



26. Januar 2005

Nr. 49

economics

Digitale Ökonomie und struktureller Wandel



Private Equity in Europa: Buy-outs stützen Wachstum, Gründungsfinanzierung abgestürzt

- Der **Private Equity (PE)-Markt in Europa wächst solide**. Das Segment für temporäre außerbörsliche Eigenkapitalbeteiligungen hat die New-Economy-Blase verarbeitet und **schwenkt auf seinen langfristigen Wachstumspfad** ein. Für 2005 erwarten wir Investitionen von EUR 32 Mrd.
- Die **Aufwärtsbewegung am europäischen PE-Markt wird primär von den großen Übernahmen getragen**. Die Buy-out-Investitionen der europäischen PE-Häuser sind 2003 mit EUR 18 ½ Mrd. um fast 9% gegenüber dem Vorjahr gewachsen. Sie repräsentieren mit rd. 65% den Löwenanteil aller Investitionen im Markt. Ihr Anteil wird 2005 weiter in Richtung 70% steigen auf EUR 22 Mrd.
- Die **Gefahr von Übertreibungen am Buy-out-Markt** ist nicht mehr von der Hand zu weisen. Der starke Bieterwettbewerb treibt die Preise in die Höhe. Auch hat der Fremdkapitalanteil der Deals deutlich zugenommen. Gegen die Überhitzungsthese spricht indes, dass der **Finanzierungsbedarf im europäischen Übernahmegeschäft** durch den Druck zur Konsolidierung speziell in den reifen Branchen hoch ist.
- Die Kehrseite der Buy-out-Dominanz ist, dass die **Finanzierung der frühen Investitionsphasen immer stärker schrumpft**. Die Seed-Phase wird praktisch überhaupt nicht mehr bedient. Aus wachstumspolitischer Sicht bedenklich ist, dass vielen innovativen Projekten in der entscheidenden Phase vor der Unternehmensgründung die finanziellen Mittel fehlen.
- Auch **der deutsche Private Equity-Markt wächst insgesamt solide**, wobei die Buy-outs das Wachstum maßgeblich bestimmen. Das Venture Capital-Segment erholt sich zaghaf. Bei der Gründungsfinanzierung ist das Strohfeuer der New Economy dagegen erloschen.
- **Deutschland zieht relativ viele ausländische Private Equity-Häuser an**, die gewichtige Übernahmen finanzieren, stellt selbst aber so gut wie keine nationalen Akteure im Markt der großen Transaktionen. 2004 wurden in Deutschland Buy-outs im Wert von EUR 22,5 Mrd. durchgeführt. Für 2005 erwarten wir EUR 30 Mrd. Besonders der hohe FK-Anteil erklärt die Höhe dieser Werte.
- Grundsätzlich versprechen **Investitionen in Private Equity hohe Renditen in der langen Frist**. Infolge des Börsencrashes sind in Europa allerdings die rollierenden Fünf-Jahres-Renditen für PE von 25% im Jahr 2000 auf ca. 7% im Jahr 2003 abgestürzt. Während sie auch in diesem Jahr auf niedrigem Niveau verharren dürften, sollten sie danach wieder langsam anziehen. Eine Rückkehr zu historisch hohen Renditen ist jedoch fraglich, da die Überhitzung im Buy-out-Geschäft den zyklischen Aufschwung bremsen kann. Eine nachhaltige Steigerung der Performance des gesamten PE-Segments wird erst eintreten, wenn die europäischen Börsen hinreichend liquide Wachstumssegmente schaffen, die Börsengänge in größerer Zahl attraktiv machen.

Autor: Jürgen Schaaf, +49 69 910-46830 (juergen.schaaf@db.com)



Editor

Antje Stobbe
+49 69 910-31847
antje.stobbe@db.com

Publikationsassistentz

Martina Ebling
+49 69 910-31710
martina.ebling@db.com

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management
Norbert Walter

Private Equity in Europa: Buy-outs stützen Wachstum, Gründungsfinanzierung abgestürzt

Der Private Equity (PE)-Markt in Europa wächst solide. Das Segment für temporäre außerbörsliche Eigenkapitalbeteiligungen hat die Ausschläge der New-Economy-Blase verarbeitet. Die Volumina der eingeworbenen und investierten Mittel schwenken auf ihren langfristigen Wachstumspfad ein. Allerdings nimmt das Wachstumstempo ab. Im Jahr 2003 investierten die europäischen PE-Häuser insgesamt rd. EUR 29 Mrd., und damit gut 5% mehr als im Jahr zuvor. Für 2004 erwarten wir Investitionen von gut EUR 30 Mrd. 2005 sehen wir EUR 32 Mrd.

Buy-outs dominieren den Beteiligungsmarkt

Im Buy-out-Markt besteht ein erheblicher Unterschied zwischen der Höhe der Eigenkapitalinvestitionen der PE-Häuser und der Höhe der durchgeführten Transaktionen. Die Zahl und Volumina dieser Deals sind in Europa deutlich gestiegen. Während der Wert der öffentlich bekannt gemachten Buy-out-Transaktionen in Europa noch EUR 64 Mrd. im Jahr 2001 betrug, stieg er auf EUR 107 Mrd. im letzten Jahr. Für 2005 erwarten wir einen weiteren Anstieg auf EUR 135 Mrd. Der Wert der Buy-out-Transaktionen liegt deshalb so deutlich über den europäischen PE-Investitionen, weil amerikanische PE-Gesellschaften auch in Europa eine dominante Rolle spielen, ohne zwingend in der EVCA organisiert zu sein. Außerdem geht der sehr hohe FK-Anteil der Buy-Out-Deals nicht in die EVCA-Statistiken ein. Hier wird nur das investierte Eigenkapital aus den Fonds festgehalten.

Die Buy-out-Investitionen der europäischen PE-Häuser sind 2003 mit EUR 18 ½ Mrd. um fast 9% gegenüber dem Vorjahr gewachsen (siehe Grafik). Sie repräsentieren mit fast 65% den Löwenanteil aller Investitionen im Markt. Für 2004 und das laufende Jahr erwarten wir, dass ihr Anteil weiter in Richtung 70% steigen wird. Dafür spricht nicht zuletzt, dass bereits über drei Viertel von den 2004 eingeworbenen Mitteln für Buy-outs vorgesehen waren.

