

Verbesserung der Eigenkapital- Finanzierung von kleinen und mittelständischen Unternehmen in Baden-Württemberg

München, März 2010

Die vorliegende Studie wurde im Auftrag von Stuttgart Financial durchgeführt. Der Auftraggeber hat keinen Einfluss auf die Darstellung und Interpretation genommen. Die Studie liegt in der inhaltlichen Verantwortung der Autoren.

Die Autoren danken Stuttgart Financial für die Diskussionsbereitschaft und die Überlassung von Sekundär-Daten für die Durchführung der Analyse.

München, 01.03.2010

Fleischhauer, Hoyer & Partner

- FHP Private Equity Consultants -

Nördliche Auffahrtsallee 25

80638 München

Telefon: +49 89 15 92 79 0

E-mail: office@fhpe.de

Internet: www.fhpe.de

Inhaltsverzeichnis

1.-Einleitung..	Seite 1
2.-Innovationsfinanzierung im Mittelstand.....	Seite 3
3.-Analyse des Private Equity Marktes.....	Seite 7
3.1. Private-Equity-Investitionen in Baden-Württemberg	Seite 9
3.2. Der Anbietermarkt	Seite 11
3.3 Die Bedeutung von Mezzanine.....	Seite 14
4.-Schlussfolgerungen und Handlungsempfehlungen.....	Seite 18

1. Einleitung

In der Finanzierung von Innovationen liegt eine gravierende Schwäche des deutschen Innovationssystems – so das aktuelle Ergebnis des Innovationsindikators 2009 des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung¹.

Mit Platz 15 unter 18 bewerteten Industrienationen erreicht Deutschland in diesem Kriterium einen Tiefpunkt seit Erhebung des Indikators im Jahr 2005. Nur Japan und Italien weisen noch schlechtere Finanzierungsbedingungen auf.

Neben dem hinlänglich bekannten schwierigen Zugang von Unternehmensgründern zu Eigenkapital sind auch etablierte Unternehmen betroffen. Nachdem die Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzmarktkrise in dem aktuellen Innovationsindikator noch nicht berücksichtigt sind, ist mit einer weiteren Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen zu rechnen.

Darauf deuten auch die Ergebnisse des aktuellen KfW-Mittelstandspanels hin: 19 Prozent von rund 3200 befragten Unternehmen beklagten, Ende 2009 keine neue Finanzierung mehr erhalten zu haben – ein Anstieg von fünf Prozentpunkten im Vergleich zum Vorjahr. Der KfW zufolge haben vor allem mittlere und große Unternehmen Probleme bei der Kreditverhandlung. Die in der Öffentlichkeit viel beschworene „Kreditklemme“ ist jedoch (noch) nicht zu beobachten.

Die Ursachen für die Finanzierungsbeschränkungen deutscher Unternehmen sind vielfältig. Neben strukturellen Problemen hat sich die Lage jedoch zusätzlich durch eine allgemeine Verschlechterung der Ratings der Unternehmen, dem Rückzug mehrerer Auslandsbanken, der Zurückhaltung der Kreditversicherer, drohende Einschnitte bei den Landesbanken sowie höhere Eigenkapitalanforderungen an das Kreditgewerbe insgesamt verschärft.

Sollte sich die derzeit abzeichnende Konjunkturerholung fortsetzen, besteht die Gefahr, dass der dann steigende Bedarf an (Wachstums-) Kapital nicht in ausreichendem Maße und in dem gebotenen Zeitraum gedeckt werden kann. Aufgrund der genannten Problemfelder dürfte der Engpass insbesondere für die Verfügbarkeit von Fremdkapital entstehen.

¹ Innovationsindikator Deutschland 2009, DIW

Ein Ausweg könnte die Bereitstellung von mehr Eigenkapital sein. Neben dem unmittelbaren Zugang zu Kapital würde eine Erhöhung der Eigenkapitalquote auch umgehend zu einem besseren Rating der Unternehmen führen und könnte somit dazu beitragen, die Restriktionen bei der Kreditfinanzierung aufzulösen.

Der Innovationsbeirat Baden-Württemberg beabsichtigt den Zugang zu Eigenkapital, insbesondere für die Finanzierung von Innovationen im eigenen Bundesland, zu verbessern. Als Diskussionsgrundlage wurde die vorliegende Untersuchung in Auftrag gegeben. Besonderes Augenmerk der Analyse liegt auf der Frage, ob bei der Versorgung mittelständischer Unternehmen mit Eigenkapital ein „Marktversagen“ besteht.

Schwerpunkt der Untersuchung ist daher die Analyse der Private-Equity-Investitionen in mittelständische Unternehmen. Hierzu gehört auch Mezzaninekapital als Subsegment von Private Equity. Die Betrachtung basiert auf der Auswertung von Sekundärdaten, jedoch ergänzt um einzelne Expertengespräche.

Der Analyse des Private-Equity-Marktes geht im ersten Abschnitt eine kurze Einführung und Bestandsaufnahme der Innovationsfinanzierung voraus. Konkret wird dabei auf die Bedeutung von Eigenkapital eingegangen.

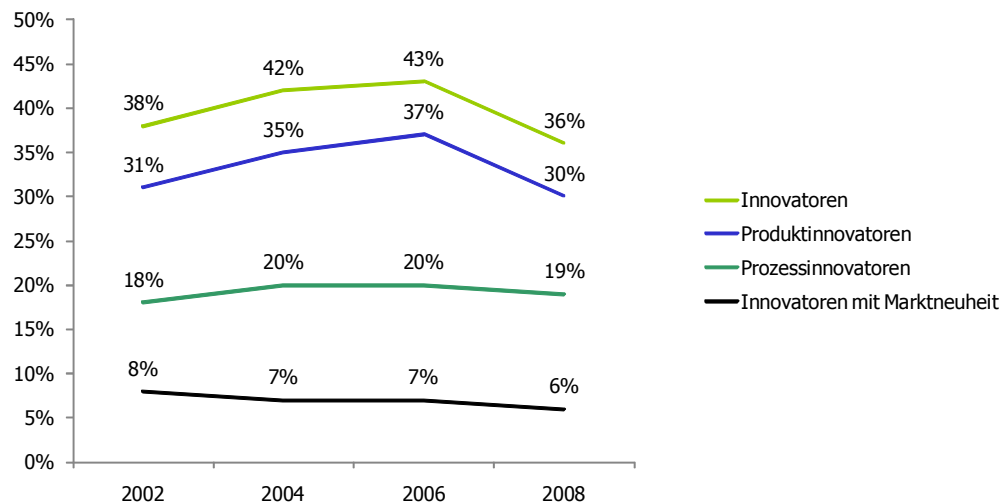
Im dritten und letzten Abschnitt wird eine Bewertung der Analyse vorgenommen. Unter Einbezug der Aussagen der interviewten Marktexperten sollen dabei auch Handlungsoptionen aufgezeigt und diskutiert werden.

2. Innovationsfinanzierung im Mittelstand

Die Innovationstätigkeit mittelständischer Unternehmen gilt als ausgesprochen konjunkturabhängig². Bestätigt wird diese Abhängigkeit auch in der aktuellen Entwicklung: Der Anteil der Unternehmen, der in den vergangenen drei Jahren neue Produkte, Dienstleistungen oder Produktionsprozesse eingeführt hat, ist zuletzt deutlich von 43 auf 36 Prozent zurückgegangen. Die positive Entwicklung in den Jahren 2002 bis 2006 wurde mit Beginn der Finanzmarktkrise und der darauf einsetzenden Wirtschaftskrise umgekehrt.

