

Studien und Materialien



MINDESTRENDITEERWARTUNG VON BETEILIGUNGSGESELLSCHAFTEN:
ANSPRÜCHE WERDEN BESCHIEDENER

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

Dr. Georg Metzger
Telefon 069 7431-9717

ISSN 2195-1926
Copyright Titelbild: KfW Bildarchiv / Angelika Kohlmeier
Frankfurt am Main, März 2013

Mindestrenditeerwartung von Beteiligungsgesellschaften: Ansprüche werden bescheidener

- Die Mindestrenditeerwartung, die Beteiligungsgesellschaften (ohne MBGen) an ihr Portfolio haben, ist in den vergangenen zehn Jahren gesunken. Im Jahr 2002 erwarteten Beteiligungsgesellschaften von ihrem Portfolio im Durchschnitt eine Mindestrendite von 25 %. Diese Renditeerwartung fiel bis zum Jahr 2011 auf knapp 19 %.
- Beteiligungsgesellschaften haben je nach Gesellschaftstyp eine unterschiedlich hohe Zielrendite. Für deren Mindestrenditeerwartung sind die Gewinnorientierung, das Risiko der Investitionstätigkeit sowie das (Re-) Finanzierungsverhalten einer Beteiligungsgesellschaft maßgeblich.
- Unabhängige Beteiligungsgesellschaften sind stärker renditegetrieben, von ihnen wurde im Zeitraum 2002–2011 mit durchschnittlich 22,2 % die höchste Mindestrendite von ihrem Portfolio erwartet. Die Zielrendite der unabhängigen Gesellschaften unterscheidet sich nach Investitionsfokus allerdings kaum (Early-Stage: 22,6 %; Later-Stage: 21,8 %; Buyout: 22 %).
- CVC-Gesellschaften verfolgen tendenziell strategische Ziele in Form von Innovationen oder Wissenstransfer. Dies äußert sich in einer durchschnittlich leicht geringeren Mindestrenditeerwartung (19,1 %). Early-Stage-Gesellschaften erwarten hier von ihrem Portfolio mit 20 % die höchste Mindestrendite. Later-Stage-Gesellschaften liegen mit 17,2 % deutlich dahinter. Darin äußert sich das größere Risiko der Investitionstätigkeit. Die im Vergleich dazu hohe Renditeerwartung der Buyout-Gesellschaften (22 %) ist mit deren Rückgriff auf Leverage-Finanzierungen zu begründen.
- Öffentliche Beteiligungsgesellschaften haben die niedrigste Mindestrenditeerwartung (12,7 %). Sie erfüllen einen Förderauftrag, bei dem die volkswirtschaftliche Rendite der Investitionen eine große Rolle spielt. Die Renditedifferenz zwischen Early-Stage- (15,2 %) und Later-Stage-Gesellschaften (MBGen, 9,1 %) ist zum Großteil auf die Refinanzierungsbedingungen der MBGen zurückzuführen.
- Die Analysen zeigen, dass im vergangenen Jahrzehnt die Erwartung an die Mindestrendite an das Portfolio für fast alle Gesellschaftstypen – mit Ausnahme der MBGen – zurückgegangen ist. Dieser Rückgang ist Ausdruck der Anpassung der Beteiligungsbranche an die in der Realität erzielbaren Renditen. Diese fielen nach dem Platzen der New-Economy-Blase und des damit einhergehenden eingeschränkten Zugangs zur Börse als Exitoption deutlich bescheidener aus.

1. Einleitung

In den Jahren 2002–2011 wurden von deutschen Beteiligungsgesellschaften Investitionen in Höhe von gut 41 Mrd. EUR getätigt.¹ Beteiligungsgesellschaften sind Finanzintermediäre. Sie erhalten das Kapital, das sie ausreichen, von ihren Fondsinvestoren. Die Fondsinvestoren erwarten von den Anlagen in Private-Equity-Fonds (PE-Fonds) ihrerseits allerdings eine Rendite, die über der Rendite von Aktienanlagen liegt.² Diese Erwartung ist der Illiquidität und Unsicherheit von PE-Fondsanlagen geschuldet. So sind PE-Fondsinvestoren langfristig gebunden und müssen das gesamte Kapital, das sie einem Fonds zugesagt haben, kurzfristig auf Abruf zur Verfügung halten, weil die Fondsmanager das Kapital bei Bedarf abrufen. Außerdem können sie nur mit zeitlich unsteten und in der Höhe sehr volatilen Rückflüssen rechnen.³ Dies ist zum einen darauf zurückzuführen, dass die Dauer der Beteiligungen an den Portfoliounternehmen variabel ist. So können Fondsmanager auf Marktentwicklungen reagieren und schlechte Ausstiegszeitpunkte eher vermeiden. Zum anderen generieren nicht alle Investitionen Rückflüsse: PE-Fonds müssen viele ihrer Investitionen teilweise oder sogar voll abschreiben, weil der erhoffte Erfolg eines Unternehmens ausbleibt. Das Risiko eines PE-Fonds, bei einer Direktinvestition weniger als das ursprünglich investierte Kapital zurückzuerhalten, liegt im Bereich Wagniskapital (Venture-Capital, VC) – das ist das auf junge Unternehmen fokussierte PE-Segment – bei über 50 Prozent.⁴ Eine positive Gesamrendite für ihre Investoren zu erzielen, ist für Fondsmanager auch deshalb eine Herausforderung, weil ein Teil des zugesagten Kapitals für die Deckung ihrer Kosten benötigt wird und deshalb nicht für Investitionen zur Verfügung steht. Diese Managementkosten sind wesentlich. Sie fallen auf der Fondsebene im Rahmen des zeitintensiven Investitionsprozesses mit der Beteiligungswürdigkeitsprüfung, der Vertragsverhandlung und -gestaltung⁵ sowie der Beteiligungsbetreuung an. Vor dem Hintergrund, dass rund 80 % der Direktinvestments eines PE-Fonds entweder Verluste bringen oder im Wert stagnieren, müssen die etwa 20 % ertragreichen Investitionen (Highflyer) außerordentlich gute Ergebnisse generieren, damit es gelingt, eine angemessene Rendite für die Fondsinvestoren zu erzielen.⁶ In diesem Beitrag untersuchen wir, welche Rendite Beteiligungsgesellschaften für ihre Investoren mindestens erzielen wollen, wie sich verschiedene Beteiligungsgesellschaften dabei unterscheiden und wie sich diese Mindestrenditeerwartung der Beteiligungsgesellschaften in den vergangenen zehn Jahren entwickelt hat. Hier-

¹ Siehe BVK (2011a) und BVK (2012).

² Von Anlagen in renditeorientierte Venture-Capital-Fonds wird gemeinhin eine Überrendite über Anlagen in Aktien von 3–6 Prozentpunkten erwartet (siehe Mulcahy et al., 2012 oder Bailey und Gershenberg, 2008).

³ Während der Laufzeit (in der Regel 10–12 Jahre) eines (unabhängigen) PE-Fonds sind die Fondsinvestoren an den Fonds gebunden, da eine vorzeitige Rückgabe der Fondsanteile in der Regel nicht und ein Weiterverkauf der Fondsanteile nur bedingt – und meist nur mit Abschlägen – möglich sind (siehe Bauer und Fischer, 2009).

⁴ Dies zeigt sich für PE-Fonds aus verschiedenen westeuropäischen Ländern und den USA für den Investitionszeitraum 1989–2009 (siehe Buchner et al., 2010).

⁵ Siehe Mark, K. (2005).

⁶ Siehe Steden et al. (2010).

durch lassen sich Schlüsse darüber ziehen, wie attraktiv die Anlageklasse „Private Equity“ für Investoren ist und sich die Aussichten von Unternehmen auf den Erhalt von PE verändert haben.

2. Analyse der Zielrendite von Beteiligungsgesellschaften

2.1 Datengrundlage und Begriffsklärung

Für die Analyse greifen wir auf Angaben zurück, die regelmäßig im Rahmen der Befragung zum German Private Equity Barometer erhoben werden. Bei dieser Erhebung befragt die KfW gemeinsam mit dem Bundesverband deutscher Kapitalgesellschaften e. V. (BVK) die im BVK organisierten Mitglieder⁷ seit dem Jahr 2003 vierteljährlich zu ihrer aktuellen sowie der in sechs Monaten erwarteten Geschäftslage.⁸ Außerdem werden die Einschätzungen der Beteiligungsgesellschaften zu verschiedenen, die Situation auf dem deutschen Beteiligungskapitalmarkt widerspiegelnden Marktfaktoren befragt. So beispielsweise zur Situation bezüglich der Einstiegspreise oder der Exitmöglichkeiten. Darüber hinaus werden bei der Erhebung im ersten Quartal eines jeden Jahres Angaben zur Investitionstätigkeit der Beteiligungsgesellschaften bezogen auf das jeweils vergangene Jahr abgefragt. Darunter auch die für diese Analyse maßgeblichen Informationen zur Renditeerwartung, die Beteiligungsgesellschaften an ihr Portfolio haben. Die konkrete Frage lautet: „Welche Anforderungen an die Mindest-Bruttorendite per anno, das heißt vor Steuern, stellen Sie an Ihre Investments insgesamt?“ Die vorgegebenen Antwortoptionen zur Mindestrenditeerwartung unterscheiden die Renditeklassen "bis 10 %", "10–15 %", "15–20 %", "20–25 %", "25–30 %" und "über 30 %". Die von einer Beteiligungsgesellschaft auf diese Frage angegebene Renditeklasse kann als Zielbereich interpretiert werden, den die Beteiligungsgesellschaft für ihr Portfolio im Durchschnitt erwartet. Das Renditemaß, auf das hier Bezug genommen wird, ist dabei die Internal-Rate-of-Return (IRR)⁹. Die IRR ist das gebräuchliche Renditemaß bei PE-Investitionen. Die Portfoliorendite von Beteiligungsgesellschaften besteht kalkulatorisch aus vier Komponenten.¹⁰ Einem risikolosen Basiszins, einer Prämie für das systematische Risiko der Anlageklasse, einer Liquiditätsprämie sowie einer Value-Added-Prämie, die den Beitrag der Beteiligungsgesellschaft am Unternehmenserfolg vergütet.¹¹

⁷ Im BVK sind nach eigenen Angaben etwa 80–90 % der institutionellen Beteiligungskapitalgeber (inkl. Family-Offices von Business-Angels) organisiert.

⁸ Die Einschätzungen der Beteiligungsgesellschaften werden auf einer 5-stufigen Skala von „sehr gut“ bis „sehr schlecht“ abgefragt.

⁹ Die IRR entspricht dem Zinssatz, bei dem der Barwert aller Zahlungsströme einer Investition Null ist. Die Höhe der IRR wird stark durch die zeitliche Struktur der Zahlungsströme beeinflusst. Im Falle einer einmaligen Kapitalanlage mit einem einmaligen, endfälligen Rückfluss (wie beispielsweise bei einer Anlage in einen thesaurierenden Aktienfonds) entspricht sie der jährlichen Verzinsung (geometrisches Mittel).

¹⁰ Siehe Sahlman und Scherlis (2009).

¹¹ Der Kalkulationszinssatz für eine einzelne Investition beinhaltet mit dem Cash-Flow-Adjustment zusätzlich eine fünfte Komponente. Hierüber fließt das Risiko der Zielerreichung einer Einzelinvestition in die Kalkulation ein.

