

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

Herausgeber: Prof. Dr. Detlev Hummel

Bert Helwing

Qualitative Bewertung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften



Verlag Wissenschaft & Praxis



Qualitative Bewertung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften

SCHRIFTENREIHE FINANZIERUNG UND BANKEN

Herausgegeben von
Prof. Dr. Detlev Hummel

Band 12

Bert Helwing

Qualitative Bewertung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften

Eine empirische Analyse ausgewählter Bewertungskriterien
und ihr Einfluss auf die Rendite und das Beteiligungsvolumen

Verlag Wissenschaft & Praxis



Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

ISBN 978-3-89673-454-9

© Verlag Wissenschaft & Praxis
Dr. Brauner GmbH 2008
D-75447 Sternenfels, Nußbaumweg 6
Tel. 07045/930093 Fax 07045/930094

Alle Rechte vorbehalten

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Printed in Germany

Geleitwort

Ich freue mich, Ihnen hiermit den Band 12 der Schriftenreihe Finanzierung und Banken an der Universität Potsdam vorlegen zu können.

Das Buch entstand im Rahmen eines Dissertationsprojektes basierend auf einer mehrjährigen Studie über den Beteiligungsmarkt in Deutschland. Der Lehrstuhl Betriebswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Finanzierung und Banken an der Universität Potsdam konnte in den Jahren 2000-2006 jeweils eine Untersuchung über die „Struktur und Qualitätsmerkmale der Kapitalbeteiligungsgesellschaften in Deutschland“ vorlegen.

Auch der vorliegende – in gewisser Hinsicht abschließende – Band soll helfen, Transparenz, Verständnis und Vertrauen in das für ein Banken- und Finanzsystem so wichtige Beteiligungsgeschäft aufzubauen. Bedeutung und Attraktivität der Beteiligungsfinanzierung als wichtiger Baustein für die Mittelstands- und Wachstumsunternehmen müssen weiter verbessert werden. Die hier vorgelegten Ergebnisse über Empirie und Erfolgsfaktoren von Kapitalbeteiligungsgesellschaften werden in einem Rankingmodell zusammengefasst. Es soll die Diskussion über Qualitätsstandards und Potentiale alternativer Finanzierungsquellen zur traditionellen Hausbankfinanzierung – zwecks Unterstützung u.a. von Innovations- und Sanierungsprozessen – bereichern.

Ich wünsche dem interessierten Leser aus Wissenschaft und Praxis Anregung und Nutzen aus der Lektüre. Für Hinweise und Anregungen zur Fortsetzung ähnlicher Projekte sind wir dankbar.

Potsdam, im November 2007

Prof. Dr. Detlev Hummel

Vorwort

Die vorliegende Arbeit entstand während meiner Zeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Finanzierung und Banken an der Universität Potsdam und wurde im Sommer 2007 von der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät als Dissertation angenommen.

Besonders bedanken möchte ich mich bei meinem Doktorvater, Herrn Prof. Dr. Detlev Hummel, der mir die Bearbeitung des Themas ermöglichte und mich dabei jederzeit unterstützt und gefördert hat. Auch Herrn Prof. Dr. Hans Gerhard Strohe danke ich sehr herzlich für seine Anregungen und die Erstellung des Zweitgutachtens.

Ein großer Dank für die gute Zusammenarbeit, den intensiven wissenschaftlichen und außeruniversitären Austausch geht an das gesamte Lehrstuhlteam und insbesondere an alle ehemaligen Kollegen.

Ein ganz besonderer Dank gilt meiner ganzen Familie und allen Freunden, die mich bei der Verfolgung meines Zieles unterstützt haben. Besonders meinen Eltern, ohne deren Unterstützung die Fertigstellung der Arbeit nicht möglich gewesen wäre, bin ich sehr dankbar.

