

BVK Studie

IPO-Markt 2006 – Einschätzung der aktuellen Börsensituation aus Sicht der deutschen Beteiligungsgesellschaften

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteili-
gungsgesellschaften – German Private
Equity and Venture Capital Association
e. V. (BVK)
Reinhardtstraße 27c
10117 Berlin
Tel.: 0 30/30 69 82-0
Fax: 0 30/30 69 82-20
www.bvk-ev.de
bvk@bvk-ev.de

1 Zusammenfassung der wichtigsten Ergebnisse

- Die IPO-Aktivitäten deutscher Unternehmen haben an Dynamik gewonnen. Nachdem es im Jahr 2002 nur sieben, im Jahr 2003 einen und im Jahr 2004 zehn Börsengänge gab, erreichte der deutsche IPO-Markt im Jahr 2005 einen neuen Höhepunkt mit 20 Börsengänge an den gesetzlich geregelten Segmenten der Frankfurter Börse und ebenfalls 20 Börsengänge im neu geschaffenen Entry Standard.
- Im Jahr 2006 bleibt das Interesse der Unternehmen an einem Börsengang ungebrochen. Bis zum 17. Mai 2006 konnten neun IPOs in den gesetzlich geregelten Segmenten verzeichnet werden. Am Entry Standard gab es 16 weitere Börsengänge, darunter acht IPOs.
- Im internationalen Vergleich hat Deutschland noch Nachholbedarf. Im Jahr 2005 gingen in Europa 603 Unternehmen an die Börse, die meisten an der London Stock Exchange mit dem Alternative Investment Market (AIM) mit 354 und an der EURONEXT mit 65 Börsengängen. Die Deutsche Börse folgt bei Anzahl und Volumen auf Platz drei.
- Von den 35 Neuemissionen in den geregelten Märkten der Frankfurter Wertpapierbörse seit dem Jahr 2002 waren 15 mit Private Equity finanziert. Mit dem Aufleben der deutschen IPO-Aktivitäten im Jahr 2005 war ein besonders hoher Anteil von Börsenkandidaten mit einer vorherigen Venture Capital-Finanzierung bzw. einem Buy-out festzustellen. Von den 15 Neuemissionen im Prime und General Standard im Jahr 2005 waren 9 Private Equity-finanziert
- Im laufenden Jahr erfolgten drei der neun Neuemissionen in Prime und General Standard durch Private Equity-finanzierte Unternehmen. Ergänzt wurden diese durch vier weitere Private Equity-finanzierte Börsenneulinge im Entry und Open Standard.
- Beteiligungsgesellschaften schätzen die Bedeutung des IPO-Marktes für die allgemeine Verfassung des Private Equity-Marktes größer ein als für das eigene Geschäft.
- Private Equity-Gesellschaften sehen vielfältige Gründe für die auflebenden IPO-Aktivitäten in Deutschland. Wichtigster Grund ist die allgemein bessere Kapitalmarktstimmung. Jeweils rund die Hälfte der Gesellschaften sieht im gestiegenen Interesse der Investoren an deutschen Neuemissionen und in der durch die Einführung des Entry Standard erfolgten Neusegmentierung durch die Deutsche Börse weitere Gründe.
- Die Ergänzung der Segmente Prime und General Standard durch den Entry Standard wird von der großen Mehrheit der Beteiligungsgesellschaften als wichtiger Schritt erachtet. Die vierteilige Börsensegmentierung wird deutlich geeigneter für den Börsengang kleiner und mittlerer Unternehmen eingeschätzt als die vorherige Struktur. Mehr als die Hälfte der Befragten bewertet die neue Struktur mindestens mit gut.
- Open und Entry Standard werden als deutlich geeigneter für den Börsengang von KMU und als Exit-Kanal für Beteiligungsgesellschaften eingeschätzt als die gesetzlich regulierten Open und Prime Standard. Am besten schneidet der neu geschaffene Entry Standard ab.

