

KfW-Research.



WirtschaftsObserver online.

Beteiligungsfinanzierung nach der Marktkonsolidierung.
Anhaltende Defizite in der Frühphase.
Nr. 13, Juli 2006.

Beteiligungsfinanzierung nach der Marktkonsolidierung Anhaltende Defizite in der Frühphase

In modernen, innovationsgetriebenen Wissens- und Technologiegesellschaften kommt außerbörselichem Beteiligungskapital eine wichtige Rolle sowohl für die Finanzierung von High-Tech-Gründungen als auch von etablierten innovativen Unternehmen zu. Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt hat in den letzten Jahren eine turbulente Entwicklung durchlaufen. Um den aktuellen Stand hinsichtlich der Anbieterstrukturen, Finanzierungsmuster, Marktlücken und Förderbedarf in Deutschland aufzuzeigen, wurden im Herbst 2005 die 177 BVK-Mitglieder befragt. Ein zentrales Ergebnis der Studie ist, dass sich die in Deutschland aktiven Beteiligungsgesellschaften im Zuge Verschiebung der Marktaktivität hin zur Spätphase verstärkt auf Teilmärkte spezialisiert haben. In Folge dessen kann eine Segmentierung des Beteiligungsmarktes beobachtet werden, die mit einem deutlich gestiegenen Professionalisierungsgrad vieler Marktakteure einhergeht.

Nachdem Private Equity im deutschen Finanzsystem lange Zeit kaum eine Rolle gespielt hat, entstand in der zweiten Hälfte der 90er-Jahre erstmals ein Markt für außerbörseliches Beteiligungskapital. Wie auch in anderen Ländern entwickelte sich der deutsche Beteiligungskapitalmarkt bis zur Jahrtausendwende sehr dynamisch, um dann im Nachfeld des Platzens der New-Economy-Blase stark einzubrechen. Seit 2004 ist eine Wiederbelebung des Marktes zu erkennen, wenngleich die Investitionstätigkeit noch immer deutlich hinter den Werten der Boomjahre 2000 und 2001 zurückbleibt. Der deutsche Beteiligungsmarkt hat die Konsolidierungsphase jedoch durchschritten und die Stimmung im Markt ist wieder nachhaltig positiv. So erreichte der Geschäftsklimaindikator German Private Equity Barometer, im ersten Quartal 2006 zum zweiten Mal hintereinander einen neuen historischen Höchstwert.

Im Zuge einer so volatilen Marktentwicklung durchlaufen auch die Marktstrukturen schnelle Veränderungen. Um aufzuzeigen, inwiefern sich Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf in der Marktkonsolidierungsphase seit 2001 verschoben haben, hat die KfW gemeinsam mit dem KfW-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurial Finance an der TU München eine umfassende Analyse des deutschen Beteiligungskapitalmarktes durchgeführt. Zu diesem Zweck wurden im Herbst 2005 die 177 Beteiligungsgesellschaften befragt, die Mitglied im Branchenverband BVK sind. Vor allem dank großer Unterstützung durch den BVK konnte eine Rücklaufquote von 47 % erzielt werden.

Ziel dieser, an eine Vorgängerstudie¹ aus dem Jahr 2003 anknüpfenden Befragung ist es, einen aktuellen Überblick über den deutschen Beteiligungskapitalmarkt zu geben und darzustellen, inwieweit sich dieser von 2002 bis 2004 im Vergleich zu den Jahren 1999 bis 2001 entwickelt hat. Die Hauptergebnisse der Befragung werden im Folgenden dargestellt.²

Anbieterstrukturen: Verschiebung der Marktaktivität zur Spätphase bei weiterhin kleinen Fondsgrößen und deutlich verändertem Refinanzierungsumfeld.

