

KfW-Research.



WirtschaftsObserver online.

Einflussfaktoren für das Geschäftsklima  
im deutschen Beteiligungsmarkt.  
Nr. 2, August 2005.

## Einflussfaktoren für das Geschäftsklima im deutschen Beteiligungskapitalmarkt.

*Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt hat nach zwei Jahren der Marktberreinigung wieder begonnen lebhaft zu wachsen und ist wieder verstärkt ins Blickfeld der wirtschaftspolitischen Debatte gerückt. KfW und BVK haben mit dem **German Private Equity Barometer (GPEB)** erstmalig einen Geschäftsklimaindikator für den deutschen Markt für außerbörsliches Beteiligungskapital entwickelt. Die nachstehende Studie zur Bedeutung der im GPEB erfragten Einflussfaktoren für das Geschäftsklima kommt zu dem Ergebnis, dass es mit dem Fund Raising, der Qualität der eingehenden Investment Proposals und der Innovationstätigkeit der Unternehmen einige wenige Bestimmungsfaktoren sind, die für das Geschäftsklima des deutschen Private Equity Marktes relevant sind.*

### **Volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity.**

Entwickelten Finanzmärkten für Eigenkapital kommt eine entscheidende Rolle für Wohlstand, Wachstum und Beschäftigung einer Volkswirtschaft zu. Insbesondere für die Regenerationsfähigkeit und Dynamik einer Volkswirtschaft sind es nicht nur organisierte Eigenkapitalmärkte, sondern auch jene, auf denen sich aufgrund der Besonderheiten der zu finanzierenden Unternehmen kaum standardisierte Handelsformen etablieren können. Diese Eigenkapitalmärkte werden mit dem Begriff des außerbörslichen Beteiligungskapitals (Private Equity) umschrieben und umfassen vor allem die Wagniskapitalfinanzierung (Venture Capital) junger Unternehmen.

Dem Interesse in Wirtschaft und Politik am Beteiligungsmarkt und dem Bedürfnis nach Informationen stehen bisher nur wenige Datenquellen gegenüber. Gerade in dem durch informelle Strukturen geprägten Markt für Private Equity spielen jedoch stärker als anderswo qualitative Aspekte eine Rolle, die in ihrer Gesamtheit als „Geschäftsklima“ einen wesentlichen Teil der Marktverfassung widerspiegeln und einen wichtigen Teil des Marktgeschehens abbilden.

Diese von zahlreichen Marktteilnehmern wahrgenommene Lücke veranlasste die KfW, in Zusammenarbeit mit dem Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) einen Geschäftsklimaindikator, das **German Private Equity Barometer (GPEB)**, für den deutschen Beteiligungsmarkt zu entwickeln.

Um auf Basis der seit 2003 quartalsweise veröffentlichten Ergebnisse des GPEB die einzelnen Einflussfaktoren für das Geschäftsklima hinsichtlich ihrer Bedeutung zu quantifizieren, hat die KfW die Relevanz der Einflussfaktoren untersucht.<sup>1</sup>