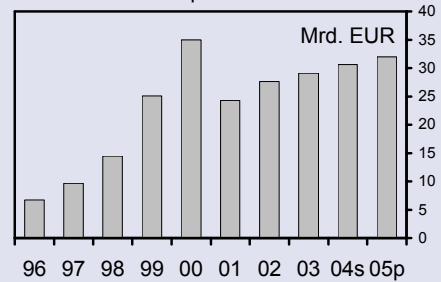
Damit haben die Unternehmensübernahmen durch das Management deutlich an Gewicht gewonnen. Sie haben in den letzten vier Jahren eine beeindruckende Rallye hingelegt. Während noch im Jahr 2000 nur gut 40% der gesamten europäischen PE-Investitionen in Buy-outs flossen, stieg ihr Anteil seither um über 50% an und liegt derzeit gut 10 Prozentpunkte über dem Mittel der letzten vier Jahre (siehe Grafik).

Gefahr spekulativer Übertreibung im Buy-out-Segment

Inzwischen weisen Kritiker auf die Gefahr einer spekulativen Übertreibung hin. Der starke Bieterwettbewerb treibt die Preise in die Höhe. Bei den so genannten Leveraged Buy-outs nehmen die PE-Häuser z.T. umfangreich Fremdkapital auf, um ihre Beteiligung zu refinanzieren. Die Banken können über Kredite an die Private Equity-Häuser wesentlich höhere Margen erzielen als im klassischen Firmenkreditgeschäft. Zur Upfront-Fee von etwa zwei Prozent des Kreditvolumens kommt ein Risikozuschlag (Risiko-Marge) von rund 200 bis 300 Basispunkten hinzu.

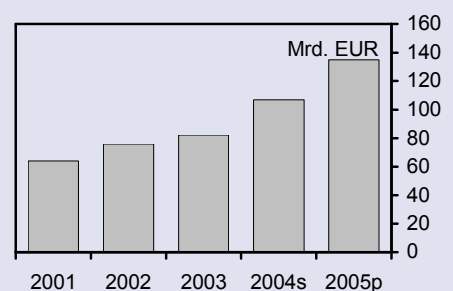
Aus Investorensicht wirkt ein hoher Fremdkapitalanteil wie ein Hebel auf den Gewinn (leverage), und zwar in dem Maße, in dem die Wertsteigerung der Beteiligung über dem Fremdkapitalzins liegt. In Niedrigzinsphasen gewinnen Leveraged Buy-outs somit zusätzlich an Attraktivität. Diese Rechnung geht aber nur so lange auf, wie beim Wiederverkauf entsprechend hohe Preise erzielt werden können. Das relativ neue

Private Equity in Europa
Investitionen europäischer PE-Häuser



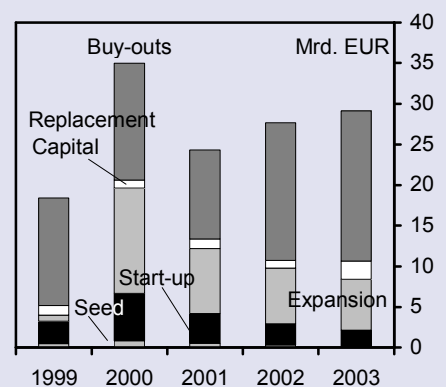
Quellen: DB Research, 2005, EVCA, 2004

Buy-out-Transaktionen in Europa



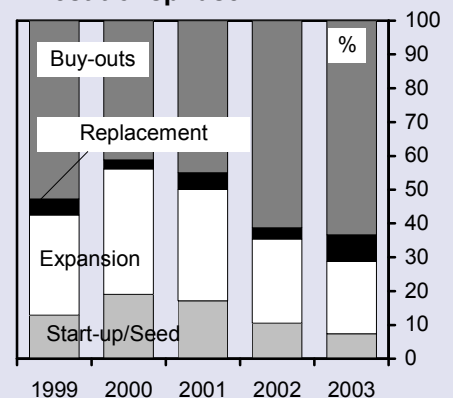
Quellen: DB Research, Merger Market, 2005

PE-Investitionen in Europa



Quelle: EVCA, 2004

PE: Relative Verteilung nach Investitionsphasen



Quelle: EVCA, 2004

Phänomen der Secondary Buy-outs, also der Weiterverkauf einer Beteiligung an einen anderen Finanzinvestor, zeigt, dass der Verkauf an strategische Investoren schwierig geworden ist. Auch der hohe Verschuldungsgrad bei den Buy-outs mahnt zur Wachsamkeit. Seit 2002 ist der Eigenkapitalanteil bei Buy-outs im Schnitt kontinuierlich von knapp 39% auf fast 36% gesunken. Aber auch Eigenkapitalquoten von unter 20% kommen vor. Allerdings gab es auch in der Vergangenheit bereits ähnliche Werte.

Gegen die These der spekulativen Überhitzung spricht indes, dass der Finanzierungsbedarf im europäischen Übernahmehandel in der Tat hoch ist. Der Wettbewerb auf den globalen Märkten verstärkt den Druck zur Konsolidierung speziell in den reifen Branchen der Industrienationen. Für große Unternehmen, die nicht an der Börse notiert sind, werden zwangsläufig hohe Summen an Beteiligungskapital benötigt, um den Prozess der Umstrukturierung zu schultern. Dementsprechend prägen die großen Buy-outs in Großbritannien, Deutschland und Frankreich das Segment wertmäßig. Die Branchen der Old Economy wie Chemie, Immobilien, Automobil und konsumnahe Bereiche dominieren das Geschehen. Zwar sind die Preise, die für die Engagements gezahlt werden, auf hohem Niveau. Der Kaufpreis als Vielfaches der Unternehmensergebnisse – gemessen an den „Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization“ (Ebitda) – liegt z.Z. bei etwa 6-7. In den späten 1990er Jahren lagen die Ebitda-Werte mit über 8 aber noch mal deutlich darüber.

Anhaltend starker Rückgang in der Frühphasenfinanzierung

Die Kehrseite der Buy-out-Dominanz ist ein Venture Capital-Markt, der relativ immer stärker schrumpft. Besonders die Finanzierung der frühen Phasen der Unternehmensentwicklung (Produktentwicklung, Unternehmensgründung und Markteinführung) ging drastisch zurück, seit die Spekulationsblase an den Wachstumsmärkten geplatzt ist. Die Seed-Phase wird praktisch überhaupt nicht mehr bedient.