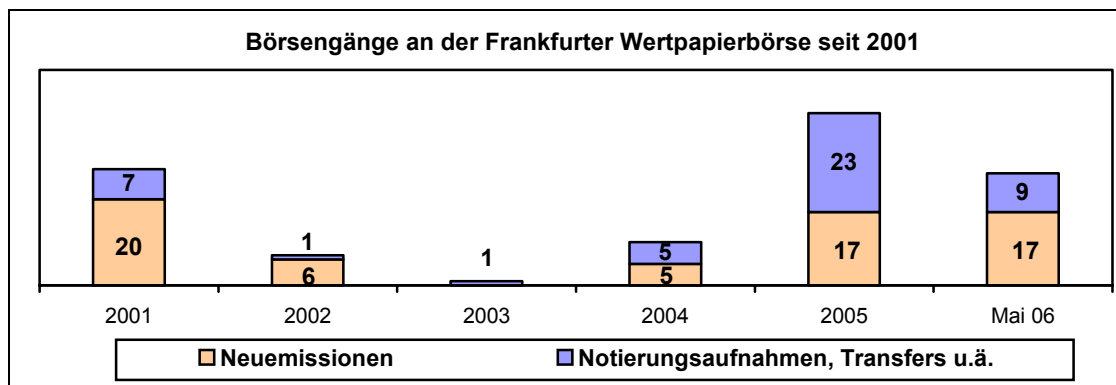
- Bis Ende 2007 werden zahlreiche Unternehmen an die Börse streben, darunter sehr viele Private Equity-finanzierte Unternehmen. Fast zwei Drittel der antwortenden Beteiligungsgesellschaft verfügen über mindestens ein börsenfähiges bzw. -reifes Unternehmen im Portfolio. Insgesamt 143 Unternehmen wurden von den Beteiligungsgesellschaften als börsenfähig bzw. börsenreif klassifiziert.
- Für die folgenden zwei Jahre ist eine Vielzahl von Börsengängen von Unternehmen aus den aktuellen Portfolios deutscher Beteiligungsgesellschaften zu erwarten. Bei 103 der 143 als börsenreif klassifizierten Unternehmen wurden bereits aktive IPO-Vorbereitungen für die Jahre 2006 oder 2007 begonnen.
- Der Entry Standard hat sich schon kurz nach seinem Start als IPO-Segment und Exit-Kanal etabliert und damit den Börsenplatz Deutschland gestärkt. Die deutschen Börsen haben deutlich an Attraktivität gegenüber den ausländischen Börsenplätzen gewonnen. Befragt nach den für einen IPO potenzieller Börsenkandidaten bevorzugten Börsenplätzen wurde vor allem der Entry Standard genannt.
- Ein KMU-Segment, das sich als Exit-Kanal für Beteiligungsgesellschaften eignet, sollte einen kostengünstigen Börsenzugang für die Unternehmen bieten und gleichzeitig ein hohes Investoreninteresse durch geeignete Publizitäts- und Informationspflichten garantieren.

2 Vorbemerkungen

2.1 Aktuelle Entwicklungen in Deutschland

Seit dem Jahr 2004 hellt sich die Stimmung am deutschen Aktienmarkt deutlich auf und zwischenzeitlich hatte der DAX sogar kurzzeitig die Marke von 6.100 Punkten überschritten. Die deutschen Börsen haben sich genauso wie die führenden internationalen Aktienmärkte von der nach dem Ende des „New Economy“-Booms einsetzenden Aktienkrise erholt. Neben der positiven Aktienentwicklung lässt sich zudem feststellen, dass die IPO-Aktivitäten deutscher Unternehmen an Dynamik gewonnen haben. Gab es im Jahr 2002 an der Frankfurter Börse nur sieben und im Jahr 2003 sogar nur einen Börsengang (Notierungsaufnahme)¹, waren es im Jahr 2004 zehn Börsengänge. Einen neuerlichen Höhepunkt erreichte der deutsche IPO-Markt im Jahr 2005, als an den gesetzlich geregelten Segmenten Prime und General Standard der Frankfurter Börse insgesamt 20 Börsengänge, davon 14 Neuemissionen, zu verzeichnen waren. Ergänzt wurden diese durch 20 Börsengänge im neu geschaffenen Entry Standard, davon drei IPOs. Das speziell für kleine und mittlere Unternehmen mit Börsenambitionen konzipierte „Fenster“ Entry Standard innerhalb des Open Standard (ehemals Freiverkehr) stößt seit Beginn seiner Einrichtung im Oktober 2005 auf großes Interesse.

Auch im Jahr 2006 bleibt das Interesse der Unternehmen an einem Börsengang ungebrochen. Bis zum 17. Mai 2006 konnten neun IPOs verzeichnet werden. Auch der Entry Standard konnte weitere Unternehmen anziehen und zählte 16 Börsengänge, darunter acht IPOs.