Innovationskennzahlen 2003 - 2008

Anteil der Unternehmen, die in den zurückliegenden drei Jahren Innovationen eingeführt haben



Quelle: KfW Mittelstandspanel 2003 bis 2009

Besonders gravierend hat sich die Situation auf Produktinnovationen ausgewirkt. Vorzugsweise werden derartige Innovationen im Zuge günstiger Konjunktüreinschätzungen vorgenommen. Bei Produktinnovationen, die Marktneuheiten darstellen, zeigt sich, dass diese seit dem Jahr 2002 stetig rückläufig sind. Zurückzuführen ist diese Entwicklung vor allem auf nachlassende Innovationsaktivitäten größerer Mittelständler sowie kleiner und mittlerer Unternehmen (KMU) aus den nicht-forschungs- und wissensintensiven Wirtschaftszweigen³. Unternehmen, deren Innovationen auf einer kontinuierlichen FuE-Tätigkeit basieren, behalten diese (vorerst) auch in einem schwierigen Umfeld bei. Ein Fortsetzen des wirtschaftlichen Abschwungs kann jedoch dazu führen, dass auch in dieser Gruppe die Innovationen zurückgehen.

² FuE- und Innovationsverhalten von KMU und Großunternehmen unter dem Einfluss der Konjunktur, Rammer et al, 2004

³ KfW-Mittelstands-Panel 2008, KfW, 2009

Tendenziell nimmt der Anteil innovativer Unternehmen mit der Unternehmensgröße zu. Im Jahr 2008 lag der Anteil der Unternehmen, die Innovationen hervorgebracht haben (Innovatorenquote), mit 57 Prozent bei Unternehmen mit mehr als 50 Beschäftigten um 60 Prozent höher als bei Unternehmen mit weniger als fünf Beschäftigten. Anders stellt sich die Situation im Hightech-Bereich dar: Produktinnovationen werden in den wissensintensiven Dienstleistungen und dem FuE-intensiven verarbeitenden Gewerbe vor allem durch mittlere Unternehmen mit 10 bis 49 Beschäftigten hervorgebracht.

Neben der jeweiligen Geschäftspolitik der Unternehmen spielt insbesondere die Finanzierbarkeit von Innovationen eine zentrale Rolle bei der Innovationsaktivität. Repräsentative Unternehmensbefragungen⁴ zeigen, dass neben bürokratischen Hürden und einem zunehmenden Mangel an qualifiziertem Fachpersonal der Mangel an Finanzierungsmitteln für Innovationsvorhaben limitierend wirkt.

Innovationen sind in der Regel mit einem hohen Risiko behaftet, sowohl auf der technischen als auch auf der Marktseite. Externe Kapitalgeber können entsprechende Risiken, aber auch deren Chancen zudem nur schwer einschätzen. Die Finanzierung von Innovationen gestaltet sich folglich umso schwieriger, je größer der Finanzierungsbedarf und der Risikograd sind.

Die Finanzierung von Aufwendungen für Innovationen wurde in dem aktuellen KfW-Mittelstands-Panel erstmals erfragt: Dem zufolge werden 71 Prozent der gesamten Innovationsaufwendungen mittelständischer Unternehmen aus Eigenmitteln bestritten. Nur 12 Prozent der Aufwendungen werden über Bankkredite finanziert. Weitere 7 Prozent entfallen auf Fördermittel. Die restlichen 10 Prozent werden aus „anderen Quellen“ dargestellt, zu denen auch Beteiligungskapital mit einem Gesamtanteil von nur zwei Prozent zählt.

Die Finanzierung von Innovationen unterscheidet sich hinsichtlich der Mittelherkunft somit deutlich von klassischen Investitionen, bei denen externe Kapitalquellen überwiegen.

Die Abhängigkeit von Eigenmitteln trifft insbesondere auf sehr kleine Unternehmen (weniger fünf Mitarbeiter), aber auch für die großen Unternehmen mit mehr als 50

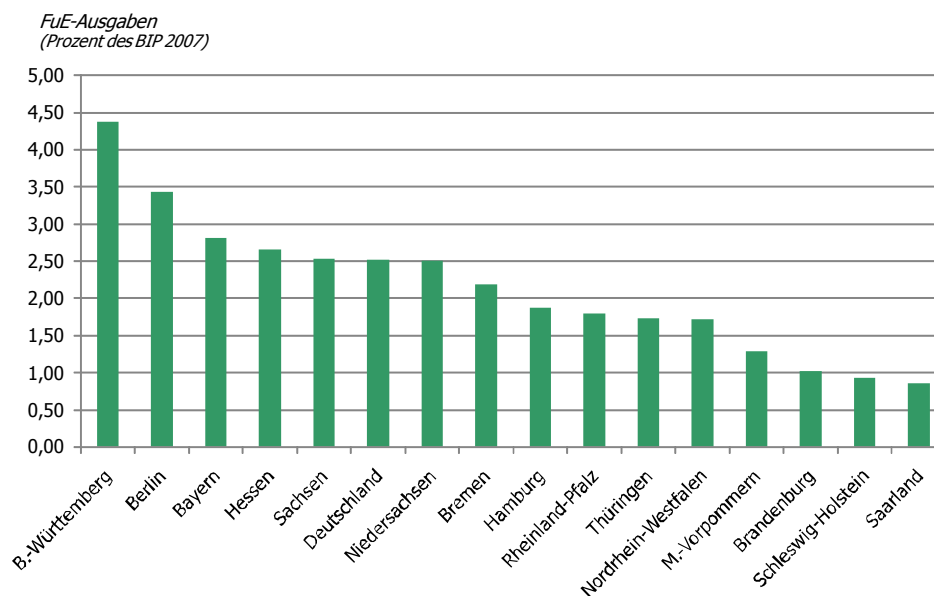
⁴ Innovationshemmnisse bei kleinen und mittleren Unternehmen, KfW, Mittelstands- und Strukturpolitik Nr. 43, 2009

Mitarbeitern zu. In beiden Fällen machen sie 75 Prozent aus. Während große Unternehmen in der Regel über ausreichende Eigenmittel verfügen, um auch größere Projekte zu finanzieren, ist bei den Kleinunternehmen der Kapitalbedarf oftmals gering genug, um ihn selbst darzustellen.

Besonders innovative Unternehmen, die mehr als neun Prozent ihres Umsatzes in Innovationen investieren, finanzieren Innovationen überdurchschnittlich stark über Kredite und Fördermittel. Bei weniger innovativen Unternehmen ist diese Art der Finanzierung unterrepräsentiert. Möglicherweise ein Hinweis darauf, dass auf externe Finanzierungsmittel erst dann zurückgegriffen wird, wenn die Eigenmittel nicht ausreichen.

Auch lässt sich feststellen, dass Kredite vornehmlich bei Innovationsvorhaben eingesetzt werden, die weniger stark technologieorientiert sind. Unternehmen, die keine eigenen FuE-Leistungen erbringen, finanzieren ihre Innovationen zu 22 Prozent über Bankkredite. Bei FuE-intensiven Unternehmen liegt der entsprechende Anteil nur bei fünf Prozent. Fördermittel werden hingegen mit 12 Prozent umso mehr von forschungs- und technologieintensiven Unternehmen genutzt.