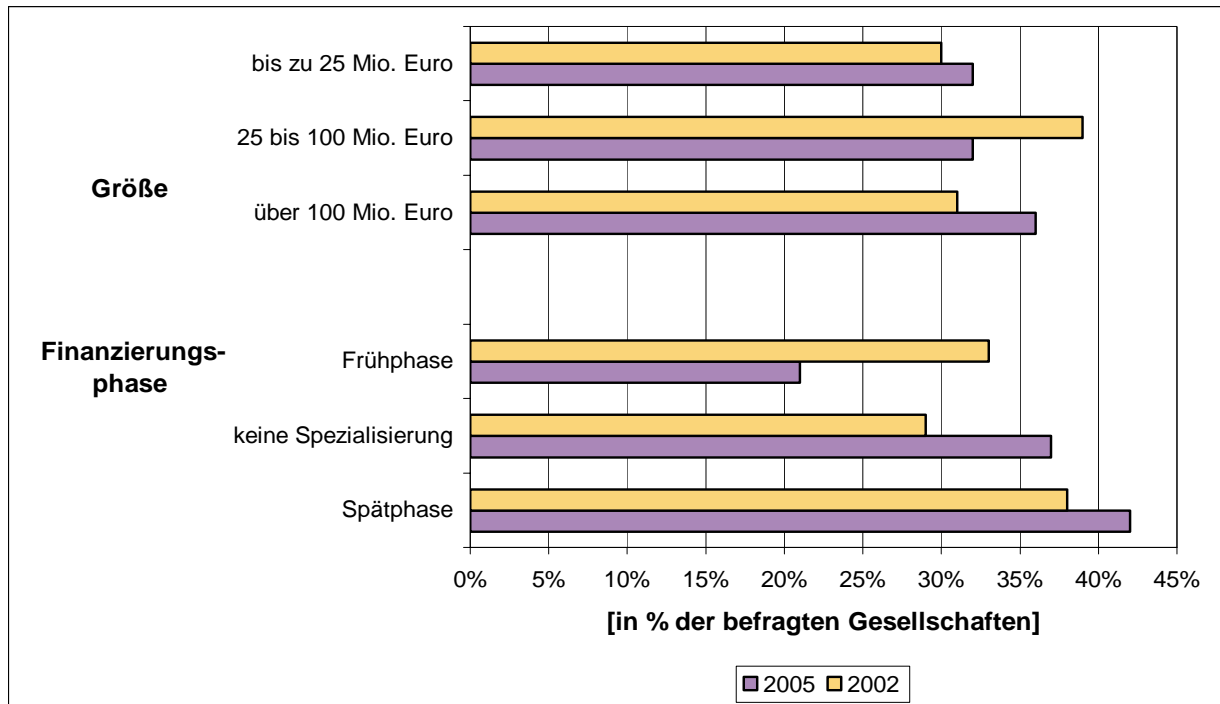
Das Platzen der New-Economy-Blase hat zu einer kräftigen Verschiebung der Marktaktivität im deutschen Beteiligungsmarkt weg von der Früh- und hin zur Spätphase geführt. Diese Verlagerung der Marktaktivität schlägt sich deutlich in der Ausrichtung der Investmenttätigkeit der Gesellschaften nieder. Die Beteiligungsgesellschaften haben sich tendenziell aus der Frühphase zurückgezogen. So ist beispielsweise der Anteil der auf die Frühphase spezialisierten Beteiligungsgesellschaften³ zwischen 2002 und 2005 von 33 % auf 21 % zurückgegangen. Innerhalb der Spätphase hat zudem eine Verschiebung zu größeren Deals stattgefunden. Dieser Trend hin zu größeren Spätphasendeals spiegelt sich auch in vergleichsweise hohen Anforderungen der Spätphasengesellschaften hinsichtlich der Mindestgröße der Zielunternehmen wider. So investiert heute über die Hälfte der Spätphasenspezialisten im Markt nur in Portfoliounternehmen, die zumindest einen Jahresumsatz von 1,5 Mio. EUR aufweisen.

¹ Vgl. V. Zimmermann und J. Fischer (2003): Beteiligungskapital in Deutschland: Anbieterstrukturen, Verhaltensmuster, Marktlücken und Förderbedarf. Forschreitende Professionalisierungstendenzen in einem noch jungen Markt sowie J. Schumacher und V. Zimmermann (2004): Auf unterschiedlichen Wegen zum gleichen Ziel? Beteiligungskapital in Deutschland und Großbritannien: Marktstrukturen im Vergleich.

