

Michael Schefczyk

Risikokapital in Deutschland: Finanzierungslösungen durch Beteiligungsgesellschaften, Banken und Börsen*

ABSTRACT: *Risk capital in Germany: Financial solutions by holding companies, banks and stock exchanges*

The risk capital market represents a particular segment of the equity market. Venture capital companies are active within it as financial intermediaries in the innovation sector that is pertinent to the early development stages of businesses and their financing. Investors (e.g. banks, pension funds or insurance companies) make capital available to these companies as equity deposits which are transferred as equity or funds similar to equity to fledgling businesses, so-called "Portfolio businesses".

The current paper analyses how the Venture Capital market in Germany has developed, also in comparison with Europe, and the contribution Venture Capital has made to the financing of innovation. Furthermore, it analyses which intermediaries have contributed to the continual growth of the Venture Capital market in the last ten years.

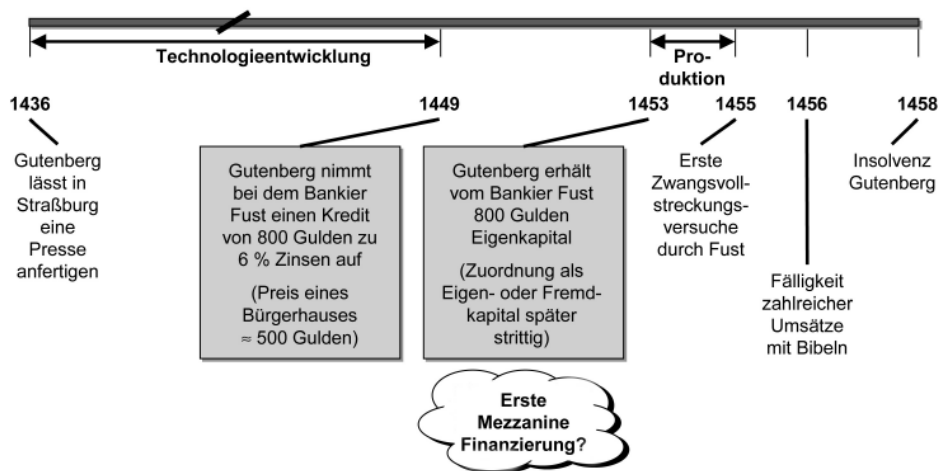
I. Einführung

Auch in Deutschland haben unternehmerisch charakterisierte Projekte, die Mittel jenseits der vom Erfinder kontrollierten Ressourcen benötigen, eine lange Tradition in der Finanzierung von Innovationen. Dies zeigt das Beispiel der „Projektfinanzierung“ der lateinischen Bibel mit 42 Zeilen von Johannes Gutenberg (siehe Abbildung 1). Gutenberg ließ sich 1436 in Straßburg eine Presse anfertigen. Darauf folgte eine mehrjährige Phase umsatzschwacher Innovationsaktivität, die nicht ausschließlich auf die Produktion der Bibel zulief, sondern auch zahlreiche handwerklich-technische Abzweigungen erprobte. Dies dürfte mit vielen heutigen finanzierungsbedürftigen Innovationsprojekten vergleichbar sein – nur dass die Innovationsphase zu jener Zeit deutlich länger andauerte als heute akzeptabel. Auf die zunächst aus eigenen Mitteln, über eine Finanzierungsgesellschaft mit mehreren Teilhabern und ein Darlehen seines Veters finanzierte frühe Innovationsphase folgte 1449 eine Kreditfinanzierung durch den Bankier Johannes Fust in Mainz. Es soll sich um einen Kredit über 800 Gulden für die Anschaffung von Druckereigerätschaften gehandelt haben. Der Kreditbetrag war erheblich, wenn man ihn mit dem damals üblichen Preis eines Bürgerhauses von rund 500 Gulden vergleicht. Über die Verzinsung werden unterschiedliche Angaben gemacht – vermutlich war ein Zinssatz von sechs Prozent pro Jahr vereinbart. 1452 warb Gutenberg für die 1453 beginnende Produktion der Bibeln eine weitere Finanzierung von Johannes Fust über 800 Gulden ein. Nach moderner Interpretation wurde später die Zuordnung dieses Betrages als Eigen- oder Fremdkapital strittig: War Fust ein gesicherter Kreditgeber oder ein doch am Eigenkapital beteiligter

* Vortrag, gehalten am 24. Mai 2007 anlässlich des 30. Symposiums des Instituts für bankhistorische Forschung e. V. „Die Finanzierung von Innovationen. Historische Erfahrungen und aktuelle Entwicklungen“ im Hause der WestLB AG in Düsseldorf.

Mitunternehmer? Gutenberg hielt die Finanzierung – ob zutreffend oder nicht – wohl für Eigenkapital. Auf Basis der notariellen Feststellung, dass beide Finanzierungstranchen Darlehenscharakter haben, erwirkte Fust 1455 kurz vor Fertigstellung der Bibeln die Zwangsvollstreckung, übernahm die Druckwerkstatt Gutenbergs, vollendete die begonnene Produktion der Bibeln und veräußerte diese. Nach dem damaligen „Geschäftsmodell“ wurden die mit den Bibeln erzielten Umsätze 1456 größtenteils zur Zahlung fällig, also ein Jahr nach ihrer Auslieferung. Gutenberg wurde 1458 insolvent. Hätte es sich um eine Eigenkapitalfinanzierung gehandelt, hätten Gutenberg und Fust das Projekt wohl als Gesellschafter gemeinsam vollendet.

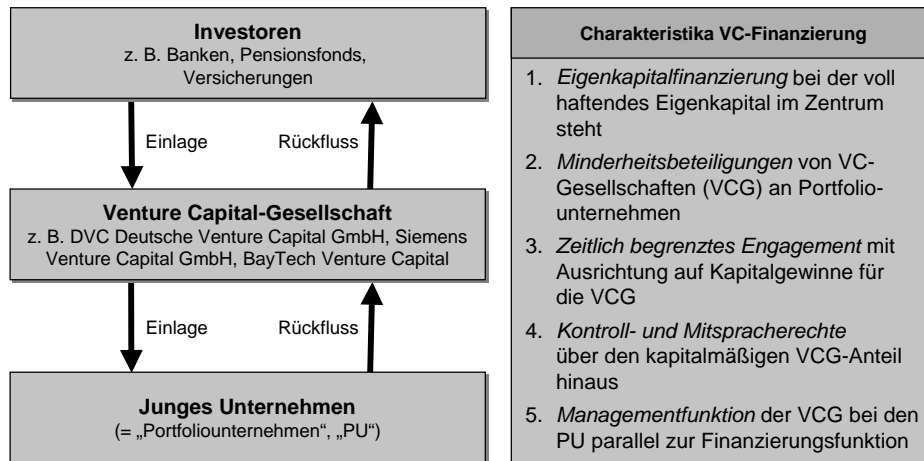
Abbildung 1: „Projektfinanzierung“ lateinische Bibel mit 42 Zeilen



Seit jeher unterscheiden sich Eigen- und Fremdkapitalfinanzierung hauptsächlich in folgenden Punkten: Eigenkapital steht zumeist unbefristet zur Verfügung, erfüllt eine Haftungsfunktion mindestens in Höhe der Einlage und ist mit der anteiligen Teilhabe des Eigenkapitalgebers an Gewinn und Verlust verbunden. Im Gegensatz hierzu steht der feste Zinsanspruch des zumeist nur befristet engagierten Fremdkapitalgebers. Der Vermögensanspruch bezieht sich beim Eigenkapital auf den quotalen Liquidationserlös und beim Fremdkapital auf die Rückzahlung der Forderung. An der Unternehmensleitung ist nur der Eigenkapitalgeber mitwirkungsbehaftet. Beim Fremdkapital bestimmen verfügbare Sicherheiten die Finanzierungskapazität. Ertragsteuerlich mindern auf das Fremdkapital gezahlte Zinsen die Bemessungsgrundlage des Kreditnehmers.

