot gibt.

Grafik 36: Existenz von dauerhaftes Angebotslücken

Aus Grafik 37 ist zu entnehmen, wo die Gesellschaften Marktlücken ausmachen. In der Grafik wird nach Sektoren und Finanzierungsphasen unterschieden. Die Gesellschaften konnten für jede Kategorie separat angeben, wo sie die größte, zweitgrößte und drittgrößte Marktlücke identifizieren.

In Bezug auf die Finanzierungsphasen identifizieren die Beteiligungsgesellschaften die mit Abstand größten Angebotslücken bei den Seed- und Start-up-Finanzierungen. So nehmen 84 % der Gesellschaften, die eine dauerhafte Unterversorgung sehen, Angebotslücken bei Start-up-Finanzierungen wahr. In der Vorgängerstudie lag dieser Anteil noch bei 54 %. Es scheint, dass sich in den vergangenen Jahren in diesem Bereich das Problem der Unterversorgung mit Beteiligungskapital – trotz des erweiterten Angebotes durch förderorientierte Gesellschaften – verstärkt hat. 71 % der Gesellschaften, die eine dauerhafte Unterversorgung sehen, erkennen Angebotslücken bei Seed-Finanzierungen. Hier stellt zwar insgesamt ein kleinerer Anteil an Beteiligungsgebern ein Unterangebot fest, jedoch wird bei diesem Finanzierungsanlass die größte Marktlücke gesehen. 42 % der Gesellschaften sehen auch bei Expansions- / Wachstums- und Turnaround-Finanzierungen ein Unterangebot. Die Angebotslücke bei Turnaround-Finanzierungen könnte sich durch den starken Wirtschaftseinbruch im Zuge der Finanzkrise vergrößert haben. In Abschnitt 4.1 wurde bereits auf die im Vergleich zur Vorgängerstudie gestiegene Bedeutung von Turnaround-Finanzierungen eingegangen.⁴⁸

⁴⁸ Müller (2010) geht explizit auf den Bedeutungszuwachs von Turnaround-Investitionen in der Krise ein.



Lesbeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung erkennen 71 % (32 Nennungen) der Gesellschaften, die der Meinung sind, dass in einem Marktbereich ein dauerhaftes Unterangebot besteht, eine Marktlücke in der Seed-Phase.

Grafik 37: Dauerhafte Angebotslücken

In Bezug auf Angebotslücken in bestimmten Branchen sticht wie bereits in der Vorerhebung erneut die Biotechnologie heraus. Die Hälfte der Gesellschaften, die eine dauerhafte Unterversorgung sehen, erkennt diese in der Biotechnologie. Als Gründe für diese Lücke können die extreme Kapitalintensität und das hohe Risiko dieser Branche angeführt werden. Aufgrund der besonderen Herausforderungen, Komplexität und Dauer der Entwicklungsschritte schrecken viele Risikokapitalgeber vor Investitionen im Biotechnologiebereich zurück. So hat sich beispielsweise der Anteil von Venture-Capital-Investitionen in den Biotechnologiebereich seit dem Jahr 2005 halbiert.⁴⁹

Generell treten die größten Marktlücken vor allem in der Früh- und Wachstumsphase sowie bei kleinen bis mittelgroßen Unternehmen auf. Damit fehlt Beteiligungskapital immer noch in den gleichen Phasen und Größenklassen wie in der Vorgängerstudie. Unterschiedliche staatliche Initiativen wurden daher gestartet, um diesen Mangel an Finanzierung zu begegnen. So wurde beispielsweise durch das Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie (BMWi) der High-Tech Gründerfonds (HTGF) initiiert, um speziell die Finanzierungsbedingungen junger, chancenreicher Technologieunternehmen zu verbessern. Zudem startete im Juli 2010 der von der Commerzbank und der KfW initiierte „Eigenkapitalfonds für deutschen

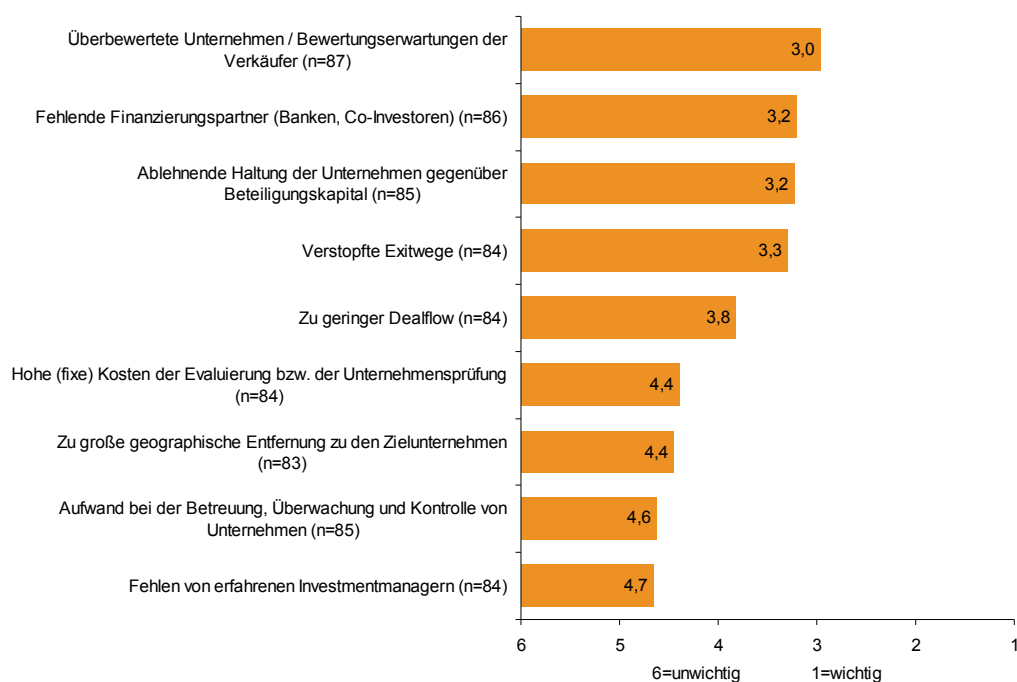
⁴⁹ Vgl. Fleischhauer, Hoyer & Partner (2006, 2007, 2008, 2009, 2010).

Mittelstand“, der im Rahmen von Minderheitsbeteiligungen Kapital für nachhaltiges Wachstum von mittelständischen Unternehmen zur Verfügung stellt.

5.2 Investitionshemmnisse

Ein Großteil der befragten Gesellschaften gibt an, dauerhafte Angebotslücken auf dem deutschen Beteiligungsmarkt zu erkennen. Daher ist es von Interesse herauszufinden, wo die Gründe dieser Unterversorgung liegen. Grafik 38 zeigt, welche Bedeutung die Gesellschaften verschiedenen Faktoren als Hemmnisse für die Investitionstätigkeit beimessen.

Gemäß der Bewertung sind als wichtigstes Investitionshemmnis zu hohe Einstiegsbewertungen / Bewertungserwartungen von Verkäufern zu nennen. Dieser Faktor wurde in der Vorgängerstudie im Mittel noch mit 3,5 bewertet und hat nun mit einem Wert von 3,0 an Bedeutung gewonnen. Möglicherweise sind Unternehmer noch nicht von ihren hohen Preisvorstellungen aus der Zeit vor der Krise abgerückt, was zu unterschiedlichen Vorstellungen bezüglich der Preisfindung führt und damit den Investitionseinstieg unattraktiv macht.⁵⁰ In starkem Zusammenhang zu diesem Argument stehen auch die in Abschnitt 3.4 erläuterten Gründe für das Scheitern „akzeptabler“ Deals.⁵¹



Lesebeispiel: Mit einem Durchschnittswert von 3,0 auf einer Skala von 1 bis 6 sind „Überbewertete Unternehmen“ das wichtigste Hemmnis für eine stärkere Investitionstätigkeit.

Grafik 38: Bedeutung von Investitionshemmnissen

⁵⁰ Dörte Höppner, Geschäftsführerin des BVK, bestätigt die sich unterscheidenden Preisvorstellungen von Investoren und Targets im Corporate Finance & Private Equity Guide 2010 S. 42.