**Die Bestimmungsfaktoren der Geschäftsbeurteilung: Empirischer Befund.**

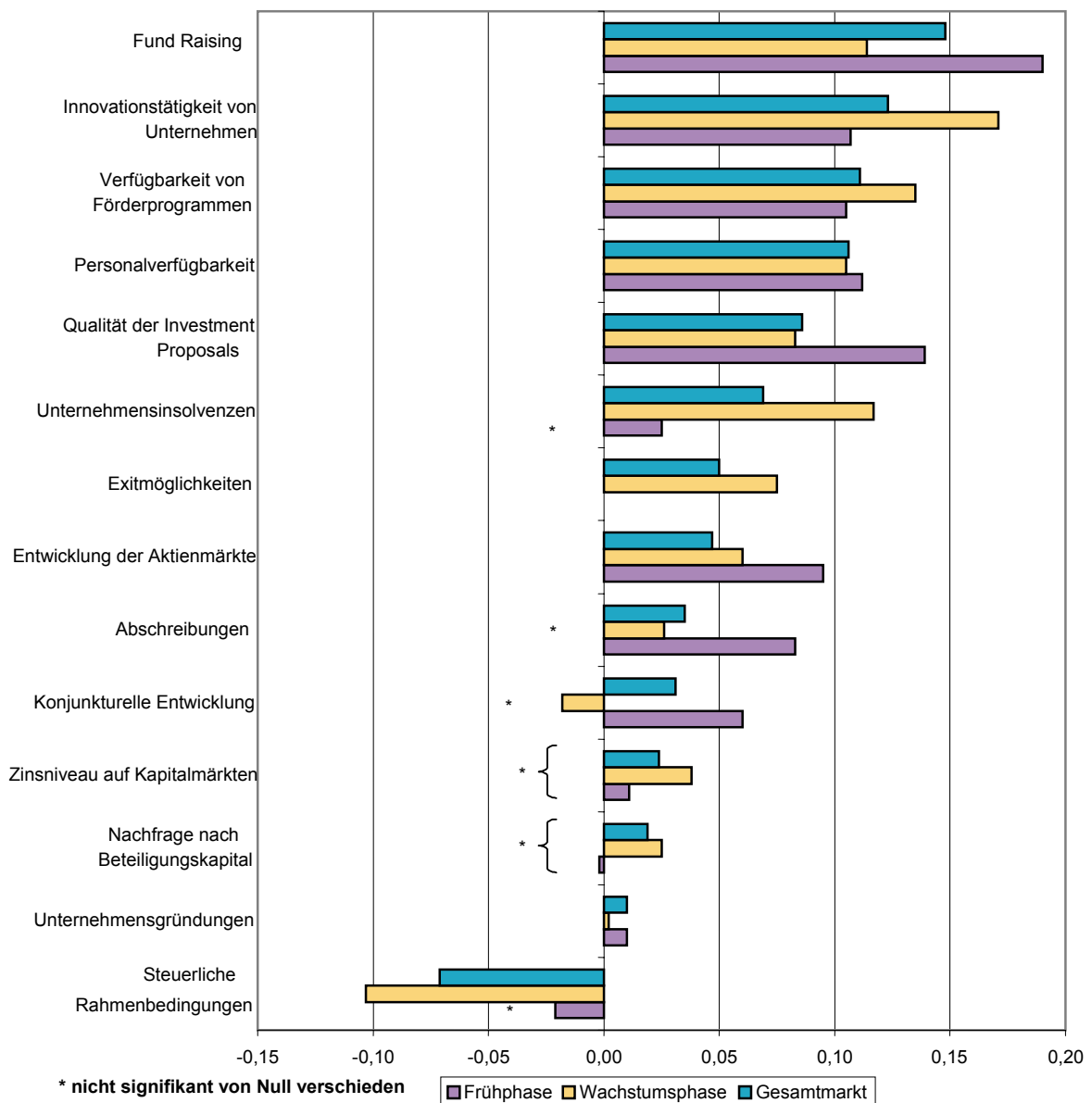
In der öffentlichen Diskussion wird eine Fülle von Einflussfaktoren auf die Geschäftslage der Beteiligungskapitalindustrie angeführt. Aus diesem Grund erhebt die KfW im Rahmen des German Private Equity Barometers zu einem breiten Set an ausgewählten Einflussfaktoren der Mikro- und Makroebene Stimmungsdaten (siehe Grafik 1 für die 14 berücksichtigten Einflussfaktoren).

Im folgenden werden die treibenden Einflussfaktoren für das Geschäftsklima des deutschen Beteiligungskapitalmarktes der Jahre 2003 und 2004 präsentiert. Wirkungsrichtung und Stärke der Einflussfaktoren wurden mit einer Regressionsanalyse geschätzt. Dabei ist zu beachten, dass es sich bei der Beurteilung der Einflussfaktoren aufgrund der verwendeten Methode der Befragung um subjektive Einschätzungen der antwortenden Gesellschaften handelt. Die damit einhergehenden Abweichungen von der „objektiven“ Situation sind jedoch im Sinne einer Erfassung des „Market Sentiments“ durchaus gewollt.