Potsdam, im September 2007

Bert Helwing

Inhaltsverzeichnis

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	11
ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....	13
TABELLENVERZEICHNIS.....	14
EINLEITUNG	18
1 DER BETEILIGUNGSMARKT IN DEUTSCHLAND.....	23
1.1 Venture Capital und Private Equity.....	23
1.2 Finanzierungsphasen.....	26
1.3 Exitkanäle.....	29
1.4 Historische Entwicklung des Beteiligungsmarktes	30
1.4.1 USA	30
1.4.2 Deutschland.....	33
1.5 Investoren.....	36
1.5.1 Business Angel	38
1.5.2 Institutionelle Investoren.....	39
1.5.2.1 Kreditinstitute.....	39
1.5.2.2 Versicherungen.....	40
1.5.2.3 Industrieunternehmen	40
1.5.2.4 Pensionsfonds.....	41
1.5.3 Der Staat als Investor.....	42
1.6 Formen der Beteiligung.....	43
1.6.1 Direktinvestments.....	43
1.6.2 Indirekte Investments.....	44
1.6.2.1 Fondsarten	44
1.6.2.2 Dachfondsinvestments.....	45
2 NOTWENDIGKEIT EINER QUALITATIVEN BEWERTUNG	47
2.1 Rendite-Risiko-Betrachtungen bei Private-Equity-Investments.....	47
2.1.1 Untersuchungen zu Rendite-Risiko-Relationen	48
2.1.2 Grenzen der Anwendung von Rendite-Risiko-Relationen.....	66
2.1.2.1 Datenprobleme und Bewertungsspielräume	66
2.1.2.2 Das Dilemma der rein quantitativen Performanceanalyse	70
2.1.3 Zwischenfazit.....	71
2.2 Theoretische Einordnung der Auswahlproblematik.....	72
2.2.1 Neoklassische Finanzierungstheorie.....	72
2.2.2 Neoinstitutionalistische Finanzierungstheorie.....	74
2.2.3 Die Beziehungsebenen einer Beteiligungsfinanzierung	75
2.2.4 Agency-Probleme der Beteiligungsfinanzierung.....	77
2.3 Lösungsmöglichkeiten für Agency-Probleme.....	79
2.3.1 Organisierter Markt.....	79
2.3.2 Alternative Kooperationsdesigns	81
2.4 Lösung von Verhaltensunsicherheiten durch eine qualitative Bewertung.....	83

3	EMPIRISCHE ERGEBNISSE ZUR ENTWICKLUNG DES BETEILIGUNGSMARKTES VON 2001 BIS 2005	85
3.1	Allgemeine Angaben.....	88
3.2	Auswahl der Beteiligungen	95
3.3	Betreuungsablauf	103
3.4	Exit der Beteiligungen und erzielte Rendite.....	107
3.5	Management und Zusatzleistungen der Gesellschaften.....	110
3.6	Zwischenfazit	113
4	ERFOLGSFAKTOREN AM BEISPIEL DES DEUTSCHEN BETEILIGUNGSMARKTES	115
4.1	Beurteilungskriterien und Auswahl von Beteiligungsgesellschaften	115
4.2	Erfolgswirksamkeit der erhobenen Variablen	120
4.3	Statistische Vorbemerkungen.....	125
4.4	Untersuchung der abhängigen Variable „Rendite“ als Erfolgskennziffer	129
4.4.1	<i>Nominal-skalierte Faktoren und ihr Einfluss auf die Rendite</i>	<i>132</i>
4.4.2	<i>Intervall-skalierte Faktoren und ihr Einfluss auf die Rendite</i>	<i>141</i>
4.4.3	<i>Metrisch-skalierte Faktoren und ihr Einfluss auf die Rendite.....</i>	<i>147</i>
4.5	Untersuchung der abhängigen Variable „Beteiligungsvolumen“ als Erfolgskennziffer	165
4.5.1	<i>Nominal-skalierte Faktoren und ihr Einfluss auf das Beteiligungsvolumen</i>	<i>167</i>
4.5.2	<i>Intervall-skalierte Faktoren und ihr Einfluss auf das Beteiligungsvolumen</i>	<i>182</i>
4.5.3	<i>Metrisch-skalierte Faktoren und ihr Einfluss auf das Beteiligungsvolumen.....</i>	<i>186</i>
4.6	Zusammenfassung der Ergebnisse	200
5	ABLEITUNG EINES BEWERTUNGSMODELLS.....	207
5.1	Funktion einer Bewertung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften	207
5.2	Anforderungen an ein Bewertungskonzept	211
5.3	Bewertungskonzept zur Ableitung von Benchmarkgrößen.....	213
5.4	Paneldatenanalyse für den Zeitraum 2001-2005	219
5.4.1	<i>Statistische Vorbemerkungen</i>	<i>219</i>
5.4.2	<i>Panel-Renditemodell</i>	<i>223</i>
5.4.3	<i>Panel-Volumenmodell</i>	<i>224</i>
5.5	Angepasste Regression für den Zeitraum 2001-2005.....	225
5.5.1	<i>Statistische Vorbemerkungen</i>	<i>225</i>
5.5.2	<i>Regression-Renditemodell.....</i>	<i>227</i>
5.5.3	<i>Regression-Volumenmodell.....</i>	<i>228</i>
	ZUSAMMENFASSUNG UND FAZIT.....	231
	ANLAGEN	237
	LITERATURVERZEICHNIS	299