⁵¹ Wichtigster Grund für das Scheitern „akzeptabler“ Deals ist über alle Arten, Phasen und Größen der Punkt „Keine Einigung bezüglich wichtiger vertraglicher Punkte“.

Nicht überraschend ist die Tatsache, dass fehlende Finanzierungspartner (Banken und Co-Investoren) mit einem Durchschnittswert von 3,2 zu den am stärksten hemmenden Einflussfaktoren zählen. Vor allem durch die krisenbedingte Zurückhaltung von Banken bei der Kreditvergabe fielen im Jahr 2009 viele Kreditinstitute als Finanzierungspartner aus. Das könnte ausschlaggebend für die Bewertung dieses Faktors sein.

Unverändert zur Vorerhebung ist die Bedeutung einer „ablehnenden Haltung der Unternehmen gegenüber Beteiligungskapital“ als Investitionshemmnis. So versäumt die Beteiligungskapitalbranche nach Meinung von Experten seit Jahrzehnten, ihren volkswirtschaftlichen Nutzen Politikern und der breiten Öffentlichkeit zu vermitteln. Stattdessen herrscht bei Vertretern der Teilnehmungsindustrie teilweise Unverständnis für das Verhalten von Politikern vor. Oder sie verhalten sich unsensibel gegenüber Mitarbeitern potenzieller Übernahmeziele, da sie sich deren Ängste nicht annehmen. Als Folge schöpfen viele Mittelständler oft erst alle ihnen zur Verfügung stehenden Finanzierungsalternativen aus, bevor sie einen kontrollierenden Beteiligungskapitalgeber überhaupt erst in Erwägung ziehen.⁵²

Verstopfte Exitkanäle haben als Investitionshemmnis an Bedeutung gewonnen (von 3,7 auf 3,3). Vor allem die Entwicklung im Jahr 2009, in dem die Exitmöglichkeiten denkbar schlecht waren und sich Investoren zurückhielten, lässt diesen Trend als plausibel erscheinen (vgl. Abschnitt 4.4). Die sonstigen Faktoren, beispielsweise die fehlende Erfahrung von Investment-Professionals, scheinen dagegen eher unwichtige Investitionshemmnisse zu sein. Dies steht im Einklang mit den Resultaten aus Abschnitt 2 und ist ein Indiz für die Weiterentwicklung des deutschen Beteiligungsmarkts.

5.3 Zwischenfazit

Wie bereits in der Vorgängerstudie sieht ein Großteil der Gesellschaften dauerhafte Angebotslücken auf dem deutschen Beteiligungsmarkt. Dabei lassen sich unverändert die größten Lücken vor allem in der Früh-, aber auch Wachstumsphase sowie in Branchen mit langen Produktentwicklungszyklen (Biotechnologie, Elektrotechnik und Industrie) erkennen. Damit bestätigen sich alle im Kapitel 5 getroffenen theoretischen Überlegungen auch in der Praxis.

Wie andere europäische Länder wurde auch Deutschland hart von der Finanzkrise getroffen. Als Folge wurden viele Unternehmen an den Rand der Insolvenz gedrängt. Es wundert daher nicht, dass nun eine größere Angebotslücke bei Turnaround-Finanzierungen wahrgenommen wird. Dass die Investitionstätigkeit unter der Finanzkrise litt, zeigen die Einschät-

⁵² Der „Eigenkapitalfonds für deutschen Mittelstand“ geht hier mit seinem auf Minderheitsbeteiligungen fokussierten Finanzierungsansatz neue Wege.

zungen der befragten Gesellschaften in mehrerer Hinsicht. So konnten sich Beteiligungsgesellschaften und Unternehmen aufgrund der noch zu hohen Erwartungen aus der Zeit vor der Krise häufig nicht auf einen für beide Parteien akzeptablen Preis einigen. Auch die durch die Finanzkrise erschwerten Finanzierungsbedingungen hatten ihren Einfluss und spiegeln sich in der Bedeutung fehlender Finanzierungspartner als Investitionshemmnis wider. Des Weiteren ist die Bedeutung verstopfter Exitwege als Investitionshemmnis in Anbetracht der Schließung wichtiger Exitkanäle durch die Finanzkrise nicht überraschend. So waren während der Krise beispielsweise die Kapitalmärkte nicht für Börsengänge bereit.

In Anbetracht der immer noch hohen Bedeutung einer „ablehnenden Haltung der Unternehmen gegenüber Beteiligungskapital“ sollte darüber nachgedacht werden, inwieweit durch Interessenverbände der Wirtschaft und nicht zuletzt von der Beteiligungsbranche selbst zusätzliche Aufklärungsarbeit geleistet werden kann, um die vorherrschenden Vorurteile gegenüber dieser Finanzierungsform zu entkräften.

6. Förderprogramme

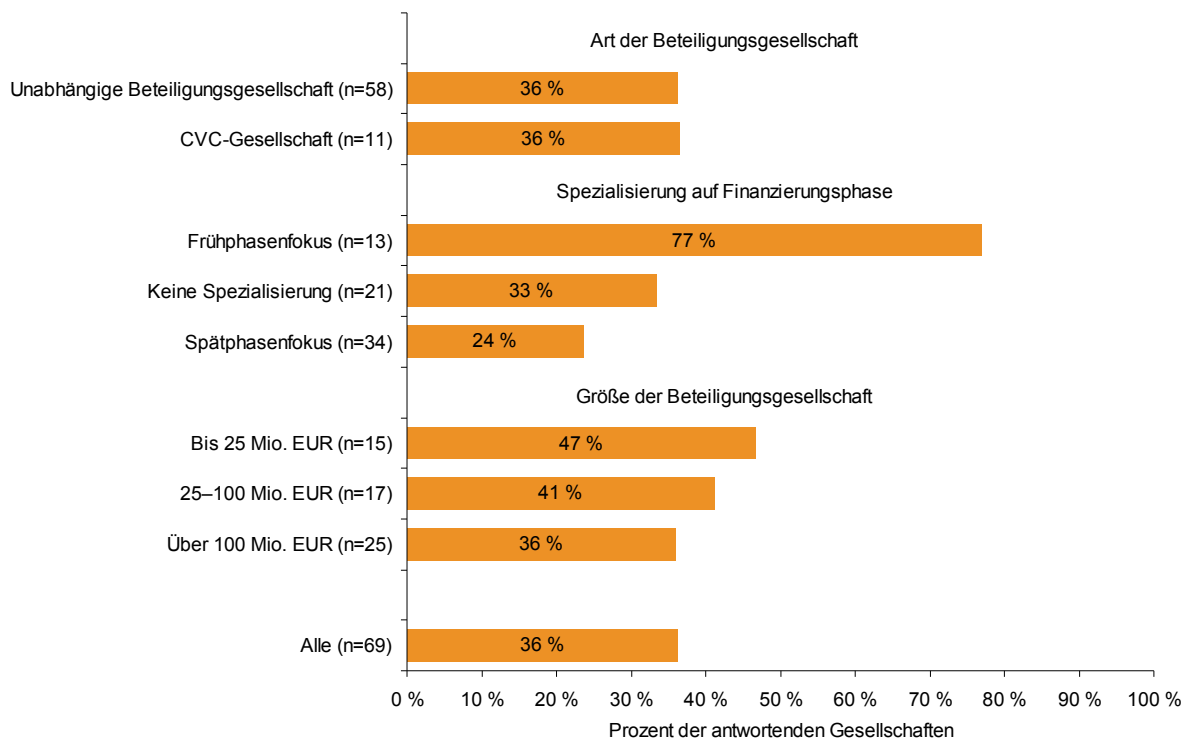
Aus Sicht der Marktteilnehmer befinden sich die größten Marktlücken auf dem Beteiligungsmarkt – wie in Kapitel 5 bereits erläutert – besonders bei Früh- und Wachstumsfinanzierungen. Hintergrund ist einerseits, dass Investitionen in junge und daher noch nicht etablierte Unternehmen mit einem sehr hohen Risiko verbunden sind. Nur die wenigsten Gesellschaften sind bereit, dieses Risiko zu tragen. Zudem machen die hohen Transaktionskosten, die durch die Beteiligungsprüfung oder eine Hands-on-Betreuung entstehen, Deals mit kleinen Investitionssummen oft weniger rentabel. In Kapitel 5 konnte zudem gezeigt werden, dass vor allem auch unterschiedliche Arten des Marktversagens (Externalitäten und Informationsasymmetrien) solche Investitionen hemmen. Andererseits herrscht nicht zuletzt gerade bei vielen mittelständischen Unternehmen, die Wachstumsambitionen haben, noch immer ein gewisses Misstrauen gegenüber Beteiligungsgesellschaften, weshalb Beteiligungskapital bisher häufig nur als letzte Alternative in Betracht gezogen wird.