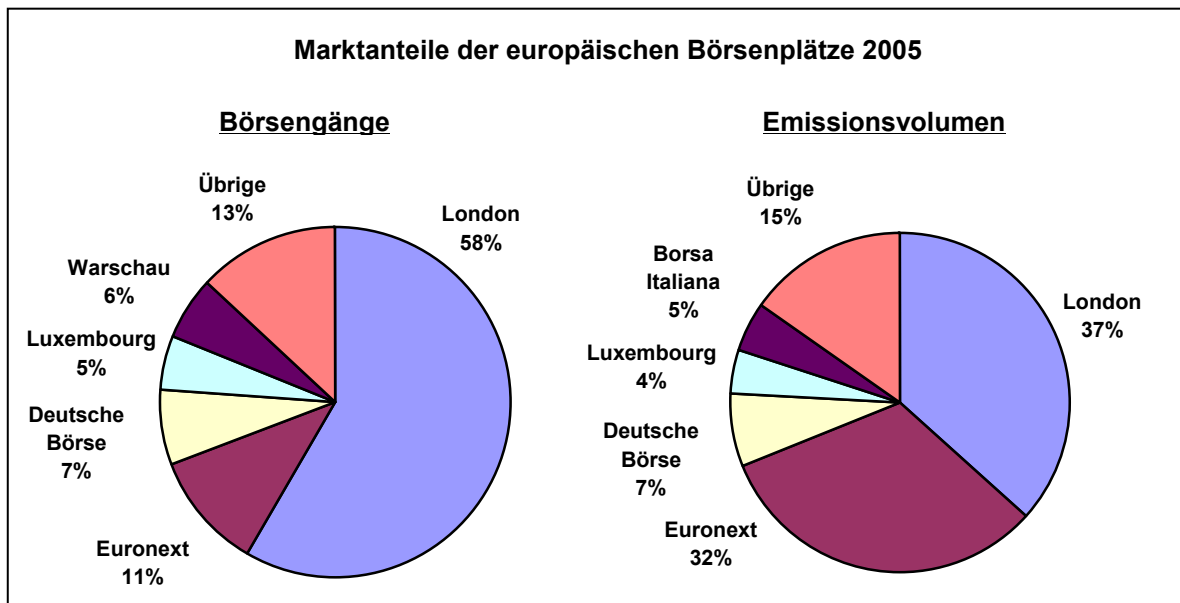
Anm.: seit 2005 inkl. Entry Standard

2.2 Deutschland im internationalen Vergleich

Im Vergleich zu den anderen führenden internationalen Börsen hat Deutschland bei den IPO-Aktivitäten noch Nachholbedarf. Zwar variieren die Zulassungsvorschriften zwischen den einzelnen internationalen Börsensegmenten zum Teil, weshalb die einzelnen europäischen Börsenplätze nicht ohne weiteres verglichen werden können. Trotzdem haben sich die Konkurrenzbörsen in den letzten Jahren schneller von den Krisenjahren erholt. Im Jahr 2005 gingen in Europa 603 Unternehmen (2004: 433; 2003: 149) an die Börse. Klar

¹ Bei Börsengängen wird im Rahmen der Studie zwischen Neuemissionen/IPOs, bei denen neue Aktien aus einer Kapitalerhöhung emittiert werden, und Notierungsaufnahmen, Transfers sowie Dual Listings ohne Ausgabe neuer Aktien unterschieden.

dominiert wurde das letztjährige IPO-Geschehen in Europa von der London Stock Exchange mit dem Alternative Investment Market (AIM) und von der Viererbörse EURONEXT (Amsterdam, Paris, Brüssel, Lissabon), die im vergangenen Jahr 354 (2004: 305) bzw. 65 (2004: 48) Börsengänge zählten. Die Deutsche Börse folgt nach Anzahl und Volumen der Börsengänge mit einigem Abstand auf Platz drei.



Quelle: PwC IPO Watch

In den USA waren es im gleichen Zeitraum 205 IPOs (2004: 236; 2003: 83).² Die USA mussten damit nicht nur einen Rückgang der IPO-Zahlen hinnehmen. Die europäischen Börsen konnten im Jahr 2005 erstmals auch ein höheres Emissionsvolumen verzeichnen als die US-Börsen. Während das IPO-Volumen in den USA 27 Mrd. € betrug, erreichten die europäischen Börsen, maßgeblich unterstützt durch einige sehr große Emissionen in Frankreich, ein Volumen von 51 Mrd. €.

Der internationale Aufwärtstrend beim IPO-Geschehen scheint sich auch im Jahr 2006 fortzusetzen. In Deutschland schafften 26 Unternehmen den Schritt an die Börse, davon zehn in den geregelten Märkten (Prime und General Standard) und 16 im Entry Standard. Die Kandidatenliste für das laufende Jahr ist zudem lang, und bei vielen Unternehmen wird bereits seit längerer Zeit über einen Börsengang spekuliert. Trotzdem bleibt festzustellen, dass zahlreiche Unternehmen öffentlich die Absicht eines Börsengangs geäußert haben, weshalb bei der derzeitigen Börsenstimmung davon ausgegangen werden kann, dass sich die Zahl der deutschen Börsengänge gegenüber dem Vorjahr erhöhen wird.

² Vgl. PwC IPO Watch

Börsenkandidaten 2006

Unternehmen	Branche	Möglicher/geplanter IPO-Termin
Geneart	Biotechnologie	23. Mai 2006
Schmack Biogas	Umwelttechnologie	24. Mai 2006
Hanseatische Immobilien	Finanzdienstleistung	24. Mai 2006
Impreglon	Chemie/Werkstoffe	31. Mai 2006
Boll AG	Finanzdienstleistung	Mai 2006
Demag Cranes	Maschinenbau	Juni 2006
Equity Story	Beratung	Juni 2006
Klößner & Co.	Stahl	Juni 2006
Wacker Construction	Bauwesen	Juni 2006
Yoc	Werbung	Juni 2006
10tacle studios	Entertainment	2006
Arntec Solar Energy	Solarenergie	2006
Art Estate	Handel	2006
Bauer AG	Bauwesen	2006
Bertelsmann	Medien	2006
Biofrontera	Biotechnologie	2006
Brainlab	Pharma	2006
Card Factory	Elektronik	2006
Cognis	Chemie	2006
Delticom	Handel	2006
Dresdner Factoring	Finanzdienstleistung	2006
E-Circle	Werbung	2006
Fachverlag Springer	Verlag	2006
Gardena	Gartengeräte	2006
GFKL Financial Services	Finanzdienstleistung	2006
Igeneon	Biotechnologie	2006
Ista International	Dienstleistung	2006
ITN Nanovation	Nanotechnologie	2006
Micromet	Biotechnologie	2006
Navigon	Software	2006
OVV-Vermögensberatung	Finanzdienstleistung	2006
Pfalz Flugzeugwerke	Flugzeuge	2006
Prior Capital	Finanzdienstleistung	2006
PV Crystalox Solar	Solarenergie	2006
Rubean	Software	2006
Siltronic	Halbleiter	2006
Solarpraxis	Solarenergie	2006
Solarwatt	Solarenergie	2006
Street One	Handel	2006
Willex	Biotechnologie	2006