2.2 Strukturelle Betrachtung

Beteiligungsgesellschaften können nach ihrem Investitionsfokus sowie nach ihrem Gesellschaftshintergrund unterschieden werden. Bezüglich des Investitionsfokus sind drei Schwerpunkte abzugrenzen: **Early-Stage**, **Later-Stage** sowie **Buyout**. Gesellschaften mit Early-Stage-Fokus investieren größtenteils in junge Unternehmen, die sich in einer frühen Phase (Seed oder Start-up) der Unternehmensentwicklung befinden. Gesellschaften mit Later-Stage-Fokus investieren wiederum in erster Linie in etablierte Unternehmen, die expandieren wollen oder für einen bestimmten Finanzierungsanlass¹² Kapital benötigen. Grundsätzlich losgelöst vom Lebenszyklus der Zielunternehmen – praktisch jedoch mit einem Fokus auf etablierte Unternehmen – investieren hingegen Buyout-Gesellschaften. Bei ihnen ist die Konsequenz ihrer Beteiligungen Namen gebend. Denn im Gegensatz zu Transaktionen von Gesellschaften mit Early- oder Later-Stage-Fokus geht mit Beteiligungen von Buyout-Gesellschaften typischerweise eine Übernahme des Unternehmens und eine Ablösung der Alteigentümer einher. An dieser Stelle ist zu betonen, dass Beteiligungsgesellschaften in der Regel mehr als einen PE-Fonds gleichzeitig managen, wobei die einzelnen Fonds unterschiedlich ausgerichtet sein können. Der Investitionsfokus einer Beteiligungsgesellschaft ist daher lediglich als ein selbstgesetzter Schwerpunkt zu betrachten; auf Investitionen mit anderer Ausrichtung kann trotzdem ein wesentlicher Anteil ihrer Investitionstätigkeit entfallen.¹³

Wird der Gesellschaftshintergrund als Abgrenzungsmerkmal der Beteiligungsgesellschaften herangezogen – wird also betrachtet, wer die Gesellschafter der Beteiligungskapitalgeber sind – können drei Gesellschaftergruppen unterschieden werden: Privatpersonen, Unternehmen und die öffentliche Hand. **Unabhängige Gesellschaften** sind Beteiligungsgesellschaften im Eigentum von Privatpersonen, die den Großteil ihres Fondskapitals bei Investoren wie Banken, Versicherern, Pensionsfonds, Unternehmen oder anderen Privatpersonen einwerben müssen. **Gesellschaften im Eigentum von Unternehmen** sind hingegen sogenannte Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften (CVC-Gesellschaften).¹⁴ Ist die öffentliche Hand direkt oder indirekt (Mit-)Eigentümer einer Beteiligungsgesellschaft, bezeichnen wir diese als **öffentliche Gesellschaft**. CVC- und öffentliche Gesellschaften erhalten ihre Finanzmittelausstattung in der Regel von ihren Gesellschaftern.

Aus der Kombination der Kriterien Investitionsfokus und Gesellschaftshintergrund ergeben sich einzelne Gesellschaftstypen, beispielsweise unabhängige Beteiligungsgesellschaften mit Early-

¹² Finanzierungsanlässe sind beispielsweise der Kauf von Unternehmensanteilen von Gesellschaftern, die ein Unternehmen verlassen wollen (Replacement), die Finanzierung eines Unternehmens in Schwierigkeiten mit Erholungspotenzial (Turnaround) oder die Überbrückungsfinanzierung zur Vorbereitung des Börsengangs (Bridge).

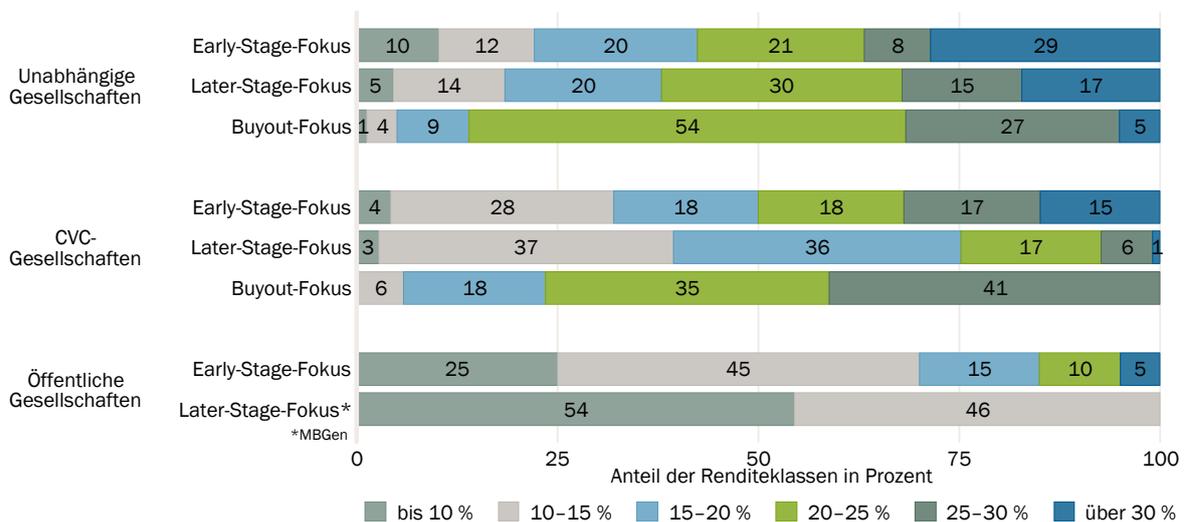
¹³ Siehe Tabelle 2 in Anhang B.

¹⁴ CVC-Gesellschaften können danach unterschieden werden, ob ihre Gesellschafter im Finanz- oder Industriesektor tätig sind. Aufgrund der bei einer solchen Aufteilung zu geringen Beobachtungszahl verzichten wir allerdings auf eine solche Unterscheidung.

Stage-Fokus.¹⁵ Diese Gesellschaftstypen werden in den folgenden Analysen der Mindestrenditeerwartung näher betrachtet.

Mindestrenditeerwartung weist strukturelle Unterschiede zwischen Gesellschaftstypen auf – hohe Renditeansprüche sind seltener geworden

Die in Grafik 1 und Grafik 2 dargestellten Renditestrukturen lassen zwei Befunde erahnen: Erstens, die Mindestrenditeerwartung unterscheidet sich zwischen verschiedenen Gesellschaftstypen und zweitens, sie verändert sich im Zeitverlauf. In Grafik 1 ist die Struktur der Mindestrenditeerwartung dieser Gesellschaftstypen an die Rendite ihrer Investitionen für den Beobachtungszeitraum (Q1/2003 bis Q1/2012) dargestellt. Zwischen den Gesellschaftstypen zeigen sich hier deutliche strukturelle Unterschiede. Beispielsweise wird die höchste Renditeklasse „über 30 %“ zum einen vor allem von den unabhängigen Gesellschaften, zum anderen aber auch von den Early-Stage-Gesellschaften genannt.



Lesehilfe: Eine Mindestrenditeerwartung von 25–30 % wurde von den antwortenden unabhängigen Beteiligungsgesellschaften mit Early-Stage-Fokus zu 8 % genannt.

Anmerkung: Eine Beteiligungsgesellschaft kann im betrachteten Zeitraum mehrfach geantwortet haben.

Quelle: German Private Equity Barometer.

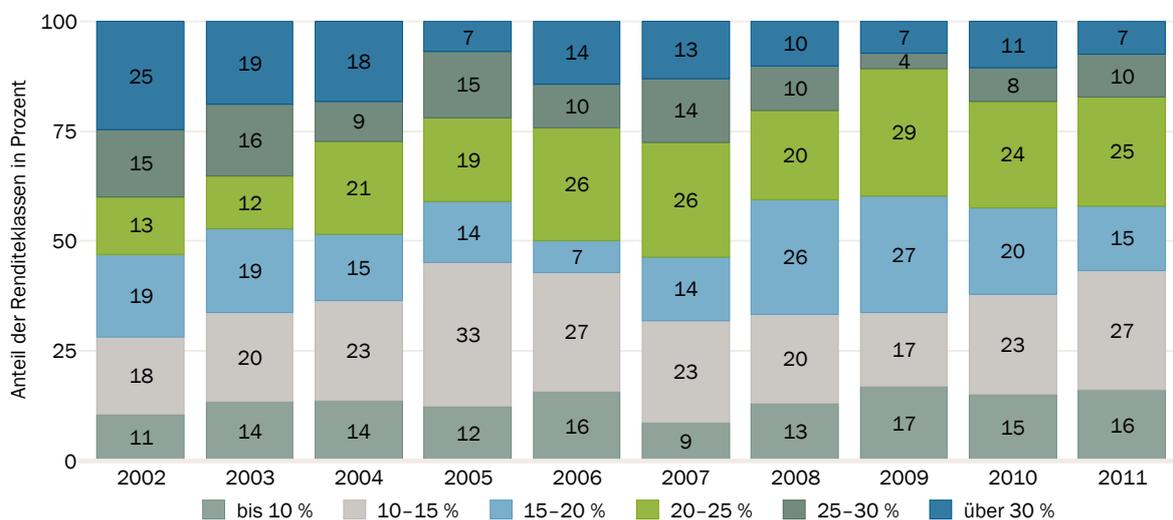
Grafik 1: Struktur der Mindestrenditeerwartung in den Jahren 2002–2011 nach Gesellschaftstyp

Darüber hinaus ist klar erkennbar, dass die Anteile der niedrigeren Renditeklassen an den Nennungen von den unabhängigen Gesellschaften über die CVC-Gesellschaften hin zu den öffentlichen Gesellschaften zunehmen. Am auffälligsten ist dabei, dass von den öffentlichen Gesellschaften mit Later-Stage-Fokus ausschließlich die beiden unteren Renditeklassen bis zu 15 % genannt werden. Bei diesen Gesellschaften handelt es sich um die Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBGen), die Mitte der 1970er-Jahre in jedem deutschen Bundesland als

¹⁵ Bezüglich der CVC-Gesellschaften ist anzumerken, dass CVC-Gesellschaften von Industrieunternehmen ausschließlich einen Early-Stage-Fokus haben. Entsprechend sind im Later-Stage- und Buyout-Bereich ausschließlich CVC-Gesellschaften mit einem finanzwirtschaftlichen Gesellschaftshintergrund vertreten.

Selbsthilfeeinrichtungen der Wirtschaft gegründet wurden.¹⁶ Die MBGen werden von Kreditinstituten, Kammern, Verbänden und Landesförderinstituten getragen. Sie sind zwar in allen Branchen tätig und decken die gesamte Breite des Mittelstandes ab,¹⁷ investieren aber schwerpunktmäßig in etablierte Unternehmen zur Unterstützung des Unternehmenswachstums,¹⁸ weshalb wir für sie einen Later-Stage-Fokus annehmen.¹⁹

Die Struktur der Mindestrenditeerwartung der Beteiligungsgesellschaft an die Rendite ihrer Investitionen hat sich in den vergangenen Jahren sichtbar verschoben (siehe Grafik 2). Der Anteil von Beteiligungsgesellschaften, die eine Mindestrenditeerwartung von über 30 % haben, wurde im Vergleich zum Beginn des Beobachtungszeitraums im Jahr 2002 deutlich geringer. Auch der Anteil von Beteiligungsgesellschaften mit einer Mindestrenditeerwartung von 25–30 % wurde kleiner. Das Schrumpfen dieser beiden Renditeklassen ging mit einer eindeutigen Zunahme eines Minimalanspruchs im Bereich von 20–25 % einher. In Bezug auf die Renditeklassen, die Mindestrenditeerwartungen unter 20 bilden, zeigt sich keine Tendenz – vielmehr schwanken die Anteile.



Lesehilfe: 25 % der für das Jahr 2002 antwortenden unabhängigen Beteiligungsgesellschaft gaben an, von ihrem Portfolio eine Mindestrendite von über 30 % zu erwarten.

Quelle: German Private Equity Barometer.

Grafik 2: Struktur der Mindestrenditeerwartung im Zeitverlauf

¹⁶ Siehe BVK (2011b).

¹⁷ Siehe Website des BVK (<http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/31/title/Glossar>, abgerufen am 16.06.2012).

¹⁸ Siehe BVK (2011b).

¹⁹ Die weniger starke Fokussierung der MBGen zeigt sich auch in einem relativ geringen Herfindahl-Index für ihre Investitionstätigkeit (siehe Tabelle 2 in Anhang B).

2.3 Detailanalyse

Die strukturelle Betrachtung lässt zwar erahnen, wie sich die typische Mindestrenditeerwartung qualitativ zwischen den Gesellschaftstypen unterscheidet und dass sie im Verlauf der vergangenen Jahre gesunken ist. Wie hoch die Unterschiede ausfallen und der Rückgang im Zeitverlauf war, können wir jedoch nur mithilfe einer detaillierten Analyse beantworten. Um dies zu untersuchen, nutzen wir das ökonometrische Verfahren der Intervallregression. Dieses Schätzverfahren ist die adäquate Herangehensweise, wenn wie in unserem Fall für die zu untersuchende (abhängige) Variable die exakten Werte fehlen und nur als Wertebereiche vorliegen.²⁰ Bei der Intervallregression wird berücksichtigt, dass der wahre Renditewert innerhalb eines Wertebereichs unbekannt ist.²¹

Bei der Intervallregression handelt es sich um ein multivariates Analyseverfahren. In diesem Verfahren können mehrere Faktoren gleichzeitig berücksichtigt werden. Als Ergebnis erhalten wir den jeweiligen – um die Effekte der anderen Faktoren bereinigten – Einfluss eines Faktors auf die Mindestrenditeerwartungen. Da unser Analysefokus auf der Bestimmung der Unterschiede der Mindestrenditeerwartung zwischen einzelnen Gesellschaftstypen sowie deren Veränderung im Zeitverlauf liegt, sollten in der Analyse alle Faktoren berücksichtigt werden, auf die diese Unterschiede und Veränderung zurückzuführen sein können. In Bezug auf die Unterschiede zwischen den Gesellschaftstypen sind das die Charakteristika der einzelnen Beteiligungsgesellschaften, insbesondere deren Größe gemessen anhand ihres verwalteten Kapitals. Hinsichtlich der Veränderung über die Zeit ist anzunehmen, dass die Wahrnehmung des Marktumfelds durch eine Beteiligungsgesellschaft einen großen Einfluss auf deren Mindestrenditeerwartung hat.