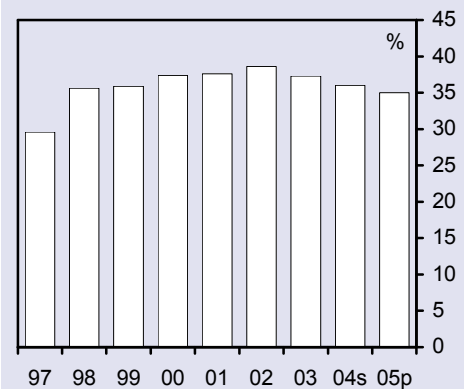
Dabei kommt den Vorgründungs- und Gründungsphasen aus volkswirtschaftlicher Sicht die größte Bedeutung zu. Speziell im Hightech-Bereich sind es neue Unternehmen, die Produkte und Prozesse in den Markt tragen. Sie transportieren den strukturellen Wandel. Gerade in der Frühphase brauchen Unternehmensgründer Risiko-Kapital von außen, da ihre Eigenmittel normalerweise gering sind und Bankkredite ihnen wegen mangelnder Sicherheiten, hoher Ausfallwahrscheinlichkeiten und der stark ausgeprägten Informationsasymmetrien oftmals nicht ausreichend gewährt werden. Insofern stellen die Engpässe bei der Finanzierung der Gründungsphasen ein gravierendes Hemmnis dar.

PE erzielt höhere Renditen als traditionelle Anlageformen

Aus Anlegersicht dient Private Equity zum einen dazu, ein Portfolio zu diversifizieren. Wird PE einem ausgewogenen Portfolio aus Aktien und festverzinslichen Wertpapieren beigefügt, kann der Ertrag für das gleiche kalkulierte Risiko erhöht werden. Alternativ wird das Risiko reduziert, während die angestrebte Ertragsrate konstant bleibt.

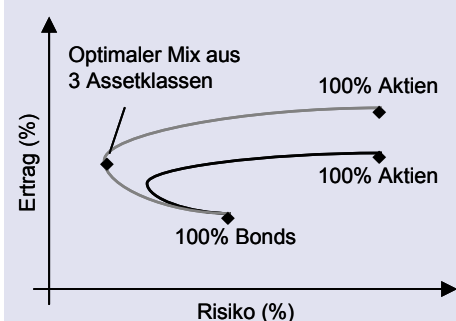
Zum anderen versprechen Investitionen in Private Equity in der langen Frist hohe Renditen. Ihr Ertrag muss höher sein als bei traditionellen Anlageformen, um die Investoren für das höhere Risiko, die geringe Markttransparenz und die geringere Liquidität zu entschädigen. Empirische Analysen bestätigen tendenziell den erwarteten Renditeaufschlag. So fanden internationale Studien heraus, dass die Rendite am Beteiligungsmarkt in der langfristigen Betrachtung über der von Aktien liegt. Börsengehandelte PE-Gesellschaften etwa, die in den Listed Private

Eigenkapitalanteil bei Buy-outs



Quellen: Standard & Poor's, DB Research, 2005

Private Equity verbessert Risiko-Ertrags-Verhältnis



Quelle: EVCA, 2004

Equity Index LPX eingehen, haben weltweit von Ende 1993 bis Anfang 2004 eine Rendite von knapp 10 ½% p.a. erzielt.¹ Auch im direkten Vergleich zu DAX oder Dow Jones schnitten sie seit 1998 besser ab (siehe Grafik).

Die Höhe der Rendite ist jedoch stark abhängig von der regionalen und definitorischen Abgrenzung oder auch von der Expertise und Erfahrung der Private Equity-Gesellschaften. Grundsätzlich gilt, dass die gesamte PE-Branche aggregiert nach einem Boom schlechtere Renditen erzielt. Das geht weitgehend auf die relativ hohe Zahl von Neulingen im Markt zurück, deren Performance deutlich unter der etablierter PE-Gesellschaften liegt. Diese unterliegen zudem weniger stark zyklischen Einflüssen.² Die Ergebnisse der Top-Quartile liegen traditionell erheblich über dem Schnitt der gesamten Branche. Dadurch fällt es den etablierten PE-Häusern mit Track-Record auch leichter, neue Mittel zu akquirieren.

Träental durchschritten: Europäische Renditen vor Aufschwung

In Europa fallen die fünfjährigen rollierenden Renditen für PE-Engagements seit über drei Jahren. Sie werden über den internen Zinsfuß (Internal rate of return, IRR) gemessen. Die IRR gibt die jährliche Verzinsung des gebundenen Kapitals an und berücksichtigt dabei die erfolgten Ausschüttungen. Auf einen Zeitraum von fünf Jahren bezogen, ist die IRR von 25% im Jahr 2000 auf ca. 7% im Jahr 2003 abgestürzt.³ Im Venture Capital Bereich fallen die Renditen mit gut 2% dabei deutlich schlechter aus als bei den Buy-outs mit fast 10%. Das schwierige gesamtwirtschaftliche Umfeld und der Mangel an Exitoptionen haben die Erträge gedrückt. Während die 5-Jahres-Renditen sich auch in diesem Jahr auf niedrigem Niveau bewegen dürften, sollten sie danach wieder langsam anziehen.

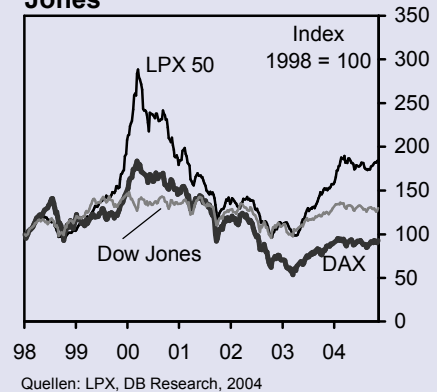
Historische Höchststände werden jedoch ausbleiben

Eine Rückkehr zu den hohen Renditen der Vergangenheit ist trotz der sich abzeichnenden Erholung fraglich. Strukturelle Gründe im Buy-out-Geschäft sprechen dafür, dass die Renditen die historischen Höhen so schnell nicht wieder erklimmen werden. Das Know-how, mit dem die PE-Häuser erheblich zur Wertsteigerung ihrer Portfolio-Unternehmen beitragen, gehört inzwischen zum bekannten Rüstzeug der Wirtschaftswissenschaften. Außerdem hat die Zahl der Akteure zugenommen, speziell die großen amerikanischen Player drängen in den europäischen Markt. Die Preise der Unternehmensteile steigen im härter werdenden Wettbewerb und drücken auf die Renditen.