Investitionen in Unternehmen der Frühphase und in etablierte mittelständische Unternehmen sind jedoch essenziell für die Innovationsfähigkeit und Stärkung der unternehmerischen Basis einer Volkswirtschaft. Daher haben es sich Bund, Länder und Förderbanken seit langem zur Aufgabe gemacht, die Unternehmen in den von einer dauerhaften Unterversorgung betroffenen Marktsegmenten zu unterstützen. Inwiefern Beteiligungsgesellschaften die Vorteile öffentlicher Beteiligungsprogramme nutzen sowie die Bedeutung dieser Programme für die Beteiligungsgesellschaften wird daher im letzten Kapitel dieser Studie genauer untersucht. Beteiligungsgesellschaften können die Vorteile öffentlicher Beteiligungsprogramme beispielsweise dadurch nutzen, dass sie mit Förderinstitutionen Investitionen syndizieren. Die folgende Untersuchung nimmt ausschließlich auf renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften Bezug, da die förderorientierten Beteiligungsgesellschaften selbst Teil des untersuchten Förderangebots sind.

6.1 Nutzung von Förderprogrammen

In den Jahren 2007–2009 nutzten 36 % der renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften öffentliche Beteiligungsprogramme. Dies geht aus Grafik 44 hervor. Von den renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften waren es insbesondere die Wagniskapitalgeber (77 %), die ein öffentliches Beteiligungsprogramm in Anspruch genommen haben. Der Anteil der Spätphasengesellschaften, die ein solches öffentliches Förderangebot nutzten, liegt dagegen mit 24 % deutlich unterhalb des Frühphasenanteils. Dies ist in Anbetracht von Angebotslücken vor allem in der Frühphase, nicht überraschend. So versuchen die Wagniskapitalfinanzierer die in Abschnitt 5.1 erläuterten Probleme mithilfe der öffentlichen Förderinstitutionen zu überwinden. In Bezug auf die Fondsgrößen sind keine (belastbaren) Unterschiede zwischen den

Beteiligungsgesellschaften bei der Inanspruchnahme öffentlicher Beteiligungsprogramme zu erkennen.



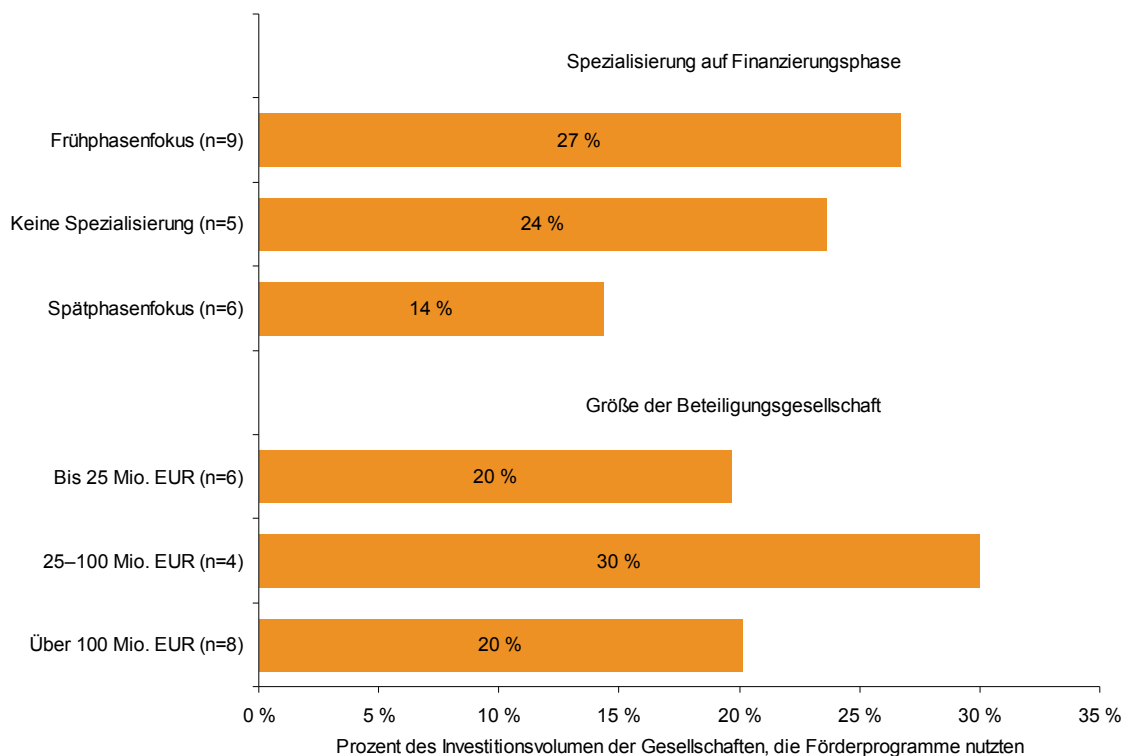
Lesebeispiel: 36 % der befragten renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften haben in den Jahren 2007–2009 öffentliche Beteiligungsprogramme genutzt.

Grafik 39: Nutzung öffentlicher Beteiligungsprogramme durch renditeorientierte Beteiligungsgesellschaften

Die auffälligste Veränderung zur Vorgängerstudie besteht darin, dass der prozentuale Anteil der renditeorientierten Gesellschaften, die ein Förderprogramm nutzten deutlich abgenommen hat. Grund dafür kann zum einen sein, dass es im Jahr 2007 sehr einfach war, an alternative Finanzierungsquellen zu kommen (so gab es vor allem ein großes Angebot an Fremdkapital). Die Inanspruchnahme öffentlicher Förderprogramme war daher seltener notwendig. Zum anderen ist die Investitionsaktivität von Unternehmen im Jahr 2009 insgesamt stark zurückgegangen (vgl. Grafik 1), sodass Beteiligungskapital und somit auch öffentliche Förderprogramme seltener nachgefragt wurden.

Grafik 45 zeigt den Anteil öffentlicher Finanzmittel am Gesamtinvestitionsvolumen der renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften. Die auf die Frühphase spezialisierten renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften setzen erwartungsgemäß mehr öffentliche Finanzmittel im Verhältnis zu ihrem gesamten Investitionsvolumen ein, als die Spätphasengesellschaften. Im Vergleich zur Vorgängerstudie wird deutlich, dass zwar der Anteil der renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften, die öffentliche Beteiligungsprogramme nutzten, abgenommen hat. Der mittlere Anteil öffentlicher Finanzmittel an deren Investitionsvolumen hat allerdings stark

zugenommen. In der Spätphase ist beispielsweise ein Anstieg des Anteils von 5 auf 16 % und bei den Gesellschaften mit Fondsvolumen zwischen 25 und 100 Mio. EUR ein Anstieg von 14 auf 33 % zu beobachten. Gesellschaften, die öffentliche Beteiligungsprogramme in Anspruch nahmen, nutzten die öffentlichen Finanzmittel offenbar deutlich intensiver für ihre Investitionen. Eine Erklärung für den Zuwachs ist die Lockerung der Beteiligungsbedingungen öffentlicher Förderprogramme, insbesondere der KfW Bankengruppe bis Ende des Jahres 2010 (beispielsweise ERP-Startfonds). Diese sollen der krisenbedingten Investitionszurückhaltung anderer Beteiligungsgesellschaften entgegenwirken.



Lesebeispiel: Der Anteil öffentlicher Finanzmittel am Investitionsvolumen der befragten renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften betrug in den Jahren 2007–2009 im Mittel 20 %.