Bei dem Markt für Private Equity (PE) und Venture Capital (VC) handelt es sich um ein besonderes Segment des Eigenkapitalmarktes. In ihm sind Finanzintermediäre tätig, die man allgemein als Private Equity-Gesellschaften (PEG) bzw. im innovationsrelevanten Bereich der frühen Entwicklungsphasen von Unternehmen und deren Finanzierung als Venture Capital-Gesellschaften (VCG) bezeichnen kann (siehe Abbildung 2). Investoren (zum Beispiel Banken, Pensionsfonds oder Versicherungen) stellen den VCG Kapital als

Abbildung 2: Funktionsprinzip Venture Capital



Quelle: erstellt in Anlehnung an Schefczyk, Erfolgsstrategien (wie Anm. 1), S. 21 f., 26.

Eigenkapitaleinlage zur Verfügung, das von den Investoren wiederum als Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel an junge Unternehmen (= Portfoliounternehmen, PU) weitergeleitet wird. Die VCG übernehmen die Prüfung, Betreuung und Veräußerung dieser Beteiligungen an den PU. Im Erfolgsfall fließen die Einlagen nach einer Veräußerung der einzelnen Beteiligungen zunächst zurück an die VCG. Nach Abrechnung des beim Finanzintermediär gegebenenfalls laufzeitbeschränkt geführten Fonds fließen sie zurück zum Investor. Neben der Finanzierung mit Eigenkapital sind vier Charakteristika für VC-Finanzierungen typisch:¹

- ◇ VCG gehen im Normalfall *Minderheitsbeteiligungen* ein. Mehrheitsbeteiligungen kommen bei innovativen Unternehmen lediglich in Ausnahmefällen vor. Somit wird der Charakter des PU als selbstständiges Unternehmen häufig mit hoher Eigeninitiative des Gründers erhalten.
- ◇ Obwohl das zugrunde liegende Beteiligungsverhältnis in der Regel mit unbegrenzter Laufzeit eingegangen wird, verfolgen VCG primär *zeitlich befristete Beteiligungsabsichten* von zum Beispiel fünf bis zehn Jahren, da sie sich stärker an Kapitalgewinnen als an laufenden Ertragsausschüttungen orientieren.
- ◇ VCG lassen sich nahezu immer umfangreiche, über den kapitalmäßigen Anteil hinausgehende *Kontroll- und Mitspracherechte* bezogen auf grundlegende strategische

1 Vgl. Michael Schefczyk, Erfolgsstrategien deutscher Venture-Capital-Gesellschaften. Analyse der Investitionsaktivitäten und des Beteiligungsmanagements von Venture-Capital-Gesellschaften (Betriebswirtschaftliche Abhandlungen, N.F. 106). Stuttgart ³2004, S. 21 f.; Wolfgang Gerke, Venture Capital, in: ders./Manfred Steiner (Hrsg.), Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens (Enzyklopädie der Betriebswirtschaftslehre 6). Stuttgart ³2001, Sp. 2128-2138, hier Sp. 2129 f.; Holger Frommann, Kapitalbeteiligungsgesellschaften, in: ebd., Sp. 1247-1254, hier Sp. 1247 ff.

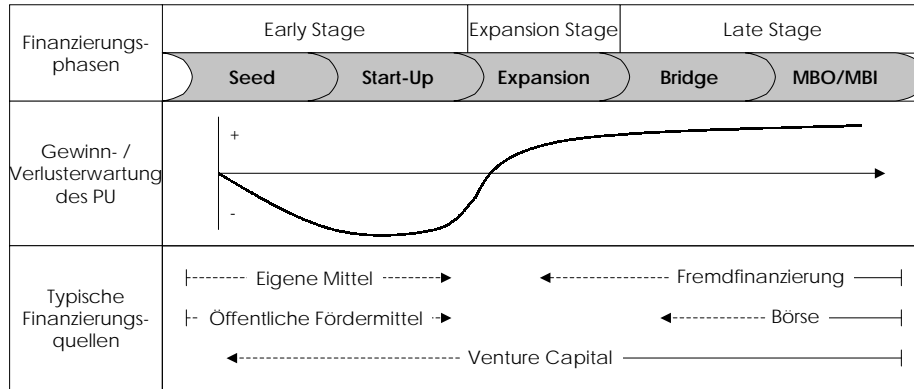
Entscheidungen und die Verwendung eingebrachter Mittel einräumen. Hierdurch wird sichergestellt, dass die PU im Sinne der VCG handeln.

- ◇ Parallel zur Finanzierungsfunktion nehmen die VCG zur Sicherung und Steigerung des Wertes ihrer Beteiligungen und zur Risikominimierung durchweg auch beratende *Managementfunktionen* wahr (zum Beispiel inhaltliche Beratung in Fachfragen, prozessuale Unterstützung im Einzelfall oder laufend durch Einbindung in Gremien). Die VCG können in verschiedenen Lebenszyklusphasen von Unternehmen eine Beteiligung eingehen (siehe Abbildung 3). Obwohl sich die präzise Abgrenzung der Finanzierungsphasen im Zeitablauf und in der Literatur zwischen den einzelnen Verfassern merklich unterscheidet, hat sich für mindestens fünf idealtypische Finanzierungsphasen im deutschen Sprachraum die angelsächsische Terminologie durchgesetzt:²
- ◇ *Seed*: Vorbereitung einer Unternehmensgründung durch Finanzierung der Ausreifung und Umsetzung einer Idee in verwertbare Resultate bis hin zum Prototyp. Der Schwerpunkt der Aktivitäten liegt hier in Forschung und Produktentwicklung.
- ◇ *Start-up*: Beteiligung an einer Unternehmensgründung. Bei weitgehend abgeschlossener Produktentwicklung liegt der Schwerpunkt auf ersten Marketingschritten und der Produktionsvorbereitung von Unternehmen im Aufbau.
- ◇ *Expansion*: Finanzierung von Produktionsbeginn oder Wachstumsschritten für ein Unternehmen am Break-even-point. Schwerpunkt ist die Verbesserung der Eigenkapitalquote bei der Produktions- und Absatzausweitung.
- ◇ *Bridge*: Überbrückungsfinanzierung, bei der einem Unternehmen Kapital zur Vorbereitung eines Börsengangs oder zur Überwindung von Wachstumsschwellen vor Verkauf an einen industriellen Investor zur Verfügung gestellt wird.
- ◇ *MBO/MBI*: Finanzierung der Übernahme eines Unternehmens durch das vorhandene (MBO) bzw. ein externes (MBI) Management Team mit einer Kapitalbeteiligung des Managements von mindestens zehn Prozent.