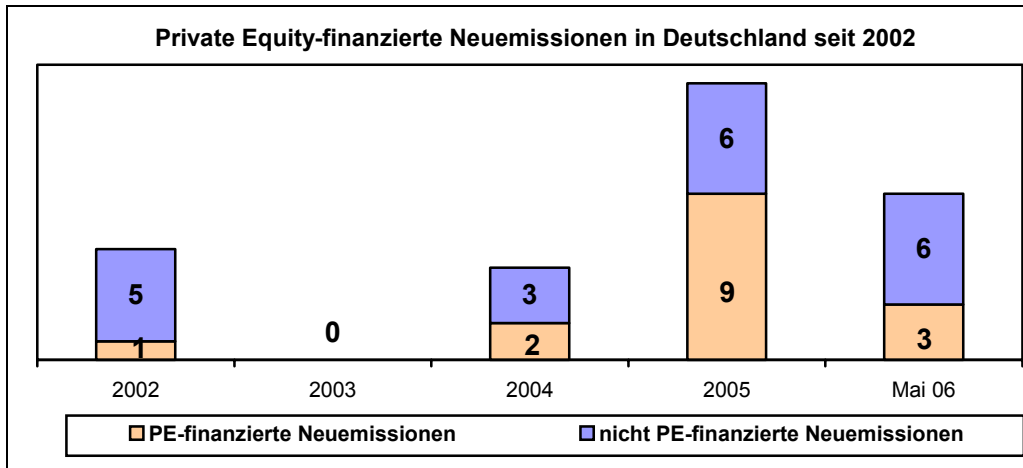
Quelle: diverse Presseberichte, FINANCE IPO-Watchlist

2.3 Private Equity und Börse

In der Vergangenheit hatten Beteiligungsgesellschaften einen maßgeblichen Anteil an der Etablierung des Börsengangs als Weg zur Unternehmensfinanzierung. Besonders mit dem Start des Neuen Marktes im Jahr 1997 bot sich vielen Gesellschaften die Möglichkeiten, ihre Beteiligungen über dieses Segment an die Börse zu bringen und einen lukrativen Exit zu erzielen. Dies war von Beginn an ein erklärtes Ziel des Neuen Marktes. Letztendlich war dann auch ein Großteil der im Neuen Markt gelisteten Unternehmen mit Beteiligungskapital finanziert – 139 der 327 IPOs am Neuen Markt können als Private Equity-finanziert betrachtet werden.³ Daraus lässt sich ableiten, dass Beteiligungsgesellschaften ein wichtiger Impulsgeber für den IPO-Markt sind. Dieser Trend setzte sich auch nach

³ Vgl. ZEW news Oktober 2003

dem Ende des Neuen Marktes und des „New Economy“-Booms fort. Von den 35 Neuemissionen (ohne Notierungsaufnahmen etc.) in den geregelten Märkten der Frankfurter Wertpapierbörse seit dem Jahr 2002 waren 15 mit Private Equity finanziert.



Anm.: Berücksichtigt wurden nur Neuemissionen im Prime und General Standard.

Auffällig ist, dass insbesondere mit dem neuerlichen Aufleben der deutschen IPO-Aktivitäten im Jahr 2005 ein besonders hoher Anteil von Börsenkandidaten mit einer vorherigen Venture Capital-Finanzierung bzw. einem Buy-out zu verzeichnen ist. Von den 15 im Prime und General Standard emittierenden Unternehmen waren 9 Private Equity-finanziert. Hinzu kam noch eine Venture Capital-finanzierte Notierungsaufnahme (4SC) und 2 Venture Capital-finanzierte Börsengänge im Entry Standard (EUTEX, Net Mobile). Auch im Jahr 2006 nutzten Beteiligungsgesellschaften die Börse für den Ausstieg aus ihren Beteiligungen. Drei der neun Neuemissionen im Prime und General Standard waren Private Equity-finanzierte Unternehmen. Im Entry und Open Standard wurden vier Private Equity-finanzierte Börsenneulinge gezählt. Die Aussichten sind weiter positiv – von den zahlreichen derzeit diskutierten bzw. feststehenden IPO-Kandidaten wurde mehr als die Hälfte mit Private Equity finanziert.