Forschungs- und Entwicklungsausgaben deutscher Unternehmen



Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

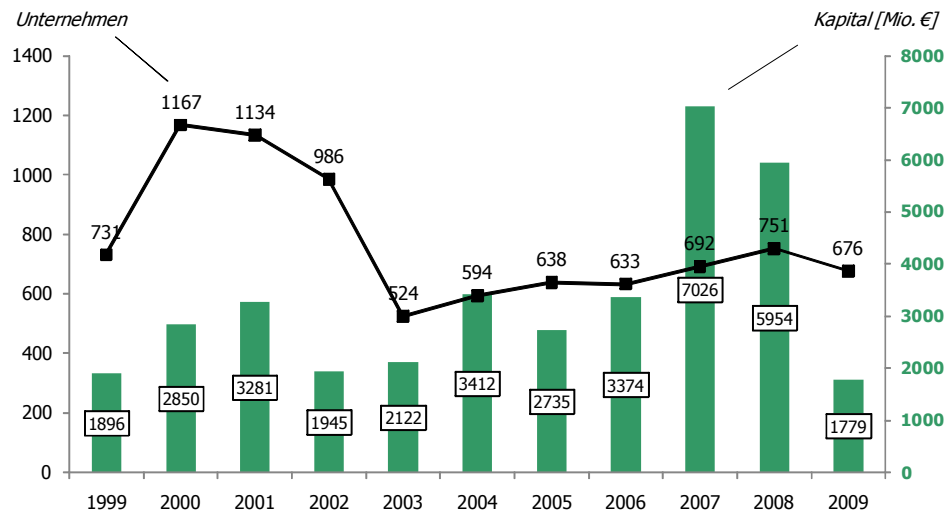
Vor dem Hintergrund einer sich nur zaghaft erholenden Konjunktur besteht die Gefahr, dass die Eigenmittel der Unternehmen weiter schwinden. Dies würde unmittelbar zu einem (weiteren) Rückgang der Innovationstätigkeit führen. Die Kompensation

einer zurückgehenden Selbstfinanzierungskraft der Unternehmen durch Bankkredite ist nicht zu erwarten. Im Gegengenteil, die Kreditvergabe durch Banken erfolgt im gegenwertigen Umfeld und bei abschmelzenden Eigenkapitalquoten zunehmend restriktiver⁵. Unternehmen aus Baden-Württemberg dürfte diese Entwicklung aufgrund ihrer hohen FuE-Ausgaben besonders treffen.

Die Finanzierung von Innovationen durch Beteiligungskapital weist unserer Einschätzung nach ein deutlich höheres Potenzial als sie bisher einnimmt. Insbesondere kann (nur) bei dieser Form der Finanzierung das beträchtliche (Ausfall) Risiko von Innovationen durch eine adäquate Rendite für die Investoren widergespiegelt werden. Auch sind Eigenkapitalgeber in der Regel besser in der Lage, das Risiko-Rendite-Profil von Investitionen realistisch einzuschätzen. Wie sich die heutigen Marktstrukturen in Deutschland und in Baden-Württemberg im Speziellen darstellen, soll im folgenden Abschnitt dargestellt werden.

⁵ Unternehmensbefragung 2009, KfW, 2009

Entwicklung der Private Equity Investitionen in mittelständische Unternehmen 1999 - 2009



Anmerkungen: Investitionen umfassen die Segmente Expansion, Turnaround, Replacement und Buyout
 Quelle: BVK, FHP Private Equity Consultants, 2010

Ferner fällt auf, dass das durchschnittlich investierte Kapital pro Unternehmen stetig gestiegen ist. 1999 wurden durchschnittlich noch 2,6 Mio. Euro pro Unternehmen investiert; 2008 lag dieser Wert mit rund 10 Mio. Euro deutlich höher. Im Jahr 2009 erfolgte ein starker Einbruch des investierten Kapitals, aber nur ein moderater Rückgang bei der Anzahl der Beteiligungen. Im Zuge eines insgesamt zurückgegangenen Marktes lag die durchschnittliche Investitionshöhe zuletzt wieder bei 2,6 Mio. Euro und damit auf dem Niveau von 1999.

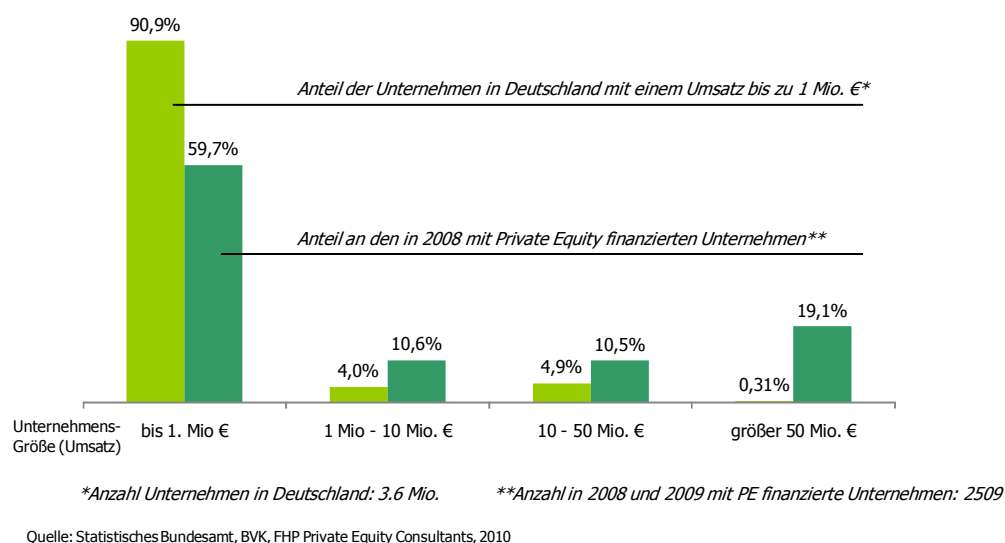
Auch wird deutlich, dass Private Equity nur sehr selektiv investiert wird und keine Finanzierungsform für die Breite der Unternehmen ist: Im Jahr 2009 schlossen die im BVK organisierten Gesellschaften (inkl. VC-Gesellschaften) 1179 Beteiligungen in Deutschland ab, so dass sie insgesamt an rund 6600 Unternehmen beteiligt waren. Dem stehen jedoch 3,6 Mio. KMU-Unternehmen in Deutschland gegenüber, so dass letztlich weniger als 0,2 Prozent aller Unternehmen Private Equity finanziert sind.

Die Analyse der Unternehmensgröße der Private Equity finanzierten Unternehmen zeigt, dass der Großteil der Unternehmen dem Mittelstand zuzuordnen ist. In 2009 wiesen rund 98 Prozent der finanzierten Unternehmen einen Umsatz von unter 500 Mio. Euro auf (2008:92 Prozent) und entsprechen damit der deutschen Definition für „Kleine und Mittlere Unternehmen“ (KMU). Jedoch flossen nur ca. 76 Prozent des in 2009 investierten Kapitals in KMU-Unternehmen (40 Prozent 2008). Einige wenige,

aber sehr große Buyout-Transaktionen bei Großunternehmen führten insbesondere in früheren Jahren zu einer Verzerrung des Marktbildes.

Entsprechend der mittelständisch geprägten Zielgruppe von Private Equity Gesellschaften stellt sich auch die Branchenverteilung der finanzierten Unternehmen dar. Klassische Sektoren, wie beispielsweise die herstellende und produzierende Industrien (Unternehmens-/Industrieerzeugnisse), das Baugewerbe oder die chemische Industrien, überwiegen.

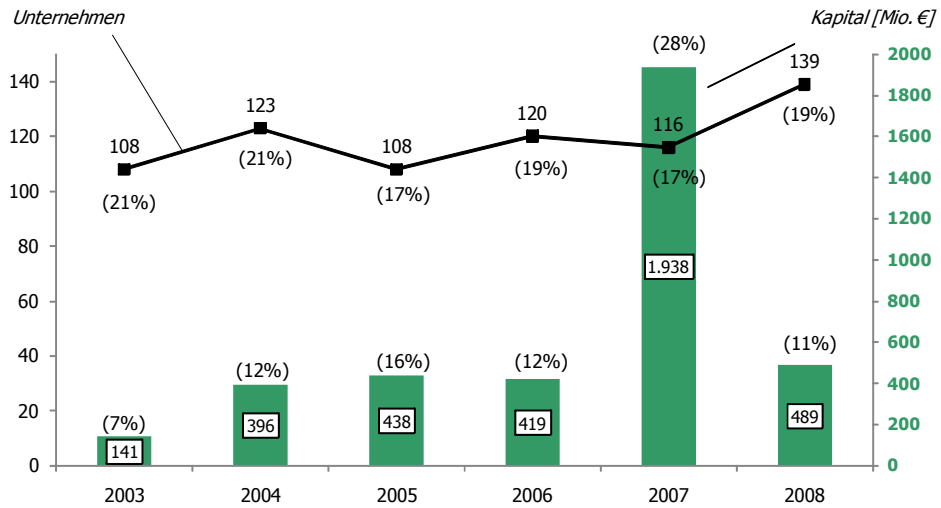
Größenverteilung Private Equity finanzierter Unternehmen