Aktienmärkte mit höchstem Einflusspotenzial

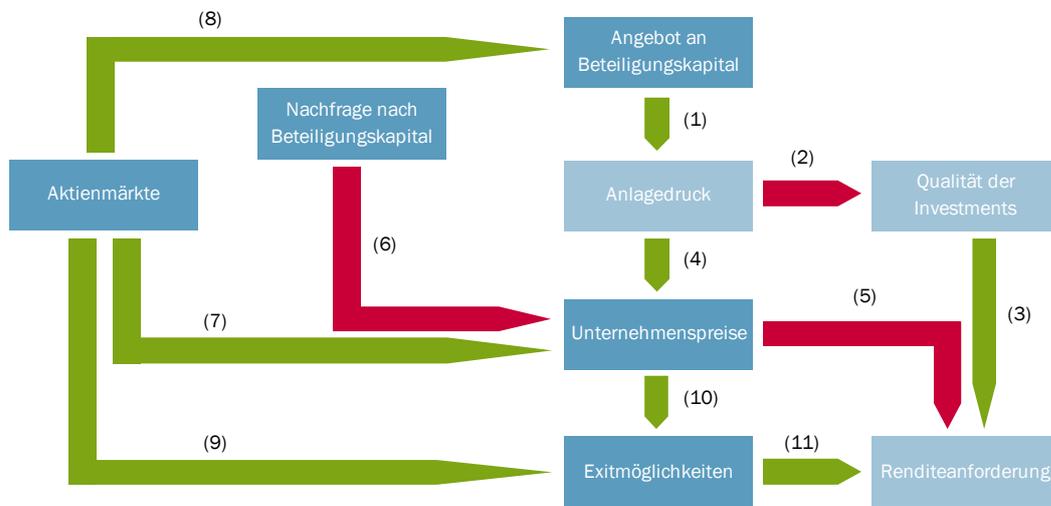
Es ist davon auszugehen, dass eine Vielzahl von Marktfaktoren einen Einfluss auf die Mindestrenditeerwartung hat. Eine Ausweitung des Anlagekapitals in PE-Fonds steigert den Anlagedruck für Fondsmanager (siehe Punkt (1) Grafik 3). Dies zieht zwei Effekte nach sich: Zum einen wird es wahrscheinlicher, dass Fondsmanager in weniger renditeträchtige und / oder risikoreichere Unternehmen investieren (siehe Punkt 2). Sie beeinträchtigen damit die Renditeaussichten für ihr Portfolio und senken faktisch ihre Mindestrenditeerwartung (siehe Punkt 3).²² Ein höherer Anlagedruck macht es zum anderen wahrscheinlicher, dass Fondsmanager bereit sind, höhere Unternehmenspreise zu bezahlen, wodurch ein inflationärer Druck auf die Einstiegspreise für PE-

²⁰ Eine technische Beschreibung des Schätzmodells ist in Anhang A zu finden.

²¹ Die untere Renditeklasse „bis 10 %“ betrachten wir als einen geschlossenen Wertebereich mit einer Klassenuntergrenze von Null, da angenommen werden kann, dass Beteiligungsgesellschaften ex ante die Anforderung einer zumindest nicht negativen Rendite haben. Als Renditeuntergrenze sind auch andere Werte denkbar, beispielsweise der risikolose Zinssatz (Rendite 10-jähriger Bundesanleihen). Die Ergebnisse sind jedoch auch bei unterschiedlichen Renditeuntergrenzen robust.

²² Kaplan und Schoar (2005) zeigen, dass sich die Höhe der Mittel, die für einen PE-Fonds eingeworben wurden, signifikant negativ auf die Rendite dieses Fonds auswirkt, was auf ein solches Investitionsverhalten hindeutet. Gompers und Lerner (2000) dazu: „During periods with high inflows, venture capitalists' standards for funding firms are alleged to be lowered, only to be raised dramatically when inflows decline.“

geeignete Unternehmen entsteht (siehe Punkt 4). Da ein höherer Einstiegspreis direkt die zu erwartende Rendite der Direktinvestitionen schmälert, müssen die Fondsmanager zwangsläufig die Mindestrenditeerwartung an ihr Portfolio senken (siehe Punkt 5).



Lesehilfe: Eine Erhöhung des Angebots an Beteiligungskapital (1) erhöht den Anlagedruck und führt zu einem (4) Anstieg der Unternehmenspreise. Eine Erhöhung der Nachfrage nach Beteiligungskapital führt dagegen zu (6) fallenden Unternehmenspreisen.

Quelle: eigene Darstellung.

Grafik 3: Theoretisch ableitbare Auswirkungen von Marktfaktoren auf die Mindestrenditeerwartung von Beteiligungsgesellschaften

Ebenfalls über die Einstiegspreise können sich ein Rückgang der PE-Nachfrage sowie boomende Aktienmärkte auf die Mindestrenditeerwartung auswirken. Ein Rückgang der PE-Nachfrage von Unternehmen schränkt die Investitionsmöglichkeiten von PE-Fonds ein, erhöht also deren Konkurrenz untereinander und treibt somit die Preise (6), während boomende Aktienmärkte durch ihre Benchmarkfunktion auch steigende Unternehmenspreise nach sich ziehen können (7).²³ Boomende Aktienmärkte bewirken aber auch eine Erhöhung des Kapitalangebots (8). Zum einen teilen institutionelle Investoren ihr Anlagekapital oft über Quoten auf verschiedene Anlageklassen auf. Ein durch boomende Aktienmärkte steigendes Anlageportfolio zieht bei entsprechend gegebener Quote eine höhere Allokation von Kapital in das PE- oder VC-Segment nach sich („Denominator-Effekt“). Zum anderen machen boomende Aktienmärkte Börsengänge (Initial-Public Offerings, IPOs) VC-finanzierter Unternehmen wahrscheinlicher: Eine Zunahme von Exits über IPO verstehen Investoren offenbar als Signal, dass sich mit VC-Anlagen eine überdurchschnittliche Rendite im Vergleich zu anderen Anlageformen erzielen lässt,²⁴ was einen Zufluss von Kapital in PE-Fonds nach sich zieht.²⁵ Dies liegt daran, dass ein IPO der renditeträchtigste Ausstiegskanal

²³ In vielen der bei Beteiligungskapitalinvestitionen angewendeten Bewertungsverfahren sind Komponenten enthalten, die auf aktuellen Marktpreisen vergleichbarer Unternehmen basieren. Bereits hierdurch ergibt sich ein direkter Zusammenhang zwischen der Entwicklung von Aktienmärkten und der Veränderung der Unternehmenspreise auf dem Beteiligungskapitalmarkt. Buchner et al. (2010) zeigen, dass zwischen der Rendite von VC-Investments und Investitionen in den Aktienmarkt eine relativ hohe Korrelation besteht.

²⁴ Siehe Gompers (1996).

²⁵ Siehe Black und Gilson (1998).

von PE-Fonds ist.²⁶ Zwar liegt ein Großteil der durch ein IPO erzielbaren überdurchschnittlichen Rendite ursächlich in der Qualität der emittierenden Unternehmen begründet, da nur die aussichtsreichsten Unternehmen für ein IPO geeignet sind; dennoch wird in einem aufnahmefähigen Aktienmarkt (9) eine Voraussetzung für einen funktionierenden Beteiligungskapitalmarkt gesehen.²⁷ Seit dem Aktienmarktcrash nach der New-Economy-Blase stehen IPOs den Beteiligungsgesellschaften als Ausstiegskanal aber nur eingeschränkt offen, was sich in der im Mittel sehr geringen Anzahl der jährlichen IPO-Desinvestments und somit insgesamt niedrigeren Exiterlösen äußert. Der Großteil der Exittätigkeit von PE-Fonds erfolgt über Exitkanäle, wie beispielsweise dem Weiterverkauf von Beteiligungen an strategische Investoren oder an andere PE-Fonds. Steigende Einstiegspreise können entsprechend höhere Erlöse beim Ausstieg aus Investitionen bedeuten und die Exittätigkeit von PE-Fonds stimulieren (10). Wenn dann bei der Exittätigkeit hohe Renditen erzielt werden, treibt dies auch die Erwartung der Fondsmanager an die Portfoliorendite nach oben (11).

In Grafik 4 ist die Entwicklung der Marktfaktoren im Beteiligungskapitalmarkt dargestellt. Für die Darstellung greifen wir auf die Einschätzungen von Beteiligungsgesellschaften zurück. Diese äußern ihre Einschätzungen zu bestimmten Marktfaktoren quartalsweise im Rahmen der Befragung zum German Private Equity Barometer. Zusätzlich zu den Faktoren Konjunktur, Aktienmärkte, Abschreibungsbedarf, Einstiegspreise und Exitmöglichkeiten ist zudem die Kapitalnachfrage sowie das Kapitalangebot über einen Indikator zur Höhe des freien Kapitals der Gesellschaften abgebildet.

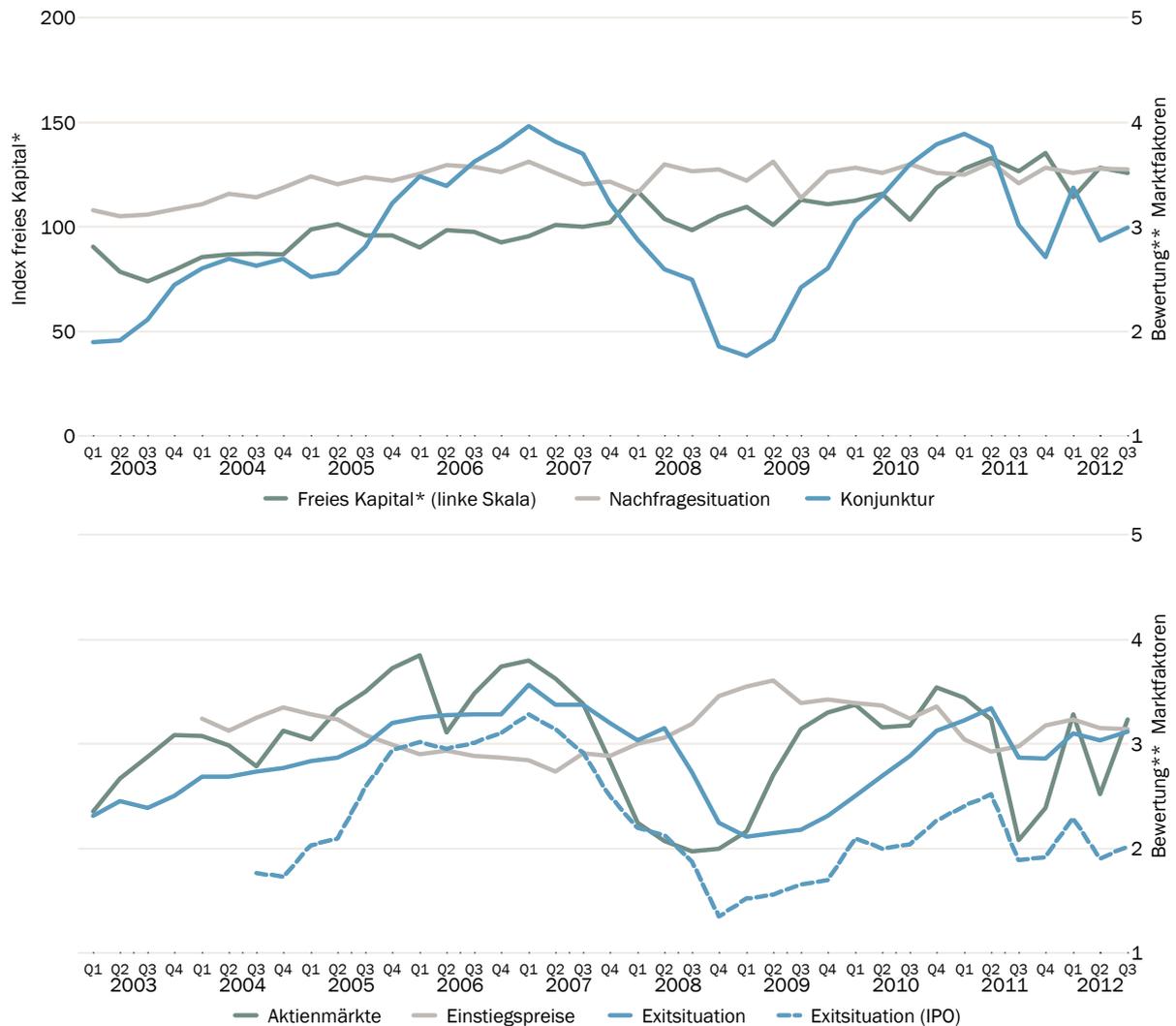
Ein Blick auf die Grafik zeigt, dass die Entwicklung des Angebots von und der Nachfrage nach Beteiligungskapital sehr beständig ist. Während allerdings der Indikator für das freie Kapital als Abbildung des Angebots an Beteiligungskapital im Beobachtungszeitraum einen klaren Aufwärtstrend zeigt, blieb die Nachfrage nach Beteiligungskapital auf hohem Niveau relativ konstant. Der ansteigende Indikator für das freie Kapital deutet darauf hin, dass Beteiligungsgesellschaften ein Finanzpolster aufgebaut haben, möglicherweise als Reaktion auf den drastischen Einschnitt beim Fundraising nach dem Platzen der New-Economy-Blase. Ob mit dieser Reaktion zusammenhängend oder als eigenständiges Phänomen, kann sich das verwaltete Kapital auch aufgrund längerer Fondslaufzeiten aufgeschaukelt haben. Im Gegensatz dazu zeigen die Einschätzungen zu den anderen betrachteten Marktfaktoren einen deutlich zyklischen Verlauf und sind teilweise relativ stark korreliert: Beispielsweise beträgt der Korrelationskoeffizient (r) nach Bravais-Pearson zwischen den Faktoren Einstiegspreise und Exitmöglichkeiten $-0,89$.²⁸ Dies kann Ausdruck davon