Neuemissionen in Deutschland seit 2002

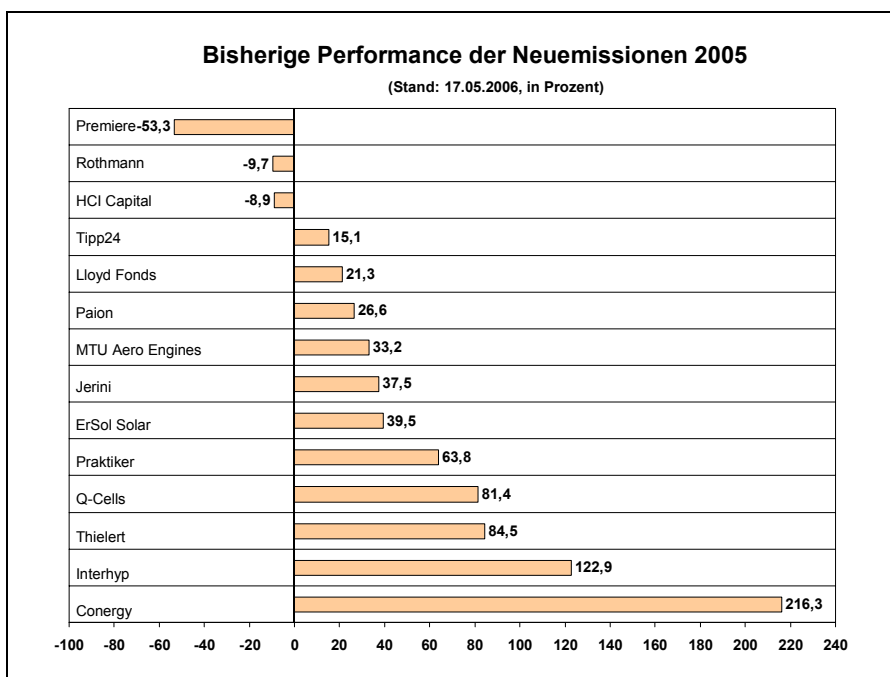
Jahr	Unternehmen	Branche	Beteiligte Private Equity-Gesellschaften	IPO-Volumen in Mio. EUR
2002				
1. Q	UNIPROF Real Estate Holding AG	Immobilien	-	4
	REpower Systems AG	Windenergie/Maschinenbau	capiton	94
2. Q	VCH Best-of-VC GmbH & Co. KGaA	Finanzdienstleistung	-	6
3. Q	SOLAR-FABRIK AG	Solarenergie	-	12
	AIG International Real Estate	Immobilien	-	107
4. Q	erotic media AG	Medien	-	3
2003				
2004				
1. Q	-			
2. Q	MIFA Mitteldeutsche Fahrradwerke AG	Konsumgüter	-	14
	WINCOR NIXDORF AG	Gerätebau	KKR	362
	Deutsche Postbank AG	Finanzdienstleistung	-	1.553
3. Q	Epigenomics AG	Biotechnologie	DVC, MPM, 3i, Abingworth, KfW/tbg	42
4. Q	InTiCom Systems AG	Technologie	-	11
2005				
1. Q	PAION	Biotechnologie	3i, S-UBG Aachen	40
	Premiere	TV	Permira	1.025
	Conergy AG	Solarenergie	Grazia Equity, Capital Stage	213
2. Q	MTU Aero Engines	Turbinenbau	KKR	651
3. Q	Interhyp	Finanzdienstleistung	Earlybird, 3i	90
	ErSol Solar	Solarenergie	Ventizz, equitrust, nwk nordwest Kapitalbeteiligungsgesellschaft	135
	Net Mobile AG *	Kommunikationstechnologie	Wellington Partners	-
4. Q	Q-Cells	Solarenergie	Apax Partners, IBG Sachsen-Anhalt, DKB Wagniskapital	272
	HCI Capital	Finanzdienstleistung	-	278
	Tipp24	Internetwetten	Earlybird	84
	Lloyd Fonds AG	Finanzdienstleistung	-	102
	EUTEX AG *	Kommunikationstechnologie	Dr. Neuhaus Techno Nord, AVIDA	6
	Jerini AG	Biotechnologie	TVM, HealthCap, 3i, PolyTechnos, Life Science Partners, KfW/tbg, IBB Beteiligungsgesellschaft, VC Fonds Berlin, bmp, NGN Biomed	57
	Thielert AG	Flugzeugbau	-	142
	Praktiker AG	Baumarkt	-	500
	Finanzhaus Rothmann	Finanzdienstleistung	-	17
	Electronics Line 3000	Konsumgüter	-	9
	4SC AG	Biotechnologie	3i, DVC, Mulligan BioCapital, BioM	Notierungsaufnahme
2006				
1. Q	Primion Technology	IT	-	41
	PATRIZIA Immobilien AG	Immobilien	-	452
2. Q	MAGIX AG	Software	3i, KfW/tbg	87
	SAF AG	Software	Ventizz Capital, AVIDA Group/Techinvest	48
	Wacker Chemie AG	Chemie	-	1.200
	Bio-Gate AG *	Biotechnologie	Fraunhofer Venture-Gruppe	17
	KlickTel AG *	Auskunft	WGZ Initiativkapital	14
	Dresdner Factoring AG	Finanzdienstleistung	SBG Sachsen-Anhalt, SBG Hessen-Thüringen	18
	SFC Smart Fuel Cell *	Energie	3i, Pricap	-
	C.A.T. oil AG	Energie	-	293
	Digital Identification Solutions *	IT	Brockhaus Private Equity	19
	Viscom AG	Maschinenbau	-	54
	Air Berlin PLC	Fluglinie	-	510