Die Einordnung der Finanzierungsphasen in einen Zeitablauf ist in Abbildung 3 dargestellt. Die Phasen Seed und Start-up werden häufig zusammenfassend als „Early Stage“ bezeichnet. Bridge und MBO/MBI gelten auch als „Late Stage“, die – gemeinsam mit Leveraged Buyouts (LBO), bei denen die Kapitalbeteiligung des Managements nicht vorhanden ist oder weniger als zehn Prozent beträgt – auch unter den Begriff Private Equity subsumiert werden. Die Finanzierungsphasen verdeutlichen den idealtypischen Bedarf an VC, da die Eigenmittel von Unternehmensgründern den Finanzierungsbedarf häufig lediglich bis zur Start-up-Phase decken können. Ebenfalls in dieser Phase nimmt auch die Verfügbarkeit öffentlicher Fördermittel ab. Fremdfinanzierung durch Kreditinstitute wird aber in hinreichendem Umfang erst ab der Expansionsphase verfügbar, wenn Gewinne erzielt werden oder unmittelbar bevorstehen. Die Aufbringung von Eigenkapital über Wertpapierbörsen ist zeitlich erst wesentlich später möglich. Diese Lücke, beginnend in der Seed-Phase, kann das VC nun füllen.

2 Vgl. Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, BVK Statistik. Das Jahr 2007 in Zahlen. Berlin 2008, S. 36 f.; Schefczyk, Erfolgsstrategien (wie Anm. 1), S. 40 f.; Günther Leopold, Gewinnung von externem Eigenkapital für nicht börsennotierte Unternehmen, in: Günther Gebhardt/ Wolfgang Gerke/ Manfred Steiner (Hrsg.), Handbuch des Finanzmanagements. Instrumente und Märkte der Unternehmensfinanzierung. München 1993, S. 345-364, hier S. 356.

Abbildung 3: Finanzierungsphasen



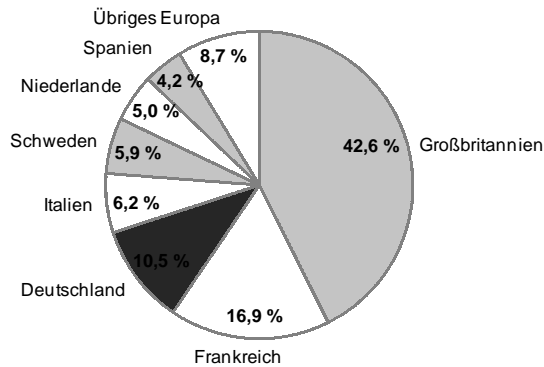
Quelle: erstellt in Anlehnung an Schefczyk, Erfolgsstrategien (wie Anm. 1), S. 42 und den dort genannten Quellen.

II. Venture Capital im internationalen Vergleich

Betrachtet man die Nutzung des zumindest teilweise innovationsrelevanten Finanzierungsinstrumentes VC (und PE) im europäischen Vergleich, so wird deutlich, dass Deutschland lediglich den drittgrößten Markt in Europa mit einem Anteil von gut zehn Prozent des in Europa gehaltenen Portfolios darstellt (siehe Abbildung 4).³ Mit großem Abstand führt Großbritannien – für internationale Investoren wegen der Sprache, dem Rechtssystem und den Rahmenbedingungen besonders geeignet – und auch Frankreich liegt vor Deutschland. Als viertgrößter Markt folgt Italien auf Deutschland.

3 Ausführlicher zu den Rahmenbedingungen internationaler VC-Märkte Jeffrey E. Sohl, The U.S. Angel and Venture Market. Recent Trends and Developments, in: Venture Capital 2003/2, S. 7-17; Stefan Daferner, Eigenkapitalausstattung von Existenzgründungen im Rahmen der Frühphasenfinanzierung (Schriftenreihe Finanzmanagement 2). Sternenfels 1999, S. 70-82; Oliver Pfirrmann/ Udo Wupperfeld/ Joshua Lerner, Venture Capital and New Technology Based Firms. An US-German Comparison (Technology, Innovation and Policy 4). Heidelberg 1997, S. 21-75.

Abbildung 4: Anteile einzelner Nationen am europäischen VC-Markt (in Prozent des investierten Kapitals 2007)



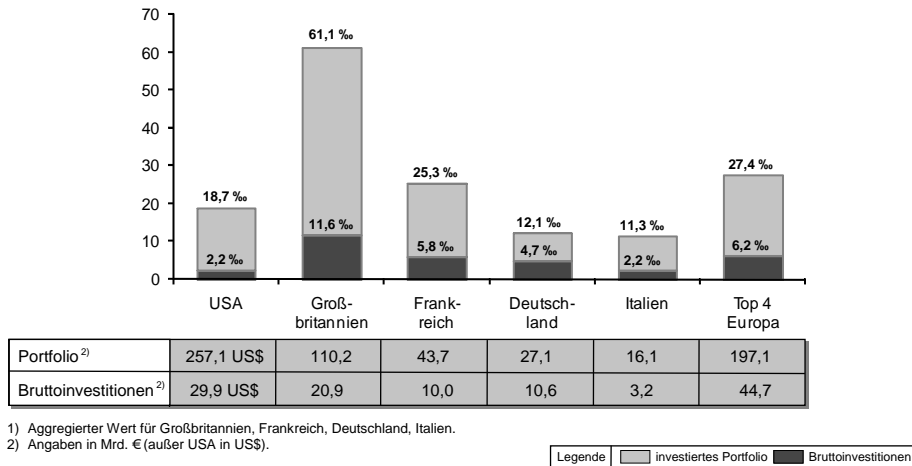
100 % = 258,7 Mrd. Euro

Quelle: European Private Equity & Venture Capital Association, Yearbook 2008. Brüssel 2009, S. 81-320; eigene Analyse.