3.1 Private-Equity-Investitionen in Baden-Württemberg

Die Investitionen in Baden-Württembergische KMU weisen seit dem Jahr 2004 einen moderaten Anstieg auf. Wurden 2003 noch 141 Mio. Euro in 108 Unternehmen investiert, stieg der Anteil im Jahr 2008 auf 489 Mio. Euro in 139 Unternehmen. Im Jahr 2007 kam es aufgrund drei sehr großer Buyout-Transaktionen zu einer Marktverzerrung, die nicht repräsentativ für die gesamte Marktentwicklung war. Der Anteil der Investitionen in Baden-Württemberg an den bundesweiten Investitionen liegt bezogen auf die Anzahl der Beteiligungen bei gut 20 Prozent. Signifikante Veränderungen über die letzten Jahre sind nicht zu beobachten. Bezogen auf das investierte Kapital betrug der Anteil des investierten Kapitals der vergangenen Jahre 12 Prozent, ohne Berücksichtigung des „Ausreißerjahres 2007“. Im Jahr 2008 ging dieser Anteil jedoch leicht auf 10,6 Prozent zurück. Für das Jahr 2009 zeichnet sich ein weiterer Rückgang des Marktanteils ab, sowohl hinsichtlich des investierten Kapitals als auch der Beteiligungsanzahl (Anm.: Entsprechende Teilstatistiken des BVK waren im März 2010 noch nicht veröffentlicht).

Entwicklung der Private Equity Investitionen in mittelständische und große Unternehmen 2003 – 2008 in Baden-Württemberg



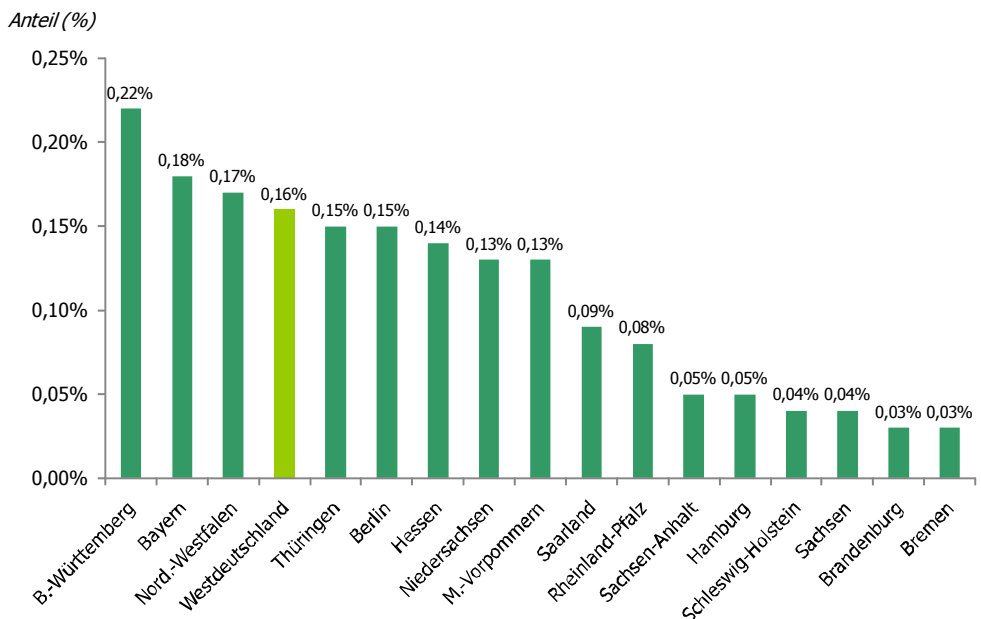
(%): Anteil Baden-Württemberg am Gesamtmarkt in Prozent

Anmerkungen: Investitionen umfassen die Segmente Expansion, Turnaround, Replacement und Buyout; Daten nur bis 2008 verfügbar

Quelle: BVK, FHP Private Equity Consultants, 2009

Auch lag in diesem Jahr das durchschnittliche Investitionsvolumen pro Beteiligung bei 3,5 Mio. Euro und somit deutlich unter dem Bundesdurchschnitt von 10 Mio. Euro. Letztlich dürfte dieser Umstand auf die starke Rolle der MGB Baden-Württemberg zurückzuführen sein.

Anteil der Private Equity Investitionen (2004-2008) am BIP



Anmerkung: Gesamtinvestitionen in Private Equity (inkl. Venture) auf Basis der BVK-Statistik

Quelle: Prognos AG; 2009

Im Vergleich zu anderen Bundesländern ist Baden-Württemberg führend. Die gesamten Private-Equity-Investition (inkl. Venture Capital) der Jahre 2004 bis 2008 liegen bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP) bei 0,22 Prozent. Baden-Württemberg weist somit in Deutschland zwar mit Abstand die größten Private-Equity-Investitionen auf, jedoch fällt im Europäischen Vergleich das Investitionsniveau eher niedrig aus. Der entsprechende Durchschnitt liegt in Europa bei 0,58 Prozent.

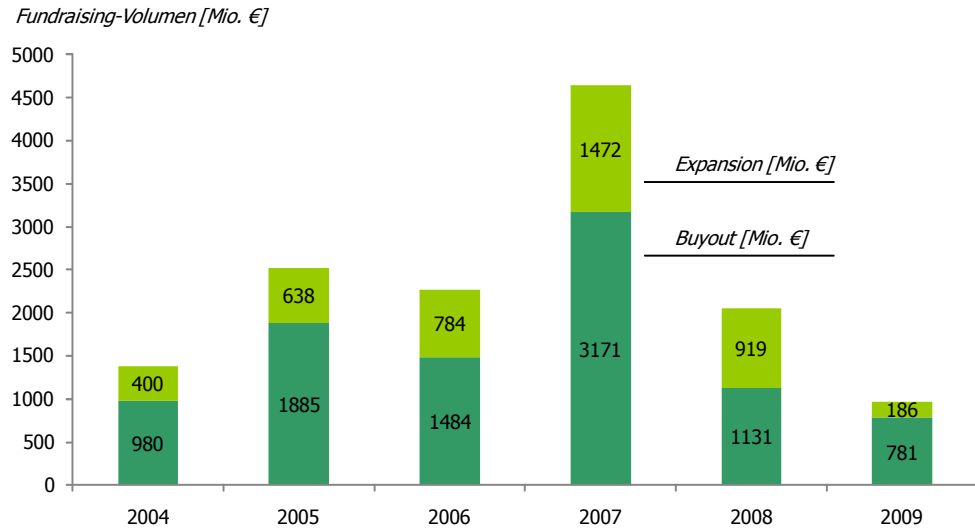
3.2 Der Anbietermarkt

Im Jahr 2009 waren im Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) 217 Beteiligungsgesellschaften organisiert. Davon sind gut 100 Gesellschaften auf die Mittelstands- bzw. Buyout-Finanzierung spezialisiert. Ähnlich wie im Venture-Bereich musste im Jahr 2008 ein deutlicher Einbruch bei dem für neue Fonds eingeworbenen Kapital hingenommen werden. Der seit dem Jahr 2004 bestehende positive Trend zu immer größeren Fonds wurde damit beendet. Für das Jahr 2010 und 2011 ist aus heutiger Sicht mit keiner signifikanten Belebung des Fundraising-Marktes zu rechnen. Viele institutionelle Investoren halten sich derzeit bei der Zeichnung neuer Fonds zurück. Andere Investorengruppen, wie beispielsweise (Landes-) Banken, ziehen sich aus dem Private Equity Geschäft ganz zurück. Nachdem die Finanzmarktkrise angelsächsische Institutionen und damit auch Private-Equity-Fonds noch stärker getroffen hat, hat sich der weltweite Wettbewerb um institutionelles Anlagekapital erheblich intensiviert: Deutsche Fonds stehen heute im Wettbewerb zu europäischen, US-amerikanischen und zunehmend asiatischen Fonds.