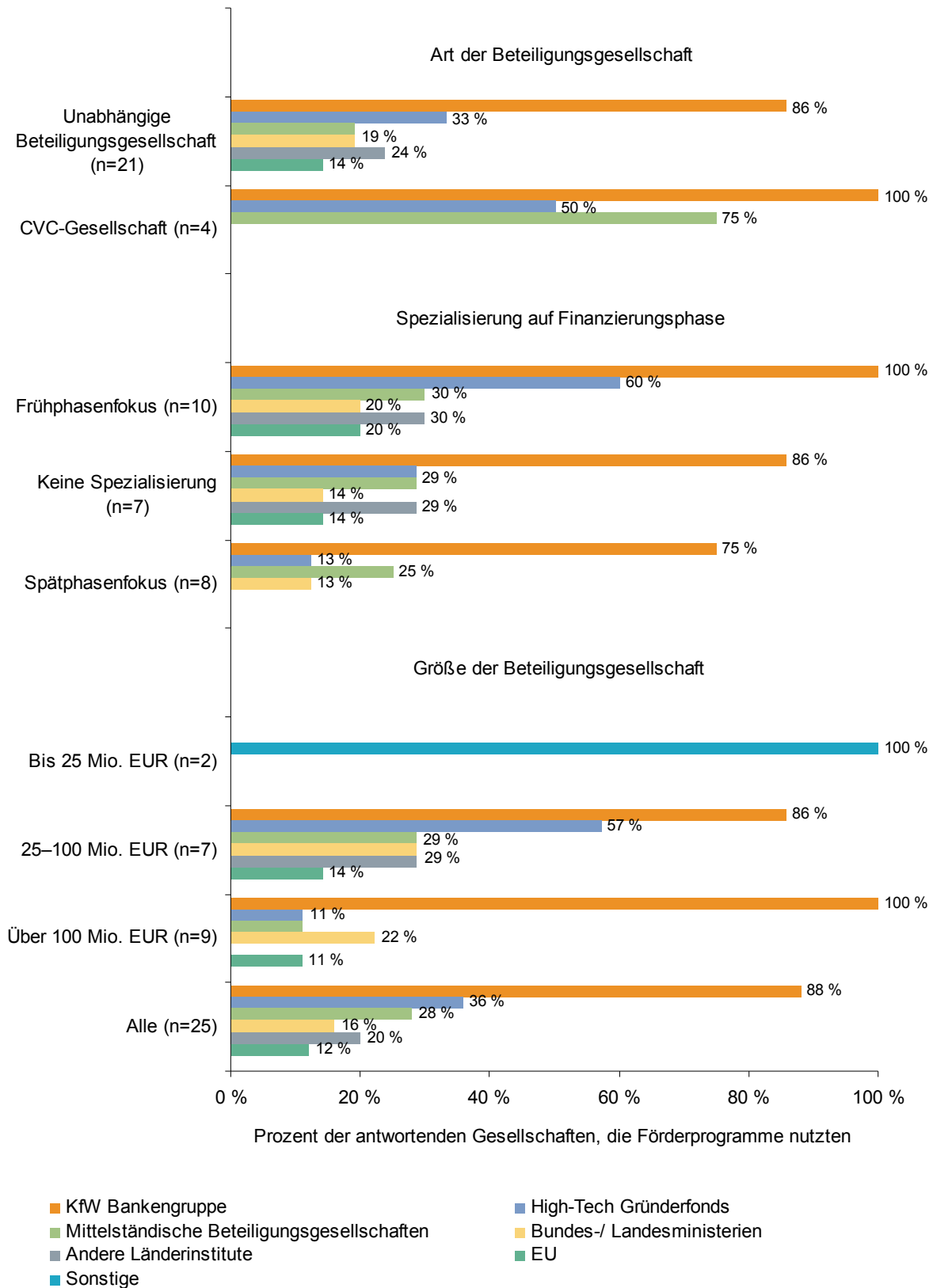
Grafik 40: Anteil öffentlicher Finanzmittel am Investitionsvolumen renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften

6.2 Anbieter öffentliche Beteiligungsprogramme

Mit der EU, den MBGen, Bundes- und Landesministerien, dem High-Tech Gründerfonds und der KfW Bankengruppe gibt es auf dem deutschen Markt eine Reihe an (halb-) staatlichen Institutionen mit Förderangeboten, die sich auf den Beteiligungskapitalmarkt beziehen. Im Rahmen dieser Förderangebote werden beispielsweise direkte Investitionen in Unternehmen als Syndizierungspartner getätigt oder Investitionen von Beteiligungsgesellschaften an Unternehmen abgesichert.

Grafik 46 zeigt, welche Anbieter die Gesellschaften in den Jahren 2007-2009 genutzt haben. Insgesamt haben 88 % der renditeorientierten Gesellschaften, die ein Förderangebot nutz-

ten, ein Programm der KfW Bankengruppe in Anspruch genommen. Damit stellt sich die KfW Bankengruppe als der wichtigste Anbieter öffentlicher Förderangebote auf dem Beteiligungskapitalmarkt dar. Auf den High-Tech Gründerfonds entfällt mit 36 % die zweithöchste Quote. 26 % der Beteiligungsgesellschaften nutzten schließlich das Angebot der MBGen, während auf Bundes- und Landesministerien (16 %) und anderer Länderinstitute (20 %) sichtbar geringere Anteile entfallen. Mit einem Anteil von 12 % scheinen auch Förderprogramme der EU zunehmend von den renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften genutzt zu werden. EU-Programme spielen aber wie Bundes- und Landesministerien eine eher untergeordnete Rolle.



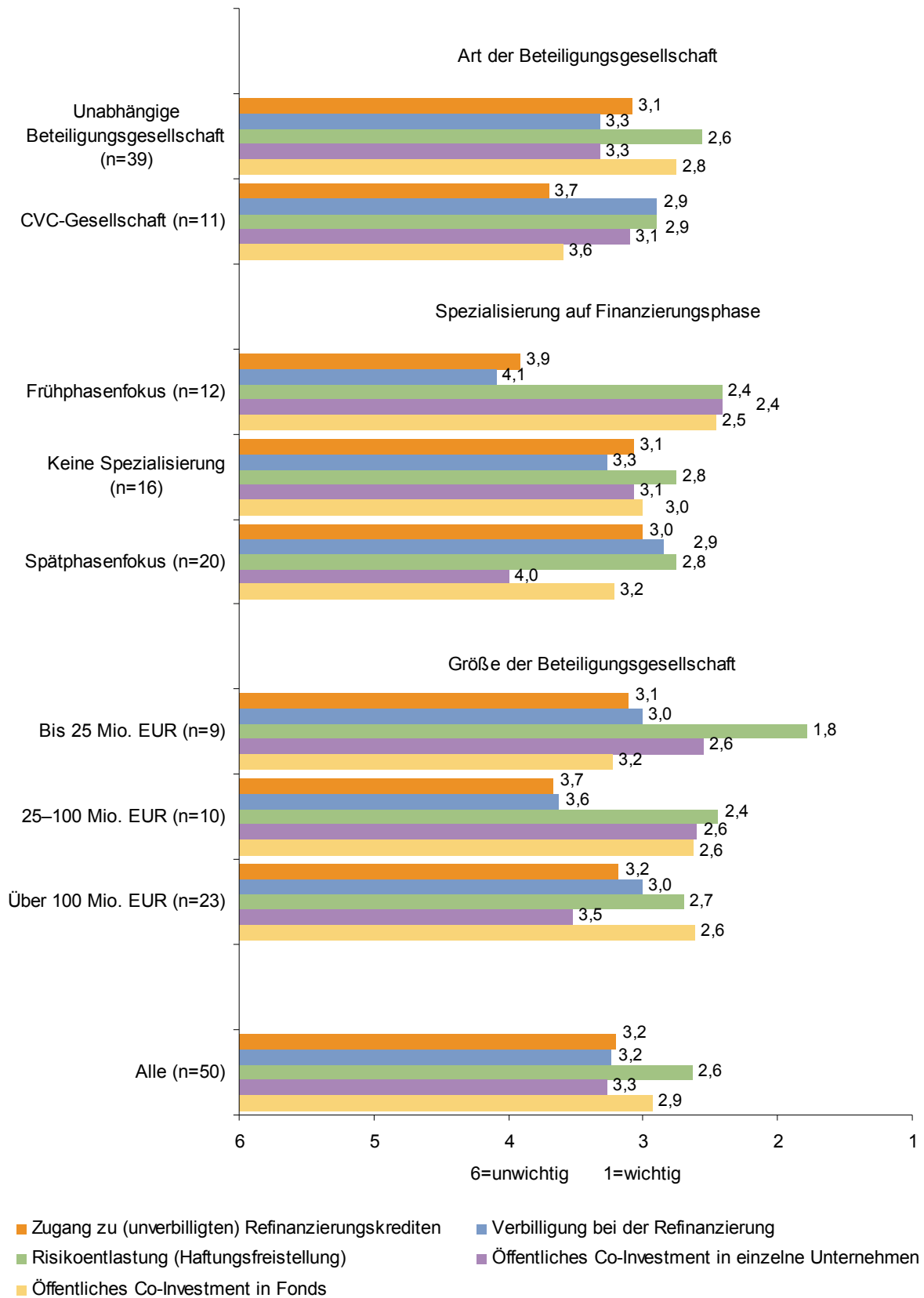
Lesebeispiel: 88 % der renditeorientierten Gesellschaften, die in den Jahren 2007–2009 auf öffentliche Beteiligungsprogramme zurückgriffen, nutzten Mittel der KfW Bankengruppe.