Noch deutlicher wird der internationale Vergleich der Marktgrößen, wenn man das insgesamt von den VCG gehaltene Portfolio (Bestandsgröße) und die jährlichen Bruttoinvestitionen in PU ins Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt setzt (siehe Abbildung 5). In den USA entspricht das VC-Portfolio demnach knapp zwei Prozent des Bruttoinlandsproduktes (BIP) und ein Betrag entsprechend 0,2 Prozent des BIP wird jährlich neu an PU ausgebracht. Der europäische VC-Markt ist mittlerweile absolut und relativ zum BIP größer als der US-Markt und wird von Großbritannien bestimmt. Die in Großbritannien und auch Frankreich angesiedelten VCG investieren per Saldo mehr im Ausland als ausländische VCG in den jeweiligen Heimatmärkten. In Deutschland und Italien wird hingegen Kapital auch auf der Ebene einzelner Beteiligungen importiert. Die Marktgröße Deutschlands im Vergleich zum BIP liegt zwar vor Italien, jedoch hinter den USA, Großbritannien und Frankreich. Dieser Befund deutet also auf einen hierzulande bestehenden Nachholbedarf bei VC- und Innovationsfinanzierungen hin, der leider auch in den letzten Jahren keineswegs abgebaut werden konnte.⁴

4 In den USA ist außerdem – wie in Europa – eine differenzierte regionalökonomische Entwicklung zu beobachten. So wurden 2007 nach der Statistik der National Venture Capital Association ca. 35 Prozent der Bruttoinvestitionen im Silicon Valley und ca. zwölf Prozent in den Neuenglandstaaten getätigt. Vgl. National Venture Capital Association, Yearbook 2008. New York 2009, S. 24.

Abbildung 5: VC-Marktgrößen (in Promille des Bruttoinlandproduktes 2007)

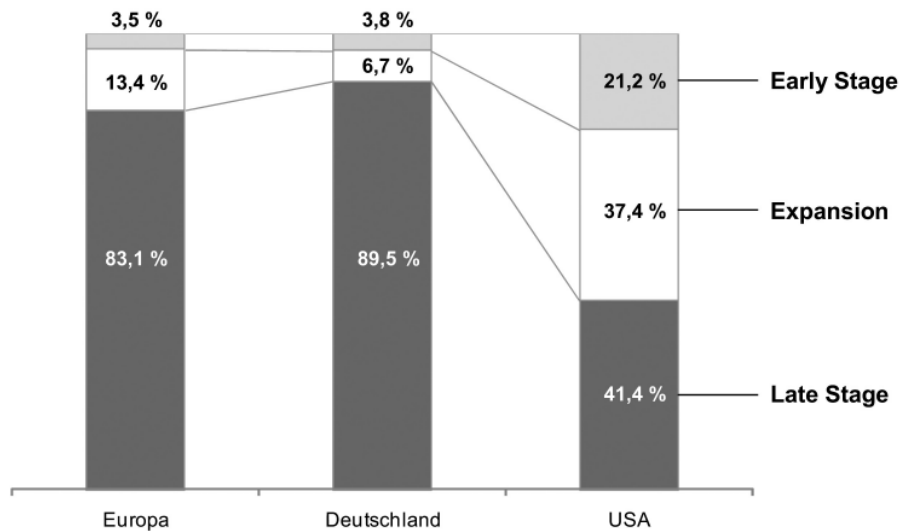


Quelle: European Private Equity & Venture Capital Association, Yearbook 2008. Brüssel 2009, S. 80-320; National Venture Capital Association, Yearbook (wie Anm. 2), S. 15, 24; OECD-Statistiken; eigene Analyse.

Deutliche Unterschiede zeigen sich auch im internationalen Vergleich der Bedeutung einzelner Finanzierungsphasen (siehe Abbildung 6): In den USA beträgt das Verhältnis Early Stage, Expansion, Late Stage ungefähr 20:40:40. Jüngst hat sich der Anteil der Frühphaseninvestments wieder deutlich gesteigert. In den USA hat man sich offenbar darauf zurückbesonnen, dass Frühphasenfinanzierungen bis zum Ende der New Economy im Jahr 2000 einen Grundpfeiler des Geschäfts darstellten, der für die Investoren bei Betrachtungshorizonten von zehn und mehr Jahren auch die höchsten Renditen erzeugte. Dies ist in Europa und Deutschland nicht der Fall. Hier werden nur rund vier Prozent der Investitionen in Frühphasen getätigt. Auch der Anteil der Expansionsfinanzierungen bleibt – insbesondere in Deutschland – weit hinter dem Modell der USA zurück. Die Lücke wird mit Spätphasenfinanzierungen gefüllt, wobei man allerdings berücksichtigen muss, dass der Abdeckungsgrad der National Venture Capital Association (NVCA) in den USA hinsichtlich großer Buyouts niedriger sein wird, als bei der European Venture Capital Association (EVCA). Gleichwohl zeigt sich, dass in Europa der Mut zu mehr frühphasigen Finanzierungen mit hohem Innovationsgrad, hohem volkswirtschaftlichem Nutzenpotenzial, hohen Risiken, langfristig aber auch den höchsten Renditen leider noch nicht zurückgekehrt ist.



Abbildung 6: Anteile der Finanzierungsphasen – Neuinvestments 2007 (Anteil der Mittel)



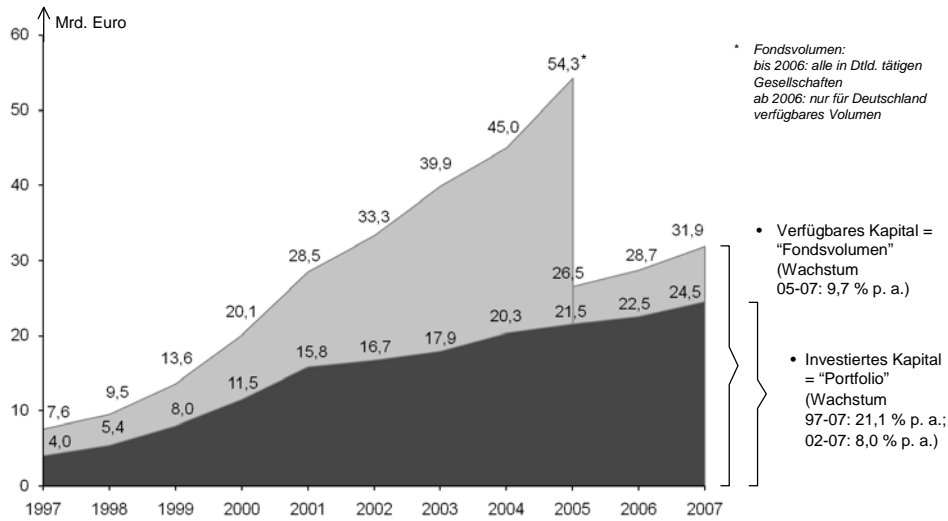
Quelle: European Private Equity & Venture Capital Association, Yearbook 2008. Brüssel 2009, S. 80-320; National Venture Capital Association, Yearbook (wie Anm. 2), S. 24; eigene Analyse.

III. Venture Capital in Deutschland

Trotz aller Probleme zeigt Abbildung 7, dass der VC-Markt in Deutschland in den vergangenen zehn Jahren kontinuierlich gewachsen ist. Das – primär zu den Anschaffungskosten bewertete – Portfolio ist seit 1997 bis 2007 um durchschnittlich gut 21 Prozent pro Jahr auf zuletzt 24,5 Mrd. Euro gewachsen.⁵ Zwischen 2002 und 2007 flachte das Wachstum auf acht Prozent pro Jahr ab – was jedoch immer noch als sehr hoch bezeichnet werden kann. Noch stärker ist das verfügbare Kapital, also das Fondsvolumen, gewachsen. Dies hat einerseits damit zu tun, dass stets eine „Kapitalreserve“ an investitionsbereitem Kapital vorhanden war bzw. die Effizienz des Marktes durchaus bezweifelt werden kann. Ab 2000 kam es außerdem zu einer „Paneuropäisierung“ vieler VCG, womit das ursprünglich weitgehend in länderspezifischen Fonds gebündelte Kapital stärker über auch in der Investitionsphase europaweit mobile Fonds investiert wurde – aus diesem Grund wurde die statistische Erfassung 2005 umgestellt.