Gleichwohl gehen viele Marktbeobachter (vgl. Private Market Navigator 2010, Partners Group) davon aus, dass im Mittelstandssegment (Expansion / Small-/Mid-Market-Buyout) am ehesten eine Erholung einsetzen könnte. Aktuell profitieren viele Gesellschaften noch davon, dass sie in den Jahren 2006 und 2007 große Fonds auflegen konnten. Aufgrund zurückhaltender Investitionen innerhalb der letzten zwei Jahre steht somit noch vergleichsweise viel Kapital für neue Beteiligungen zur Verfügung⁶. Eine Verknappung des zur Verfügung stehenden Kapitals dürfte unserer Einschätzung nach in der zweiten Jahreshälfte 2011 eintreten.

⁶ "Access GP's Market View", Access Capital Partners, 2009

Entwicklung Fundraising Buyout/Expansion-Fonds 2004 - 2009

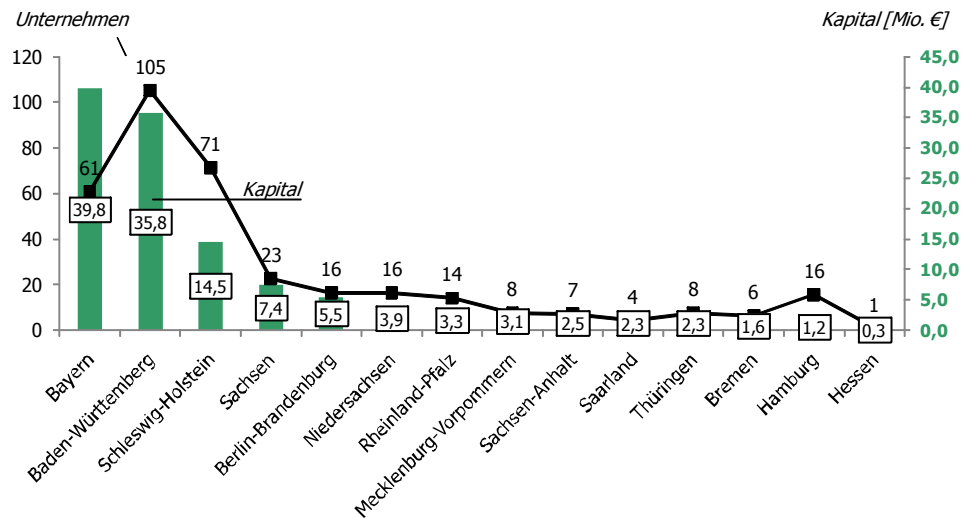


Quelle: BVK, FHP Private Equity Consultants, 2010

Die Rolle der MBGs

Mittelständische Beteiligungsgesellschaften (MBGs) tragen maßgeblich zum Investitionsgeschehen in Deutschland bei. Vornehmlich wird sich in Form von Stillen Beteiligungen (Mezzanine) an Unternehmen beteiligt. In 2008 investierten 14 Gesellschaften insgesamt 158. Mio. Euro in 504 Unternehmen. Der Großteil des investierten Kapitals (78 Prozent) entfiel dabei auf Mittelstandsfinanzierungen (Expansion, Turnaround, Replacement, Buyout). In das Seed- und Startup-Segment (Early Stage-Venture-Capital) floss 22 Prozent des Kapitals. Hinsichtlich der Anzahl der Beteiligungen entfielen rund 71 Prozent auf den Mittelstandsbereich und 29 Prozent auf das Venture-Segment. Die durchschnittliche Beteiligungshöhe lag bei gut 300 Tausend Euro. Folglich liegt der Marktanteil der MBGs bei der Mittelstandsfinanzierung bezogen auf das investierte Kapital bei 2,5 Prozent, auf der Basis der Anzahl der Beteiligungen jedoch bei 54 Prozent.

Private Equity Investitionen der MBGs in mittelständische Unternehmen 2008



Anmerkung: Gesamtinvestitionen abzgl. des durchschnittlichen Seed-/Startup-Anteils von 22% (Kapital) bzw. 29% (Unternehmen)
 Quelle: BVK, FHP Private Equity Consultants, 2009

Die Rolle der nur bundeslandweit investierenden MBGs ist von Bundesland zu Bundesland unterschiedlich stark ausgeprägt. Das meiste Kapital wird in Bayern investiert. In Baden-Württemberg wird hingegen am häufigsten investiert. Die kleineren Bundesländer weisen überproportional weniger Investitionen auf. In Nordrhein-Westfalen ist die NRW.Bank als Investor für den Mittelstand aktiv. Ihre Aktivität wird jedoch nicht von der Teil-Statistik MBG des Bundesverbandes (BVK) erfasst.

Private Equity-Gesellschaften mit Sitz in Baden-Württemberg

In Baden-Württemberg hat die MBG eine überdurchschnittlich starke Marktposition. Unserer Abschätzung auf Basis der Zahlen des BVKs zu Folge kommt die Gesellschaft auf einen Marktanteil von 7 Prozent hinsichtlich des investierten Kapitals und 76 Prozent bei der Anzahl der Beteiligungen. Laut dem Mitgliederverzeichnis des BVK sind zudem folgende Gesellschaften in Baden-Württemberg ansässig:

- AdCapital AG, Leinfelden-Echterdingen
- BWK GmbH Unternehmensbeteiligungsgesellschaft, Stuttgart
- EiKaM GmbH & Co. KG, Stuttgart
- L- EA / L- EigenkapitalAgentur, Karlsruhe
- S-Kap Unternehmensbeteiligungs GmbH & Co. KG; Pforzheim
- Sparkassenbeteiligungsges. Heilbronn-Franken mbH & Co. KG, Heilbronn
- Süd Beteiligungen GmbH (SüdBG), Stuttgart
- Wagniskapitalgesellschaft mbH der Kreissparkasse Reutlingen

Diese Gesellschaften waren jedoch in 2008 nur vereinzelt oder aber gar nicht aktiv. Andere Gesellschaften, wie beispielsweise EiKaM, sind erst in der Formierungsphase. Es ist somit davon auszugehen, dass ein Großteil des in baden-württembergische Unternehmen investierten Kapitals von Gesellschaften aus anderen Bundesländern oder aber auch von ausländischen Gesellschaften stammt. Statistiken, die hierüber Auskunft geben könnten, liegen nicht vor. Nachdem es sich bei den Gesellschaften um weniger als 10 Prozent von bundesweit über 100 handelt, muss festgestellt werden, dass in Baden-Württemberg vergleichsweise wenige (unabhängige) Gesellschaften ansässig sind.

3.3 Die Bedeutung von Mezzanine

Die in den vorangegangenen Abschnitten beschriebenen Investitionen auf Basis der Zahlen des BVK beziehen sich vorwiegend auf Eigenkapitalfinanzierungen (ca. 90 Prozent). Die gerade in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnenen Mezzanine-Finanzierungen werden nach unserer Erkenntnis nur teilweise von der BVK-Statistik erfasst. Für die Analyse dieses Marktes soll daher auf die Ergebnisse des Mezzanine Panels (*Fleischhauer, Hoyer & Partner, 2009*) zurückgegriffen werden. Bei dem Panel handelt es sich um eine seit 2006 durchgeführte Befragung von 26 Mezzanine-Anbietern hinsichtlich Investitionen und Kriterien der Unternehmensauswahl. Die zugrunde liegenden Investitionen liegen deutlich über dem vom BVK ausgewiesenen Mezzanine-Kapital. Etwaige (leichte) Überschneidungen sind vernachlässigbar und führen qualitativ zu keinen neuen Aussagen.