Abkürzungsverzeichnis

ARDC	American Research and Development Corporation
BA	Business Angel
BDC	Business Development Corporation
BJTU	Beteiligungskapital für junge Technologieunternehmen
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Venture Capital Association e.V.
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CVC	Corporate-Venture-Capital
CVCG	Corporate-Venture-Capital-Gesellschaft
DD	Due Diligence
df	degrees of freedom
DVCV	Deutscher Venture Capital Verband e.V.
ERP	European Recovery Program
EStG	Einkommenssteuergesetz
EVCA	European Venture Capital Association
F&E	Forschung und Entwicklung
GDV	Gesamtverband der deutschen Versicherer
IRR	Internal Rate of Return
IPO	Initial Public Offering
KBG	Kapitalbeteiligungsgesellschaft
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
LBO	Leveraged Buyout
LM	Langrange Multiplikator
LPM	Lower Partial Moment
MA	Mitarbeiter
MBG	Mittelständische Beteiligungsgesellschaften
MBI	Management Buyin
MBO	Management Buyout

MSCI	Morgan Stanley Capital International
MW	Mittelwert
N	Anzahl der Beobachtungen
n.e.	nicht ermittelt
öff.	öffentlich
PA	Principal Agent
PE	Private Equity
PU	Portfoliounternehmen
PVCI	Post-Venture-Capital-Index
SBIC	Small Business Investment Corporation
S&P	Standard & Poors
STABW	Standardabweichung
StB	Steuerberater
TGZ	Technologie- und Gründerzentrum
TOU/ABL	Technologieorientierte Unternehmensgründungen
UBG	Unternehmensbeteiligungsgesellschaft
UBGG	Gesetz für Unternehmensbeteiligungsgesellschaften
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VC	Venture Capital
VCG	Venture-Capital-Gesellschaft
WFG	Wagnisfinanzierungs-Gesellschaft
WP	Wirtschaftsprüfer

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Formulierung der Problemstellung.....	20
Abbildung 2: Abgrenzung der Begriffe Venture Capital und Private Equity in Abhängigkeit von den Finanzierungsphasen.....	25
Abbildung 3: Finanzierungsphasen	28
Abbildung 4: Venture-Capital-Investments und Anzahl der finanzierten Unternehmen (USA).....	32
Abbildung 5: Marktentwicklung des deutschen Beteiligungsmarktes	35
Abbildung 6: Erscheinungsformen der Venture-Capital-Finanzierung.....	43
Abbildung 7: Gesellschaftsrechtliche Ausgestaltung der Fondskonstruktion.....	45
Abbildung 8: Principal-Agent-Beziehungsebenen	76
Abbildung 9: Verteilung der Anzahl der Gesellschaften (2002-2005).....	87
Abbildung 10: Altersstruktur der Gesellschaften (2001-2005) (absolute Häufigkeiten)	88
Abbildung 11: Beteiligungsgesellschaften nach Standort (2001-2005)	89
Abbildung 12: Tätigkeitsgebiet (2002-2005).....	90
Abbildung 13: Einordnung der Gesellschaften in Renditequartile.....	132
Abbildung 14: Trennung der Gesellschaften nach Beteiligungsvolumen	166
Abbildung 15 : Überblick über die Ratingarten aus der Perspektive des Equity-Rating	209
Abbildung 16: Bewertungskonzept mit statistisch abgesicherten Rendite- und Volumen- Einflussfaktoren	214
Abbildung 17: Ableitung von Benchmarkgrößen aus den statistisch gesicherten Einflussfaktoren ...	215
Abbildung 18: Zusammenfassende Übersicht zur Vorgehensweise bei den statistischen Analysen ..	233