5 Einen frühen quantitativen Marktüberblick bietet z. B. Ljuba Kokalj, Der deutsche Venture-Capital-Markt. Bestandsaufnahme und Entwicklungsperspektiven (Ifm-Materialien 69). Bonn 1989, S. 18-31.

Abbildung 7: VC-Markt Deutschland 1997 bis 2007

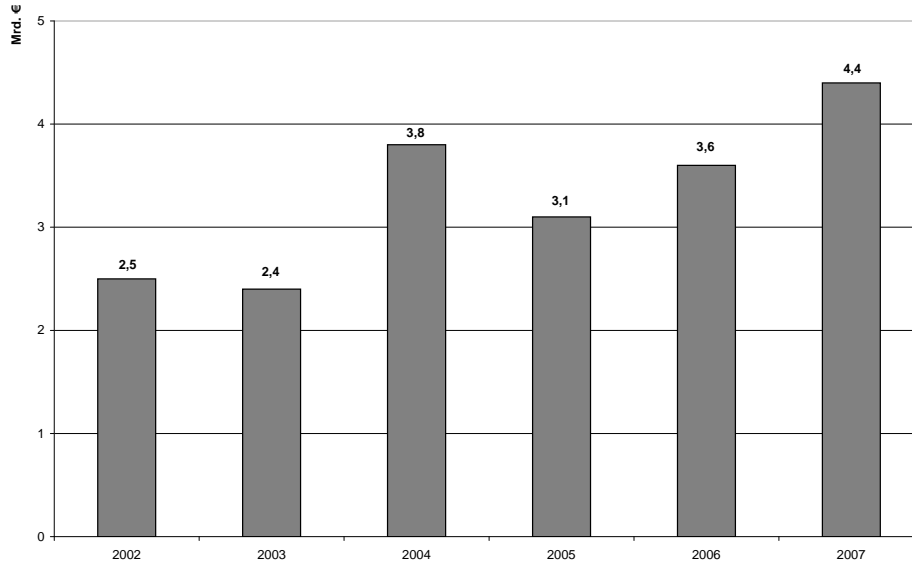


Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Statistik (wie Anm. 2), S. 1, und die entsprechenden Bände der Vorjahre; eigene Analyse.

Nicht gleichermaßen stark gewachsen sind die jährlich erbrachten Bruttoinvestitionen, die in Abbildung 8 gezeigt werden. Nach deutscher Zählung beliefen sich diese jedoch 2007 immerhin auf 4,4 Mrd. Euro, während der Markt nach dem Ende der New Economy in den Jahren 2002 und 2003 auf ein Niveau von rund 2,5 Mrd. Euro pro Jahr eingebrochen war. Hier ist festzuhalten, dass die deutsche Zählweise – im Vergleich zur europäischen Statistik (siehe Abbildung 6) zu deutlich niedrigeren Werten kommt, weil insbesondere bei größeren Buyouts zusätzliche Transaktionen auf europäischer Ebene erfasst werden, die nicht in die deutsche Statistik einfließen.



Abbildung 8: Bruttoinvestitionen Deutschland 2002 bis 2007

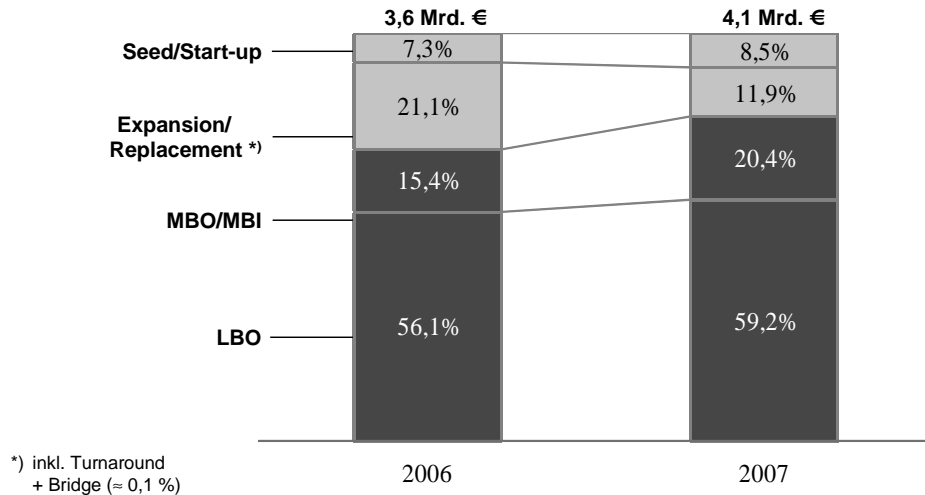


Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Statistik (wie Anm. 2), S. 1, und die entsprechenden Bände der Vorjahre; eigene Analyse.

Für die Finanzierungsphasen zeigt die deutsche Statistik (siehe Abbildung 9), dass zwar der Anteil der Frühphasenfinanzierungen wieder etwas angestiegen ist, jedoch weit hinter dem in den USA üblichen Anteil von 20 Prozent der Gesamtaktivität des Marktes zurückbleibt. Dominiert wird der Markt hingegen sehr deutlich von den Buyouts, also von den MBO/MBI-Finanzierungen, bei denen ein unternehmerisches Managementteam mit einem zweistelligen Prozentanteil am Unternehmen beteiligt ist, aber noch stärker von den LBO, bei denen das Unternehmertum von Individuen keine vergleichbare Rolle spielt. Alle Kategorien von Buyouts gehören nach aktuellem Begriffsverständnis innerhalb der PE-Finanzierungen nicht zum Segment des VCs und sind zumeist weniger innovationsbezogen.



Abbildung 9: Finanzierungsphasen Deutschland (Anteil der Mittel) – Bruttoinvestitionen 2006 vs. 2007

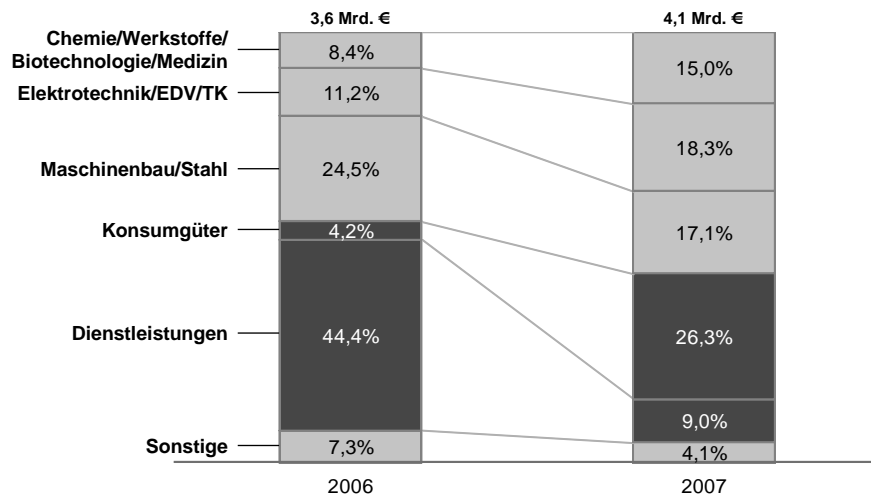


Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Statistik (wie Anm. 2), S. 15, und die entsprechenden Bände der Vorjahre; eigene Analyse.