Grundsätzlich lässt sich der Markt zwischen sogenanntem Individual-Mezzanine und standardisiertem oder auch Programm-Mezzanine unterscheiden: Bei Individual-Mezzanine handelt es sich um auf die jeweiligen Zielunternehmen individuell zugeschnittenen Finanzierungen. Das Kapital stammt in der Regel aus (geschlossenen) Fonds mit institutionellen Investoren. Im Gegensatz hierzu wird standardisiertes oder auch Programm-Mezzanine in verbriefter Form am Kapitalmarkt refinanziert. Die Art der Refinanzierung fand im Jahr 2006 ihren Höhepunkt. So wurden in diesem Jahr sechs Verbriefungen mit einem Volumen von knapp 1,4 Mrd. Euro platziert; im Jahr 2007 noch zwei Verbriefungen mit einem Volumen von ca. 600 Mio. Euro, bevor im Jahr 2008 der Markt in Folge der Subprime-Krise vollständig zum Erliegen kam. Seit dem steht diese (Re-) Finanzierungsquelle nicht mehr zur Verfügung.

Nachdem die Standardprogramme durchschnittlich eine siebenjährige Laufzeit aufweisen, werden die meisten der in den Jahren 2004 bis 2007 aufgelegten Programme in den kommenden Jahren auslaufen. Folglich ist in den Jahren 2011 bis 2013 mit einem

hohen Refinanzierungsbedarf zu rechnen, den die Deutsche Bank auf 2,5 Milliarden Euro schätzt⁷.

Im Jahr 2008 wurde der Mezzanine-Markt ausschließlich durch sogenanntes Individual-Mezzanine bedient. Das gesamte Volumen der Mezzanine-Finanzierungen in deutsche Unternehmen betrug knapp 1,8 Mrd. Euro. Im Vergleich zum Jahr 2007 entspricht dies einem Rückgang von 15 Prozent.

Insgesamt wurden knapp 2.300 Unternehmen mit Mezzanine-Kapital finanziert – davon ca. 1.750 durch die KfW. Bei einem Finanzierungsvolumen von knapp 1,8 Mrd. Euro (davon ca. 1,2 Mrd. Euro durch die KfW) entspricht das in etwa einem durchschnittlichen Volumen von knapp 0,8 Mio. Euro pro Unternehmen (im Vorjahr lag der Wert noch bei 2,0 Mio. Euro). Im Vergleich zu 2007 ist somit - gegenläufig zum Volumen - die Anzahl der mit Mezzanine-Kapital finanzierten Unternehmen deutlich angestiegen. Sind noch ca. 1.200 Unternehmen im Jahr 2007 mit Mezzanine „versorgt“ worden, so sind es im Jahr 2008 fast 2.300 Unternehmen gewesen: Das entspricht in etwa einem Zuwachs von 1.100 Unternehmen bzw. +90 Prozent auf Basis der Anzahl der mit Mezzanine-Kapital finanzierten Unternehmen im Vergleich zum Vorjahr.

Individual Mezzanine hat den Vorteil, dass es nicht abhängig vom Kapitalmarkt ist und flexibel an die gegebene Finanzierungssituation des Kapitalnehmers angepasst werden kann. Insofern erfreuen sich individuelle Mezzanine-Produkte gerade in dieser überaus schwierigen Zeit größter Beliebtheit, was sich auch in einer anhaltenden starken Nachfrage niederschlägt. Vor dem Hintergrund eines steigenden Finanzierungsmittelbedarfes im Mittelstand und einer zunehmend restriktiver werdenden Kreditmittelvergabe bei der klassischen Bankenfinanzierung wird die Bedeutung nach alternativen Finanzierungsquellen wie Mezzanine weiter zunehmen (müssen).

Mezzanine in Baden Württemberg

Von den insgesamt 40 Teilnehmern, die über die Jahre 2006 bis 2008 an dem Mezzanine Panel teilgenommen haben, kommen drei Anbieter aus Baden-Württemberg (entspricht einem Anteil von unter 10 Prozent):

⁷ „Deutsche Bank stellt Mittelstandsfonds vor“, Der Handel, 2010

Mezzanine-Angebote in Baden-Württemberg

	MBG Baden-W.	L-Bank	L-Bank (L-EA)
Produkt/Form	Stille Beteiligung	L-MezzaFin	LEA-Mittelstandfonds*
Transaktions-größe	0,05-2,5 Mio. €	0,1-1,5 Mio. €	1,5-25 Mio. €
Unternehmens-Phase	Startup, Wachstum, Buyout	Wachstum	Wachstum, Buyout
Mindestumsatz	0	1 Mio. €	10 Mio. €
Beteiligungen 2006-2008	490	118	12
Investiert. Kapital 2006-2008	150 Mio. €	79 Mio. €	83 Mio. €

*auch offene Beteiligungen ab 2,5 Mio. Euro

Quelle: FHP

Betrachtet man rückblickend die Aktivität der drei Anbieter zwischen 2006 bis 2008, so kommt Baden-Württemberg deutschlandweit auf einem Marktanteil von gut 45 Prozent (620 von 1344 Beteiligungen), was die Anzahl finanzierter Unternehmen betrifft, von aber nur 15 Prozent (312 von 2.055 Mio. Euro) auf Basis Finanzierungsvolumen (*Anm.: ohne Berücksichtigung der KfW*).

Das heißt, es wird eine im Vergleich zu Venture Capital und Größe des Bundeslandes sehr hohe Anzahl an Unternehmen mit Mezzanine ausgestattet, allerdings sind die Tranchen durchschnittlich sehr niedrig. Dieser Effekt beruht auf der Tatsache, dass die Mittelständische Beteiligungsgesellschaft Baden-Württemberg sowie die L-Bank mehrheitlich „Kleinsttranchen“ ausreichen, und zwar durchschnittlich in Höhe von 670 Tsd. bzw. 310 Tsd. Euro. Ausschließlich die L-EA Private Equity GmbH ist im höheren Segment tätig mit durchschnittlichen Mezzanine-Tranchen in Höhe von knapp sieben Mio. Euro über die letzten drei Jahre.

Der größte Teil an Mezzanine-Kapital wird mit zunehmender Bedeutung im Vergleich zum Vorjahr (40 Prozent - zum Vergleich: 2007 waren es 31 Prozent) für Wachstumsfinanzierungen ausgegeben. Aufgrund der fehlenden Buyout-Finanzierungen wird Mezzanine aktuell zunehmend als sogenannte „sponsorless“-Finanzierung genutzt, d.h. als alleinstehende Wachstumsfinanzierung. An zweiter Stelle folgen Buyouts mit 16 Prozent, wo Mezzanine zunehmend einen größeren Rahmen einnimmt, dicht gefolgt von Nachfolgefinanzierungen an dritter Stelle mit 12 Prozent.

Nachfolgefinanzierungen sind insbesondere bei mittelständischen Unternehmen mit einem hohen Kapitalbedarf verbunden, weil der Altgesellschafter aus dem Unterneh-

men ausscheiden möchte und deren Kapitalanteil ausgezahlt werden muss. Hier kann Mezzanine-Kapital zum Rückkauf eigener Anteile aufgewendet werden.

Auch Finanzierungsanlässe durch Restrukturierung gehören mit einer Quote von 10 Prozent zu den bedeutenden Finanzierungsanlässen. Innerhalb von Restrukturierungen kann mit Hilfe von Mezzanine eine verbesserte Bilanzstruktur und infolge dessen ein verbessertes Bilanzrating erreicht werden, was sich wiederum positiv auf den Kreditrahmen des Unternehmens ausübt. Zu den weniger favorisierten Finanzierungsanlässen gehören die Finanzierung der Frühphasen von Unternehmen (9 Prozent) und Innovationsfinanzierungen (4 Prozent). Hier werden Mezzanine-Finanzierungen nur sehr limitiert genutzt. Stille Beteiligungen sind als Form der Mezzanine-Finanzierung das in Deutschland mit Abstand beliebteste und am häufigsten angewendete Finanzierungsinstrument in knapp einem Drittel aller Fälle, gefolgt von Nachrangdarlehen (24 Prozent) und Genussrechten bzw. Gesellschafterdarlehen, die sich zusammen mit 14 Prozent Platz drei teilen.