Die empirische Evidenz zeigt, dass das von der öffentlichen Diskussion vermittelte Bild einer Vielzahl von Einflussfaktoren auf die Geschäftslage in der Beteiligungskapitalindustrie, zumindest hinsichtlich deren wahrgenommener Geschäftslage, revidiert werden muss. Es sind vielmehr lediglich einige wenige Faktoren, die für die Beurteilung der Geschäftslage relevant sind. Diese stimmen nur teilweise mit den von der öffentlichen Diskussion als bedeutsam erachteten Einflussfaktoren überein. Dafür gibt es andere Faktoren, welche die wirtschaftspolitische Debatte weniger stark prägen, die sich in der KfW-Untersuchung jedoch als einflussreich erwiesen. Einen Überblick über die Stärke der einzelnen Einflussfaktoren vermittelt Grafik 1.

---

<sup>1</sup> Vgl. Zimmermann/Karle (2005): Das Geschäftsklima im Deutschen Beteiligungsmarkt. Entwicklung und Einflussfaktoren.

**Grafik 1: Stärke der Einflussfaktoren für die Geschäftslage**

Es lassen sich fünf dominante Bestimmungsfaktoren für das Geschäftsklima der Private Equity Industrie hervorheben.<sup>2</sup> Die Bedeutung dieser Haupteinflussfaktoren unterscheidet sich für die Segmente Early und Later Stage nur geringfügig. Die meisten anderen potentiellen Einflussfaktoren sind überraschenderweise von geringer Relevanz.

### Die zentralen Einflussfaktoren auf die Geschäftslage.

Der wichtigste Einflussfaktor auf die Geschäftslage im Gesamtmarkt ist das **Fund Raising**. Die herausragende Stellung dieses Einflussfaktors wird vor allem durch seine große Bedeutung im Frühphasenbereich getrieben, aber auch im Later Stage Bereich kommt der Investitionsbereit-

<sup>2</sup> Die Balkenlänge gibt die für die Einflussfaktoren ermittelten Regressionskoeffizienten wieder und gibt somit an, welches Gewicht ein Einflussfaktor für die Beurteilung der aktuellen Geschäftslage hat. Ein Wert von beispielsweise 0,148 für die Stärke des Faktors

schaft der Anleger eine sehr wichtige Rolle zu. Die große Bedeutung des Fund Raisings für die Geschäftslage ist wenig überraschend, da die Investitionstätigkeit der Venture Capital Gesellschaften bisher stark mit den Mittelzuflüssen in die Asset-Klasse Private Equity korreliert war. Das unterschiedliche Ausmaß der Bedeutung der Mittelverfügbarkeit ist mit der stärkeren Schwankungsanfälligkeit der Mittelzuflüsse im Frühphasensegment zu erklären.

Auch von der **Innovationstätigkeit** der Unternehmen geht ein starker positiver Einfluss auf die Beurteilung der Geschäftslage aus. Dies ist darauf zurückzuführen, dass innovative Unternehmen mit ihrem großen Wachstumspotential attraktive Investitionsobjekte darstellen, da ein hohes Wachstumspotential attraktive Renditen bei der Veräußerung der Beteiligung impliziert.

Im noch jungen deutschen Beteiligungskapitalmarkt tritt die **Verfügbarkeit von Förderprogrammen** in ihrer Bedeutung nur marginal hinter die Innovationstätigkeit zurück und ist somit drittwichtigster Einflussfaktor für das Geschäftsklima der Private Equity Branche. Nicht zuletzt die starke Marktberreinigung im deutschen Beteiligungskapitalmarkt nach dem Platzen der IT-Blase hat die Investoren vorsichtiger werden lassen und ihren Bedarf nach Unterstützung durch staatliche Mittel erhöht.

Mit ebenfalls nur geringem Abstand folgt die **Personalverfügbarkeit von Beteiligungsmanagern** als viertwichtigster Einflussfaktor auf das Geschäftsklima. Die Bedeutung dieses speziellen Arbeitsmarktaspektes erklärt sich damit, dass der deutsche Private Equity Markt vergleichsweise jung ist und sich somit erst ein kleines Reservoir an erfahrenen Investment-Professionals herausgebildet hat.