Hinsichtlich der Branchenverteilung der VC-Investitionen in Deutschland sind mittlerweile jährlich deutliche Verschiebungen zu beobachten, was auch von einzelnen größeren Buyout-Finanzierungen beeinflusst wird. Die üblicherweise als innovationsintensiv eingeschätzten Bereiche Chemie, Biotechnologie, Elektrotechnik und Maschinenbau sowie die damit eng verwandten Branchen machten 2007 rund 50 Prozent der Investitionen aus. Deutlich zurückgegangen ist die Finanzierungsaktivität bei Dienstleistungsunternehmen, während Konsumgüterunternehmen bevorzugt wurden. Die Ursachen für diese Veränderung wird jedoch kaum im innovationsintensiven VC zu finden sein, sondern primär bei Buyouts (siehe Abbildung 10)



Abbildung 10: Branchenverteilung Deutschland (Anteil der Mittel) – Bruttoinvestitionen 2006 vs. 2007



Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Statistik (wie Anm. 2), S. 16, und die entsprechenden Bände der Vorjahre; eigene Analyse.

Die im Rahmen einer Beteiligung mit begrenztem Zeithorizont angestrebten Kapitalgewinne werden im Erfolgsfall schlussendlich durch eine Veräußerung der Beteiligung, die auch als Desinvestition oder „Exit“ bezeichnet wird, realisiert. In der Branche unterscheidet man insbesondere fünf Wege (auch „Exit-Kanäle“):⁶

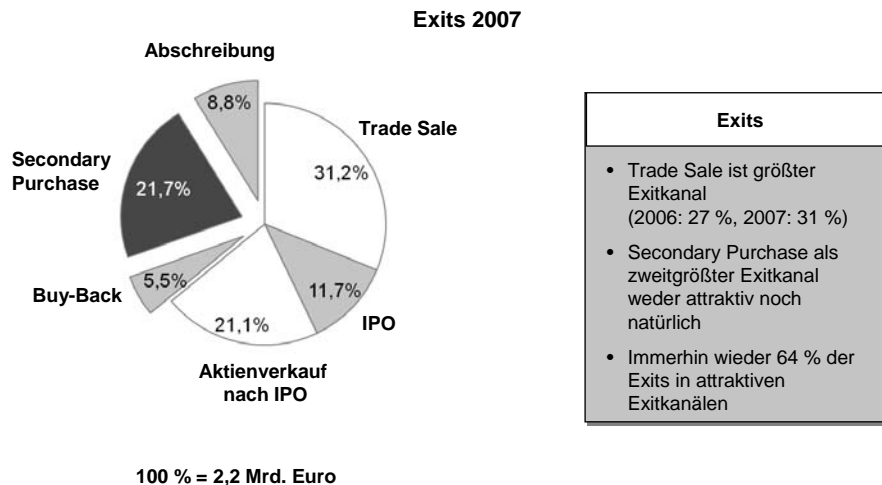
- ◇ *Trade Sale*: Die Beteiligung wird an einen industriellen Investor veräußert, der entweder auf dem Gebiet der Gesellschaft bereits tätig ist oder diversifizieren möchte. Wegen der strategischen Motivation und des häufig damit verbundenen Bewertungskalküls wird dieser Weg als attraktiv eingeschätzt.
- ◇ *Initial Public Offering (IPO)/Börsengang/Going Public*: Das PU wird an der Börse eingeführt (gegebenenfalls nach Umwandlung in eine Aktiengesellschaft). Unterschieden davon wird der Verkauf von Altgesellschafteranteilen beim unmittelbaren Börsengang bzw. mit Zeitabstand danach, weil zum Beispiel eine Mindesthalteperiode abzuwarten war.
- ◇ *Buy Back*: Unternehmensanteile werden an Mitgesellschafter des PU verkauft (in der Regel Rückkauf der Beteiligung durch den oder die Altgesellschafter bzw. Rückzahlung von Gesellschafterdarlehen) mit einer zumeist geringeren finanziellen Attraktivität für den Kapitalgeber im Vergleich zum Trade Sale oder IPO.
- ◇ *Secondary Purchase*: Die Beteiligung wird an einen Finanzinvestor bzw. eine andere VCG, die das PU in der folgenden Finanzierungsphase betreut, verkauft. Auch hier werden regelmäßig deutlich niedrigere Erlöse erzielt als beim Trade Sale oder IPO.

6 Vgl. Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Statistik (wie Anm. 2), S. 37; Schefczyk, Erfolgsstrategien (wie Anm. 1), S. 57 f.; Günter Wöhe/ Jürgen Bilstein, Grundzüge der Unternehmensfinanzierung, München 71994, S. 122.

◊ *Abschreibung/Liquidation/Kündigung*: Der Kapitalgeber scheidet aus dem PU ohne oder zu sehr niedrigem Erlös aus (unattraktivste Veräußerungsvariante).

Die Statistik zeigt, dass in Deutschland 2007 immerhin ein Portfoliowert (Maßstab: Anschaffungskosten) von 2,2 Mrd. Euro desinvestiert werden konnte (siehe Abbildung 11), davon gut 30 Prozent per Trade Sale an strategische Investoren. Weitere gut 30 Prozent konnten über die Börse veräußert werden. Unter den weniger attraktiven Veräußerungswegen dominiert der Secondary Purchase, ein Zeichen der Konsolidierung in der Branche durch Beendigung von VC-Fonds. Im mehrjährigen Vergleich zeigt sich jedoch deutlich, dass die Problematik der nach dem Ende der New Economy deutlich angestiegenen Abschreibungszahlen wieder auf ein vergleichsweise normales Niveau zurückgehen.