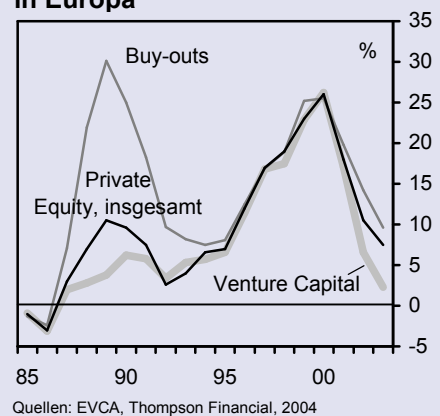
Kein pan-europäischer Markt trotz EU-Initiativen

Die bisherige Analyse bezog sich auf den europäischen Beteiligungsmarkt als ganzes. Ein homogener pan-europäischer Private-Equity-Markt ist jedoch nicht auszumachen. Die Beteiligungsmärkte sind immer noch stark fragmentiert. Dabei hat die Europäische Union gezielt auf einen Risikokapitalmarkt für ganz Europa hingewirkt. Mit dem Risk Capital Action Plan sollen Unterschiede zwischen den Ländern genau-

LPX 50 schlägt DAX und Dow Jones



Rollierende 5-Jahresrenditen in Europa



¹ Deibert, Volker (2004): Erste Untersuchung einer kaum bekannten Anlageklasse – Börsengehandelte Private Equity-Gesellschaften, in: Venture-Capital Magazin 10/2004, S. 24 ff.

² Kaplan, Steve und Antoinette Schoar (2003): Private Equity Performance: Returns, Persistence and Capital Flows, in: MIT Sloan School of Management Working Paper 4446-03, November.

³ EVCA Research Department (2004): Pan-European Survey of Performance – from Inception to 31 December 2003, Research Note, Oktober, S. 7f.

so abgebaut werden wie die Barrieren für inländische oder grenzüberschreitende Beteiligungen. Zwar haben die Mitgliedsstaaten ihre Gesetzgebung z.T. angeglichen. Große Unterschiede zwischen den nationalen Märkten gibt es aber immer noch bei den Steuersystemen oder rechtlichen Rahmenbedingungen wie etwa dem Insolvenzrecht. Die Friktionen, die weiterhin bestehen, reduzieren Liquidität und das zur Verfügung stehende Kapital. Darunter leidet die Effizienz der europäischen Private-Equity-Finanzierung. Hierin ist einer der wichtigsten strukturellen Nachteile im Vergleich zu den USA zu sehen.

Großbritannien mit Abstand größter und dynamischster Markt

Der Private Equity-Markt hat in den jeweiligen Ländern Europas einen ganz unterschiedlichen Stellenwert. Das gilt strukturell wie zyklisch. Mit fast der Hälfte der investierten und weit über der Hälfte der eingeworbenen Mittel repräsentiert Großbritannien mit Abstand den größten und dynamischsten PE-Markt in Europa. Der Marktanteil der Briten an den europäischen Private Equity-Investitionen nahm 2003 um fast 9 Prozentpunkte auf 46 ½% zu. Dieser Zuwachs wird getragen von einem Anstieg der britischen PE-Investitionen um über 30% auf EUR 13 ½ Mrd.

Traditionell hat die Eigenkapital-Finanzierung im angelsächsischen Raum eine größere Bedeutung als in Kontinentaleuropa. Das trifft auf börsliche wie außerbörsliche Beteiligungen zu. Die PE-Investitionen in Großbritannien betragen fast 0,9% des BIP. Keiner der anderen europäischen Staaten erreicht auch nur 0,4%, und damit nicht einmal die Hälfte dieses Anteils (siehe Grafik).

Weit abgeschlagen von Großbritannien weisen die wachstumsstarken skandinavischen Länder Schweden und Finnland die relativ größten nationalen PE-Märkte auf. Deutschland liegt mit gerade einmal 0,1% des BIP auf dem elften Platz, das ist der schlechteste Wert in der Gruppe der großen europäischen Nationen. In den kleinen südeuropäischen Staaten wie Portugal oder Griechenland ist das PE-Engagement noch nicht der Rede wert.

Börsenzugang als Exitkanal begünstigt Beteiligungsmarkt

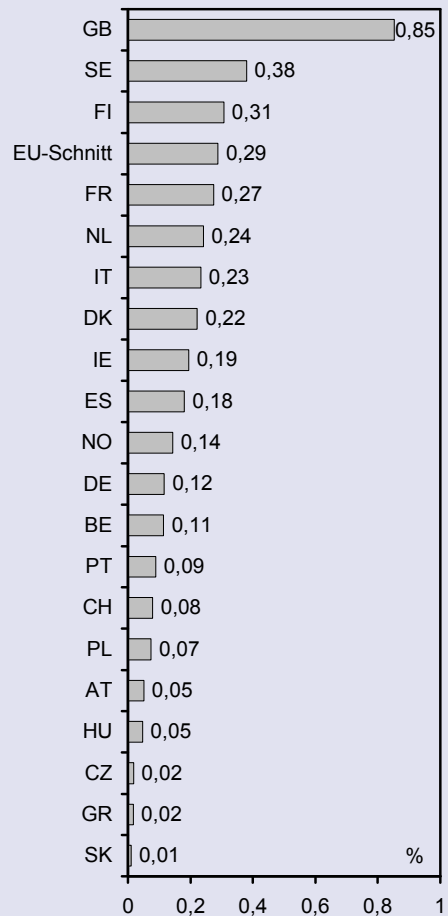
Für die Überlegenheit Großbritanniens sprechen strukturell der im Vergleich zum Kontinent etabliertere Kapitalmarkt, ein funktionierendes Börsensegment für Initial Public Offerings (IPOs) und das kräftige Wirtschaftswachstum.

Großbritannien verzeichnet mit großem Abstand die meisten Börsengänge. Bis Q3 gingen 2004 192 Firmen an die Börse, und damit fast doppelt so viele wie im gesamten Vorjahr. Geprägt von einer hohen Dynamik, stieg die Zahl der Börsengänge an der London Stock Exchange innerhalb der letzten zwei Jahre im geometrischen Mittel um gut 40% gegenüber dem jeweiligen Vorquartal.

Weit abgeschlagen gegenüber der LSE folgt die Euronext, die die Finanzplätze Frankreichs, Benelux und Portugals vereint. 2003 gingen hier 29 Unternehmen an die Börse, bis zum dritten Quartal des laufenden Jahres waren es bereits 32. In Deutschland gab es im abgelaufenen Jahr 2004 nur fünf Börsengänge und 2003 gar nur einen einzigen (siehe Grafik).