²⁶ Siehe Gompers (1995).

²⁷ Siehe Black und Gilson (1998).

²⁸ Wir messen die Korrelation mit dem Korrelationskoeffizient (r) nach Bravais-Pearson. Dieser ist ein dimensionsloses Maß für den Grad des linearen Zusammenhangs zwischen zwei metrisch skalierten Merkmalen. Er kann Werte zwischen -1 und 1 annehmen. Bei einem Wert von $+1$ (-1) besteht ein vollständig positiver (negativer) linearer Zusammenhang zwischen den betrachteten Merkmalen. Wenn der Korrelationskoeffizient den Wert 0 aufweist, besteht kein linearer Zusammenhang zwischen den beiden Merkmalen (siehe Tabelle 3 in Anhang B für Angaben zu den Korrelationen zwischen die Einschätzungen zu den betrachteten Marktfaktoren).

sein, dass steigende Unternehmenspreise zwar die Investitionstätigkeit hemmen, die Exittätigkeit aufgrund der Aussicht auf höhere Erlöse jedoch ankurbeln.



* Das freie Kapital errechnet sich auf Basis der jeweils aktuellen Angaben zur Höhe des verwalteten Kapitals und des Investitionsgrads. Index: 100 = Q3/2007. ** Bewertung: (1) Sehr negativ; (2) Negativ; (3) Normal; (4) Positiv; (5) Sehr positiv.

Lesehilfe: Die Höhe der freien Mittel, die deutschen Beteiligungsgesellschaften zur Verfügung stehen, ist im vierten Quartal 2011 um über ein Drittel höher als im dritten Quartal 2007. Im dritten Quartal des Jahres 2008 bewerteten Beteiligungsgesellschaften die Lage der Aktienmärkte mit einem Durchschnittswert von 2,0 negativ.

Anmerkung: Alle Werte sind auf die Gesamtheit der Mitglieder des BVK hochgerechnet.

Quelle: German Private Equity Barometer.

Grafik 4: Entwicklung der Einschätzung zu ausgewählten Marktfaktoren des deutschen Beteiligungskapitalmarkts

Ungleiche Gewinnorientierung der Beteiligungsgesellschaften erklärt unterschiedliche Mindestrenditeerwartungen

Die unter Einbeziehung von Struktur- und Zeitindikatoren sowie der eben erläuterten Marktfaktoren mithilfe des multivariaten Analysemodells geschätzten durchschnittlichen Mindestrenditeer-

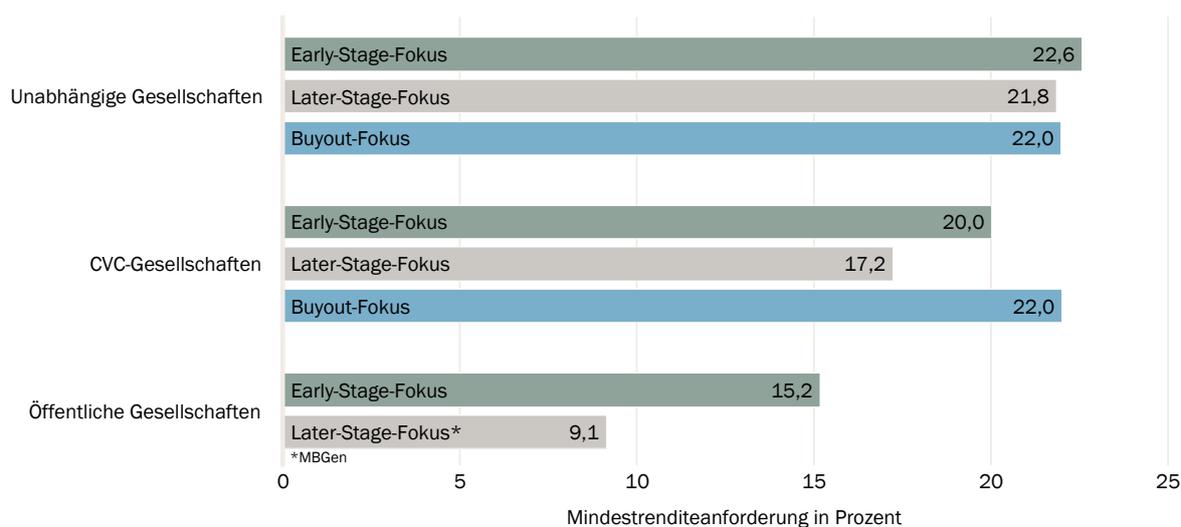
wartung sind in Grafik 5 abgebildet.²⁹ Für die unabhängigen Gesellschaften ergeben sich folgende Werte: 22,6 % für Gesellschaften mit Early-Stage-Fokus sowie 21,8 % und 22,0 % für Gesellschaften mit Later-Stage- und Buyout-Fokus. Die Abweichungen zwischen diesen Schätzwerten sind statistisch insignifikant, das heißt, die Abweichungen lassen keine inhaltliche Interpretation zu, weil die Werte als „gleich hoch“ aufgefasst werden müssen. Für CVC-Gesellschaften ergeben sich geschätzte durchschnittliche Mindestrenditeerwartungen, die mit 20,0 % (Early-Stage), 17,2 % (Later-Stage) und 22,0 % (Buyout) im Vergleich zu den unabhängigen Gesellschaften stärker divergieren. Die Werte sind untereinander statistisch signifikant verschieden und sind auch im Vergleich zu den unabhängigen Gesellschaften – mit Ausnahme der Gesellschaften mit Buyout-Fokus – statistisch signifikant geringer. Die Schätzwerte für die öffentlichen Gesellschaften liegen noch einmal deutlich darunter: 15,1 und 9,1 % betragen die durchschnittlichen Mindestrenditeerwartungen für Gesellschaften mit Early- und Later-Stage-Fokus. Auch diese Werte sind statistisch signifikant unterschiedlich, sowohl im Vergleich untereinander als auch im Vergleich zu den unabhängigen und CVC-Gesellschaften.

Die Unterschiede zwischen den Gesellschaftstypen können in Bezug auf den Gesellschaftshintergrund mit einer unterschiedlichen Gewinnorientierung erklärt werden. Die im Vergleich zu den unabhängigen Gesellschaften geringere Mindestrenditeerwartung bei CVC-Gesellschaften (22,2 % vs. 19,1 %) ist damit zu begründen, dass für sie strategische Ziele bedeutend sind, während bei unabhängigen Beteiligungsgesellschaften finanzielle Ziele dominieren. Ein maßgebliches Ziel industrieller CVC-Gesellschaften ist es, einen Zugang zu neuen Technologien (Window-on-Technology) oder Geschäftsmodellen für ihre Eigentümer zu schaffen, während finanzwirtschaftliche CVC-Gesellschaften auch die Eigenkapitalversorgung der Kunden ihrer Eigentümer (beispielsweise mittelständische Unternehmen bei CVC-Gesellschaften von Sparkassen) im Sinn haben. Auch bei öffentlichen Beteiligungsgesellschaften spielen nicht-finanzielle Ziele eine große Rolle. So sind öffentliche Beteiligungsgesellschaften in erster Linie deshalb aktiv, um einen Förderauftrag zu erfüllen. Das Frühphasensegment weist eine besondere Fördernotwendigkeit auf, da dort eine deutliche Angebotslücke diagnostiziert werden kann, durch die die volkswirtschaftliche Rendite³⁰ – gemessen als Beitrag der jungen innovativen Unternehmen zum industriellen Strukturwandel und damit zur Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands – geschmälert wird.³¹ Ein Ziel der öffentlichen Beteiligungsgesellschaften ist es deshalb, im Frühphasensegment ein Mindestangebot an VC sicherzustellen. Die finanzielle Rendite (12,7 %) tritt entsprechend stärker in den Hintergrund.

²⁹ Diese durchschnittlichen Mindestrenditeanforderungen (Predictive-Margins) sind auf Basis der Ergebnisse von Spezifikation 2 berechnet, siehe Tabelle 1 in Anhang B. Die Predictive-Margins einer Basisschätzung, die lediglich Indikatoren für die einzelnen Gesellschaftstypen beinhaltet, weichen nur geringfügig von den in Grafik 5 ausgewiesenen Werten ab.

³⁰ Siehe Manigart et al. (2002).

³¹ Siehe Achleitner et al. (2010).



Lesehilfe: Die geschätzte durchschnittliche Mindestrenditeerwartung unabhängiger Beteiligungsgesellschaften mit Early-Stage-Fokus in Deutschland beträgt 22,6 %.

Anmerkung: Die durchschnittliche Mindestrenditeerwartung für einen Gesellschaftstyp entspricht dem Mittelwert der durch das Schätzmodell geschätzten Mindestrenditeerwartungen, wenn alle Beobachtungen in der Stichprobe als von einer Gesellschaft des jeweiligen Gesellschaftstyps stammend behandelt werden. Die geschätzten Mindestrenditeerwartungen der unabhängigen Beteiligungsgesellschaften mit Early-Stage-, Later-Stage- oder Buyout-Fokus sowie der CVC-Gesellschaften mit Buyout-Fokus unterscheiden sich nicht statistisch signifikant voneinander. Die Mindestrenditeerwartung der anderen Gesellschaftstypen sind mit einer Vertrauenswahrscheinlichkeit von mindestens 99 % signifikant geringer.

Quelle: German Private Equity Barometer.

Grafik 5: Geschätzte Mindestrenditeerwartung im Zeitraum 2002–2011 nach Gesellschaftstyp

Mit Ausnahme des risikolosen Basiszinses werden die Komponenten der kalkulatorischen Rendite, also die Prämie für das systematische Risiko der Anlageklasse, die Liquiditätsprämie sowie die Value-Added-Prämie geringer, je etablierter ein Zielunternehmen ist.³² Das systematische Risiko ist beispielsweise bei Unternehmen in der Early-Stage-Phase höher als in der Later-Stage-Phase, weil junge Unternehmen ein höheres Ausfallrisiko haben als etablierte.³³ Vor allem, wenn es sich um junge innovative Hightech-Unternehmen handelt, bei denen der Erfolg ihrer Innovationsaktivität noch sehr unsicher ist. Die Liquiditätsprämie sinkt unter anderem deshalb, weil es für etablierte Unternehmen, die möglicherweise bereits Gewinne erwirtschaften, mehr potenzielle Käufer gibt. Die Value-Added-Prämie wird geringer, weil Beteiligungsgesellschaften bei etablierten Unternehmen typischerweise einen geringeren Beratungs- und Betreuungsaufwand haben. Diese Aspekte spiegeln sich in einer über die Finanzierungsphasen entsprechend kleiner werdenden erwarteten Rendite wider.