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Entwicklung der Mitgliederanzahl des BVK	36
Tabelle 2: Struktur des Fundraising in Deutschland 2001-2005	37
Tabelle 3: CVC-Aktivitäten in Deutschland 1997-2004	41
Tabelle 4: Ergebnisse Brophy/Guthner	52
Tabelle 5: Durchschnittliche Rendite und Risiko der Assetklassen 1978-1987	53
Tabelle 6: Verteilung der durchschnittlichen jährlichen Renditen und Ausfallrisiko 1978-1987	54
Tabelle 7: Renditen, Risiko, Juni 1980 bis Juni 1986 und Juni 1986 bis Juni 1990	55
Tabelle 8: Arten von Verhaltensunsicherheiten	79
Tabelle 9: Lösung der Verhaltensunsicherheiten durch Bewertung der KBG	84
Tabelle 10: Rücklaufquoten der Untersuchungen 2001-2005	85
Tabelle 11: Entwicklung der Mitarbeiterzahl (Mittelwerte).....	90
Tabelle 12: Fondsvolumen der Gesellschaftsgruppen (Mittelwerte)	91
Tabelle 13: Mitarbeiter (MA) je 100 Mio. Euro Fondsvolumen	92
Tabelle 14: Fondsanzahl nach Gesellschaftsgruppen.....	92
Tabelle 15: Entwicklung der Kapitalakquisition nach Herkunft (Anteil in %).....	93
Tabelle 16: Finanzierungsquellen (Anteil in %)	94
Tabelle 17: Entwicklung der Finanzierungsphasen (Anteil in %).....	95
Tabelle 18: Finanzierungsphasen (Anteil in %)	95
Tabelle 19: Generierung des Deal Flow (Mittelwerte).....	97
Tabelle 20: Risikovorsorge der Gesellschaften (Mittelwerte).....	98
Tabelle 21: Minimale und maximale Beteiligungshöhe in Mio. Euro (Mittelwerte).....	98
Tabelle 22: Anfragen und Neuengagements (Mittelwerte)	99
Tabelle 23: Geplante Beteiligungsdauer nach Gesellschaftsart (Anteil in %)	100
Tabelle 24: Art des Engagements (Anteil in %).....	101
Tabelle 25: Bevorzugte Beteiligungsform (Anteil in %)	102
Tabelle 26: Zielsetzung der Beteiligungen (Mittelwerte).....	103
Tabelle 27: Intervalle der Berichterstattung (Anteil in %).....	103
Tabelle 28: Einfluss auf die Geschäftsführung (Mittelwerte)	104
Tabelle 29: Dauer des Entscheidungsprozesses (Anteil in %)	104
Tabelle 30: Betreuung der Portfoliounternehmen (Mittelwerte).....	105
Tabelle 31: Einbeziehung externer Berater in den Entscheidungsprozess (Mittelwerte).....	105
Tabelle 32: Einbeziehung externer Berater in den Betreuungsprozess (Mittelwerte).....	106
Tabelle 33: Controlling der Portfoliounternehmen (Mittelwerte)	106
Tabelle 34: Häufigkeit genutzter Exitkanäle (Mittelwerte aller Gesellschaften)	107
Tabelle 35: Kapitalvolumen je Exitkanal (Mittelwerte aller Gesellschaften) (Anteil in %)	109
Tabelle 36: Erzielte Rendite (in %) (Mittelwerte aller Gesellschaften)	110

Tabelle 37: Qualifikation des Managements (Anteil in %)	111
Tabelle 38: Leitungserfahrung des Managements (Mittelwerte in Jahren)	112
Tabelle 39: Einordnung der eigenen Untersuchung	115
Tabelle 40: Systematik der in der Literatur herausgestellten Erfolgsfaktoren für die Bewertung von Kapitalbeteiligungsgesellschaften	119
Tabelle 41: Einflussfaktoren auf den Erfolg von KBG	124
Tabelle 42: Angewendete statistische Verfahren	128
Tabelle 43: Vergleich der Mittelwerte der erwarteten Renditen (2001-2005) (in %)	130
Tabelle 44: Varianzanalyse Renditen der Gesellschaften	130
Tabelle 45: Paarweiser Mehrfachvergleich Tamhane T2	131
Tabelle 46: Ausbildung des Managements	133
Tabelle 47: Controlling und Einbeziehung externer Berater	134
Tabelle 48: Art des Engagements, Art der Gesellschaft, Tätigkeitsgebiet	135
Tabelle 49: Eigentümerstruktur und Kapitalakquise	136
Tabelle 50: Kapitalquellen	137
Tabelle 51: Deal-Flow-Generierung (2002-2004)	138
Tabelle 52: Risikomanagement (2003-2004)	139
Tabelle 53: Art der Beteiligung	139
Tabelle 54: Zielstellung der Gesellschaften (2002-2004)	140
Tabelle 55: Beteiligungsdauer, Berichterstattung, Entscheidungsprozess	141
Tabelle 56: Einfluss auf die operative und strategische Geschäftsführung	142
Tabelle 57: Paarweise Mehrfachvergleiche Einfluss auf die strat. Geschäftsführung	143
Tabelle 58: Mittelwertunterschiede der Zusatzleistungen der Gesellschaften	144
Tabelle 59: Paarweise Mehrfachvergleiche Zusatzleistungen der Gesellschaften	147
Tabelle 60: Mittelwerte Alter und Anzahl der Mitarbeiter	150
Tabelle 61: Paarweise Mehrfachvergleiche Anzahl der Mitarbeiter	150
Tabelle 62: Mittelwertvergleiche Anzahl und Volumen der Beteiligungen, Exits	152
Tabelle 63: Paarweise Mehrfachvergleiche Anzahl und Volumen der Beteiligungen, Exits	154
Tabelle 64: Mittelwerte Volumen je Professional, Volumen je Beteiligungsfall, Beteiligungsfälle je Professional	155
Tabelle 65: Paarweise Mehrfachvergleiche Volumen je Professional, Volumen je Beteiligungsfall, Beteiligungsfälle je Professional	156
Tabelle 66: Mittelwerte Exits zu Beteiligungsfälle, Verluste zu Beteiligungsfälle, Exits zu Beteiligungsvolumen, Totalverluste zu Beteiligungsvolumen, Exits zu Totalverlusten	157
Tabelle 67: Paarweise Mehrfachvergleiche Totalverluste zu Beteiligungsfälle, Exits zu Beteiligungsvolumen, Totalverluste zu Beteiligungsvolumen, Exits zu Totalverluste	158
Tabelle 68: Mittelwerte Anfrage und Neuengagements	159