² Die Langversion der Studie ist verfügbar unter:

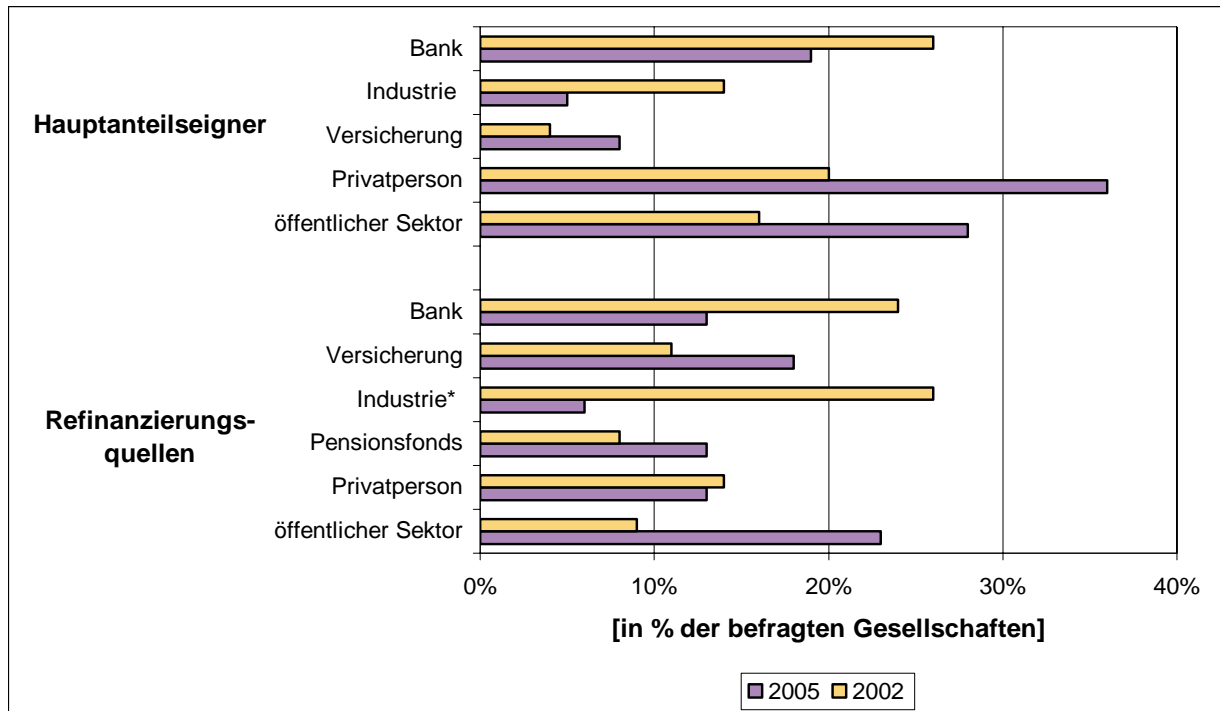
http://www.kfw.de/DE_Home/Research/Veranstaltungen/beteiligungsfinanzierung_nach_der_marktkonsolidierung.pdf

³ Eine Beteiligungsgesellschaft wird in der Studie als Frühphasenspezialist eingestuft, wenn sie mindestens 70 % ihrer Investments in der Frühphase tätigt. Analoges gilt für die Definition der Spätphasenspezialisten.

Grafik 1: Größe und Finanzierungsphasenschwerpunkt der Beteiligungsgesellschaften

Die Verschiebung der Marktaktivität hin zur Spätphase und zu größeren Einzeldeals geht jedoch überraschenderweise nur bedingt mit einem Anstieg der durchschnittlichen Fondsvolumina einher. Zwar ist der Anteil großer Fonds von über 100 Mio. Euro Fondsvolumen gegenüber der Befragung vor drei Jahren leicht gestiegen. Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt weist allerdings nach wie vor viele Fonds mit Volumina von unter 25 Mio. Euro auf. Bei diesen Kleinstfonds ist zu befürchten, dass sie möglicherweise ineffizient klein sind, da sie nur eine geringe Diversifizierung zulassen und eine Durchfinanzierung der Portfoliounternehmen in Anschlussfinanzierungsrunden oftmals nicht möglich ist. Insbesondere kleine Frühphasengesellschaften sind deshalb verstärkt bestrebt, einen höheren Diversifizierungsgrad durch Syndizierung mit anderen Beteiligungsgesellschaften zu erreichen.