Abbildung 11: Desinvestitionen 2007



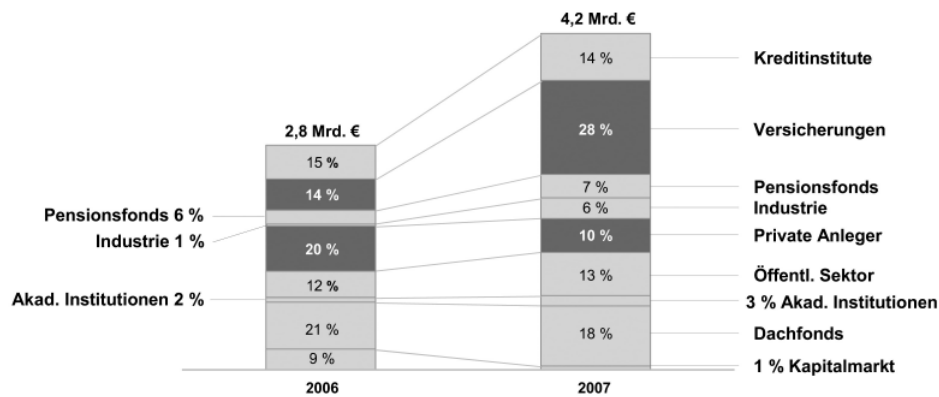
Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Statistik (wie Anm. 2), S. 19, und die entsprechenden Bände der Vorjahre; eigene Analyse.

IV. Die Rolle von Beteiligungsgesellschaften, Banken und Börsen

Mit der Normalisierung der Desinvestitionen hat sich auch der Zufluss neuer Fondsmittel von Investoren an PEG und VCG nach starken Schwankungen und einem generellen Rückgang nach Ende der New Economy wieder erhöht, und zwar in Deutschland bis 2007 auf gut vier Mrd. Euro (siehe Abbildung 12). Wesentliche Investoren sind Versicherungen, Dachfonds und Kreditinstitute. Dabei fällt deutlich auf, dass Versicherungen das Marktwachstum nicht nur proportional nachvollzogen, sondern auch ihren Anteil deutlich gesteigert haben. Im langfristigen Bereich niedrig erscheint das Engagement von Kreditinstituten, die eigentlich ein hohes Interesse an der Bereitstellung von Eigenkapital für geeignete Unternehmen haben sollten. Insbesondere haben Kreditinstitute in den vergangenen Jahren keinen stabilen Anker des VC-Marktes mehr gebildet, sondern

Schwankungen nachvollzogen oder teilweise sogar verstärkt. Relativ und auch absolut zurückgegangen ist das von privaten Anlegern bereitgestellte Kapital. Dies setzt sich zu rund einem Drittel aus Kapital von Family Offices wohlhabender Familien und zu zwei Dritteln aus Kleinanlegern zusammen, die sich über den grauen Kapitalmarkt beteiligen. Gerade die letzte Variante verspricht keinen hohen Anteil überdurchschnittlich informierter Investoren. Im langfristigen und im internationalen Vergleich auffällig ist der mit sieben Prozent niedrige Anteil ausländischer Pensionsfonds, die als besonders informierte Leitinvestoren gelten, sowie der mit 13 Prozent hohe Anteil des öffentlichen Sektors, einer traditionellen Besonderheit des deutschen Marktes für VC.

Abbildung 12: Herkunft neuer Fonds – 2006 vs. 2007

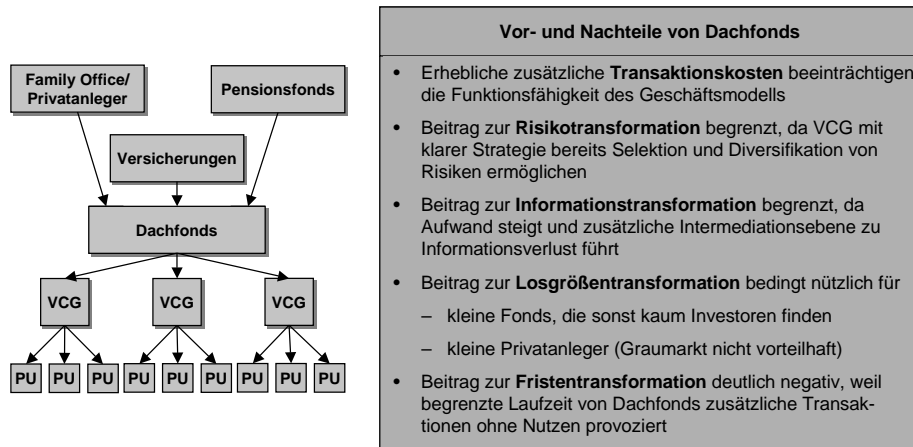


Quelle: Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Statistik (wie Anm. 2), S. 14, und die entsprechenden Bände der Vorjahre; eigene Analyse.

Seit einigen Jahren fest auf dem deutschen Markt etabliert sind die Dachfonds, die rund 20 Prozent der neuen Fondsmittel zur Verfügung stellen. Dachfonds führen zunächst eine zweite Ebene der Finanzintermediation in das VC-Modell ein (siehe Abbildung 13): PU erhalten ihre Mittel wie bisher von VCG bzw. PEG. Diese erhalten ihre Mittel jedoch von Dachfonds, die – selbst Finanzintermediäre – wiederum keine neuen Klassen von Investoren an den Markt führen, sondern Geld von Family Offices, Privatanlegern, Pensionsfonds und Versicherungen einsammeln – also von traditionellen Teilnehmern des VC- und PE-Marktes.



Abbildung 13: Funktion und Eigenschaften von Dachfonds



Neben der unbestreitbar positiven Tatsache, dass Dachfonds rund 20 Prozent der neuen Fondsmittel bereitstellen, muss man auch eine Reihe von Vor- und insbesondere Nachteilen wahrnehmen, die von der Praxis nicht hinreichend beachtet werden:

- ◇ Mit jeder Ebene der Finanzintermediation entstehen zusätzliche *Transaktionskosten*. Dies ist zum Beispiel hinlänglich von Wertpapier-Dachfonds bekannt. In den letzten Jahren konnten VCG und PEG die Renditeerwartungen ihrer Investoren in vielen Fällen nicht erfüllen. Die zusätzlichen Transaktionskosten sind der Erfüllung der Renditeerwartungen unmittelbar abträglich.
- ◇ Von Finanzintermediären wird regelmäßig ein Beitrag zur *Risikotransformation* erwartet, der primär durch die Auswahl der „richtigen“ Kapitalnehmer erfolgen kann. Da VCG ihre (Fonds-)Strategie bereits vergleichsweise klar definieren wie auch kommunizieren und bereits auf ihrer Ebene der wohl zentrale Beitrag an Selektion und Diversifikation geleistet wird, ist ein merklicher Zuwachs an Risikotransformation durch Dachfonds kaum zu erwarten. Die Diversifikationswirkung von Dachfonds durch die Verteilung der Mittel auf mehrere VC-Fonds können zumindest aktive Investoren selbst leisten. Ein erheblicher Beitrag ergibt sich hieraus nur für kleinere Investoren und in Situationen, in denen VC-Fonds überzeichnet und für Dachfonds leichter zugänglich sind als unmittelbar für den Einzelinvestor.
- ◇ Ein Beitrag zur *Losgrößentransaktion* durch Dachfonds ist hingegen durchaus denkbar. Kleinere VC-Fonds, insbesondere im Frühphasenbereich könnten Losgrößen nachfragen, die unterhalb der Aufmerksamkeitsschwelle großer Investoren (zum Beispiel internationaler Pensionsfonds) liegen, sodass hier eine Bündelung zu einer relevanten Losgröße durch Dachfonds denkbar ist. Umgekehrt können sich kleinere Investoren, zum Beispiel private Kleinanleger, über einen Dachfonds zusammenschließen, um so die Mindestlosgröße von VC- und PE-Fonds zu erreichen. Während dies aus Sicht der VCG und PEG durchaus sinnvoll sein kann, weil es das Management ihrer eigenen