Tabelle 69: Paarweise Mehrfachvergleiche Grobprüfung und Neuengagements	160
Tabelle 70: Mittelwerte Betreuungsqualität	161
Tabelle 71: Mittelwerte Leitungserfahrung des Managements	163
Tabelle 72: Paarweise Mehrfachvergleiche Leitungserfahrung des Managements	164
Tabelle 73: Vergleich der Mittelwerte der Beteiligungsvolumina	165
Tabelle 74: Tamhane-T2 paarweiser Mehrfachvergleich Beteiligungsvolumina	166
Tabelle 75: Ausbildung des Managements.....	167
Tabelle 76: Controlling der Portfoliounternehmen und Einbeziehung externer Berater (2001-2004).....	168
Tabelle 77: Controlling Aktivitäten (Jahr 2005)	169
Tabelle 78: Paarweiser Mehrfachvergleich Controlling Finanzergebnisse (2005)	169
Tabelle 79: Art des Engagements, Finanzierungsphase, Tätigkeitsgebiet	170
Tabelle 80: Eigentümerstruktur und Kapitalakquise.....	171
Tabelle 81: Kapitalquellen	171
Tabelle 82: Deal-Flow-Quellen (2002-2004).....	172
Tabelle 83: Deal-Flow-Quellen (2005)	173
Tabelle 84: Paarweiser Mehrfachvergleich Deal-Flow-Quellen (2005)	175
Tabelle 85: Risikomanagement (2003-2004).....	176
Tabelle 86: Risikomanagement (2005)	177
Tabelle 87: Paarweise Mehrfachvergleiche Risikomanagement (2005).....	178
Tabelle 88: Art der Beteiligung.....	179
Tabelle 89: Zielstellung der Gesellschaften	179
Tabelle 90: Zielstellungen der Beteiligungsgesellschaften (2005).....	180
Tabelle 91: Beteiligungsdauer, Berichterstattung, Entscheidungsprozess	181
Tabelle 92: Berichterstattung (2005).....	181
Tabelle 93: Einfluss auf die Geschäftsführung	183
Tabelle 94: Zusatzleistungen der Gesellschaften	184
Tabelle 95: Paarweise Mehrfachvergleiche Zusatzleistungen der Gesellschaften.....	185
Tabelle 96: Mittelwerte Alter und Anzahl der Mitarbeiter.....	186
Tabelle 97: Paarweise Mehrfachvergleiche Alter und Anzahl der Mitarbeiter.....	188
Tabelle 98: Mittelwerte Anzahl der Beteiligungen, min. und max. Beteiligungshöhe, Exits, Totalverluste.....	189
Tabelle 99: Paarweise Mehrfachvergleiche Anzahl der Beteiligungen, min. und max. Beteiligungshöhe, Exits, Totalverluste.....	190
Tabelle 100: Verhältniszahlen größenbezogener Variablen.....	192
Tabelle 101: Paarweiser Mehrfachvergleich Beteiligungsfälle je Professional	192
Tabelle 102: Mittelwerte Anfrage und Neuengagements.....	193