Fazit

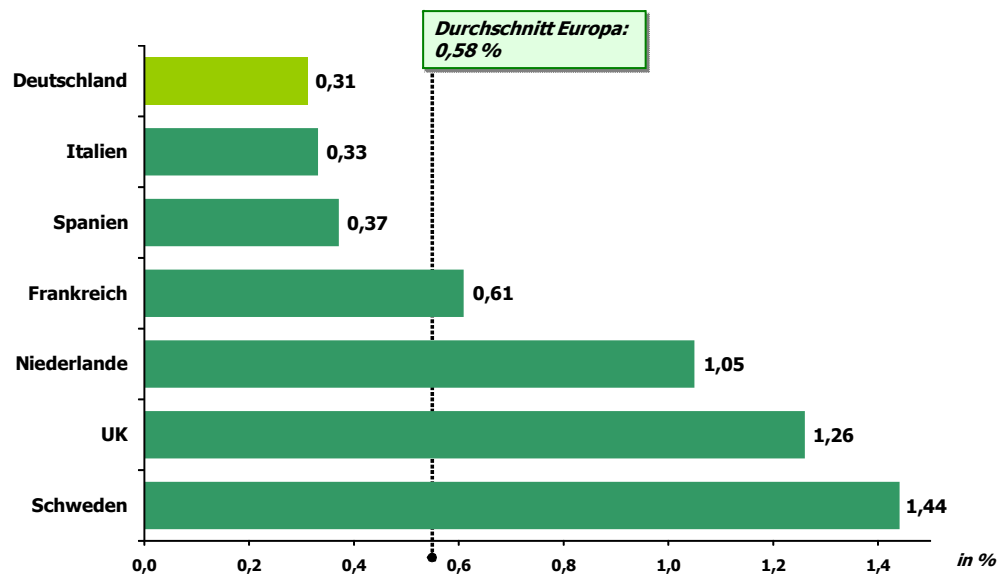
Die Private-Equity-Investitionen in Baden-Württembergische Unternehmen sind im Vergleich zu anderen Bundesländern auf einem hohen Niveau. Dies gilt sowohl für reine Eigenkapitalfinanzierungen als auch für Mezzanine-Finanzierungen. Auffällig ist jedoch, dass das investierte Kapital pro Unternehmen vergleichsweise niedrig ist und tendenziell abnimmt. Die starke Rolle (halb-) öffentlicher Investoren, insbesondere der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaft Baden-Württemberg, kommt hier aufgrund kleiner Transaktionsvolumina zum Ausdruck. Unabhängige Gesellschaften mit Sitz in Baden-Württemberg tragen nur geringfügig zu dem Investitionsgeschehen bei und sind auch in ihrer Anzahl unterrepräsentiert. Der Großteil des investierten Kapitals kommt von Gesellschaften aus anderen Bundesländern.

Das schwierige Umfeld für die Auflegung neuer, unabhängiger Fonds und insbesondere der Einbruch des Standard-Mezzanine-Marktes, deuten darauf hin, dass auch in Baden-Württemberg in Zukunft die Verfügbarkeit von Eigenkapital geringer sein wird. Gleichzeitig muss davon ausgegangen werden, dass der Bedarf an Eigenkapital weiter steigt. Sei es aufgrund anstehender Folgefinanzierungen, der in den nächsten Jahren auslaufenden Mezzanine-Programme oder aber durch eine weiterhin vorsichtige Kreditvergabe der Banken. Für mittelständische Unternehmen droht in diesem Spannungsfeld ein Finanzierungsengpass, der sich insbesondere auf ihre Innovationsfähigkeit nachteilig auswirken würde.

4. Schussfolgerungen und Handlungsempfehlungen

Privates Eigenkapital (Private Equity) ist in Deutschland unterrepräsentiert. Bezogen auf das Verhältnis der Private-Equity-Investitionen zum Bruttoninlandsprodukt ist Deutschland in Europa Schlusslicht. Auch gemessen an der in Deutschland ansässigen 3,5 Millionen klein- und mittelständischer Unternehmen (KMU) fallen 6400 Private-Equity-finanzierte Unternehmen kaum ins Gewicht.

Private-Equity-Investitionen in Europa in Prozent des BIPs



Der hohe volkswirtschaftliche Nutzen, der von Private Equity finanzierten Unternehmen ausgeht⁸, kommt in Deutschland somit kaum zum Tragen. Risikobehaftete Investitionen, beispielsweise in neue Märkte und Produkte, werden vorwiegend aus Eigenmitteln finanziert. Nach Phasen des wirtschaftlichen Abschwungs, in denen das Eigenkapital der Unternehmen abnimmt, steht entsprechend weniger Spielraum für neue Investitionen zur Verfügung. Gleichzeitig verschlechtert sich das Unternehmens-Rating. Banken, die im Zuge von Basel II und aktuell durch die Finanzmarktkrise wohl auch zukünftig zu einem größeren Risikobewusstsein angehalten sind, können bei anziehender Konjunktur den steigenden Bedarf nach Risikokapital immer weniger decken. Es besteht somit die Gefahr, dass wirtschaftliche Wachstumsimpulse weiter ausbleiben.

⁸ "On the Real Effects of Private Equity - Investment Evidence from New Business Creation", Europäische Zentralbank, 2009

Der Weiterentwicklung des Kapitalmarktes für KMU zu einem Markt mit einem größeren Angebot an Eigenkapital ist somit dringender denn je erforderlich. Positive Ansätze sind mit der Gründung der Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (MBGs) Ende der 1970-iger Jahre entstanden. Wie unsere Analyse gezeigt hat, stellen die MBGs heute einen wichtigen Pfeiler bei der Eigenkapitalfinanzierung von Unternehmen dar.

Innerhalb der letzten zehn Jahre kamen vermehrt private, unabhängige Fonds hinzu, die sich schwerpunktmäßig auf die Finanzierung von Unternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen 20 und 500 Mio. Euro spezialisiert haben⁹. Auch wenn diese sogenannten „Small- und Midmarket Buyout-Fonds“ einen ausgesprochen selektiven Ansatz verfolgen, kommt ihnen eine hohe Bedeutung zu: Häufige Finanzierungsanlässe sind beispielsweise die Finanzierung der Unternehmensnachfolge. In Deutschland steht bei rund 70.000 Unternehmen (Quelle: IFM Bonn) ein Eigentümerwechsel aufgrund des fortgeschrittenen Alters der aktuellen Unternehmergegeneration an. Häufig wird dabei das Unternehmen nicht an die nachfolgende Generation übertragen, sondern an externe Manager oder Führungskräfte innerhalb des Unternehmens. Der Kapitalbedarf und die Komplexität derartiger Transaktionen überschreitet bei größeren Unternehmen die Finanzierungskraft öffentlicher Eigenkapitalinvestoren. Gleiches gilt für die Herauslösung ganzer Unternehmensbereiche aus Großunternehmen (Spin-offs). Im Zuge von Marktkonsolidierungen ist diese Form der „Unternehmensgründung“ oftmals von essentieller Bedeutung, um die Geschäftstätigkeit des herausgelösten Unternehmens aber auch der Unternehmensmutter fortzusetzen. Häufig treten Private Equity finanzierte Unternehmen auch als Käufer von kleineren Unternehmen auf. Im Zuge von sogenannten „Buy-and-Build-Strategien“ werden Unternehmen der gleichen Branchen aufgekauft, um sie mit dem kaufenden Unternehmen zu größeren Einheiten zu verschmelzen. Auch diese Strategie stellt ein wichtiges Element (insbesondere in Krisenzeiten) bei der Konsolidierung von Industrien dar und kann letztlich nur von privaten Investoren wahrgenommen werden.