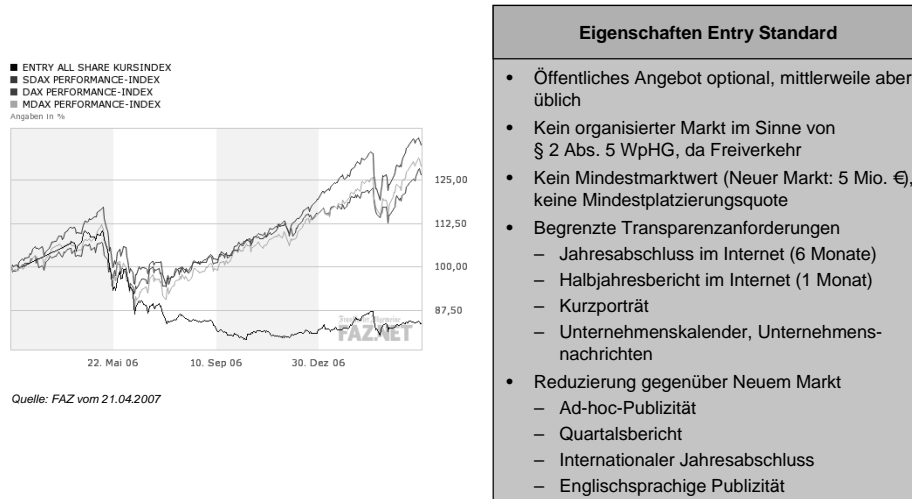
Passivseite vereinfacht, bleibt das Kapital der weniger informierten privaten Kleinanleger des grauen Kapitalmarktes ein Segment, das wenig zum Funktionieren und zur Hygiene des Marktes beitragen kann.

- ◇ Ein Beitrag zur *Fristentransformation*, der von Finanzintermediären oft erwartet wird, kann von Dachfonds nicht erwartet werden bzw. es ist zu befürchten, dass Dachfonds hier eher nachteilig wirken. Auch in Deutschland werden zunehmend VC- und PE-Fonds mit festen Laufzeiten von rund zehn Jahren, zum Teil mit rund zweijähriger Verlängerungsoption, platziert. Am Ende der Fondslaufzeit ist eine Liquidation und dazu die Veräußerung restlicher Beteiligungen, zum Beispiel im Rahmen eines Secondary Purchase oder durch Übernahme auf nachfolgende Fonds, erforderlich. Dachfonds haben ihrerseits ein ähnliches Laufzeitprofil mit entsprechenden Liquidationserfordernissen. Passen im konkreten Einzelfall beide Laufzeitprofile nicht exakt zueinander – was eher die Regel als die Ausnahme sein wird – ergibt sich ein negativer Beitrag zur Fristentransformation. Kapitalnehmer auf beiden Ebenen, also PU, aber auch VCG/PEG müssen nicht mehr nur darauf achten, ob der potenzielle Kapitalgeber strategisch passend ist, sondern immer stärker auch darauf, ob gerade Mittel eines dort verwalteten Fonds verfügbar sind, die sich im Kern der Investitionsperiode befinden.

Für die Veräußerung von Beteiligungen im Rahmen des Börsengangs (IPO) ist die Aufnahmefähigkeit von Börsen von kritischer Bedeutung. Nachdem mit dem Ende der New Economy auch der Neue Markt abgeschafft wurde, war die Aufnahmefähigkeit der Börsen in Deutschland besonders fraglich. Die Deutsche Börse AG hat daraufhin im Oktober 2005 den Entry Standard geschaffen, der ein Teilbereich des Freiverkehrs (Open Market) mit geringen formalen Pflichten ist.

Im Entry Standard ist ein öffentliches Angebot zum Bezug von Aktien optional, aber mittlerweile üblich. Als Segment des Freiverkehrs handelt es sich nicht um einen organisierten Markt im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Konsequenterweise wird auch kein Mindestwert und keine Mindestquote der öffentlichen Platzierung gefordert. Die Transparenzanforderungen sind reduziert auf einen im Internet zu veröffentlichenden Jahresabschluss (Frist: sechs Monate nach Jahresende) und einen ebenfalls im Internet zu veröffentlichenden Halbjahresbericht (Frist: ein Monat nach Halbjahresende). Außerdem sind ein Kurzporträt, ein Unternehmenskalender und Unternehmensnachrichten im Internet bereitzustellen. Gegenüber dem neuen Markt wurde die Ad-hoc-Publizität, der Quartalsbericht, der Jahresabschluss nach internationalen Rechnungslegungsstandards und die englischsprachige Publizität zurückgenommen. Die Performance der am Entry Standard notierten Titel blieb in den ersten 18 Monaten seiner Existenz deutlich hinter den größeren Marktsegmenten zurück (siehe Abbildung 14). Dies kann nach Einschätzung des Verfassers auch als ein Indiz dafür gewertet werden, dass die Reduzierung formaler Pflichten nicht der richtige Weg gewesen sein wird. Sehr große, als formal empfundene Pflichten entstehen allen börsennotierten Unternehmen ohnehin aus Haftungsrisiken, der Durchführung der Hauptversammlungen und dem Feld „Investor Relations“ allgemein. Im Vergleich zu den kaum vermeidbaren Aufwendungen aus diesen Pflichtenfeldern erscheinen die mit dem Entry Standard verbundenen Erleichterungen als zu niedrig, zumindest wenn anfänglich ein öffentliches Angebot erfolgt.

Abbildung 14: Funktion und Eigenschaften des Entry Standards als Börsensegment



V. Thesen/ Ausblick

Abschließend lassen sich vier Thesen zur Innovationsfinanzierung ableiten:

1. Die Investoren richten den VC-/PE-Markt in Deutschland anhand der Renditen der letzten fünf Jahre zu stark auf Buyouts aus. Der Beitrag zur Innovationsfinanzierung wird damit geschmälert. Außerdem droht damit eine neue Unausgewogenheit mit Nachteilen für Investoren.
2. Der VC-Markt hat sich strukturell weitgehend stabilisiert, nachdem die Abschreibungen von New Economy-Investments bis 2005 erledigt wurden.
3. Dachfonds haben den VC-Markt um eine weitere Ebene der Intermediation erweitert. Die einzige sichere Konsequenz ist ein Anstieg der Transaktionskosten.
4. Der Entry Standard der Deutschen Börse trägt nur begrenzt zum Funktionieren des VC-Marktes bei – strengere Anforderungen wären besser.

(Prof. Dr. Michael Schefczyk, Technische Universität Dresden, Fakultät Wirtschaftswissenschaften, SAP-Stiftungslehrstuhl für Entrepreneurship und Innovation, Helmholtzstraße 10, D-01062 Dresden)