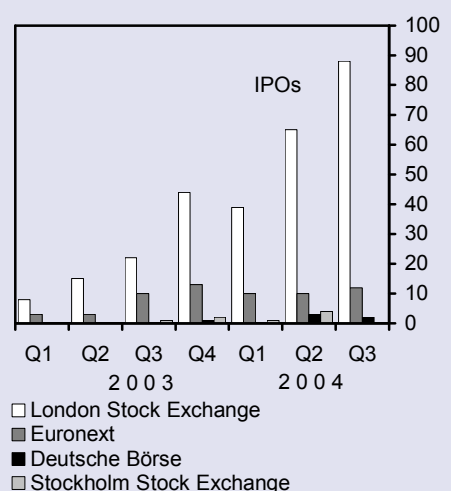
Ein funktionierender Zugang zur Börse ist für den PE-Markt deshalb so wichtig, weil der IPO den lukrativsten Exitkanal darstellt. Ohne vereinzelte extrem profitable Beteiligungen sind die geforderten Renditen der Investoren im Durchschnitt nicht zu erreichen. Investoren erwarten einen Renditeaufschlag für das erhöhte Risiko der Anlageklasse. In den

Private Equity-Investitionen in % des BIP 2003



Quelle: EVCA, 2004

IPOs an europäischen Börsen



Quelle: DB Research, 2004

Portfolios der Beteiligungsgesellschaften sind Abschreibungsquoten von 40% und mehr keine Seltenheit.

Wichtiger als die technische Möglichkeit zum Börsengang ist jedoch ein Klima, das positiv auf den PE-Markt wirkt. Erst eine kritische Masse an erfolgreichen Börsengängen schafft Impulse für den Private-Equity-Markt. Institutionell bedeutet das: Länder ohne ein funktionsfähiges Börsensegment für IPOs werden die Bedeutung ihrer PE-Märkte nicht nachhaltig erhöhen können.

BIP-Wachstum und Beteiligungsmarkt gehen Hand in Hand

Aber nicht nur das Börsenumfeld wirkt auf das Klima am Beteiligungsmarkt. Ein hohes Wachstum des Sozialprodukts geht einher mit einem starken Private Equity-Markt. Allerdings ist nicht eindeutig, in welche Richtung der Kausalzusammenhang wirkt.

Einerseits belegen Studien, dass die Akkumulation von Risikokapital einen direkten Beitrag zum Produktivitätswachstum leistet.⁴ Außerdem erzielen Unternehmen, die mit Risikokapital finanziert wurden, höhere Gewinne und erfahren eine höhere Bewertung an der Börse.⁵ Somit trägt ein stabiler Beteiligungsmarkt zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum bei.

Andererseits steigen die Erfolgsaussichten unternehmerischer Aktivität und Anleger sind eher bereit, in alternative Anlageformen zu investieren, wenn das gesamtwirtschaftliche Umfeld floriert. In Europa weisen die Länder – bis auf die Ausreißer Irland und Griechenland sowie Großbritannien als „Übererfüller“ – mit einem relativ starken PE-Engagement auch ein robusteres Wachstum im Schnitt der Jahre 1997 bis 2003 auf.

Gerade die Ausreißer geben jedoch Hinweise, dass der institutionelle Rahmen und die Struktur des Private Equity-Marktes eine wichtige Rolle spielen. In Großbritannien zieht der IPO-Motor das Volumen der PE-Investitionen stark nach oben. In Irland ist der Private Equity-Markt zwar noch relativ klein. Er holt aber deutlich auf: So sind die irischen PE-Investitionen im Jahr 2003 mit EUR 255 Mio. um 143% gg. Vj. gestiegen. 96% der Investitionen fließen in Hightech-Firmen (83% in die Computerbranche). Auch dies passt zum hohen Wachstum. Griechenland dagegen hat lange keine Börsengänge mehr gesehen, und die eingeworbenen Mittel stammen mit 90% fast ausschließlich aus staatlicher Hand.

Rechts- und Steuersystem: GB stark, Deutschland schwach

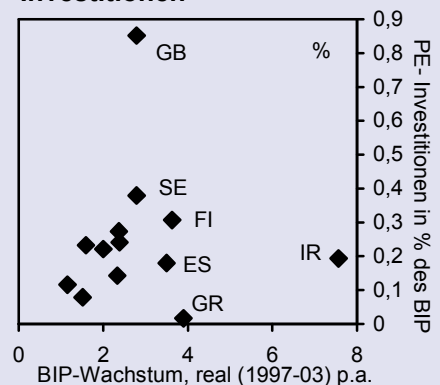
Der Rechtsrahmen und das Steuersystem in den europäischen Staaten beeinflussen die nationalen Beteiligungsmärkte aus zwei Richtungen: Auf der Angebotsseite sind die Private Equity-Gesellschaften direkt von Steuern und Regulierung betroffen. Auf der Nachfrageseite werden Unternehmer und Gründer durch den steuerlichen und rechtlichen Rahmen gefördert bzw. behindert.

- Aus Investorensicht sollten die Steuersysteme einfach, transparent und nicht diskriminierend sein. Der Fiskus sollte demnach Investitionen in PE-Fonds nicht anders behandeln als Direktbeteiligungen an Unternehmen und Doppelbesteuerungen vermeiden. Institutionelle

IPO als Exit von PE-Engagements bevorzugt

- Durch wiederholt erfolgreiche IPOs können PE-Gesellschaften Reputation aufbauen. Sie signalisieren ihre Kompetenz an uninformierte Kapitalgeber und können ihre Reputation nutzen, um bessere Konditionen bei erneuter Kapitalaufnahme auszuhandeln.
- Die Kapitalkosten für Akquisitionen sinken, wenn die Unternehmen gelistet sind. Sie können ihre Aktien als Akquisitionswährung einsetzen.
- Bei der Unternehmensbewertung können das Bookbuilding vor einem IPO und der Börsenkurs bereits gelisteter Unternehmen eine Benchmark-Funktion übernehmen. Das ist nicht nur bei einem Börsengang sinnvoll, sondern auch bei Trade Sales (Verkauf an strategischen Investor) und der Rückzahlung stiller Beteiligungen. Diese Transparenz erhöht generell die Effizienz der Preisbildung im PE-Markt.
- Mitarbeiter können Aktienoptionen nur ausüben, wenn Unternehmen an der Börse gelistet sind. Sie können die Motivation der Mitarbeiter steigern.