Tabelle 103: Paarweise Mehrfachvergleiche Grobprüfung und Neuengagements	194
Tabelle 104: Mittelwerte Betreuungsqualität	195
Tabelle 105: Leitungserfahrung des Managements.....	197
Tabelle 106: Paarweise Mehrfachvergleiche Leitungserfahrung des Managements	198
Tabelle 107: Verhältniszahlen Leitungserfahrung je Mitarbeiter und je Professional	198
Tabelle 108: Paarweiser Mehrfachvergleich Leitungserfahrung je Mitarbeiter und je Professional ..	199
Tabelle 109: Zusammenfassung der Ergebnisse: allgemeine Angaben	201
Tabelle 110: Zusammenfassung der Ergebnisse: Auswahl der Beteiligungen.....	203
Tabelle 111: Zusammenfassung der Ergebnisse Betreuungsablauf, Exits und Totalverluste, Management und Zusatzleistungen	204
Tabelle 112: Anforderungen an ein Ratingverfahren	212
Tabelle 113: Aus den Renditen abgeleitete Benchmarkgrößen.....	217
Tabelle 114: Aus den Beteiligungsvolumen abgeleitete Benchmarkgrößen.....	218
Tabelle 115: Panel-Renditemodell	223
Tabelle 116: Panel-Volumenmodell.....	224
Tabelle 117: Ergebnisse Regression-Renditemodell.....	227
Tabelle 118: Ergebnisse Regression-Volumenmodell	229
Tabelle 119: Zusammenführung der Regressionsanalysen zu Gewichtungsfaktoren	235

Einleitung

Hintergrund und Problemstellung

Der Markt für außerbörsliche Kapitalbeteiligungen erlebte in der zweiten Hälfte der 1990er-Jahre einen Boom. So stiegen die Bruttoinvestitionen von 611,5 Mio. Euro 1996 bis auf 4.435,0 Mio. Euro in 2001 an. Nachdem sich jedoch viele Geschäftsmodelle als nicht tragfähig herausstellten und die möglichen Ergebnisse weit überschätzt worden waren, machte sich Ernüchterung breit, da sich in den Portfolios der Kapitalbeteiligungsgesellschaften (KBG) ein großer Wertberichtigungsbedarf aufgebaut hatte. Neben den Wertberichtigungen waren Fondsaufösungen und geringe Renditen die Folge, so dass viele Gesellschaften vom Markt verschwanden.¹

Konsequenz dieser Entwicklung war, dass so umfangreiche Mittel für die Early-Stage-Finanzierungen im Seed- und Start-up-Bereich, wie sie in den Boomjahren zu verzeichnen waren, nicht mehr bereitstanden. Eine Verschiebung der Investitionen hin zu Buyout-Finanzierungen zeichnete sich bereits Ende 2001 ab und setzte sich danach fort. Mittlerweile machen die Buyouts 58,2 % aller Investitionen im Jahr 2005 aus.² Die Branchenschwerpunkte haben sich vielfach wieder zu traditionelleren Branchen verschoben und es ist davon auszugehen, dass in Zukunft eher Investments in weniger risikoreiche Dachfonds als in einen auf eine bestimmte Branche spezialisierten Venture-Capital-Fonds erfolgen werden.³

Die Diskussion über die Eigenkapitalausstattung des Mittelstandes rückte die Beteiligungsfinanzierung wieder verstärkt in den Mittelpunkt des öffentlichen Interesses.⁴ Eine solide Eigenkapitalausstattung ist im internationalen Wettbewerb und durch die Fokussierung der Geschäftsbanken auf die Ratinganforderungen im Zuge von Basel II ein besonders wichtiger Erfolgsfaktor für kapitalsuchende mittelständische Unternehmen. Für diese stellt der Zugang zu geeigneten Private-Equity- und Venture-Capital-Investoren aufgrund des äußerst intransparenten und fragmentierten Marktes eine große Herausforderung dar. Die Marktkonsolidierung und das damit verbundene Ausscheiden vieler Gesellschaften vom Markt verschärfte diese Situation.

Inzwischen stellt sich wieder ein positives Investitionsklima ein und die Fundraising-Aktivitäten beleben sich. Der Anteil der Totalverluste ist im Jahr 2005 deutlich auf 10 % gesunken, was darauf schließen lässt, dass die Konsolidierung weitestgehend abgeschlossen ist.⁵

¹ Zur Konsolidierung des Beteiligungsmarktes vgl. Frommann/Dahmann (2003) S. 12 f.

² Vgl. BVK-Jahresstatistik 2005.