Unsere Ergebnisse bestätigen dies allerdings nur eingeschränkt: Bei CVC- und öffentlichen Gesellschaften zeigt sich eine deutliche Renditedifferenz zwischen Early- und Later-Stage-Gesellschaften. Die Mindestrenditeerwartung von unabhängigen Gesellschaften mit Early-Stage-Fokus sind trotz des im Vergleich zu Later-Stage-Gesellschaften etwas höheren Wertes (22,6 vs.

³² Siehe Sahlman und Scherlis (2009).

³³ Siehe Brüderl et al. (1992) oder Mata (1995). Aspekte zum höheren Scheiterrisiko junger Unternehmen werden typischerweise unter den Schlagworten „Liability of newness“ (Siehe Stinchcombe, 1965), „Liability of smallness“ (siehe Aldrich und Auster, 1986) oder „Liability of adolescence“ (siehe Fichman und Levinthal, 1991) diskutiert.

21,8 %) aus statistischer Sicht allerdings gleich hoch. Dies gilt auch für die Renditeanforderung der Buyout-Gesellschaften (22,0 %), die im Bereich CVC sogar signifikant höher ist als die der Gesellschaften mit Early-Stage-Fokus. Wie ist das zu erklären?

Wie bereits dargelegt, unterscheiden sich die Beteiligungsgesellschaften hinsichtlich ihrer Investitionstätigkeit weniger stark als ihr selbstgesetzter Investitionsfokus vielleicht erwarten lässt.³⁴ Wenn die Portfolien der Beteiligungsgesellschaften sehr ähnlich strukturiert sind und sich der Investitionsfokus nur in einem leicht unterschiedlichen Schwerpunkt äußert, schmilzt die theoretisch zu erwartende Renditedifferenz zusammen. Dies kann ein Grund sein, weshalb die verschiedenen Typen der unabhängigen Gesellschaften gemäß unseren Ergebnissen insgesamt sehr ähnlich hohe Portfoliorenditen erwarten.

Bei den CVC- und öffentlichen Gesellschaften hingegen, scheint das Risikogefälle von Early- zu Later-Stage-Investments in der Mindestrenditeerwartung zum Tragen zu kommen. Im CVC-Bereich kann dies damit zusammenhängen, dass hier die Risikospreizung zwischen Early- und Later-Stage-Investments stärker ausgeprägt ist als bei den unabhängigen Gesellschaften. So ist das Risiko eines Portfoliounternehmens bei industriellen CVC-Gesellschaften nicht nur vom Überleben und Innovationserfolg des Unternehmens bestimmt, sondern auch davon, wie leicht sich dessen Innovationen in das Technologieportfolio der Muttergesellschaft integrieren lassen. Diese Integration ist bei jungen Unternehmen oft mit einer großen Unsicherheit verbunden, weil sie sich in einer sehr frühen Phase der Produktentwicklung befinden. Dies führt entsprechend auch zu einer größeren Spreizung der Renditen. Hinzu kommt, dass die beobachteten CVC-Gesellschaften mit Later-Stage-Fokus ausschließlich einen finanzwirtschaftlichen Hintergrund haben.³⁵ Das Argument der Eigenkapitalversorgung und die damit einhergehende Bereitschaft, teilweise auf Rendite zu verzichten, spielt bei den Later-Stage-Investments von CVC-Gesellschaften folglich eine größere Rolle als bei den Early-Stage-Investments.

Bei den öffentlichen Gesellschaften ist das Gefälle der Mindestrenditeerwartung von Early- zu Later-Stage-Gesellschaften (MBGen) am größten. Dass die Mindestrenditeerwartung der MBGen nur knapp zwei Drittel so hoch ist wie jene der öffentlichen Early-Stage-Gesellschaften, ist neben dem geringeren Risiko von Spätphaseninvestitionen allerdings auch dem spezifischen (Re-)Finanzierungsverhalten der MBGen geschuldet. Stille Beteiligungen sind das vorherrschende Finanzierungsinstrument der MBGen.³⁶ Über eine typische stille Beteiligung partizipieren Investoren zu vorher festgelegten Konditionen am Gewinn eines Unternehmens, normalerweise jedoch nicht an einer potenziellen Steigerung des Unternehmenswerts. Diese Konditionen sind zwar grundsätzlich frei verhandelbar, trotzdem ist die mit typischen stillen Beteiligungen zu erzielende Rendite im Vergleich zu einer potenziellen Wertsteigerung von Unternehmensanteilen begrenzt.

³⁴ Siehe Tabelle 2 in Anhang B. Indikatoren für die tatsächliche Struktur der Investitionstätigkeit (sowohl bezüglich Phasen als auch Branchen), der eingesetzten Finanzierungsinstrumente oder der Exittätigkeit fehlen, können in den Regressionen nicht berücksichtigt werden, weil die Beteiligungsgesellschaften hier zu wenige Angaben machten.

³⁵ Siehe Fußnote 15.

³⁶ Siehe BVK (2011b).

Für die eingeschränkte Mindestrenditeerwartung bedeutender ist jedoch die Refinanzierung der MBGen. Die MBGen refinanzieren sich häufig über das ERP-Beteiligungsprogramm der KfW. Im Großteil des Beobachtungszeitraums war eine Förderbedingung des ERP-Beteiligungsprogramms, dass den Beteiligungsnehmern – also den von den MBGen finanzierten Unternehmen – höchstens Eigenkapitalkosten von ca. 12 % p. a. entstehen dürfen.³⁷ Diese institutionelle Beschränkung manifestierte sich entsprechend in der Mindestrenditeerwartung der MBGen.

Auch der vor dem risikothoretischen Hintergrund „zu hohe“ Minimalanspruch von Buyout-Gesellschaften an die Rendite, ist mit deren Finanzierungsverhalten zu erklären. Buyouts sind zwar meist bei etablierten und somit risikoärmeren Unternehmen ein Finanzierungsanlass. Bei Buyout-Finanzierungen wird aber häufig ein hoher Anteil an Fremdkapital eingesetzt. Durch einen hohen Fremdkapitalanteil lässt sich die auf das eingesetzte Eigenkapital bezogene Rendite deutlich „hebeln“, was sich letztlich auch in einer höheren Erwartung an die Portfoliorendite widerspiegelt.

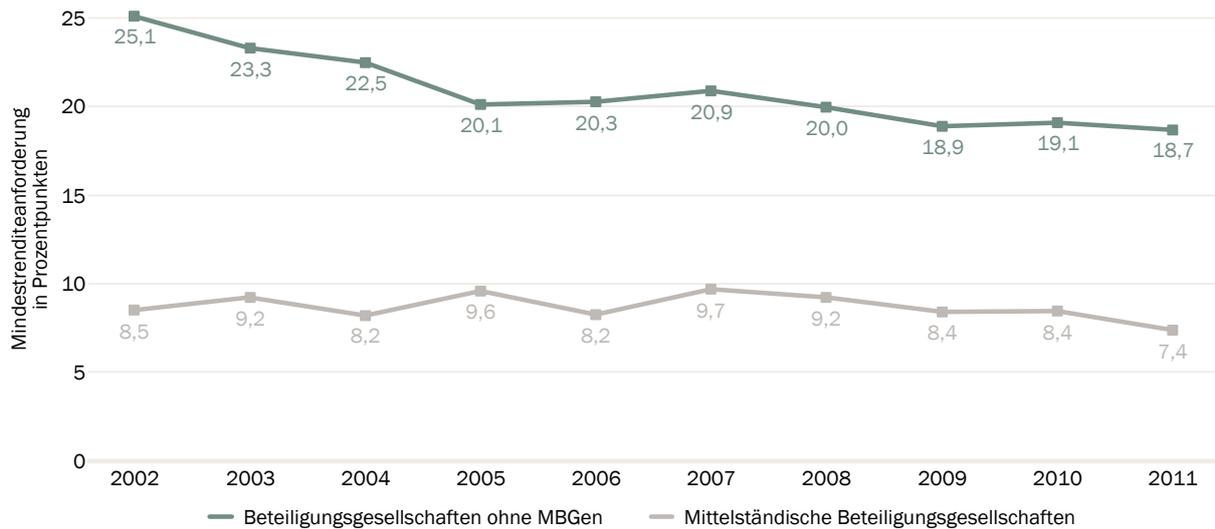
Mindestrenditeerwartung ist in den vergangenen Jahren gesunken

Auf Basis der Ergebnisse der Intervallregression kann die Entwicklung der Mindestrenditeerwartung in den vergangenen Jahren nachvollzogen werden. Dabei kommt uns wiederum zugute, dass es sich bei der Intervallregression um ein multivariates Analyseverfahren handelt. Denn es kann berücksichtigt werden, dass sich im Laufe der verschiedenen Befragungswellen das Antwortverhalten der Beteiligungsgesellschaften ändert (wie aus Grafik 7 in Anhang B deutlich wird). Dies könnte bei einer rein deskriptiven Analyse der Entwicklung der mittleren Mindestrenditeerwartung zu ökonomisch unbegründeten Schwankungen und daher zu falschen Schlussfolgerungen führen. Folgendes Beispiel illustriert dies: Angenommen, Beteiligungsgesellschaften haben zwar eine individuell unterschiedliche hohe aber über die Jahre konstante Mindestrenditeerwartung. Wenn dann in einem Jahr zufälligerweise mehr Gesellschaften mit der höchsten Erwartung an die Mindestrendite (über 30 %) an der Befragung teilnehmen, ihr Anteil unter den antwortenden Gesellschaften also steigt, steigt auch die mittlere Mindestrenditeerwartung, ohne dass die Gesellschaften tatsächlich eine höhere Renditeerwartung haben. Weil solche strukturellen Veränderungen in der Schätzung berücksichtigt sind, kann ausgeschlossen werden, dass die sich bei unserer Analyse ergebende Entwicklung der Mindestrenditeerwartung keiner sich verändernden Zusammensetzung der antwortenden Beteiligungsgesellschaften im Zeitverlauf geschuldet ist.

Vorab durchgeführte Analysen haben gezeigt, dass sich die Mindestrenditeerwartung fast aller Gesellschaftstypen ähnlich entwickelt – mit Ausnahme der MBGen. Weil sich für diese eine abweichende Entwicklung zeigte, gehen Interaktionsterme aus dem MBG-Indikator und den Jahresindikatoren in die Schätzung ein. Dies erlaubt es uns, in Grafik 6 die Entwicklung der Mindestrenditeerwartung zum einen für die MBGen und zum anderen für das Aggregat der übrigen Beteiligungsgesellschaften abzubilden. Aus der Grafik geht hervor, dass die geschätzte mittlere Mindestrenditeerwartung der MBGen im Beobachtungszeitraum zwischen 7 und 10 % schwankt,

³⁷ Vgl. Argumentation in KfW (2003). Seit dem 01.04.2010 ist dieser Renditedeckel keine Förderbedingung des ERP-Beteiligungsprogramms mehr.

während sie für die übrigen Beteiligungsgesellschaften einen deutlichen Rückgang aufweist. So fiel die geschätzte durchschnittliche Mindestrenditeerwartung für die Beteiligungsgesellschaften ohne Einbeziehung der MBGen von 25,1 % im Jahr 2002 um 6,4 Prozentpunkte auf 18,7 % im Jahr 2011. Den stärksten Rückgang gab es dabei in den Jahren von 2002 bis 2005 (-5 Prozentpunkte). Entsprechend der im vorangegangenen Abschnitt erläuterten unterschiedlich hohen durchschnittlichen Mindestrenditeerwartungen der einzelnen Gesellschaftstypen verläuft der skizzierte Rückgang beispielsweise für unabhängige Gesellschaften auf einem höheren Rendite-niveau als für CVC-Gesellschaften.



Lesehilfe: Die geschätzte durchschnittliche Mindestrenditeerwartung deutscher Beteiligungsgesellschaften ohne MBGen ging von 25,1 % im Jahr 2002 auf 18,7 % im Jahr 2011 zurück.

Anmerkung: Die geschätzte Mindestrenditeerwartung in einem bestimmten Jahr entspricht dem durch das Schätzmodell prognostizierten Mittelwert für die Mindestrenditeerwartung, wenn alle Beobachtungen in der Stichprobe als aus diesem Jahr stammend behandelt werden (Predictive-Margin).

Quelle: German Private Equity Barometer.