Grafik 41: Nutzung verschiedener Anbieter öffentlicher Beteiligungsprogramme

6.3 Bedeutung von Förderaspekten

Um Förderinstrumente effektiv und effizient gestalten zu können, ist es nicht nur wichtig zu wissen, wo unterstützt werden kann, sondern auch wie. In Grafik 42 ist dargestellt, auf welche Aspekte Förderprogramme aus Sicht der Beteiligungsgesellschaften fokussieren sollten.

Mit einem mittleren Wert von 2,6 auf einer Skala von 1 bis 6 („wichtig“ bis „unwichtig“) wird dem Aspekt der Risikoentlastung (Haftungsfreistellung) der größte Stellenwert eingeräumt. Das verwundert nicht, in Anbetracht des hohen Risikos, das Beteiligungskapitalgeber mit ihren Investitionen eingehen. Für Wagniskapitalgeber und kleine Gesellschaften spielt die Haftungsfreistellung die wichtigste Rolle. Co-Investments in den Fonds, also die direkte Refinanzierung der Beteiligungsgesellschaften, werden als zweitwichtigste Förderaspekt eingeordnet. Insbesondere wiederum Wagniskapitalgeber, aber auch große Gesellschaften sehen dies so. Der Förderaspekt des Co-Investments in einzelne Unternehmen wird insgesamt relativ neutral bewertet, aber von Wagniskapitalgebern sowie kleineren Beteiligungsgesellschaften als bedeutend eingestuft. Dies korrespondiert mit dem Ergebnis, dass Syndizierungen vor allem ein Frühphasenphänomen sind (vgl. Grafik 28).



Lesebeispiel: Zum Zeitpunkt der Befragung schätzen die renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften mit einem Durchschnittswert von 2,6 auf einer Skala von 1 bis 6 die Risikoentlastung durch Haftungsfreistellungen als den wichtigsten Förderaspekt ein.

Grafik 42: Bedeutung von Förderaspekten

6.4 Zwischenfazit

Die hier dargestellten Ergebnisse zeigen, dass öffentliche Förderprogramme ein wesentlicher Bestandteil des deutschen Beteiligungsmarktes sind. Mehr als ein Drittel aller renditeorientierten Gesellschaften haben in den vergangenen drei Jahren im Rahmen ihrer Investitionstätigkeit ein öffentliches Förderprogramm genutzt. Innerhalb der genutzten Förderprogramme wird nach wie vor am häufigsten auf Förderangebote der KfW Bankengruppe zurückgegriffen. Daneben zeigt sich auch ein großes Interesse am High-Tech Gründerfonds als Syndizierungspartner.

Dabei gibt es eine Vielzahl von Förderaspekten, welche die (renditeorientierten) Beteiligungsgesellschaften dazu motivieren, existierende Fördermaßnahmen zu nutzen. Die Risikoentlastung (Haftungsfreistellung) scheint dabei das wichtigste Kriterium zu sein. Es zeigt sich außerdem, dass die Spezialisierungen einer Gesellschaft Einfluss darauf hat, welche Förderaspekte sie als wichtig erachtet. So sind beispielsweise Co-Investments in einzelne Unternehmen überwiegend für Wagniskapitalgeber von Bedeutung, während dieser Aspekt für Spätphasenfinanzierer eine untergeordnete Rolle spielt.

7. Fazit und Ausblick

Im Untersuchungszeitraum 2007–2009 kam es zu einer weiteren starken **Strukturverschiebung im deutschen Beteiligungsmarkt**. Gesellschaften, die in allen Marktsegmenten tätig waren, spezialisierten sich zunehmend auf bestimmte Finanzierungsanlässe, insbesondere auf die Spätphase. Der Anteil von Gesellschaften ohne erkennbaren Phasenfokus verringerte sich somit, während der Anteil von Spätphasenfinanzierern zunahm. Ein solcher **Spezialisierungstrend** wurde bereits in der Vorgängerstudie des Jahres 2006 erkannt. Die anhaltende Fortsetzung dieses Trends deutet darauf hin, dass sich der deutsche Beteiligungsmarkt noch immer in der Reifungsphase befindet.

Die Auswirkungen der Spezialisierung zeigen sich im Hinblick auf mehrere Aspekte. So führte beispielsweise bei den Wagniskapitalgebern ein wesentlich höherer Anteil der gestiegenen Anzahl eingehender Finanzierungsanfragen zu einem tatsächlichen Engagement, als noch in der Vorerhebung. Dies lässt sich auf eine möglicherweise erhöhte Effizienz der Beteiligungsgesellschaften bei der Dealauswahl aufgrund besser ausgebildeter Kernkompetenzen zurückführen. Aber auch die Spezialisierung der „sonstigen Förderinstitutionen“ – darunter beispielsweise der High-Tech Gründerfonds – auf die Frühphase sowie die parallele Fokussierung der MBGen auf bereits etablierte Spätphasenunternehmen sind weitere Beispiele für die genannte Tendenz. Zudem sind die durchschnittlichen Investitionssummen pro Deal deutlich angestiegen. Der höhere Anteil von Spätphasengesellschaften hat dazu beigetragen, dass diese in größere, bereits etablierte Unternehmen investieren und sich auf Finanzierungsanlässe wie Buyouts fokussieren. Ebenso zeigt sich ein deutlicher Anstieg der **durchschnittlichen Fondsgrößen**. So hat der Anteil der Beteiligungsgesellschaften mit einem Fondsvolumen über 100 Mio. EUR deutlich zugenommen. Dieser Anstieg lässt sich vor allem durch die guten Fundraisingbedingungen in den Jahren 2005–2008 erklären. Der anteilige Rückgang der Kleinfonds lässt die Vermutung zu, dass diese Gesellschaften Schwierigkeiten haben, sich auf dem Beteiligungsmarkt zu behaupten, da sie oft nur eine geringe Diversifizierung zulassen.

Hinsichtlich der **Eigentümerstrukturen** kam es zu einer zunehmenden Annäherung an den angelsächsischen Markt. So haben Corporates (Banken, Versicherungen und Industrieunternehmen) zu Gunsten von Investment-Professionals und sonstigen Privatpersonen als Eigentümer an Bedeutung verloren. Auffällig ist auch der hohe Anteil an öffentlichen Trägern, sowie von Privatpersonen in der Frühphase. Bezüglich der **Refinanzierungsquellen** zeigt sich, dass sich die Rolle von Banken kaum verändert hat. Sie haben nach wie vor eine geringe bis mittlere Bedeutung. In Zusammenhang mit einem gesunkenem Anteil von Pensionsfonds am Gesamtfinanzierungsvolumen spricht der hohe Anteil von Dachfonds als Refinanzierungsquelle des Weiteren dafür, dass diese zunehmend ihre Investitionen indirekt

über Dachfonds tätigen. Der öffentliche Sektor konnte einen außerordentlichen Bedeutungszuwachs als Refinanzierungsquelle in der Frühphase verzeichnen. Dies ist ein Indiz dafür, dass der öffentlichen Förderung im Zuge der Finanzkrise nach dem Rückzug vieler renditeorientierter Beteiligungsgesellschaften aus der besonders risikoreichen Frühphase eine strukturell entscheidende Rolle zukommt.