³ Dies zeigt sich auch in der aktuellen Jahresstatistik für den deutschen Markt; im Jahr 2005 stammten bereits 14,4 % der Mittel, die im Zuge des Fundraising eingeworben wurden, von Dachfonds. Im Vergleich dazu betrug der Anteil der Mittel, die von Kreditinstituten kamen, nur 11,6 %. Die Mittel aus Pensionsfonds hatten mit 37,4 % den größten Anteil.

⁴ Vgl. z. B. KfW (2003a) und KfW (2003b).

⁵ Vgl. BVK-Jahresstatistik 2005.

Die Entwicklung des deutschen Marktes, der schon einige Höhen und Tiefen durchlebt hat, und insbesondere das Ausscheiden vieler Gesellschaften während der Konsolidierung des Marktes zeigt, wie wichtig die Auswahl einer geeigneten KBG für den Investor ist, da sich dieser auf lange Zeit an eine Gesellschaft bindet und nur schwer von einem Engagement trennen kann. Das Auswahlproblem resultiert v. a. aus der großen Zahl der Beteiligungsgesellschaften, die sich zudem als sehr heterogen darstellen. Die Auswirkungen der Auswahl sind sowohl auf der Beziehungsebene Kapitalbeteiligungsgesellschaft und Portfoliounternehmen als auch auf der Ebene Investor und Kapitalbeteiligungsgesellschaft relevant.⁶ Traditionell spielten bei der Auswahl quantitative Rendite-/Risiko-Relationen die entscheidende Rolle. Da viele Investoren während der Konsolidierung des Marktes hohe Verluste erlitten haben, muss vermutet werden, dass das Risiko, das sich durch die Festlegung auf eine bestimmte Kapitalbeteiligungsgesellschaft ergibt, anhand quantitativer Rendite-Risiko-Profile nicht befriedigend eingeschätzt werden kann. Dies ist aufgrund der vorhandenen Bewertungsspielräume und der allgemeinen Überschätzung der quantitativen Renditen der Fall.

In der Vergangenheit wurden wiederholte Anstrengungen unternommen, um sich dem Aspekt der Risikomessung weiter anzunähern. Hier wurden vor allem die quantitativen Aspekte des Risikos von öffentlich notierten Private-Equity- und Venture-Capital-Gesellschaften diskutiert.⁷ Methoden zur Risikomessung, die für öffentlich notierte Wertpapiere genutzt werden, sind in ihrer Anwendung für Private-Equity- und Venture-Capital-Transaktionen jedoch nicht geeignet. Da Daten über die Performance von Private-Equity-Transaktionen nicht öffentlich zugänglich sind, bestehen immer noch erhebliche Einschränkungen, das Risiko derartiger Transaktionen zu quantifizieren. Z. B. ist die Standardabweichung als ein typisches Maß für die Abbildung des Risikos für derartige Transaktionen nur begrenzt aussagefähig.⁸

Neben den Problemen der Risikomessung von Private-Equity-Transaktionen lassen sich in der Branche selbst Entwicklungen erkennen, die die Forderung nach einer höheren Transparenz und einer objektiven Vergleichbarkeit der Erfolgskennzahlen nach sich ziehen. Dies ist insbesondere im Zusammenhang mit der wachsenden Bedeutung der Dachfonds-Konzepte und den Überlegungen zum Aufbau eines Sekundärmarktes für Kapitalbeteiligungen zu beobachten.⁹ Daher ist es notwendig, Konzepte zu entwickeln, die es erlauben, neben der rein quantitativ ausgerichteten Risikomessung verstärkt qualitative Aspekte zu berücksichtigen.

Eine Risikoeinschätzung durch die Einbeziehung qualitativer Aspekte kann einerseits den Kapitalbeteiligungsgesellschaften Anhaltspunkte für Benchmarkgrößen geben und

⁶ Vgl. hierzu Kapitel 2.2.3.

⁷ Vgl. Huntsman/Hoban (1980), Martin/Petty (1983), Brophy/Guthner (1988), Ruhnka/Young (1991), Anson (2002).

⁸ Vgl. Chiampou/Kallett (1989) S. 2 ff.

⁹ Vgl. Hielscher/Zelger/Beyer (2003).

andererseits Dachfondsinvestoren, die am originären Beteiligungsgeschäft nicht interessiert sind, Kriterien für die Auswahl geeigneter Zielfonds liefern, ohne dass sie die aufwendige Prüfung der einzelnen Portfoliounternehmen selbst durchführen müssen.