Stand: 17.05.2006, Quelle: Deutsche Börse AG, diverse Unternehmensmitteilungen. Berücksichtigt wurden alle Neuemissionen in Prime und General Standard bzw. Geregelt und Amtlichen Markt und zusätzlich die mit (*) gekennzeichneten Private Equity-finanzierten Börsengänge im Freiverkehr/Entry Standard

Eine wichtige Aufgabe von Beteiligungsgesellschaften ist es, die von ihnen finanzierten Unternehmen in der Entwicklung zu unterstützen und zur Börsenreife zu führen. Für das weitere Wachstum der Unternehmen werden durch den Börsengang neue Finanzierungsquellen und -dimensionen erschlossen. Gleichzeitig erzielen Private Equity-Gesellschaften über Börsengänge und Aktienverkäufe einen maßgeblichen Teil ihrer

Rendite, denn Portfoliounternehmen, die an die Börse geführt werden, bilden im Portfolio der Beteiligungsgesellschaften meist High-flyer mit überdurchschnittlicher Rendite. Dabei ergibt sich die Rendite zum einen aus den beim Börsengang abgegebenen Aktien und den im Allgemeinen nach Ablauf einer für Alt-Aktionäre gültigen Lock-up-Periode verkauften restlichen Aktienbeständen.

Die Aktien der Börsenneulinge des Jahres 2005 haben sich bisher mehrheitlich positiv entwickelt. Die durchschnittliche Performance (ungewichtet) beläuft sich auf 44,9 %, wobei die unterschiedliche Notierungsdauer unberücksichtigt blieb. Dabei konnten die Private Equity-finanzierten Unternehmen mit 57,7 % besser abschneiden als die anderen Unternehmen mit 25,6 %.



Anm.: BVK-eigene Berechnungen; Kursentwicklung vom IPO bis 17.5.2006

Doch nicht alle Beteiligungsgesellschaften streben für ihre Portfoliounternehmen einen Börsengang an. Hier unterscheiden sich die einzelnen Beteiligungsgesellschaften z. T. deutlich hinsichtlich ihrer strategischen Ausrichtung und ihrer Geschäftsmodelle. Einige Beteiligungsgesellschaften wie Mittelständische Beteiligungsgesellschaften, Sparkassenbeteiligungsgesellschaften oder verschiedene auf den Mittelstand spezialisierte Beteiligungsgesellschaften verfolgen keine IPO-Pläne für ihre Portfoliounternehmen. Dies ist auch ein Grund dafür, dass der IPO im historischen Vergleich sowohl in Deutschland als auch in den anderen internationalen Private Equity-Märkten, etwa den USA und Großbritannien, nicht der meist genutzte Exitkanal von Beteiligungsgesellschaften ist. Hier dominiert der Trade sale, also der Verkauf an strategische Investoren.

3 Zur Befragung

3.1 Methodologie

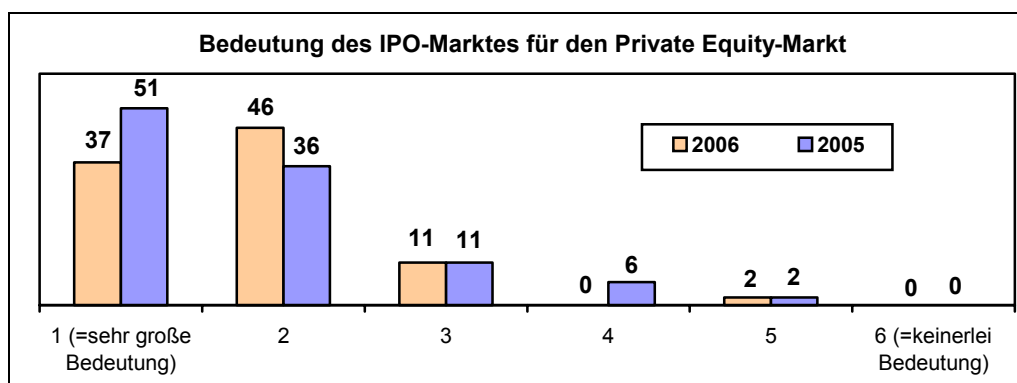
Zur Untersuchung des Verhältnisses von IPO-Markt und Private Equity-Branche befragte der BVK im März 2006 seine Mitglieder sowie weitere deutsche Beteiligungsgesellschaften. Ziele waren zum einen eine aktuelle Einschätzung der deutschen Börsenlandschaft und zum anderen eine Überprüfung des IPO-Potenzials von Portfoliounternehmen deutscher Private Equity-Gesellschaften. 99 Private Equity-Gesellschaften nahmen an der Befragung teil, davon zählen 46 zu den Frühphasen-Finanzierern (Early stage) und 53 zu den Spätphasen-Finanzierern bzw. Buy-out-Spezialisten (Later stage). Bereits in den Jahren 2004 und 2005 hatte der BVK vergleichbare Befragungen durchgeführt, deren Ergebnisse mit dieser Umfrage aktualisiert werden.