Grafik 6: Entwicklung der geschätzten Mindestrenditeerwartung

Wie ist der Rückgang der Mindestrenditeerwartung zu erklären? Die individuellen Bewertungen der einzelnen Marktfaktoren durch die Beteiligungsgesellschaften in den einzelnen Jahren sind in der Schätzung enthalten. Auf das sich verändernde Marktumfeld ist der Rückgang also nicht zurückzuführen. Trotzdem haben die Marktfaktoren Einfluss auf die Mindestrenditeerwartung. So gehen von den Indikatoren für das freie Kapital und für die Bewertung der Exitmöglichkeiten signifikante Effekte aus (wie Tabelle 1 in Anhang B (Spezifikationen 2 bzw. 3) entnommen werden kann). Je mehr freie Mittel je Fondsmanager zur Verfügung stehen³⁸, desto geringer fällt die Mindestrenditeerwartung aus. Dies deckt sich mit der Hypothese, dass ein höherer „Anlagedruck“ den Anspruch eines Fondsmanagers an die Portfoliorendite sinken lässt. Auch für die Höhe des verwalteten Kapitals, die ohnehin als Kontrollindikator für die Größe der Beteiligungsgesellschaften in der Schätzung enthalten ist, zeigt sich ein positiver Effekt: Größere Beteiligungsgesellschaft-

³⁸ Berechnet als Residuum aus den Angaben zum verwalteten Kapital und dem Investitionsgrad der Beteiligungsgesellschaften.

ten haben eine höhere Mindestrenditeerwartung.³⁹ Die Kausalität muss hier allerdings ungeklärt bleiben: Erhöhte sich der Minimalanspruch an die Rendite, weil die Gesellschaften groß sind, oder wurden große Gesellschaften groß, weil sie eine hohe Mindestrenditeerwartung hatten? So ist denkbar, dass die Fondsmanager mit höheren Renditeversprechen Investoren angeworben und daher notwendigerweise eine höhere Mindestrenditeerwartung haben. Als weiterer signifikanter Effekt bei den Marktfaktoren führt eine Verbesserung der Bewertung der Exitmöglichkeiten zu einem Anstieg der Mindestrenditeerwartung.⁴⁰ Hierin zeigt sich der direkte positive Effekt den höhere Erlöse, die sich bei besser werdenden Exitmöglichkeiten erzielen lassen, auf die Portfoliorendite haben. Ein Grund, warum die Marktfaktoren insgesamt den Rückgang nicht erklären, ist möglicherweise, dass ihre Bedeutung für die Entscheidungen von Fondsmanagern im Zeitverlauf variiert.⁴¹

Welche Erklärung gibt es für den Rückgang der Mindestrenditeerwartung, wenn nicht die von uns beobachteten veränderten Marktbedingungen? Da der Rückgang zum Großteil am Beginn des Beobachtungszeitraums bis zum Jahr 2005 stattfindet, kann es sich dabei noch um eine Auswirkung des Platzens der New-Economy-Blase handeln. Denn nach dem Crash war der Aktienmarkt kaum mehr aufnahmefähig für IPOs. So brachten deutsche Beteiligungsgesellschaften im Jahr 2000 noch 66 Portfoliounternehmen an die Börse. Von 2001 bis 2005 waren es insgesamt gerade noch 18 IPOs.⁴² Hinzu kam, dass die Renditen der getätigten IPOs nicht mehr an die früher erzielten IPO-Renditen heranreichten. Die Blockade des renditeträchtigen Ausstiegskanals von PE-Fonds und der damit erzielbaren Rendite sowie die zunehmende Anzahl von Totalabschreibungen führten dazu, dass die laufende Rendite von PE-Transaktionen ausgehend vom Jahr 2000 förmlich abstürzte: Die rollierende 5-Jahres-IRR⁴³ von PE-Transaktionen deutscher Gesellschaften fiel von 32 % auf -4,5 % im Jahr 2005 (siehe Grafik 9 in Anhang B). Danach erholte sie sich wieder leicht. Der Rückgang der Mindestrenditeerwartung kann entsprechend widerspiegeln, dass Beteiligungsgesellschaften das schlechtere IPO-Umfeld in ihre Zielrendite einpreisten. Ein weiterer Erklärungsansatz für den Rückgang der Mindestrenditeerwartung hängt mit der Wettbe-

³⁹ Der Schlussfolgerung von Kedrosky (2009), der den Verfall der laufenden Rendite kausal und dezidiert auf den Anstieg des verwalteten Kapitals als Maß für das Kapitalangebot zurückführt (siehe Grafik 8 in Anhang B), können wir uns entsprechend nicht anschließen. Dafür reichen die gemessenen Effekte nicht aus.

⁴⁰ Auch eine Spezifikation der Schätzung, die statt der Bewertung der Exitmöglichkeiten im Allgemeinen die Bewertung der IPO-Möglichkeiten im Speziellen enthält, zeigt einen positiven Effekt für diesen Indikator.

⁴¹ Nasica und Durfour (2010) zeigen eine zeitlich instabile Bedeutung des Aktienmarkts für Beteiligungskapitalinvestitionen.

⁴² Siehe BVK (2011a).

⁴³ Die rollierende 5-Jahres-IRR (5IRR) wird auf der Basis aller Fondszu- und -abflüsse innerhalb eines Fünf-Jahres-Zeitraums berechnet. Dabei wird das Nettovermögen eines Fonds zu Beginn des betrachteten Zeitraumes als Kapitalabfluss und der Residual Value des Fonds als abschließender Kapitalzufluss behandelt (siehe BVK, 2008). Die 5IRR ist ein Maß für die laufende Rendite auf dem Beteiligungskapitalmarkt. Sie basiert auf den Cash-Flows, die im Markt in einem mittelfristigen Zeitraum generiert werden und darf nicht mit der tatsächlichen Durchschnittsrendite von PE-Fonds verwechselt werden. Die tatsächliche Rendite eines Fonds steht erst fest, wenn er liquidiert ist. Da die Fondsrendite von den wenigen Highflyern in einem Portfolio abhängt, kann sich die finale Rendite entsprechend mit den letzten Investitionen noch maßgeblich ändern.

werbsintensität auf dem Beteiligungskapitalmarkt zusammen. Falls es in den letzten zehn Jahren eine Marktbereinigung gab, verteilt sich das zur Verfügung stehende Anlagekapital auf die im Markt verbliebenen Beteiligungsgesellschaften. Deren Anlagedruck würde sich gegebenenfalls erhöht haben, was letztlich in einer fallenden Mindestrenditeerwartung zum Ausdruck kommt. Die Erklärungskraft dieser Hypothesen können wir mangels geeigneter Daten jedoch leider nicht in unserem Analysemodell testen.

3. Fazit

Beteiligungsgesellschaften haben je nach Gesellschaftstyp eine unterschiedlich hohe Erwartung an die Rendite ihres Portfolios. Unabhängige Beteiligungsgesellschaften sind renditegetrieben, da sie bei der Mitteleinwerbung ihren Investoren eine gewisse Rendite in Aussicht stellen. Von ihnen wird entsprechend auch der höchste Renditeanspruch gestellt. Im Vergleich dazu sind CVC-Gesellschaften weniger renditegetrieben, da sie auch strategische Ziele in Form von Innovationen oder Wissenstransfer verfolgen. Dies äußert sich in einem leicht geringeren Minimalanspruch an die Rendite. Öffentliche Beteiligungsgesellschaften zeigen die niedrigste Mindestrenditeerwartung.⁴⁴ Auch hier ist dafür maßgeblich, dass für deren Investitionstätigkeit nicht die höchstmögliche Rendite im Vordergrund steht. Öffentliche Beteiligungsgesellschaften erfüllen vielmehr einen Förderauftrag, bei dem die volkswirtschaftliche Rendite der Investitionen eine große Rolle spielt.

Die Mindestrenditeerwartung ist im Durchschnitt der Beteiligungsgesellschaften ohne die MBGen in den vergangenen Jahren gesunken. Erwarteten PE-Fonds im Jahr 2002 von ihrem Portfolio noch eine Mindestrendite von gut 25 %, sank die Zielrendite bis zum Jahr 2011 auf knapp 19 %. Eine wahrscheinliche Erklärung dafür ist, dass sich darin das Platzen der New-Economy-Blase widerspiegelt. Seitdem stehen IPOs Beteiligungsgesellschaften als ihren renditeträchtigsten Exitkanal nur noch eingeschränkt zur Verfügung. Die zu erwartenden Exiterlöse neuer Investitionsmöglichkeiten fallen entsprechend geringer aus.

Was bedeutet die skizzierte Entwicklung für VC-Investoren? Der Rückgang der Mindestrenditeerwartung zeigt sich insbesondere bis zum Jahr 2005. Danach verändert sie sich nur noch geringfügig. Die Renditeerwartung der Beteiligungsgesellschaften scheint entsprechend eine relativ konstante Größe zu sein, die diese nur bei sehr einschneidenden Veränderungen des Marktumfelds anpassen. VC-Investoren können also davon ausgehen, dass die Beteiligungsgesellschaften an ihren Renditezielen festhalten und diese nicht aufgrund kurzfristiger Marktschwankungen revidieren.

Was bedeutet die skizzierte Entwicklung für VC-interessierte Unternehmen? Auch diese müssen sich dem strukturell veränderten Marktumfeld stellen. Da ein Börsengang als Ausstiegsszenario unwahrscheinlicher wurde, können die Unternehmen bzw. die Unternehmer deutlich seltener damit rechnen, durch das Engagement einer Beteiligungsgesellschaft schnell eine hohe Bewer-

⁴⁴ Im Rahmen von Syndizierungen ist für das Zustandekommen eines Investments der Anspruch des Investors mit der höchsten Mindestrenditeanforderung maßgeblich. Die Mindestrenditeanforderung an Investments, bei denen öffentliche Beteiligungskapitalgeber als Co-Investor auftreten, kann entsprechend den Ansprüchen des Lead-Investors deutlich höher liegen, als vom öffentlichen Beteiligungskapitalgeber (beispielsweise dem ERP-Startfonds) vorausgesetzt.

tung zu erzielen und ein großes Vermögen aufzubauen. Sie müssen sich darauf einstellen, dass die Beteiligungsgesellschaften ihre im Business Plan aufgezeigten Prognosen mit einem höheren Diskontierungsfaktor abzinsen und in Konsequenz für das bereitgestellte Kapital einen größeren Unternehmensanteil einfordern.

Literaturverzeichnis

- Achleitner, A.-K., Metzger, G., Reiner, U. und M. Tchouvakhina (2010), Beteiligungsmarkt nach der Krise: Optimistischer Ausblick aber Angebotslücke beim Wachstumskapital wird größer, November 2010, KfW Bankengruppe, Frankfurt am Main.
- Aldrich, H. E. und E. Auster (1986), Even Dwarfs Started Small: Liabilities of Age and Size and Their Strategic Implications, *Research in Organizational Behavior* 8, S. 165–198.
- Bauer, S. und M. Fischer (2009), Private Equity als Anlageklasse: Investitionsprogramm und Risikomessung, M.L. FISCHER RESEARCH, Research Note 2009-09, Juni 2009.
- Black, B. S. und R. J. Gilson (1998), Venture Capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets, *Journal of Financial Economics* 47 (3), S. 243–277.
- Brüderl, J., Preisendörfer, P. und R. Ziegler (1992), Survival Chances Of Newly Founded Business Organizations, *American Sociological Review* 57 (2), S. 227–242.
- Buchner, A., Häberle, U., Kaserer, C., Schmidt, D. und M. Wahrenburg (2010), Rendite- und Risikostrukturen von Venture Capital Fonds mit Investitionsfokus Deutschland, Abschlussbericht zum Dienstleistungsprojekt Nr. 09/10 des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie.
- BVK (2008), BVK-Studie, Zur Performance deutscher Private Equity-Fonds 2007, August 2008, Berlin.
- BVK (2011a), BVK-Statistik, Das Jahr 2010 in Zahlen, Februar 2011, Berlin.
- BVK (2011b), BVK-Statistik, Teilstatistik – Aktivitäten der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften 2010, September 2011, Berlin.
- BVK (2012), BVK-Statistik, Das Jahr in Zahlen 2011, Februar 2012, Berlin.
- Bailey, D. und A. Gershenberg (2008), Assessing Fund Performance: Using Benchmarks in Venture Capital, *Venture Capital Update*, SVB Financial Group.
- Fichman, M. und D. A. Levinthal (1991), Honeymoons and the Liability of Adolescence: A New Perspective on Duration Dependence in Social and Organizational Relationships, *Academy of Management Review* 16 (2), S. 442–468.
- Gompers, P. (1995), Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, *Journal of Financial Economics* 50 (5), S. 1461–1489.
- Gompers, P. (1996), Grandstanding in the venture capital industry, *Journal of Financial Economics* 42 (1), S. 133–156.
- Gompers, P. und J. Lerner (2000), Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuations, *Journal of Financial Economics* 55 (2), S. 281–325.
- Kaplan, S. und A. Schoar (2005), Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows, *The Journal of Finance* 60 (4), S. 1791–1823.