BIP-Wachstum und PE-Investitionen



Quelle: DB Research, 2004

⁴ Romain, A. und B. van Pottelsberghe (2004): The Economic Impact of Venture Capital, Deutsche Bundesbank, Discussion Papers, Series 1, Nr. 18/2003.

⁵ Bottazzi, L. und Da Rin, M. (2000): Euro.NM and the Financing of European Innovative Firms, IGIER Working papers 71.

Anleger mit weitem Anlagehorizont, wie z.B. Pensionsfonds, sollten PE als Assetklasse wählen können und in ihrer Anlagestrategie eigenverantwortlich die Höhe des PE-Anteils bestimmen dürfen.

- Für Gründer und Unternehmer sind eine geringe Regulierungsdichte und eine unbürokratische Verwaltung wichtig, damit sie sich auf ihre eigentliche Aufgabe konzentrieren können. Niedrige Einkommensteuersätze schaffen Leistungsanreize. Niedrige Unternehmenssteuern, speziell für Personengesellschaften, fördern ebenfalls unternehmerisches Engagement.

Ein Indikator des europäischen Branchenverbandes der Kapitalbeteiligungsgesellschaften bündelt eine Vielzahl von einzelnen steuerlichen und regulatorischen Aspekten. Dieser Indikator spiegelt grob die Qualität der steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen in den verschiedenen europäischen Ländern wider. Großbritannien, Luxemburg und Irland weisen demnach 2004 die günstigsten Rahmenbedingungen für die PE-Branche auf. Finnland, Deutschland, Österreich und Dänemark erreichten die schlechtesten Plätze in diesem Ranking.⁶ Finnland weist dennoch einen relativ großen PE-Markt auf, und Deutschland und Dänemark rangieren im Mittelfeld der europäischen PE-Märkte nach relativer Größe. Das deutet darauf hin, dass das Rechts- und Steuersystem zwar von großer Bedeutung sind, aber keinen dominierenden Einfluss auf die Entwicklung des PE-Marktes haben.

Fokus Deutschland: typisch Europa – mit nationalen Eigenheiten

Der deutsche Private Equity-Markt ist in mehrfacher Hinsicht ein typischer Vertreter des kontinentaleuropäischen Gesamtmarktes. Er weist jedoch auch einige Besonderheiten auf. Typisch ist, dass der Private Equity-Markt in seiner Gänze solide wächst, wobei die Buy-outs das Wachstum maßgeblich bestimmen. Das Venture Capital-Segment erholt sich dagegen nur zaghaf. Im Bereich der Gründungsfinanzierung ist das Strohfeuer der New Economy sogar erloschen.

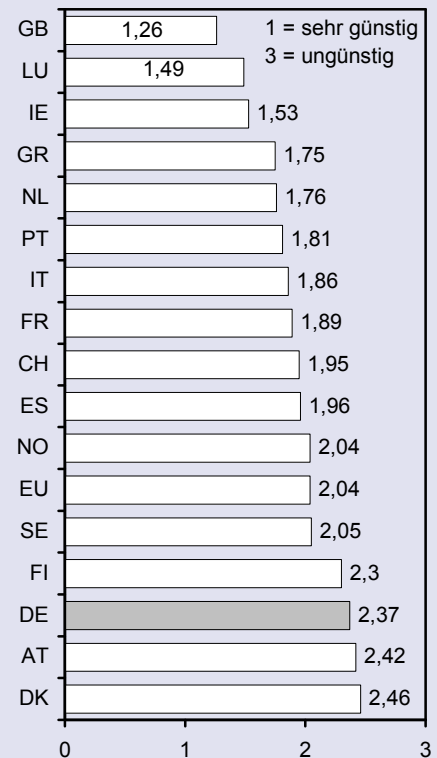
Im abgelaufenen Jahr 2004 haben deutsche Kapitalbeteiligungsgesellschaften gut EUR 3,1 Mrd. investiert (unsere Schätzung). Das sind fast 30% mehr als 2003 (EUR 2,4 Mrd.). Von den historischen Höchstständen der Jahre 2000 und 2001 (jeweils fast EUR 4 ½ Mrd.) ist das Volumen jedoch noch weit entfernt. Im Venture Capital-Segment wurden 2004 gut EUR 1 Mrd. investiert. Das sind gut 50% mehr als im Jahr davor (EUR 666 Mio.). Der VC-Markt wächst damit wieder, nachdem er drei Jahre lang dramatisch geschrumpft ist. Auf den Frühphasenbereich Seed und Start-up entfallen jedoch nur magere EUR 300 Mio.

Deutschland zieht relativ viele ausländische Private Equity-Häuser an, die gewichtige Übernahmen finanzieren, stellt selbst aber so gut wie keine nationalen Akteure im Markt der großen Transaktionen. 2004 wurden in Deutschland Buy-outs im Wert von EUR 22,5 Mrd. durchgeführt. Für 2005 erwarten wir EUR 30 Mrd. Besonders der hohe FK-Anteil erklärt die Höhe dieser Werte.

Die Gründe für Deutschlands Attraktivität sind:

- Während der Private Equity-Markt in den USA reif und kompetitiv geworden ist, sind für US Beteiligungsgesellschaften in Kontinentaleuropa noch einige Schätze zu heben. Deutsche Firmen mit ihren hochwertigen Produkten und qualifizierten Mitarbeitern können noch

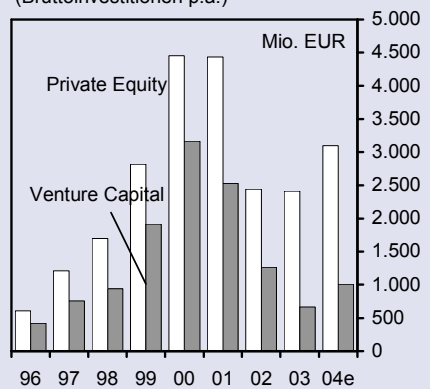
Steuerliche und rechtliche Rahmenbedingungen für Private Equity



Quelle: EVCA, 2004

Venture Capital und Private Equity in Deutschland

(Bruttoinvestitionen p.a.)



Quelle: BVK, 2004, DBR Schätzung

⁶ European Private Equity & Venture Capital Association (2004): Benchmarking Paper – Benchmarking European Tax and Legal Environments, May.

deutliche Wertsteigerungen durch das Know-how der PE-Manager erzielen.