Hinsichtlich der Eigentümerstruktur und der Refinanzierungsquellen von Beteiligungsgesellschaften war der deutsche Beteiligungskapitalmarkt lange Zeit durch eine starke Präsenz der Banken geprägt. Obgleich Banken noch immer eine bedeutende Rolle im deutschen Beteiligungsmarkt spielen, hat sich diese in den letzten Jahren gewandelt. So treten Banken heute deutlich seltener als Hauptanteilseigner und Kapitalgeber von Beteiligungsgesellschaften auf als noch zum Zeitpunkt der Vorgängerstudie (2002). Insbesondere als Hauptanteilseigner und Refinanzierungsquelle unabhängiger Beteiligungsgesellschaften sind Banken nahezu bedeutungslos geworden, da sie ihr (reduziertes) Beteiligungsgeschäft heute verstärkt über eigene Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften durchführen.

Grafik 2: Hauptanteilseigner und Refinanzierungsquellen der Beteiligungsgesellschaften

* Industrie zuzüglich konzerninterner Finanzierung

Der Bedeutungsverlust der Banken und gleichzeitig ein leichter Bedeutungszuwachs der in den USA und Großbritannien für das Fundraising so wichtigen Pensionsfonds als Refinanzierungsquelle kann als Annäherung an angelsächsische Beteiligungsmarktstrukturen gedeutet werden. Da neben dem Rückzug der Banken jedoch auch die Industrie ihr Engagement in der Beteiligungsfinanzierung zurückgefahren hat, haben die Beteiligungsgesellschaften verstärkt auf den öffentlichen Sektor als Kapitalgeber zurückgegriffen.

Finanzierungsmuster: Spezialisierungsstrategien der Beteiligungsgesellschaften bewirken eine verstärkte Segmentierung des Beteiligungskapitalmarkts.

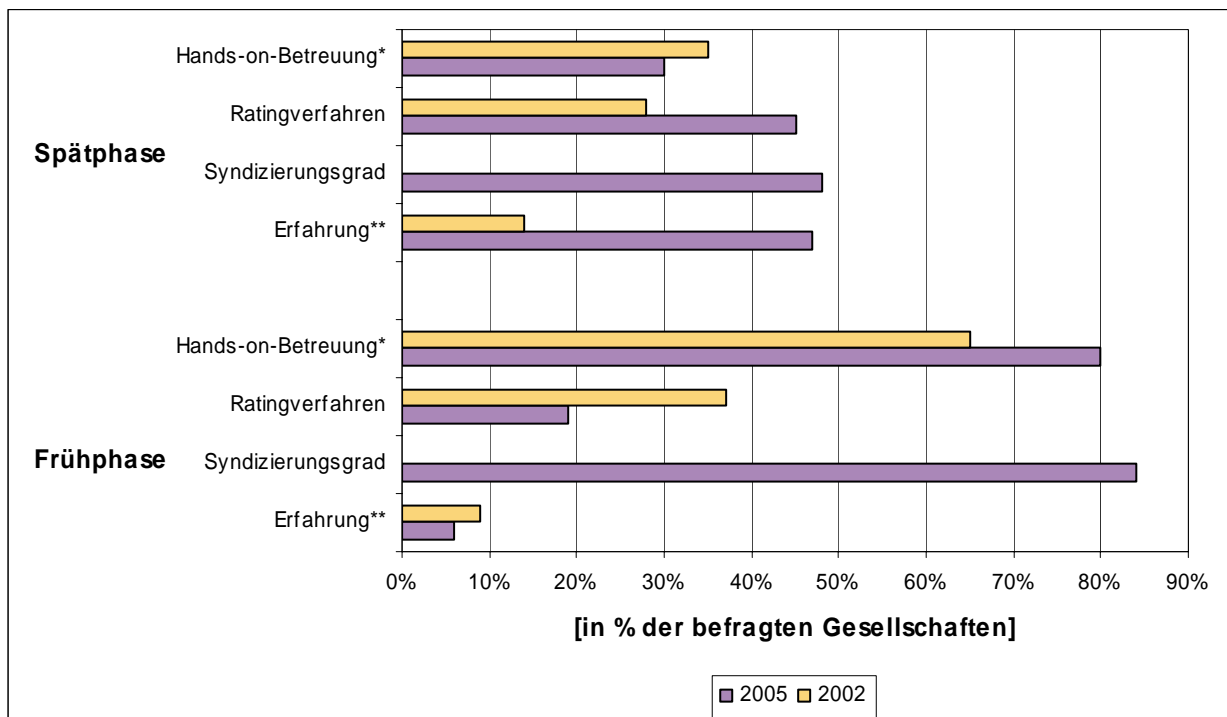
Viele der im deutschen Beteiligungsmarkt aktiven Beteiligungsgesellschaften verfolgen eine Strategie der Spezialisierung. Abgesehen von einigen großen „Generalisten“ sind die meisten Anbieter bestrebt, sich durch Konzentration auf einzelne Marktsegmente und die Implementierung spezifischer Geschäftsmodelle auf Teilmärkte oder gar Marktnischen zu spezialisieren.