- Kedrosky, P. (2009), Right-sizing the U.S. Venture Capital Industry, Ewing Marion Kauffman Foundation, Juni 2009, Kansas City.
- KfW (2003), Abschlussbericht der AG „Eigenkapital für den ‚breiten‘ Mittelstand“ unter Leitung der KfW, Januar 2003, KfW Bankengruppe, Frankfurt a. M..
- Manigart, S., De Waele, K., Wright, M., Robbie, K., Desbrieres, P., Sapienza, H. J. und A. Beekman (2002), Determinants of required return in venture capital investments: a five-country study, *Journal of Business Venturing* 17 (4), S. 291–312.
- Mark, K. (2005), *Venture Capital und die Governance-Struktur innovativer Unternehmen*, Shaker, Aachen.
- Mata, J. (1995), The Survival of New Plants: Start-up Conditions and Postentry Evolution, *International Journal of Industrial Organization* 13 (4), S. 459–481.
- Mulcahy, D., Weeks, B. und H. S. Bradley (2012), *We have met the enemy...and he is us*, Ewing Marion Kauffman Foundation, Mai 2012, Kansas City.
- Nasica, E. und D. Durfour (2010), Financing early-stage ventures: the role of uncertainty and financial markets in the investment choices of venture capitalists.
- NVCA (2009a), 2009 National Venture Capital Association Yearbook, März 2009.
- NVCA (2009b), *Venture Capital Performance Q4 2008*, April 2009.
- NVCA (2009c), *U.S. Venture Capital Index And Selected Benchmark Statistics*, Dezember 2009.
- NVCA (2010), *U.S. Venture Capital Index And Selected Benchmark Statistics*, Dezember 2010.
- NVCA (2011), *U.S. Venture Capital Index And Selected Benchmark Statistics*, Dezember 2011.
- Sahlman, W. A. und D. R. Scherlis, (2009), *A Method For Valuing High-Risk, Long-Term Investments: The "Venture Capital Method"*. Harvard Business School Background Note 288-006, Oktober 2009, (Überarbeitung der Originalversion von Juli 1987).
- Steden, P., Berewinkel, J. und F. Sakowski (2010), *Wagnis- und Beteiligungsfinanzierung in Ostdeutschland*, März 2010, Der Beauftragte der Bundesregierung für die neuen Bundesländer, Berlin.
- Stinchcombe, A. (1965), *Social Structure and Organizations*, in: March, J. G., *Handbook of Organizations*, Chicago: Rand-McNally.

Anhang A: Technischer Anhang

Die Intervallregression ist die Verallgemeinerung des Tobit-Modells, bei dem die abhängige Variable links- und / oder rechtszensiert ist, und zählt zu den Maximum-Likelihood-Methoden.

Formelle Darstellung der Intervallregression

Im linearen Regressionsmodell $y_j = x_j\beta + \varepsilon_j$ repräsentiert y_j beobachtete oder unbeobachtete stetige Werte für die abhängige Variable. Dabei gilt, dass $\varepsilon_j \sim N(0, \sigma^2 I)$.

Für die Beobachtungen $j \in C$ beobachten wir y_j als exakte Werte. Die Beobachtungen $j \in L$ ($j \in R$) sind linkszensiert (rechtszensiert); d. h., wir wissen nur, dass die unbeobachteten Werte für y_j kleiner gleich (größer gleich) dem Zensierungspunkt y_{Lj} (y_{Rj}) sind. Die Beobachtungen $j \in I$ sind intervallskaliert, d. h. wir wissen nur, dass die unbeobachteten y_j im Wertebereich $[y_{1j}, y_{2j}]$ liegen. Für dieses Modell lautet die zu maximierende Log-Likelihood-Funktion:

$$\begin{aligned} \ln L = & -\frac{1}{2} \sum_{j \in C} w_j \left\{ \left(\frac{y_j - x\beta}{\sigma} \right)^2 + \log 2\pi\sigma^2 \right\} \\ & + \sum_{j \in L} w_j \log \Phi \left(\frac{y_{Lj} - x\beta}{\sigma} \right) \\ & + \sum_{j \in R} w_j \log \left\{ 1 - \Phi \left(\frac{y_{Rj} - x\beta}{\sigma} \right) \right\} \\ & + \sum_{j \in I} w_j \log \left\{ \Phi \left(\frac{y_{2j} - x\beta}{\sigma} \right) - \Phi \left(\frac{y_{1j} - x\beta}{\sigma} \right) \right\} \end{aligned}$$

Dabei ist $\Phi(\cdot)$ die kumulative Verteilungsfunktion der Standard-Normalverteilung und w_j der Gewichtungsfaktor für die Beobachtung j ($w_j = 1$ im Falle ohne Gewichtung). In unserem Fall besteht die zu maximierende Log-Likelihood-Funktion nur aus den letzten beiden Termen, da die Renditen lediglich als intervallskalierte und rechtszensierte Werte auftreten.

Panelmodell

Die Angaben der Beteiligungsgesellschaften liegen aufgrund der regelmäßigen Befragung der BVK-Mitglieder in einer Panelstruktur vor. Wir können die Intervallregression daher als Panelmodell mit zufälligen gesellschaftsspezifischen Effekten schätzen.

Das Schätzmodell lautet in diesem Fall $y_{it} = x_{it}\beta + v_i + \varepsilon_{it}$ für $i = 1, \dots, n$ Individuen und $t = 1, \dots, n_i$ Zeitpunkte. Die zufälligen Effekte v_i und die Störterme ε_{it} sind mit $N(0, \sigma_v^2)$ und $N(0, \sigma_\varepsilon^2)$ unabhängig und identisch verteilt, wobei ε_{it} und v_i unabhängig voneinander sind. Die beobachteten Werte liegen intervallskaliert in der Form (y_{1it}, y_{2it}) vor, wobei $y_{1it} \rightarrow -\infty$ und $y_{2it} \rightarrow +\infty$ sein kann.

Anhang B: Schätzergebnisse sowie ergänzende Tabellen und Grafiken

Tabelle 1: Ergebnisse der Random-Effects-Interval-Schätzungen

	Spezifikation 1		Spezifikation 2		Spezifikation 3	
	Koeffizient	Standardfehler	Koeffizient	Standardfehler	Koeffizient	Standardfehler
Investitionsfokus (Referenz: Early-Stage)						
Later-Stage (LS)	-0,561	(1,376)	-0,716	(1,364)	-1,054	(1,386)
Buyout (BO)	-0,281	(1,516)	-0,577	(1,505)	-0,889	(1,496)
Gesellschaftshintergrund (Referenz: IVCG [†])						
CVCG	-2,765 *	(1,422)	-2,543 *	(1,410)	-2,591 *	(1,429)
PVCG [†]	-7,532 ***	(2,444)	-7,382 ***	(2,419)	-7,199 ***	(2,379)
Interaktionen zw. Fokus und Hintergrund						
LS/CVCG	-2,064	(2,171)	-2,069	(2,148)	-1,594	(2,146)
LS/PVCG (MBG)	-7,164 **	(3,406)	-7,165 **	(3,373)	-6,875 **	(3,325)
BO/CVCG	3,056	(3,004)	2,564	(2,974)	2,822	(2,926)
Jahre						
2002	1,222	(0,840)	1,807 **	(0,867)	-	
2003 (Referenz)						
2004	-0,598	(0,909)	-0,807	(0,909)	-0,510	(0,902)
2005	-2,376	(0,891)	-3,208 ***	(0,947)	-2,898 ***	(0,942)
2006	-1,793 ***	(0,929)	-3,043 ***	(1,052)	-2,659 **	(1,060)
2007	-1,545 *	(0,913)	-2,408 **	(0,996)	-2,127 **	(1,000)
2008	-3,597 *	(0,927)	-3,336 ***	(0,980)	-3,362 ***	(0,988)
2009	-4,605 ***	(0,896)	-4,440 ***	(0,920)	-4,060 ***	(0,928)
2010	-3,308 ***	(0,957)	-4,193 ***	(1,057)	-3,813 ***	(1,068)
2011	-4,030 ***	(0,922)	-4,602 ***	(0,977)	-4,425 ***	(0,979)
Interaktion zw. Jahre und MBG						
2002	-2,418 ***	(2,139)	-2,522	(2,145)	-	
2003 (Referenz)						
2004	-0,432	(2,189)	-0,189	(2,181)	-0,518	(2,145)
2005	2,921	(2,122)	3,583 *	(2,132)	3,555 *	(2,097)
2006	1,031	(2,240)	2,058	(2,244)	2,048	(2,209)
2007	2,300	(2,298)	2,883	(2,296)	2,829	(2,255)
2008	3,139	(2,330)	3,328	(2,332)	3,094	(2,292)
2009	3,385	(2,236)	3,650	(2,230)	3,330	(2,197)
2010	2,856	(2,176)	3,410	(2,168)	3,437	(2,132)
2011	2,423	(2,235)	2,741	(2,232)	2,935	(2,193)
Veraltetes Kapital (TEUR)						
k. A. zu verwaltetem Kapital	0,015 ***	(0,004)	0,018 ***	(0,004)	0,019 ***	(0,005)
Freies Kapital ^{††} je Fondsmanager (TEUR)	-		-0,059 ***	(0,023)	-0,048 **	(0,024)
k. A. zu freiem Kapital je Fondsmanager	-		5,163 **	(2,324)	3,669	(2,504)
Bewertung der Marktfaktoren						
Einstiegspreise ^{†††}	-		-		0,335	(0,362)
Exitmöglichkeiten	-		0,586 *	(0,327)	1,033 ***	(0,349)
Aktienmärkte	-		0,103	(0,344)	0,026	(0,365)
Nachfrage	-		0,142	(0,303)	0,229	(0,325)
Konjunktur	-		0,434	(0,351)	0,107	(0,378)
Konstante	23,165 ***	(1,053)	19,989 ***	(1,768)	18,109 ***	(2,239)
Standardfehler (SF) Störterm (σ_ε)						
	5,497 ***	(0,380)	5,430 ***	(0,378)	5,267 ***	(0,380)
SF Panel-Level Random Effect (σ_v)						
	4,119 ***	(0,138)	4,074 ***	(0,138)	3,954 ***	(0,127)
Anteil Panel-Level Varianz (ρ)						
	0,640	(0,037)	0,640	(0,037)	0,640	(0,038)
Anzahl Beobachtungen ^{†††}						
	735		735		650	

[†] IVCG, Independent-Venture-Capital-Gesellschaft: Unabhängige Beteiligungsgesellschaft; PVCG, Public-Venture-Capital-Gesellschaft: Öffentliche Beteiligungsgesellschaft.

^{††} Das freie Kapital errechnet sich auf Basis der jeweils aktuellen Angaben zur Höhe des verwalteten Kapitals und des Investitionsgrads.

^{†††} Die Bewertung der Einstiegspreise steht Angaben erst ab dem Jahr 2003 zur Verfügung. Die Anzahl der Beobachtungen reduziert sich für Spezifikation 3 entsprechend.

* Effekt signifikant auf dem 10 %-Niveau; ** Effekt signifikant auf dem 5 %-Niveau; *** Effekt signifikant auf dem 1 %-Niveau.