Da der Erfolg einer Kapitalbeteiligungsgesellschaft entscheidend von der Attraktivität ihrer Finanzierungsprojekte abhängt, erstaunt es wenig, dass die **Qualität der eingehenden Investment Proposals** die Geschäftslage der Private Equity Industrie deutlich positiv beeinflusst. Es ist auf den ersten Blick eher verwunderlich, dass dieser Einflussfaktor für das Geschäftsklima des Gesamtmarktes nur der fünftwichtigste ist. Dies relativiert sich jedoch, wenn man berücksichtigt, dass die Qualität der eingehenden Business Pläne im Frühphasensegment der zweitwichtigste ist und die Unterschiede der ermittelten Regressionskoeffizienten für die fünf Haupteinflussfaktoren nur gering sind.

Mit dem gesamtwirtschaftlichen Insolvenzgeschehen, den Abschreibungen und der Entwicklung der Aktienmärkte existieren drei segmentspezifische Einflussfaktoren von Bedeutung. Die Entwicklung der **Unternehmensinsolvenzen** spielt für das Spätphasensegment als drittwichtigster Einflussfaktor auf das Geschäftsklima eine erhebliche Rolle. Die unterschiedliche Bedeutung

der Unternehmensinsolvenzen für das Geschäftsklima in den beiden Finanzierungsphasen erklärt sich damit, dass Insolvenzen in der Frühphasenfinanzierung nichts Ungewöhnliches darstellen, während Spätphasenfinanzierer davon ausgehen, dass ein wesentlich geringerer Teil ihres Portfolios ausfällt.

Im Frühphasensegment kommt der **Entwicklung der Aktienmärkte** und den **Abschreibungen** noch eine gewisse – jedoch geringe – Bedeutung als Einflussfaktoren für das Geschäftsklima zu. Dieser Befund ist überraschend, da verstopfte Exitwege und hohe Ausfallquoten in der öffentlichen Diskussion oftmals als Erklärung für Entwicklungshemmnisse für Private Equity in Deutschland angeführt werden. Eine Erklärung für die geringe Bedeutung der Abschreibungen und Aktienmärkte ist, dass nach der Marktberreinigung der Jahrtausendwende Börsengänge für Beteiligungsgeber in ihrer Wichtigkeit für eine erfolgreiche Geschäftstätigkeit hinter die Faktoren der Inputseite wie Fund Raising und Investment Proposals zurückgetreten sind. Dies deutet auf eine Konsolidierung des deutschen Private Equity Marktes hin.

#### **Fazit.**

Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt hat nach zwei Jahren der Marktberreinigung wieder begonnen lebhaft zu wachsen und ist aufgrund der großen volkswirtschaftlichen Bedeutung von Private Equity erneut verstärkt ins Blickfeld der wirtschaftspolitischen Debatte gerückt. Die KfW hat, gemeinsam mit dem BVK, mit dem **German Private Equity Barometer (GPEB)** erstmalig einen repräsentativen Geschäftsklimaindikator für den deutschen Markt für außerbörsliches Beteiligungskapital entwickelt. Eine empirische Untersuchung der Bedeutung der im GPEB erfragten Einflussfaktoren für das Geschäftsklima ergab, dass es nicht, wie von der öffentlichen Diskussion angenommen, eine Vielzahl von Einflussfaktoren, sondern einige wenige Bestimmungsfaktoren sind, die für das Geschäftsklima des deutschen Private Equity Marktes relevant sind. Im Untersuchungszeitraum 2003-2004 handelte es sich dabei vor allem um das Fund Raising, die Qualität der eingehenden Investment Proposals und die Innovationstätigkeit der Unternehmen. Gesamtwirtschaftliche Einflussfaktoren wie das Kapitalmarktzinsniveau oder die konjunkturelle Situation weisen dagegen nur eine geringe Relevanz auf.

Ansprechpartner: Nick Ehrhart (069) 7431-4041