Durch den Einsatz der für „ihren“ Teilmarkt besonders geeigneten Dealselektionskriterien, Finanzierungsinstrumente, Betreuungsintensität und Exitkanäle versuchen die unterschiedlichen Typen von Beteiligungsgesellschaften Spezialisierungsvorteile zu realisieren. So setzen beispielsweise Frühphasenspezialisten bei der Dealselektion in stärkerem Maße als Spätphasengesellschaften zukunftsorientierte Kriterien ein und betreuen ihre Portfoliounternehmen deutlich häufiger aktiv (Hands-on-Management). Spätphasenspezialisten wiederum greifen bei der Betreuung und dem Monitoring ihrer Portfoliounternehmen weitaus stärker auf standardisierte Ratinginstrumente zurück. Aber auch hinsichtlich des Einsatzes unterschiedlicher Finanze-

rungsinstrumente, dem Ausmaß der Syndizierung oder der Wahl der Exitkanäle zeigen sich je nach Art, Größe und Finanzierungsphasenschwerpunkt sehr große Unterschiede zwischen den Beteiligungsgesellschaften.

Die im Vergleich zur Befragung vor drei Jahren leicht zurückgegangene Dynamik bei der Tendenz zur Spezialisierung deutet allerdings darauf hin, dass viele Beteiligungsgesellschaften inzwischen „ihre“ Zielgruppen und Marktnischen gefunden haben und die Strategiewechsel heute eher inkrementeller Natur sind. Trotz dieser Spezialisierungstendenzen bei den Beteiligungsgesellschaften, welche sich auch als „Industrialisierung“ der Private-Equity-Branche beschreiben lassen, weist die Branche jedoch nach wie vor stark informelle Züge auf. So werden Netzwerke und Reputation einer Beteiligungsgesellschaft nach wie vor als wichtigste Einflussfaktoren für den Erfolg bei der Dealakquisition genannt. Als Folge der beschriebenen Tendenzen zeichnet sich am Markt eine Segmentierung zwischen tendenziell etablierten, größeren, erfahrenen und eher in der Spätphase aktiven Beteiligungsgesellschaften auf der einen Seite und tendenziell kleineren, in der Regel auch jüngeren Beteiligungsgebern aus dem Frühphasensegment auf der anderen Seite ab.

Grafik 3: Finanzierungsmuster im deutschen Beteiligungsmarkt



* Anteil der Gesellschaften, die ihre Portfoliounternehmen mehrheitlich Hands-on betreuen.

** Anteil der Gesellschaften, die seit mindestens 10 Jahren in Deutschland aktiv sind.

Die etablierten Anbieter sehen sich dank einer in der Vergangenheit erworbenen Reputation und einer graduell aufgebauten guten Integration in die Netzwerkstrukturen der Beteiligungsbranche oftmals einem hohen Dealfow gegenüber. Die zuletzt genannte weniger etablierte Anbietergruppe ist dagegen eher in Nischensegmenten mit einem geringeren Dealfow aktiv. Der von den etablierten Marktteilnehmern bediente Teilmarkt ist durch höhere Renditechancen aber

auch eine deutlich höhere Wettbewerbsintensität charakterisiert als der von den jüngeren, weniger etablierten Marktteilnehmern. Eine weitere Aufteilung des Marktes deutet sich zwischen rendite- und förderorientierten Beteiligungsgebern an. So sind insbesondere die förderorientierten Beteiligungsgeber bereit, auch kleinteilige Investments zu tätigen, während renditeorientierte Gesellschaften häufiger Mindestanforderungen an die Deal- oder Unternehmensgröße haben. Entsprechend ihrem Förderverständnis liegen die erwarteten Renditen bei den förderorientierten Gesellschaften in der Regel deutlich niedriger als bei den privaten Gesellschaften.