Tabelle 2: Struktur der Investitionstätigkeit in den Jahren 2005–2011 nach Gesellschaftstyp

		Unabhängige Gesellschaften		CVC-Gesellschaften		Öffentliche Gesellschaften	
		Anteile	HHI†	Anteile	HHI†	Anteile	HHI†
Early-Stage-Fokus	Phasen	Early-Stage	53,8 %		48,6 %		66,5 %
		Later-Stage	42,4 %	0,785	47,4 %	0,793	26,9 %
		Buyout	3,8 %		4,0 %		6,6 %
Later-Stage-Fokus	Phasen	Early-Stage	24,0 %		18,4 %		36,9 %
		Later-Stage	53,7 %	0,814	59,7 %	0,796	51,4 %
		Buyout	22,4 %		21,9 %		11,7 %
Buyout-Fokus	Phasen	Early-Stage	7,8 %		2,8 %		
		Later-Stage	57,8 %	0,939	64,9 %	0,945	
		Buyout	34,4 %		32,3 %		
Early-Stage-Fokus	Branchen	Energie	16,2 %		6,7 %		4,4 %
		Chemie	2,3 %		10,7 %		3,1 %
		Technik	3,3 %		23,7 %		20,4 %
		IT/ Medien	34,4 %		32,8 %		39,3 %
		Biotechnik	30,2 %	0,703	18,6 %	0,692	27,1 %
		Dienstleistungen	6,5 %		0,9 %		1,5 %
		Handel	0,9 %		1,1 %		0,1 %
		Dachfonds	1,2 %		2,8 %		0,0 %
Later-Stage-Fokus	Branchen	Energie	9,7 %		2,0 %		4,1 %
		Chemie	3,4 %		5,0 %		5,1 %
		Technik	33,4 %		26,5 %		32,3 %
		IT/ Medien	18,7 %		13,9 %		10,4 %
		Biotechnik	5,5 %	0,616	7,0 %	0,429	5,0 %
		Dienstleistungen	10,5 %		9,6 %		16,8 %
		Handel	6,8 %		11,7 %		15,3 %
		Dachfonds	0,6 %		5,5 %		0,1 %
Buyout-Fokus	Branchen	Energie	5,6 %		0,6 %		
		Chemie	4,9 %		7,0 %		
		Technik	22,1 %		47,0 %		
		IT/ Medien	10,6 %		8,7 %		
		Biotechnik	6,4 %	0,560	5,1 %	0,573	
		Dienstleistungen	19,8 %		0,0 %		
		Handel	7,8 %		16,5 %		
		Dachfonds	0,5 %		0,2 %		
Early-Stage-Fokus	Finanzierungsinstrumente	Eigenkapital	81,8 %		63,6 %		38,5 %
		Eigenkapitalnahe Finanzmittel	6,6 %	0,827	23,9 %	0,817	38,5 %
		Fremdkapitalnahe Finanzmittel	11,1 %		12,3 %		23,0 %
		Sonstige Finanzmittel	0,5 %		0,2 %		0,0 %
Later-Stage-Fokus	Finanzierungsinstrumente	Eigenkapitalnahe Finanzmittel	56,7 %		34,4 %		9,2 %
		Fremdkapitalnahe Finanzmittel	20,4 %	0,727	50,7 %	0,735	87,0 %
		Sonstige Finanzmittel	19,5 %		13,1 %		3,8 %
		Sonstige Finanzmittel	3,4 %		1,9 %		0,0 %
Buyout-Fokus	Finanzierungsinstrumente	Eigenkapital	64,1 %		48,2 %		
		Eigenkapitalnahe Finanzmittel	5,8 %	0,744	18,1 %	0,687	
		Fremdkapitalnahe Finanzmittel	27,5 %		29,7 %		
		Sonstige Finanzmittel	2,6 %		4,0 %		

† Im Rahmen der Erhebung des German Private Equity Barometers geben die Beteiligungsgesellschaften an, welcher Anteil ihrer Investitionen eines Jahres auf verschiedene Phasen und Branchen entfällt und welche Finanzierungsinstrumente sie einsetzen. Auf Basis dieser Angaben wurden für jeden Gesellschaftstyp Herfindahl-Hirschman-Indexe (HHI: Die Summe der quadrierten Anteile) als Konzentrationsmaß berechnet.

Lesehilfe: Im Durchschnitt der Jahre 2005 bis 2011 investierten öffentliche Beteiligungsgesellschaften mit Later-Stage-Fokus (MBGen) 10,4 % ihres ausgereichteten Kapitals in Unternehmen mit IT- oder Medienbezug. Der mittlere HHI der Investitionstätigkeit nach Branchen ist mit 0,314 gering. Die einzelnen MBGen sind nach Branchen also relativ stark diversifiziert. Die MBGen reichten dabei ihr investiertes Kapital zu 87 % als eigenkapitalnahe Finanzmittel aus. Der mittlere HHI nach Finanzierungsinstrumenten ist mit 0,95 sehr hoch, d. h., die einzelnen MBGen konzentrieren sich stark auf jeweils eine bestimmte Finanzierungsform.

Quelle: German Private Equity Barometer.

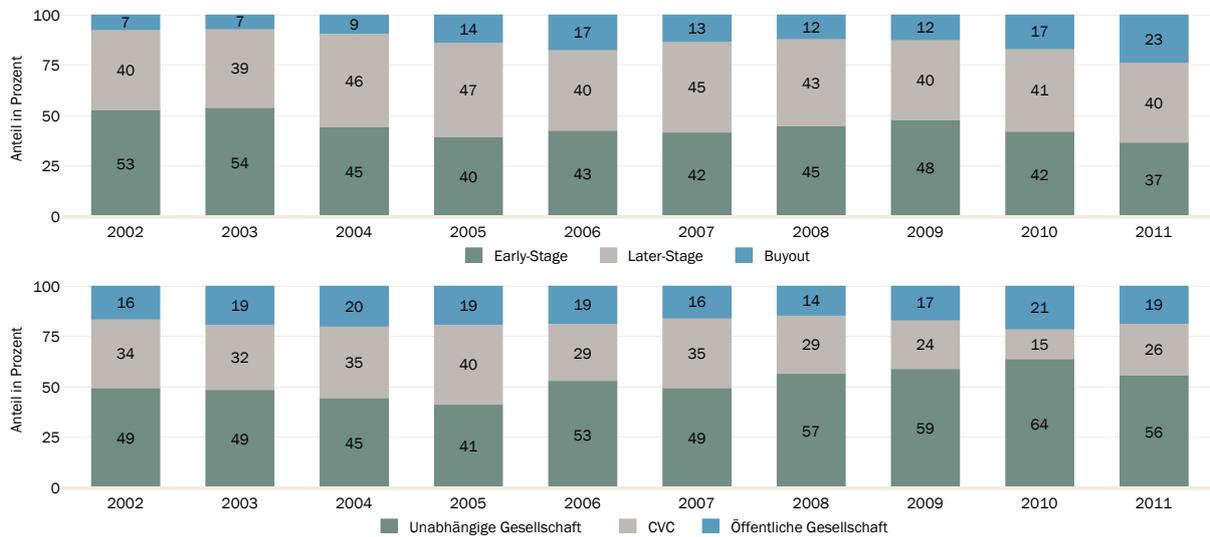
Tabelle 3: Korrelationen zwischen den Marktfaktoren auf dem Beteiligungskapitalmarkt

	Freies Kapital	Nachfrage-situation	Einstiegs-preise	Exit-möglichkeiten	Konjunktur	Aktien-märkte
Freies Kapital	1,00					
Nachfragesituation	0,56 ***	1,00				
Einstiegspreise	0,09	-0,10	1,00			
Exitmöglichkeiten	0,18	0,44 ***	-0,89 ***	1,00		
Konjunktur	0,30 *	0,50 ***	-0,71 ***	0,87 ***	1,00	
Aktienmärkte	-0,16	0,17	-0,34 **	0,49 ***	0,67 ***	1,00
Abschreibungsbedarf	0,53 ***	0,76 ***	-0,66 ***	0,77 ***	0,79 ***	0,35 **

Lesehilfe: Die Korrelation zwischen den Einschätzungen der Einstiegspreise und den Exitmöglichkeiten beträgt im Beobachtungszeitraum (Q1/2002–Q2/2012) -0,89.

* Korrelation signifikant auf dem 10 %-Niveau; ** Korrelation signifikant auf dem 5 %-Niveau; *** Korrelation signifikant auf dem 1 %-Niveau.

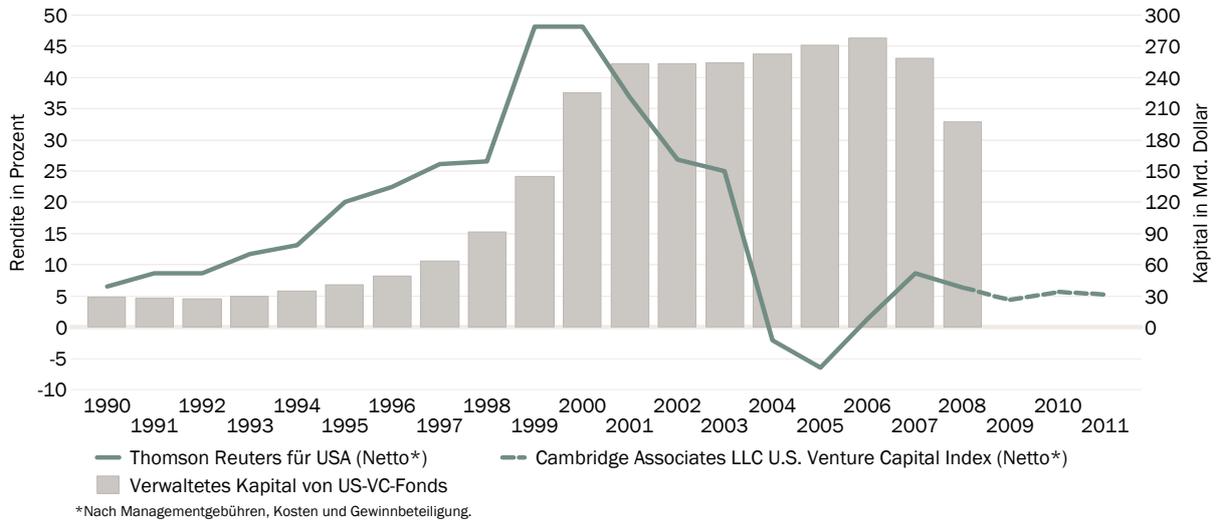
Quelle: German Private Equity Barometer.



In der Grafik ist wiedergegeben, wie sich die Struktur der im Rahmen der Erhebung zum German Private Equity Barometer in den Jahren 2003–2012 antwortenden Beteiligungsgesellschaften nach Investitionsfokus und Gesellschaftshintergrund im Zeitverlauf entwickelt.

Quelle: German Private Equity Barometer.

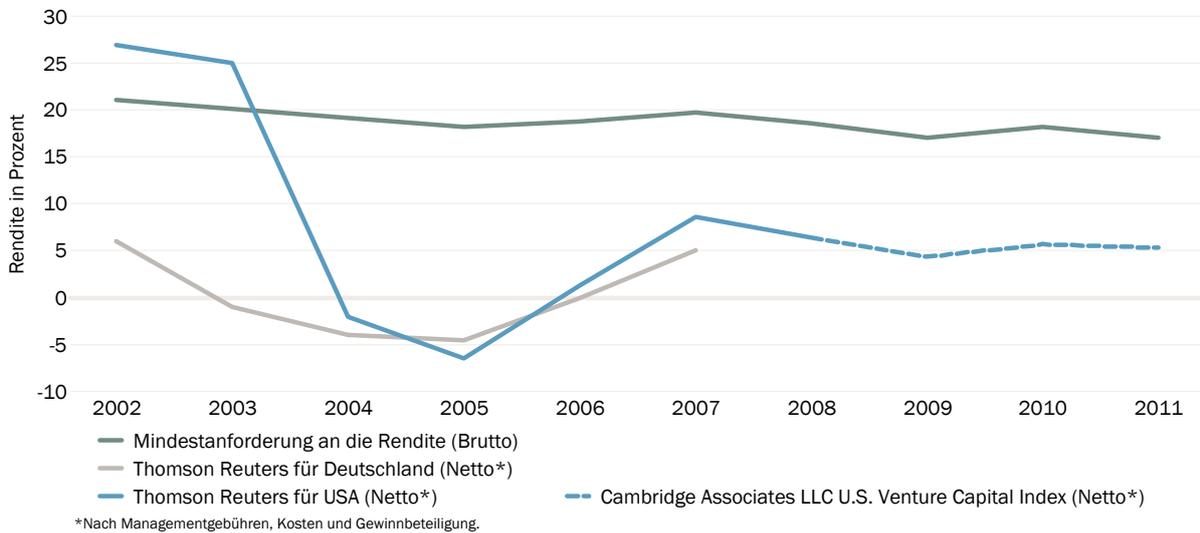
Grafik 7: Struktur der antwortenden Gesellschaften nach Investitionsfokus und Gesellschaftshintergrund



Lesehilfe: Die rollierende 5-Jahres-IRR von VC-Fonds in den USA ist im Zeitraum 1990 bis 2000 von 6,5 auf 48,2 % gestiegen. Im gleichen Zeitraum nahm das verwaltete Kapital von VC-Fonds von 29,2 Mrd. auf 225,2 Mrd. Dollar zu.

Quelle: NVCA (2009a, 2009b, 2009c, 2010, 2011), Darstellung in Anlehnung an Kedrosky (2009).

Grafik 8: Entwicklung der laufenden Rendite sowie des verwalteten Kapitals US-amerikanischer VC-Fonds



Lesehilfe: Die rollierende 5-Jahres-IRR (5IRR) von PE-Fonds in den USA beträgt für das Jahr 2011 5,3 %.

Quelle: NVCA (2009a, 2009b, 2009c, 2010, 2011) und BVK (2008).

Grafik 9: Rollierende 5-Jahres-IRR von PE-Fonds