In Folge der Finanzmarktkrise hat sich die Auflegung von Buyoutfonds jedoch deutlich erschwert. Der Grund liegt in erster Linie in der Zurückhaltung institutioneller Investoren, wie Pensionseinrichtungen, Versicherungen aber auch Banken. Nach unserer Einschätzung werden die in den Jahren 2005 bis 2007 aufgelegten Fonds spätestens ab dem Jahr 2011 über keine ausreichenden Mittel mehr verfügen.

⁹ Empirische Studie, Fleischhauer, Hoyer & Partner, 2006

Noch schwerwiegender hat die Finanzmarktkrise den Markt für standardisierte Mezzanine-Programme getroffen. Die Refinanzierung der in den Jahren 2004 bis 2007 großzügig ausgereichten Programme erfolgte in verbriefter Form über den Kapitalmarkt. Nachdem diese Art der Refinanzierung nicht mehr möglich ist, steht auf absehbare Zeit kein Kapital mehr für neue Programme zur Verfügung. Gleichzeitig zeichnet sich ein erheblicher Kapitalbedarf für die Anschlussfinanzierung von Unternehmen aus auslaufenden Programmen ab. Marktexperten (Deutsche Bank stellt Mittelstandfonds vor, Handelsblatt, 03.02.2010) zu Folge werden in den nächsten Jahre rund 2,5 Mrd. Euro benötigt.

Die Situation in Baden-Württemberg

Das Land Baden-Württemberg steht sowohl hinsichtlich der Mezzanine- aber auch der klassischen Private-Equity-Investitionen im Vergleich zu anderen Bundesländern gut dar. Ein klassisches Marktversagen, wie es im Bereich der Frühphasenfinanzierung besteht, kann nicht konstatiert werden.

Der Grund für das vergleichsweise hohe Investitionsniveau liegt insbesondere in dem starken Engagement der MBG Baden-Württemberg und der L-Bank. Beide Investoren haben es verstanden, Finanzierungsangebote zu entwickeln, die auf die typischen Belange des Mittelstandes eingehen und somit eine hohe Akzeptanz finden. Unterrepräsentiert sind hingegen private Fonds. Ein Großteil der privaten Investitionen erfolgt von Fonds, die außerhalb des Bundeslandes angesiedelt sind. Baden-Württemberg wird sich somit den aufgezeigten Problemen der Branche und dem damit verbundenen allgemeinen Rückgang der Eigenkapitalinvestitionen nicht entziehen können.

Handlungsempfehlungen

Die Analyse der Beteiligungsangebote der halb-öffentlichen Gesellschaften hat gezeigt, dass prinzipiell alle Unternehmensgrößen adressiert werden (*vgl. Grafik „Mezzanine-Angebote in Baden-Württemberg“*). Betrachtet man die Verteilung der Investments der Jahre 2006 bis 2008 wird deutlich, dass auf den LEA-Mittelstandfonds weniger als 2 Prozent der Beteiligungen entfallen. Nachdem dieser Fonds nur in größere Unternehmen mit einer Mindestumsatzgröße von 10 Mio. Euro investiert, deutet der geringe Marktanteil darauf hin, dass die Finanzierung von größeren Unternehmen tendenziell unterrepräsentiert ist. Tatsächlich liegt der Prozentsatz mittelständischer Unternehmen mit einem Umsatz von über 10 Mio. Euro in Baden-Württemberg jedoch bei 1,5 Prozent, so dass auch bislang dieses Segment entsprechend seiner Marktgewichtung adressiert wurde.

Vor dem Hintergrund der etablierten Anbieterstruktur in Baden-Württemberg geht unsere Empfehlung dahin, die bestehenden Angebote weiterhin zu unterstützen und ggfs. auszuweiten. Konkret empfehlen wir dabei die Erwägung folgender Maßnahmen, die im Rahmen dieser Studie nur angerissen werden können:

- Aufstockung/Neuauflegung der Fonds der einzelnen Programme. Unserer Einschätzung nach sollte das aktuelle Investitionsniveau erhöht werden, um die zurückgehenden privaten Investitionen zumindest ansatzweise zu kompensieren.
- Erhöhung der maximalen Beteiligungshöhe pro Unternehmen, insbesondere im Bereich der größeren Unternehmen. Die Finanzierung großvolumiger Investitionsprojekte, wie sie im Bereich der Innovationsfinanzierung immer wieder auftreten, können sonst nicht dargestellt werden.
- Sicherstellung, dass das ausgereichte Mezzanine-Kapital (z.B. Genussrechte) Eigenkapitalqualität aufweist. Nur so lässt sich eine Bonitätsverbesserung bei der Bankenfinanzierung erreichen.
- Ausweitung von Serviceleistungen: Noch immer stehen viele mittelständische Unternehmen vor der Herausforderung, sich bei der Suche nach Kapital adäquat zu präsentieren. Ein professionelles Rechnungswesen und aussagekräftige Geschäftspläne sind oft nur rudimentär oder gar nicht vorhanden. Der Zugang zu Förderkrediten (z.B. ERP-Innovationsprogramm, KfW-Unternehmerkredit), der in der Regel über die Hausbank erfolgt, bleibt somit ebenfalls verwehrt. Ein entsprechendes Angebot von Dienstleistungen und die Einrichtung von Unternehmernetzwerken, die den Austausch unter Gleichgesinnten ermöglichen, könnten den Zugang zu alternativen Finanzierungsquellen deutlich erleichtern.
- Erhöhung der Ausfallgarantien und des Refinanzierungsspielraums für MBGen. Restriktionen, die sich aus der Veränderung des EU-Beihilferechtes im Jahr 2006 ergeben haben, sollten kritisch überprüft werden und weiterhin ausgesetzt bleiben oder abgeschafft werden.

Neben den Maßnahmen im öffentlichen Bereich sollte langfristig jedoch auch angestrebt werden, die private Angebotsseite zu stärken. Insbesondere die oben beschriebenen großvolumigen und komplexen Transaktionen können nur von privaten Fonds realisiert werden. Auch sind die halb-/öffentlichen Beteiligungsgesellschaften (z.B. KfW/ERP-Startfonds) in der Regel auf private Co-Investoren angewiesen, um das zur Verfügung stehende Kapital marktkonform zu investieren.

Neben der Verbesserung der allgemeinen Rahmenbedingungen für Unternehmen aber auch Beteiligungsfonds, wie sie vom Verband der deutschen Beteiligungsgesellschaften (BVK) immer wieder gefordert werden¹⁰, bestehen auch Möglichkeiten der direkten Einflussnahme. Ein probates Mittel könnten in diesem Zusammenhang Investitionen in private Fonds sein, die einen Investitionsschwerpunkt in Baden-Württemberg haben. Ein vergleichbareres Modell wird beispielsweise in Nordrhein-Westfalen und in Bayern im Bereich Venture Capital erprobt. Ziel ist es durch selektive Beteiligungen, den Fundraising-Prozess zu beschleunigen und so privates Kapital zu mobilisieren. In diesem Zusammenhang kämen auch Beteiligungen an dem von der Deutschen Bank aufgelegten Mezzanine-Fonds sowie den Eigenkapitalfonds der Sparkassengruppe¹¹. Beide Fondsinitiativen haben zum Ziel, die Eigenkapitalausstattung deutscher Unternehmen zu verbessern.

¹⁰ „Klare Rahmenbedingungen für Private Equity in Deutschland“, Pressemitteilung des BVK, 09 / 2009

¹¹ „Sparkassen rollen ihren Mittelstandsfonds aus“, Handelsblatt, 03.03.2010