3.2 Ergebnisse

Aus den Ergebnissen der BVK-Börsenbefragung lassen sich die folgenden sechs Kernthesen ableiten:

1. Beteiligungsgesellschaften schätzen die Bedeutung des IPO-Marktes für die allgemeine Verfassung des Private Equity-Marktes größer ein als für die einzelne Gesellschaft.

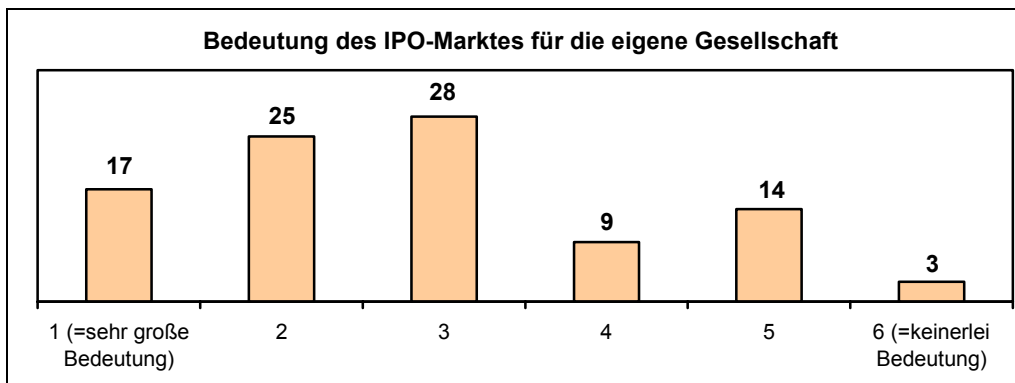
Bei der Frage nach der Bedeutung eines intakten IPO-Marktes für den Private Equity-Markt und für das eigene Geschäft zeigt sich ein geteiltes Bild: 85 % der Beteiligungsgesellschaften messen einem intakten IPO-Markt eine mindestens große Bedeutung für den Private Equity-Markt allgemein bei. Von den 96 hierzu antwortenden Gesellschaften schätzen mehr als ein Drittel (37) die Bedeutung als sehr groß, weitere 46 Gesellschaften zumindest noch groß ein. Dies entspricht dem allgemeinen Verständnis über den positiven Zusammenhang von Börse und Private Equity-Markt. Zudem konnte eine Verschiebung gegenüber der letztjährigen Befragung festgestellt werden, als noch 51 für eine sehr große und 36 für eine große Bedeutung votierten.



Wie im letzten Jahr wird die Bedeutung für den Gesamtmarkt jedoch sehr viel größer eingeschätzt als für das Geschäft der eigenen Gesellschaft. Insgesamt vier Gesellschaften weisen dem IPO-Markt eine größere Bedeutung für das eigene Geschäft als für den ge-

samten Private Equity-Markt zu und weitere 34 eine zumindest gleiche. Die durchschnittliche Bedeutung für den Private Equity-Markt wird mit 1,8 bewertet, die für die eigene Gesellschaft mit 2,9. Der letztjährige Aufschwung im deutschen IPO-Markt und die gestiegene Zahl von Private Equity-finanzierten Börsenkandidaten hatte aber keinen Einfluss auf die Einschätzungen der Beteiligungsgesellschaften, denn die Bewertung gegenüber der Befragung im Jahr 2004 blieb nahezu unverändert: Die durchschnittliche Bedeutung für den Private Equity-Markt wurde 2004 ebenfalls mit 1,8 angegeben, die für die eigene Gesellschaft mit 3,0.

Aufgrund der unterschiedlichen strategischen Ausrichtungen der Beteiligungsgesellschaften ergeben sich deutliche Unterschiede hinsichtlich der Einschätzung der Bedeutung für das eigene Geschäft. Insbesondere diejenigen Gesellschaften, deren Geschäftsmodell nicht auf den Börsengang ihrer Portfoliounternehmen ausgerichtet ist, billigen dem IPO-Markt nur eine sehr geringe Bedeutung für das eigene Geschäft zu. Nur knapp jede fünfte Gesellschaft (17) sieht eine sehr große Bedeutung, weitere 25 zumindest eine große Bedeutung. Fast genauso viele Gesellschaften (37) bewerten die Bedeutung jedoch nur mit der Note 3 oder 4. Für 17 Gesellschaften hat der IPO-Markt sogar annähernd keine oder keinerlei Bedeutung – hierzu zählen vor allem Mittelständische Beteiligungsgesellschaften und Beteiligungsgesellschaften der Sparkassen.