Neben den Marktsegmentierungstendenzen zeigt sich, dass der Markt für Beteiligungskapital in Deutschland insgesamt reifer geworden ist. Darauf weist eine Reihe von Indizien hin: Erstens verfügt inzwischen ein Drittel der in Deutschland aktiven Beteiligungsgesellschaften über eine Erfahrung von mindestens 10 Jahren Marktaktivität. Auch ist insbesondere bei den etablierten Spätphasenfinanzierern die Wettbewerbsintensität deutlich gestiegen. So kommt heute ein nicht zu vernachlässigender Anteil der aus Sicht der Beteiligungsgesellschaften akzeptablen Deals nicht zustande, weil ein anderer, konkurrierender Investor zum Zug kommt. Die Unternehmen können sich somit häufig zwischen den Angeboten verschiedener Beteiligungsgesellschaften entscheiden. Dass dies vor allem in der Spätphase und bei großen Gesellschaften geschieht, spiegelt die Tatsache wider, dass sich ein Großteil der Marktteilnehmer in den letzten Jahren zur Spätphase und zu größeren Deals hin orientiert haben.

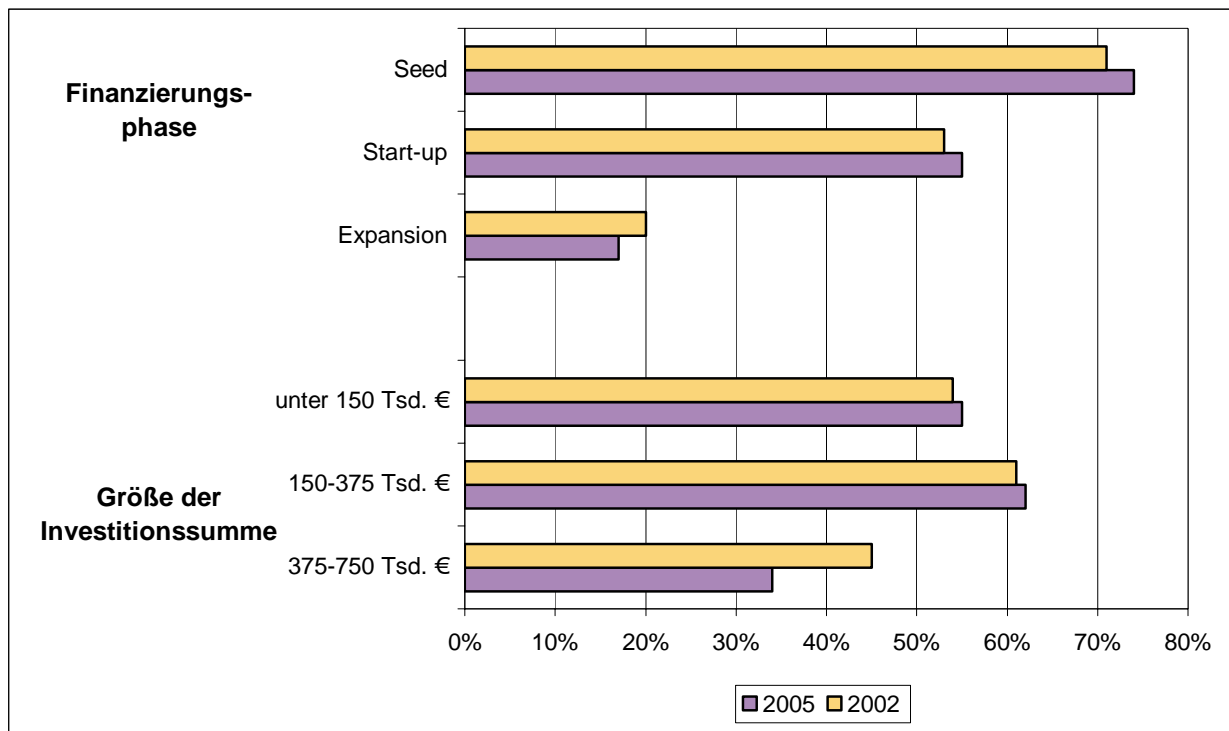
Marktlücken: Herausforderung für die Förderung – Marktkonforme Verringerung der Angebotslücken in der Frühphase und im kleinteiligen Segment.