- Die Deutschland AG wird entflochten. Die großen Konzerne trennen sich von Randaktivitäten. Bis ein strategischer Investor auf den Plan tritt oder so lange noch Sanierungsbedarf besteht, können PE-Häuser die entsprechenden Sparten halten und auf Vordermann bringen.
- Der deutsche Mittelstand erscheint besonders attraktiv. Seine notorische Unterkapitalisierung kann merklich gelindert werden, indem Eigenkapital zugeführt wird. Eine höhere Eigenkapitalausstattung begünstigt wiederum die Konditionen der Kreditaufnahme mittelständischer Unternehmen. Die künftigen Eigenkapitalregeln für das Kreditgewerbe (Basel II) konkretisieren diesen Zusammenhang zwischen Eigenkapitalquote und Bonität.
- Schließlich können die PE-Gesellschaften in Familienunternehmen ohne Nachfolger als Käufer fungieren, wenn ein Generationenwechsel ansteht. Gleichwohl tun sich besonders Familienunternehmen noch schwer, externen Finanzinvestoren Einblicke in die Bücher zu gewähren und Kontrolle über das Lebenswerk abzugeben.

Primär führen angelsächsische PE-Gesellschaften die großen Transaktionen durch. Das liegt vor allem daran, dass die US-amerikanischen PE-Häuser neben der Finanzkraft (Pensionskassen, Stiftungen) den erforderlichen Track Record aufweisen, der sowohl für das Fundraising als auch für die Akquise der Mandate nötig ist. Newcomer dagegen – und nicht nur nationale – haben es schwer, in den Markt vorzudringen. Die wenigen deutschen Institute, die durch Finanzkraft und Reputation reelle Chancen hätten, in den Markt einzudringen, sind zur Zeit mit Aufräumarbeiten im eigenen Hause beschäftigt oder wollen seine Bearbeitung aus strategischen Überlegungen nicht in ihre Kerngeschäftsfelder aufnehmen.

Börse schwach, mangelnde Gründungsmentalität

Deutschlands strukturelle Schwächen als PE-Standort liegen vor allem im Fehlen eines funktionierenden IPO-Segments an der Börse und der schwach ausgeprägten Gründungsneigung.

Der Exitkanal Börse ist nach wie vor verstopft. Bei den Privatanlegern sind die Narben der Neue-Markt-Blessuren noch nicht wieder verheilt. Auch die institutionellen Investoren zeigen das nötige Interesse an neuen Börsengängen nicht in ausreichendem Maß. Dringend notwendig sind daher Reformen der kapitalmarktbezogenen Rahmenbedingungen – wenngleich sie wahrscheinlich nicht ausreichen.

Mit dem Wegfall der Segmente Neuer Markt und SMAX als IPO-Plattformen ist es für junge Technologieunternehmen und traditionelle Mittelständler schwerer geworden, sich adäquat der entsprechenden Anlegerschaft zu präsentieren. Perspektivisch bedarf es daher wieder einer Wachstums- und einer Mittelstandsbörse in Deutschland. Neue Konzepte müssen dabei ausreichende Liquidität der Aktien gewährleisten und ein breites unabhängiges Research-Angebot über die notierten Unternehmen sicherstellen.⁷

Bereits dies ist schwierig und kostspielig. Ein noch weniger greifbares Problem, zu dessen Lösung es auch keine Patentrezepte gibt, liegt in der Risikoaversion der Deutschen. Sie blockiert das dynamische Unternehmertum, das technische Neuerungen in den Markt trägt und

⁷ Achleitner, Ann-Kristin und Christian H. Fingerle (2003): Venture Capital und Private Equity als Lösungsansatz für Eigenkapitaldefizite in der Wirtschaft - Einführende Überlegungen, EF Working Paper Series No. 03-03.

die Nachfrage nach Risikokapital bestimmt. Andere Studien sehen im Mangel an hochwertigen, erstklassigen Unternehmerpersönlichkeiten ebenso ein Problem wie in der relativ geringen Attraktivität der Selbständigkeit.⁸ Sie scheint in Relation zum hohen Risiko des Scheiterns nicht hinreichend lukrativ, als dass Top Talente sie suchen würden.

Das Ranking des EVCA für das Jahr 2003 kritisiert in Deutschland bei den Rahmenbedingungen, die das Unternehmertum beeinflussen, besonders die hohe Unternehmensbesteuerung (28-40%) und Einkommensteuer (Spitzensteuersatz 47 ½% inkl. Soli, Stand 2003) sowie den hohen Zeitaufwand zur Unternehmensgründung (30 bis 40 Werktagen gegenüber 23 ½ im europäischen Mittel). Die weiteren Stufen der Steuerreform und das Gesetz zur Förderung von Wagniskapital, das 2004 verabschiedet wurde, werden Deutschlands Position im Benchmarking 2005 jedoch verbessern. Solange die Zahl der Börsengänge jedoch nicht nachhaltig steigt, wird der deutsche PE-Markt strukturell auch nicht an Bedeutung gewinnen. Dazu bedarf es – wie schon erwähnt – eines funktionierenden Börsensegments für junge Wachstumsunternehmen.

Staatliche Förderung: Viel alter Wein in neuen Schläuchen

Deutschland weist eine lange Tradition auf, Unternehmensgründungen staatlich zu fördern. Im letzten Jahr wurden einige Programme neu geordnet. Als wichtigste Neuerung löste der ERP-Startfonds das bisherige Beteiligungsprogramm für junge Technologieunternehmen (BTU) ab. Qualitativ ähnelt er stark dem alten BTU-Programm. Für die fünfjährige Investitionsphase stehen insgesamt EUR 250 Mio. zur Verfügung. Die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) verwaltet den Fonds. Ein privater Investor muss parallel zu gleichen wirtschaftlichen Konditionen wie die KfW investieren. Ein spezielles Modul „Frühphase“ stellt Beteiligungen für neu gegründete Unternehmen bereit.

Das hohe Volumen des Fonds dokumentiert, dass die Bundesregierung dem Wagniskapitalmarkt und besonders den frühen Phasen große Bedeutung zumisst. Das Einbinden privater Investoren hilft die Qualität der Engagements zu sichern und Hazardeure fernzuhalten. Dass Gelder marktkonform eingesetzt und zurückgezahlt werden, ist in Zeiten knapper Staatsfinanzen zu begrüßen.