Die globale Finanzkrise, die mit der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 ihren Höhepunkt erreichte, veränderte auch die Rahmenbedingungen auf dem deutschen Beteiligungsmarkt. Ziel der Studie war es daher auch, die wesentlichen durch die Finanzkrise hervorgerufenen Veränderungen am deutschen Markt für Beteiligungskapital zu identifizieren und zu beschreiben. Veränderungen konnten in allen Stufen des Investitionsprozesses beobachtet werden.

Ein Fundament der Investitionstätigkeit von Beteiligungsgesellschaften ist die ausreichende Akquisition eines Dealflows. Als wichtige Quelle dafür kristallisierte sich **das eigene Netzwerk** heraus. Dieses ist für einen hohen Anteil des Dealflows verantwortlich und liefert zugleich die qualitativ besten Investitionsmöglichkeiten, worauf der Anteil an abgeschlossenen Deals hindeutet, die aus dem eigenen Netzwerk stammen. Der Aufbau und die Pflege eines funktionierenden Netzwerkes kann daher als elementar für eine Beteiligungsgesellschaft bezeichnet werden. Es zeigte sich jedoch auch, dass ein hoher Anteil von Deals trotz einer Offerte der Beteiligungsgesellschaften nicht zu Stande gekommen ist. Besonders entscheidend für das Scheitern war **Uneinigkeit zwischen den Vertragsparteien bezüglich wichtiger vertraglicher Punkte**. Es ist zu vermuten, dass sich gerade in Krisenzeiten die Ausgestaltung vertraglicher Aspekte, wie Mitspracherechte oder Einstiegsbewertung, als besonders schwierig erweisen. Dies scheint vor allem bei den renditeorientierten Beteiligungsgesellschaften, aber auch in der Frühphase ein wesentliches Problem zu sein. Das häufigere Scheitern von Offerten könnte darüber hinaus auch eine gewisse Vorsicht der Beteiligungsgesellschaften widerspiegeln, die sich vor dem Hintergrund der Krise verstärkt risikoavers verhielten und schwierige Vertragsverhandlungen eher abbrachen.

Als eindeutige Folge der Finanzkrise kann der **Anstieg von Turnaround-Investitionen** gewertet werden. Hier zeigt sich die krisenbedingt höhere Anzahl an Unternehmen mit Sanierungsbedarf. Als weiteres Indiz für die verschlechterten Rahmenbedingungen lässt sich auch der Anstieg des Anteils der durch die Beteiligungsgesellschaften intensiv betreuten Portfoliounternehmen anführen. Dies wurde notwendig, weil die Beteiligungsgesellschaften versuchten, ihre teilweise in existenziellen Druck geratenen Portfoliounternehmen proaktiv durch die Krise zu führen. Der dadurch erhöhte Betreuungsaufwand könnte für eine erhöhte Vorsicht der Beteiligungsgesellschaften mitverantwortlich sein.

Des Weiteren beeinflusste die krisenbedingte Zurückhaltung von Banken bei der Kreditvergabe das Investitionsverhalten von Beteiligungsgesellschaften. Dies spiegelt sich in der Bedeutung fehlender Finanzierungspartner als wichtiges Investitionshemmnis wider. Als Hemmnis wurde jedoch auch die oft noch vorhandene „ablehnenden Haltung der Unternehmen gegenüber Beteiligungskapital“ angeführt. Hier ist angeraten, Lösungen zu finden. So könnte durch zusätzliche Informationsangebote seitens der Interessenverbände von mittelständischer Wirtschaft und Beteiligungsbranche versucht werden, diese Scheu abzubauen.

Die Einflüsse der Finanzkrise auf den deutschen Beteiligungsmarkt zeigen sich aber nicht nur beim Abschluss von Investitionen, sondern auch beim Ausstieg aus Investitionen, den Exits. So ist bezogen auf die Anzahl der Exits in den Jahren 2009 und 2007 der **Anteil der Totalverluste sehr stark angestiegen**. Ein Ergebnis, das die realwirtschaftliche Sprengkraft der Finanzkrise widerspiegelt, in deren Folge die Anzahl der Insolvenzen angestiegen ist. Im Gegensatz zur Vorgängerstudie waren zudem nicht nur Frühphaseninvestoren von Totalausfällen betroffen, sondern verstärkt auch Beteiligungsgeber der risikoärmeren Spätphase. Ein Indiz dafür, dass auch etablierte Unternehmen von der Finanzkrise hart getroffen wurden. Hingegen ist im Jahr 2009 der **Anteil der Börsengänge zurückgegangen**. Die schwierigen Rahmenbedingungen an den globalen Aktienmärkten verstopften diesen Exitkanal fast vollständig.

Dauerhafte Angebotslücken werden nach wie vor hauptsächlich bei der **Frühphasenfinanzierung** und damit bei höheren spezifischen Risiken und kleineren Investitionssummen gesehen. Zusätzlich konstatieren die Marktteilnehmer **auch in der Wachstumsfinanzierung** eine (neue) Angebotslücke. Mithilfe der von der EU, den MBGen, dem Bund und Ländern, dem High-Tech Gründerfonds, aber auch dem neuen „Eigenkapitalfonds für deutschen Mittelstand“ und der KfW Bankengruppe angebotenen **Förderprogrammen** wird versucht, Angebotslücken zu füllen und damit die Entwicklung der deutschen Volkswirtschaft voranzubringen. Über drei Viertel der renditeorientierten Wagniskapitalgeber nutzten ein Förderangebot. Ohne das Angebot der öffentlichen Hand besteht die Gefahr, dass gerade in Krisenzeiten ganze Marktsegmente nicht mit Beteiligungskapital versorgt werden. Den Nutzen von Förderprogrammen sehen die Beteiligungsgesellschaften vorwiegend in der ihnen zuteil werdenden Risikoentlastung (Haftungsfreistellung). Allerdings ist die Bewertung von Förderaspekten auch von der Spezialisierung einer Beteiligungsgesellschaft abhängig. So wird die Bedeutung beispielsweise von Co-Investments in einzelne Unternehmen überwiegend von Wagniskapitalgebern hervorgehoben. Eine weitere Angebotslücke wurde bei Turnaround-Finanzierungen gesehen. Auch dies kann auf die Zunahme von Sanierungsfällen aufgrund der Finanzkrise zurückgeführt werden.

Der deutsche Beteiligungsmarkt hat in den vergangenen drei Jahren ein beispielloses Auf und Ab erfahren. So war das Jahr 2007 von historischen Erfolgen bei der Mitteleinwerbung geprägt. Vor allem Spätphasengesellschaften, also auf Buyout-Investitionen spezialisierte Beteiligungskapitalgeber, konnten von der gestiegenen Attraktivität der Anlageklasse profitieren und ihr durchschnittliches Fondsvolumen entsprechend steigern. Diesem Aufstreben des Beteiligungskapitalmarktes steht die im Zeichen der Finanzmarktkrise stehende Entwicklung gegenüber. Die erschwerten Finanzierungsbedingungen sowie Unsicherheit und gestiegene Risikoaversion bei den Investoren lösten einen massiven Einbruch bei der Investitionstätigkeit und der Mitteleinwerbung aus und damit auch die oben genannten Veränderungen im Hinblick auf Betreuung der Portfoliounternehmen, Exitkanäle und Finanzierungsformen. Die Finanzkrise betraf somit die gesamte Beteiligungsbranche und stellte die Beteiligungsgesellschaften vor enorme Herausforderungen.

Nichtsdestotrotz zeigen sich im Vergleich zur Vorgängerstudie auch positive Veränderungen, wie beispielsweise die zunehmende Erfahrung der aktiven Marktteilnehmer. Dass der Ist-Zustand des deutschen Beteiligungsmarktes trotz der Auswirkungen der Finanzkrise ein besserer ist, als noch im Jahr 2005, stimmt zuversichtlich für die zukünftige Marktentwicklung. Die in verschiedenen Finanzierungsphasen immer noch vorhandenen großen Angebotslücken – aufgrund des zum Teil vorliegenden Marktversagens insbesondere bei der Finanzierung von Innovationen – können allerdings nicht vollständig durch das öffentliche Förderangebot ausgefüllt werden. Hier besteht noch nach wie vor Nachholbedarf bei der Bereitstellung des privaten Wagnis- und Wachstumskapitals.

Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.-K., Braun, R., Engel, N., Figge, C. und F. Tappeiner (2010). Value Creation Drivers in Private Equity Buyouts: Empirical Evidence from Europe. *The Journal of Private Equity*, S. 17–27.
- Brein, S. (2009). Netzwerk wichtiger als Standort. *VentureCapital Magazin*, Januar 2009, S. 36–37.
- Brettel, M., Jaugey, C. und C. Rost (2000). *Business Angels: Der informelle Beteiligungsmarkt in Deutschland*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- BVK (2009). *Grüne Technologien in Deutschland – Mit Private Equity auf Wachstumskurs*. Berlin.
- BVK (2010). *Private Equity-Prognose 2010 – Erwartungen der deutschen Beteiligungsgesellschaften zur Marktentwicklung*. Berlin: BVK.
- Dushnitsky, G. und Z. Shapira (2007), Entrepreneurial Finance meets organizational reality: comparing investment practices and performance of corporate and independent venture capitalists. *Strategic Management Journal* 2010, S. 990–1017.
- Dyson, J. (2010). *Ingenious Britain: Making the UK leading high-tech exporter in Europe*. *EVCA Yearbook 2007–2010*.
- Fleischhauer, Hoyer & Partner (2006). Venture Capital-Panel, "Branchenbarometer am Puls der Zeit", Das Jahr 2005, FHP Private Equity Consultants, München, Februar 2006, <http://www.fhpe.de/vc-panel/vc-panel-erg/vc-panel-d-2005-internet-version.pdf>, abgerufen am 18. November 2010.
- Fleischhauer, Hoyer & Partner (2007), Venture Capital-Panel, "Branchenbarometer am Puls der Zeit", Das Jahr 2006, Fleischhauer, Hoyer & Partner, FHP Private Equity Consultants, München, März 2007, [http://www.fhpe.de/vc-panel/vc-panel-erg/vc-panel\(d\)2006-internetversion.pdf](http://www.fhpe.de/vc-panel/vc-panel-erg/vc-panel(d)2006-internetversion.pdf), abgerufen am 18. November 2010.
- Fleischhauer, Hoyer & Partner (2008), Venture Capital-Panel, "Branchenbarometer am Puls der Zeit", Das Jahr 2007, Fleischhauer, Hoyer & Partner, FHP Private Equity Consultants, München, Februar 2008, <http://www.fhpe.de/vc-panel/vc-panel-erg/vc-panel2007.pdf>, abgerufen am 18. November 2010.
- Fleischhauer, Hoyer & Partner (2009), Venture Capital-Panel, "Branchenbarometer am Puls der Zeit", Das Jahr 2008, Fleischhauer, Hoyer & Partner, FHP Private Equity

- Consultants, München, Februar 2009, http://www.fhpe.de/vc-panel/vc-panel-erg/Jahresrueckblick_vc-panel2008_Internet.pdf, abgerufen am 18. November 2010.
- Fleischhauer, Hoyer & Partner (2010), Venture Capital-Panel, "Branchenbarometer am Puls der Zeit", Das Jahr 2009, Fleischhauer, Hoyer & Partner, München, Februar 2010, http://www.fhpe.de/vc-panel/vc-panel-erg/Jahresrueckblick_vc-panel2009_Internet.pdf, abgerufen am 18. November 2010.
- Frommann, H. und A. Dahmann (2005). *Zur Rolle von Private Equity und Venture Capital in der Wirtschaft*. Berlin: BVK.
- Fryges, H., Gottschalk, S., Licht, G. und K. Müller (2007). *Hightech-Gründungen und Business Angels*. Mannheim: ZEW.
- Hofmann, N. (2009). Stabile Partner mit starker Basis. *VentureCapital Magazin*, Mai 2009, S. 44–45.
- Höppner, D. (2010). Die Talsohle scheint durchschritten. *Corporate Finance & Private Equity Guide 2010*, S. 42.
- Kaplan S. und A. Schoar (2005): Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows. *Journal of Finance*, Vol. 60, Nr. 4, S. 1791–1823.
- Köhler, P. und T. Moerschen (2006). *Private Equity lockt die Versicherungen*. Von <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/private-equity-lockt-die-versicherungen;1085432>, abgerufen am 28. September 2010.
- Müller, F. (2010). *Private Equity in der Unternehmenskrise*. Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Nagl, H. G. (2009). *Beteiligungsfonds verlangen weniger Gebühren*. <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/beteiligungsfonds-verlangen-weniger-gebuehren;2427336>, abgerufen am 28. September 2010.
- Nagl, H. G. (2009), *Private-Equity wird in die Enge getrieben*. <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/private-equity-wird-in-die-enge-getrieben;2197633>, abgerufen am 28. September 2010.
- Nathusius, E. (2005). *Syndizierte Venture-Capital-Finanzierung*. Sternenfels: Verlag Wissenschaft und Praxis.

- Paßmann, T. (2010). Neuer Insolvenzrekord droht. *Corporate Finance & Private Equity Guide 2010*, S. 60–61.
- VentureCapital Magazin. (2010). *Special zum Business Angel Jahr 2010*. München: GoingPublic Media AG.
- Weber, J., Brettel, M., Jaugey, C. und C. Rost (2000). *Business Angels in Deutschland – Wie Business Angels in Deutschland jungen Unternehmen helfen*. WHU Koblenz.
- Zimmermann, V. und J. Fischer (2003). *Beteiligungskapital in Deutschland: Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf. Forschreitende Professionalisierungstendenzen*. Frankfurt: KfW Bankengruppe.
- Zimmermann, V. und J. Schumacher (2004). *Auf unterschiedlichen Wegen zum gleichen Ziel? Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien: Marktstrukturen im Vergleich*. Frankfurt: KfW Bankengruppe.
- Zimmermann, V., Bienz, C. und J. Hirsch (2005). *Entwicklungstendenzen in der Vertragsgestaltung auf dem deutschen Beteiligungsmarkt*. Frankfurt: Mittelstands- und Strukturpolitik, KfW Bankengruppe.

Anhang: Methodologie und Angaben zur Stichprobe

Im ersten Quartal des Jahres 2010 wurde von der KfW Bankengruppen in Kooperation mit dem KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance an der Technischen Universität München ein Fragebogen entwickelt, um deutsche Beteiligungsgesellschaften zu aktuellen Gegebenheiten auf dem deutschen Beteiligungsmarkt wie Finanzierungsmuster, Anbieterstrukturen, Marktlücken oder Förderbedarf zu befragen. Um Aussagen zu strukturellen Veränderungen treffen zu können, wurden Fragen in gleicher oder leicht abgeänderter Form aus der Vorgängerstudie des Jahres 2005 übernommen. Bei einigen Fragen wurde auch explizit darauf geachtet, Werte für die Jahre 2007 und 2009 abzufragen, um die Analyse aktueller Entwicklungen – insbesondere einen Vergleich zwischen Boomphase und Finanzkrise – zu ermöglichen. Darüber hinaus wurden jedoch auch neue Fragen aufgenommen. Der Fragebogen wurde schließlich im zweiten Quartal 2010 an 200 Mitglieder des BVK verschickt. Gesellschaften, die nicht zeitnah geantwortet haben, wurden noch einmal persönlich angesprochen, um einen möglichst hohen Rücklauf zu gewähren. Dabei wurden alle Fragebögen berücksichtigt, die bis Ende Juli eingingen. Insgesamt konnte eine **Rücklaufquote von 47 %** erzielt werden, wodurch die vorliegende Studie eine aussagekräftige Analyse des deutschen Beteiligungskapitalmarktes repräsentiert.

Bei der Datenauswertung wurden Plausibilitätsprüfungen durchgeführt. Offensichtlich fehlerhafte Angaben wurden, wenn möglich, mit öffentlich zugänglichen Angaben korrigiert oder gingen nicht in die Analysen ein.