Von den befragten Beteiligungsgesellschaften geben knapp 68 % an, dass sie dauerhafte Angebotslücken im deutschen Beteiligungsmarkt sehen. Die Angebotslücken werden insbesondere in der Frühphasenfinanzierung (und dort vor allem in der Seed-Phase) und bei kleinen Investitionsvolumina gesehen. Als wichtigste Gründe dafür, dass in manchen Segmenten von den Beteiligungsgesellschaften keine Finanzierungen angeboten werden, nennen die befragten Gesellschaften ein zu hohes erwartetes Risiko und eine ablehnende Haltung der potentiellen Beteiligungsnehmer gegenüber Beteiligungskapital. Ein zu hohes Risiko dürfte insbesondere in der Frühphase eine wichtige Rolle spielen, während Vorbehalte gegen Beteiligungskapital vor allem bei familiengeführten mittelständischen Unternehmen und damit tendenziell im kleinteiligen Segment zu vermuten sind.

Die von Bund, Ländern, EU sowie der KfW und den Förderbanken bzw. Wagniskapitalgesellschaften der Länder geleistete Beteiligungsmarktförderung sieht sich der Herausforderung gegenüber, die Marktaktivität in der Frühphase und im kleinteiligen Segment auf marktkonforme Art und Weise zu verstärken und auszubauen. Mit dem ERP-Startfonds sowie dem gemeinsam mit dem Bund und Partnern aus der Industrie aufgelegten High-Tech-Gründerfonds hat die KfW Förderinstrumente geschaffen, die dazu beitragen, die Investitionstätigkeit in der Frühphase

anzuschieben, ohne die natürliche Marktentwicklung zu beeinträchtigen. Diese Förderinstrumente machen es privaten Marktteilnehmern möglich, riskante Frühphaseninvestitionen gemeinsam mit der KfW zu tätigen. Auch der oftmals noch skeptischen Haltung potentieller Zielunternehmen gegenüber Beteiligungskapital wirkt die KfW entgegen. So findet seit 10 Jahren zweimal jährlich das gemeinsam mit der Deutschen Börse organisierte Eigenkapitalforum statt, das dazu beiträgt über die Wirkungen und die Funktionsweise von Beteiligungskapital aufzuklären sowie potentielle Beteiligungsnehmer und Beteiligungsgeber zusammenzubringen.

Grafik 4: Angebotslücken im deutschen Beteiligungsmarkt



Fazit: Trotz erfolgreicher Konsolidierung und einem spürbaren Reifeprozess gibt es weiterhin Defizite in der Frühphase.

Der deutsche Beteiligungskapitalmarkt hat in den letzten Jahren einen Konsolidierungsprozess durchlaufen, der die Marktteilnehmer dazu gezwungen hat, sich stärker auf bestimmte Marktsegmente und Geschäftsmodelle zu spezialisieren sowie hinsichtlich der eingesetzten Instrumente und Strategien professioneller und zielgerichteter aufzustellen. Da die Marktteilnehmer inzwischen deutlich mehr Erfahrung aufweisen als zum Zeitpunkt der Vorgängerstudie, lässt sich von einem spürbaren Reifeprozess des deutschen Beteiligungskapitalmarktes sprechen. Dies stimmt zuversichtlich für die zukünftige Marktentwicklung. Es muss allerdings konstatiert werden, dass dieser Befund in weitaus stärkerem Maße für die Spätphase gilt, während der Konsolidierungsprozess in der Frühphase noch nicht abgeschlossen ist und dort weiterhin ein ausgeprägter Nachholbedarf besteht.