Gleichwohl sind keine Wunder zu erwarten. Die Programme stellen primär Kapital bereit und reduzieren die finanziellen Risiken der privaten Investoren im Falle des Scheiterns. Sicherlich gibt es einige Projekte, die scheitern, weil nicht genügend Kapital bereitgestellt wird. Hier liegt jedoch nicht das strukturelle Problem des deutschen Frühphasensegments. In den späten 1990er Jahren waren die IPO-Pforten am Neuen Markt weit geöffnet und vielversprechende Geschäftsideen wurden getestet. Damals floss sehr viel Geld in den Markt, zu viel, wie sich später herausstellte. Ein Förderkonzept, das parallel zu privaten Investoren Zuschüsse gewährt, übersieht, dass der Markt im Aufschwung prozyklisch aufgebläht wird und im Abschwung verstärkt schrumpft. Zu erwarten sind Mitnahmeeffekte wie in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre, in der stabil rd. 20% der Frühphaseninvestitionen über staatliche Programme refinanziert wurden – unabhängig vom Gesamtbedarf.⁹ So wurde mit EUR 36 ½ Mio. im Jahr 1995 relativ wenig staatliche Förde-

Neuordnung der staatlichen Beteiligungsfinanzierung

Die bisherigen Programme zur Eigenkapitalfinanzierung von KfW Mittelstandsbank und tbG wurden 2004 zusammengelegt. Im Neugeschäft tritt jetzt ausschließlich die KfW Mittelstandsbank als Akteur am Markt auf. Teile der tbG wurden dazu in die KfW Mittelstandsbank integriert. Im Early Stage-Bereich bildet der ERP-Startfonds den Kern des Angebots. Der Startfonds stellt jungen Technologieunternehmen gemeinsam mit einem privaten Investor Eigenkapital zur Verfügung. Ein spezielles Modul Frühphase stellt Beteiligungen für neu gegründete Unternehmen bereit. Im Later Stage-Bereich bietet das ERP-Beteiligungsprogramm Eigenkapital für den traditionellen Mittelstand. Über die Initiative „Eigenkapital für den breiten Mittelstand“ versucht die KfW Mittelstandsbank, das bestehende Angebot bei Beteiligungen zwischen 1 Mio. EUR und 5 Mio. EUR auszuweiten. Darüber hinaus stehen weitere Refinanzierungs- und Garantieprogramme zur Verfügung.

Quelle: KfW, 2004

⁸ Becker, Ralf und Thomas Hellmann (2004): The Genesis of Venture Capital: Lessons from the German Experience, zur Veröffentlichung in C. Keuschnigg und V. Kannianen (Edt): Venture Capital, Entrepreneurship, and Public Policy, MIT Press.

⁹ Siehe Franzke, Stefanie, Stefanie Grohs und Christian Laux (2003): Initial Public Offerings and Venture Capital in Germany, CFS Working Paper No. 2003/26, S. 12.

rung ausgezahlt; im Jahr 2000 wurde der Boom mit EUR 600 Mio. hingegen noch unterstützt.

Insgesamt ist das Programm schlüssig konzipiert. Seine Schwäche bleibt aber die prozyklische Ausrichtung. Da die Konzeption des Fonds die eigentlichen Probleme des deutschen VC-Marktes (verstopfte Börse, Risikoaversion der Deutschen) jedoch nicht angeht, hätte seine finanzielle Ausstattung geringer ausfallen können.

Ausblick: Zweiteilung der fragmentierten Märkte hält an

Der europäische Beteiligungsmarkt ist ausgesprochen heterogen. Die nationalen Unterschiede werden auf kurze Sicht auch nicht verschwinden, denn es sind derzeit keine Anzeichen sichtbar, dass ein paneuropäischer Private Equity-Markt entsteht. Innerhalb des fragmentierten europäischen PE-Marktes hält die Dominanz Großbritanniens ungebrochen an.

Aber auch die Zweiteilung des europäischen PE-Marktes in Übernahme- bzw. Expansionsfinanzierung und Finanzierung von reinen Geschäftsideen (Seed-Finanzierung) wird weiter anhalten. Während die Buy-outs sich weiter dynamisch bis zur Überhitzung entwickeln werden, dümpelt das Frühphasen-Segment vor sich hin. Aus wachstumspolitischer Sicht ist es bedenklich, dass innovativen Projekten vor der eigentlichen Gründung die finanziellen Mittel fehlen.

Aus Investorensicht ist das Größte überstanden. Während die Renditen auch in diesem Jahr auf niedrigem Niveau verharren dürften, sollten sie danach wieder langsam anziehen. Ein Anstieg auf neue historische Höhen ist gleichwohl nicht zu erwarten. Insbesondere im Buy-out-Segment bleibt die Gefahr der Überhitzung, die zur Wachsamkeit mahnt. Eine nachhaltige Steigerung der Performance wird erst eintreten, wenn nicht nur Großbritannien, sondern auch die anderen europäischen Nationen hinreichend liquide High-Tech- und Wachstumssegmente an ihren Börsen schaffen, die in größerer Zahl IPOs wieder attraktiv machen.

Autor: Jürgen Schaaf, +49 69 910-46830 (juergen.schaaf@db.com)

Private Equity in Europa: Buy-outs stützen Wachstum, Gründungsfinanzierung abgestürzt	26. Januar 2005
Customer sharing Wie vernetzte Kundendatenbanken den Wettbewerb im E-Commerce prägen werden	10. Januar 2005
Alternative Handelssysteme: Katalysator im Umbruch des Wertpapierhandels	1. Dezember 2004
Wegweisende Innovationen der Informations- und Kommunikationstechnologien	19. Oktober 2004
Offshoring: Globalisierungswelle erfasst Dientsleistungen	26. August 2004
E-Payments: zeitgemäße Ergänzung traditioneller Zahlungssysteme	19. April 2004
IT-Outsourcing: Zwischen Hungerkur und Nouvelle Cuisine	6. April 2004

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite www.dbresearch.de
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

© 2005. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60262 Frankfurt am Main, Bundesrepublik Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Deutsche Bank AG noch ihre assoziierten Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Die Deutsche Banc Alex Brown Inc. hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten übernommen. Die Deutsche Bank AG London, die mit ihren Handelsaktivitäten im Vereinigten Königreich der Aufsicht durch die Securities and Futures Authority untersteht, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts im Vereinigten Königreich übernommen. Die Deutsche Bank AG, Filiale Sydney, hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in Australien übernommen. Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg.

Print: ISSN 1619-3229 / Internet: ISSN 1619-3237 / E-Mail: ISSN 1619-4748