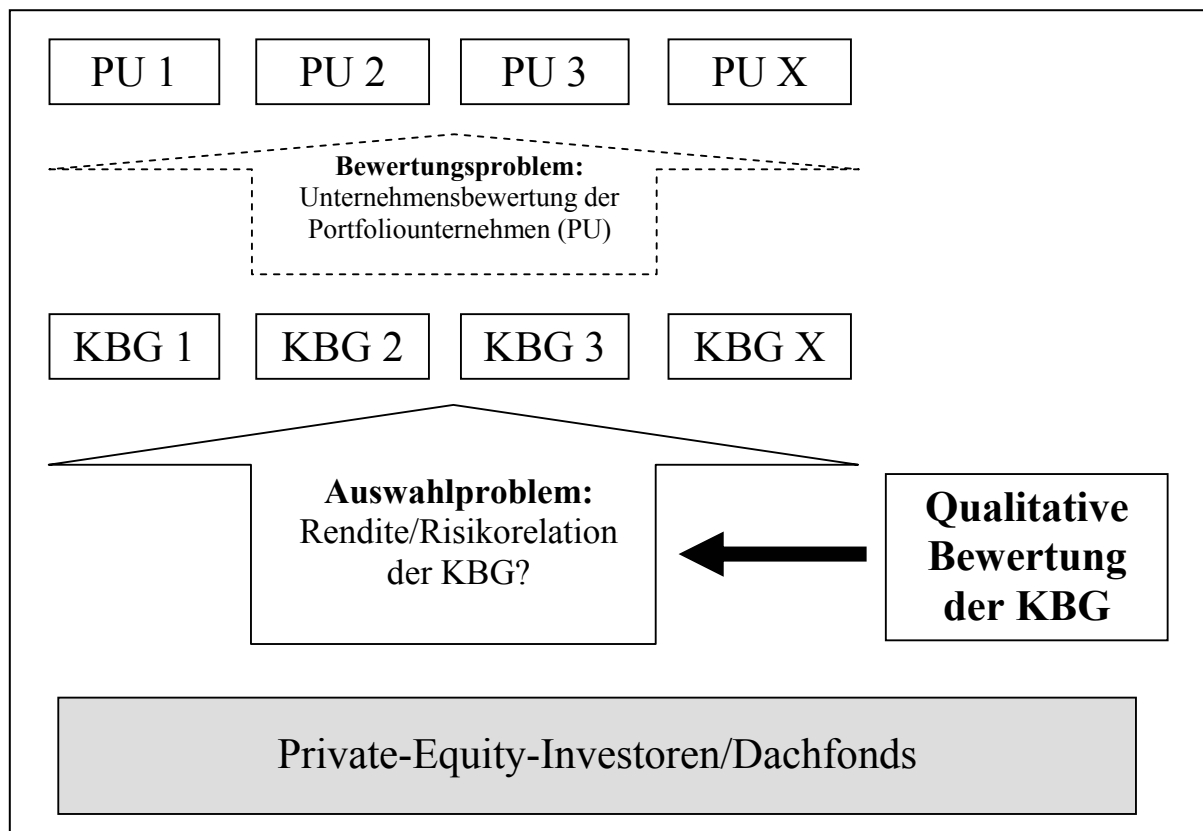


Abbildung 1: Formulierung der Problemstellung

Quelle: Eigene Darstellung.

Abbildung 1 zeigt diesen Zusammenhang im Überblick. Die Private-Equity-Investoren, zu denen auch die subsumiert werden können, die ein Dachfondskonzept verfolgen, stehen vor der Aufgabe, aus einer Vielzahl potentieller Portfoliounternehmen diejenigen auszuwählen, die den größten Erfolg versprechen. Die Erfolgsdefinition hängt von der Art des Investors ab, wird aber in der Regel am Kapitalgewinn gemessen. Da der Private-Equity-Investor die Auswahl der Portfoliounternehmen nicht selbst vornehmen will oder kann, verlässt er sich auf die Expertise der Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Das Auswahlproblem ist für den Investor auf dieser Ebene grundlegend das gleiche wie auf der übergeordneten Ebene. Die Erfahrungen in der Vergangenheit haben allerdings gezeigt, dass im Zuge dieses Auswahlprozesses eine Beschränkung auf die von den Kapitalbeteiligungsgesellschaften erzielte Rendite-Risiko-Relation zu kurz greift und durch zusätzliche Faktoren ergänzt werden muss.¹⁰ Die Beziehungsebenen im Private-Equity-Geschäft sind durch weitreichende Informationsasymmetrien gekennzeichnet. Diese treten sowohl zwischen den Kapitalbeteili-

¹⁰ Vgl. Abbildung 1.