Vergleich der Stichprobe mit der BVK-Grundgesamtheit

Tabelle 1 zeigt einen Strukturvergleich der Stichprobe mit der Grundgesamtheit aller BVK Mitglieder, nach Art der Beteiligungsgesellschaft und Größenklasse. Dabei zeigt sich, dass die Stichprobe der vorliegenden Studie hinsichtlich der Verteilung der befragten Gesellschaften, sowohl in Bezug auf die Arten als auch die Größenklassen⁵³, weitgehend der BVK-Grundgesamtheit entspricht. Einzig die CVCs sind in der hier vorliegenden Studie leicht unterrepräsentiert, wohingegen die förderorientierte Gesellschaften (insbesondere die MBGen) aufgrund ihres guten Antwortverhaltens in der Stichprobe stärker vertreten sind als in der Grundgesamtheit.

Eine Aufschlüsselung der BVK-Grundgesamtheit hinsichtlich des Schwerpunktes der Geschäftsaktivität der Beteiligungsgesellschaften in Früh- und Spätphase ist nicht ohne Weiteres möglich. Da der BVK zwischen den Fachgruppen „Venture Capital“, „Mittelstand“, „MBG“

⁵³ Aufgrund abweichender Größenklassendefinitionen zwischen der vorliegenden Studie und dem BVK bezieht sich der Vergleich in Tabelle 1 auf die von der BVK bevorzugten Größenklassen.

und „Large Buy-Out“ unterscheidet, müssen Annahmen über den Fokus der genannten Gruppen getroffen werden, um diese bestimmten Phasen zuordnen zu können. Unter der Annahme eines Frühphasenfokus von „Venture Capital“ und eines Spätphasenfokus der drei letztgenannten Gruppen, lässt sich die BVK-Grundgesamtheit in 44 % Frühphasen- und 56 % Spätphasen-Gesellschaften unterteilen. Im Unterschied dazu werden in der vorliegenden Studie die antwortenden Beteiligungsgesellschaften auf Basis ihres Investitionsverhaltens in Früh- und Spätphasengesellschaften unterteilt. Wenn mehr als 70 % des Investitionsvolumens einer Gesellschaft in die Früh- bzw. in die Spätphase fließt, wird sie dem jeweiligen Segment zugeordnet. Durch dieses Vorgehen entsteht eine Gruppe ohne Spezialisierung, auf die 28 % der Gesellschaften entfallen. Da sich die Klassifizierungsmethoden deutlich unterscheiden, ist ein Vergleich der Phasenstruktur zwischen dieser Studie und der BVK-Grundgesamtheit kaum möglich. Es kann jedoch vermutet werden, dass der Frühphasenanteil in der Studie gegenüber den BVK-Mitgliedern tendenziell zu gering und der Spätphasenanteil tendenziell zu hoch ist.

In der Gesamtheit ist die der Studie zu Grunde liegende Stichprobe weit gehend repräsentativ für den deutschen Gesamtmarkt.

Tabelle 1: Strukturvergleich der Stichprobe mit der BVK-Grundgesamtheit

	Anteil an der BVK-Grundgesamtheit	Anteil an der Stichprobe	Anzahl in der Stichprobe
Art der Beteiligungsgesellschaft			
Unabhängige BG	66 %	65 %	58
CVC-Gesellschaft	20 %	13 %	12
MBG	7 %	12 %	11
Sonstige förderorientierte BG	7 %	9 %	8
Größenklasse			
Unter 50 Mio. EUR	41 %	32 %	28
50–100 Mio. EUR	14 %	17 %	15
100–250 Mio. EUR	17 %	18 %	16
Über 250 Mio. EUR	28 %	32 %	28

Strukturmerkmale der Stichprobe

Wie in Abschnitt 2 erläutert, wird in vorliegender Studie hinsichtlich drei verschiedener Auswertungsdimensionen differenziert (Art, Investitionsschwerpunkt und Fondsgröße). Dabei stellen die Tabellen 2 bis 4 jeweils die Häufigkeiten von zwei dieser drei Dimensionen dar. Diese sind für viele Auswertungen insofern wichtig, da sich dadurch getroffene Aussagen bestätigen, oder aber mögliche Annahmen verifizieren lassen können. Tabelle 2 zeigt so beispielsweise, dass die sonstigen Förderinstitutionen überwiegend in der Frühphase, die MBGen hingegen fast ausschließlich in der Spätphase aktiv sind.

Tabelle 2: Häufigkeiten nach Art und Finanzierungsphase der Gesellschaften

	Frühphasenfokus	Keine Spezialisierung	Spätphasenfokus	Summe
Art der Beteiligungsgesellschaft				
Unabhängige BG	10	18	29	57
CVC-Gesellschaft	3	4	5	12
MBG	0	1	9	10
Sonstige förderorientierte BG	6	1	1	8
Summe	19	24	44	87

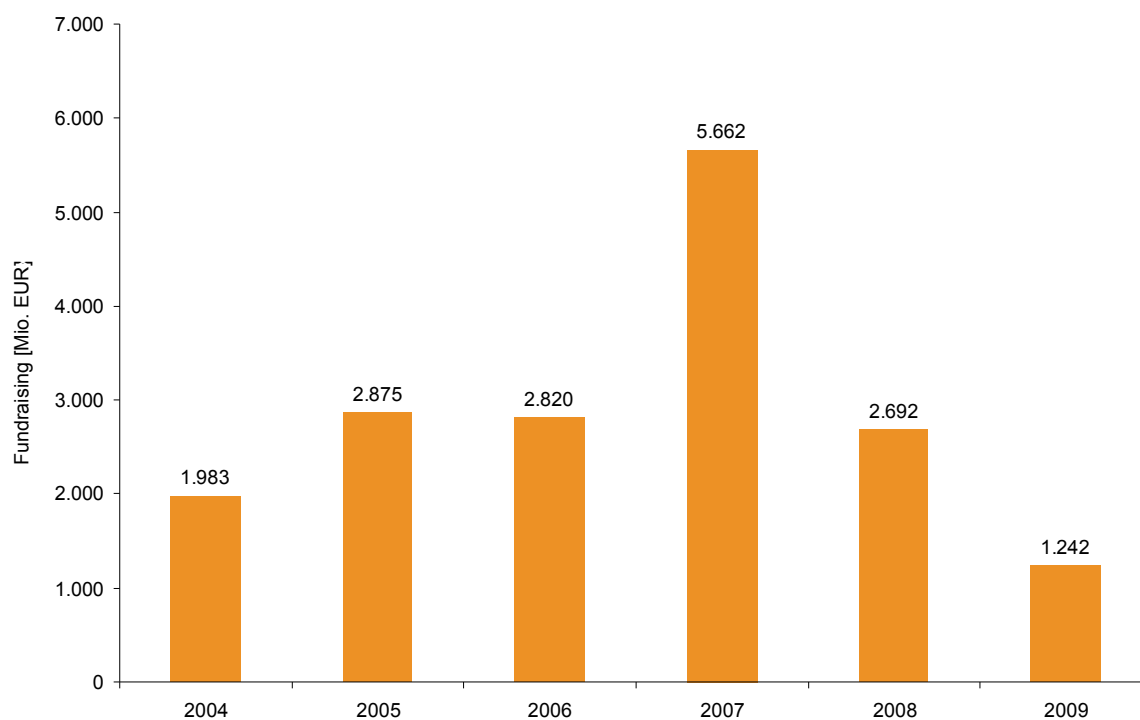
Tabelle 3: Häufigkeiten nach Art und Größenklasse der Gesellschaften

	Unter 25 Mio. EUR	25–100 Mio. EUR	Über 100 Mio. EUR	Summe
Art der Beteiligungsgesellschaft				
Unabhängige BG	11	15	20	46
CVC-Gesellschaft	4	2	5	11
MBG	2	6	2	10
Sonstige förderorientierte BG	3	0	5	8
Summe	20	23	32	75

Tabelle 4: Häufigkeiten nach Finanzierungsphase und Größenklasse der Gesellschaften

	Unter 25 Mio. EUR	25–100 Mio. EUR	Über 100 Mio. EUR	Summe
Art der Spezialisierung				
Frühphasenfokus	6	6	6	18
Keine Spezialisierung	7	5	9	21
Spätphasenfokus	6	12	17	35
Summe	19	23	32	74

Fundraisingaktivitäten in Deutschland



Quelle: BVK (2009).

Grafik 43: Fundraisingvolumen deutscher Beteiligungsgesellschaften von 2004–2009