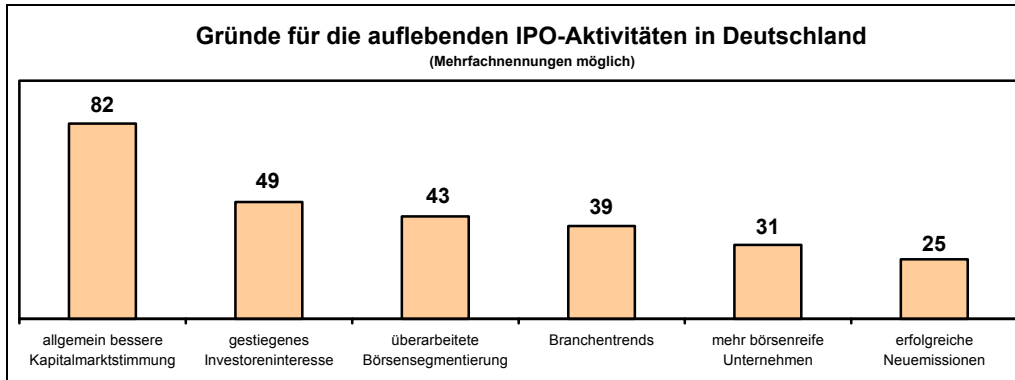


Wichtiger Einflussfaktor für die Bewertungen ist der Investitionsschwerpunkt der Beteiligungsgesellschaften. So schätzen die Gesellschaften aus dem Frühfinanzierungsbereich die Bedeutung des IPO-Marktes für das eigene Geschäft deutlich höher ein als Later stage-Gesellschaften. Während sich bei den Early stage-Gesellschaften durchschnittliche Bewertungen von 1,8 für den Markt und 2,4 für die eigene Gesellschaft ergeben, lagen diese bei den Later stage-Gesellschaften bei 1,8 bzw. 3,3.

2. Private Equity-Gesellschaften sehen vielfältige Gründe für die auflebenden IPO-Aktivitäten in Deutschland; Hauptgrund ist jedoch die allgemein verbesserte Kapitalmarktstimmung.

Deutschland hat bei den IPO-Aktivitäten aufgeholt und 2005 das aktivste IPO-Jahr seit 2001 feiern können. Inzwischen hat sich die allgemeine Kapitalmarktstimmung hierzulande deutlich gebessert, erfolgreiche IPOs bescherten den Investoren kräftige Gewinne und

nicht zuletzt die Einführung des Entry Standards verspricht weitere Börsengänge, insbesondere von kleinen und mittleren Unternehmen.



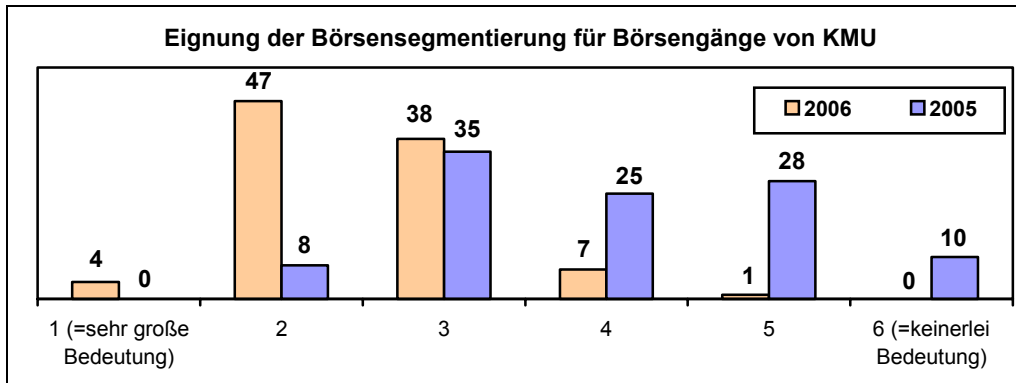
Befragt nach den wichtigsten Gründen für das Aufleben der deutschen IPO-Aktivitäten zeichneten die Beteiligungsgesellschaften folgendes Bild: Wichtigster Grund ist die allgemein bessere Kapitalmarktstimmung, dies gaben mehr als drei Viertel (82) der Gesellschaften an. Jeweils rund die Hälfte der Gesellschaften sieht im gestiegenen Interesse der Investoren an deutschen Neuemissionen und nicht zuletzt in der durch Einführung des Entry Standard erfolgten Ergänzung der Börsensegmente durch die Deutsche Börse weitere Gründe. Die meisten Börsengänge des vergangenen Jahres wurden durch Unternehmen aus den Branchen Finanzdienstleistungen (4), Solarenergie (3) und Biotechnologie (3) durchgeführt. Begleitet von großem Investoreninteresse waren speziell die IPOs der Solarunternehmen. Dementsprechend sahen 39 Befragte auch Branchentrends als einen Treiber der IPO-Aktivitäten. Weniger Bedeutung maßen die Gesellschaften der gewachsenen Anzahl börsenreifer Unternehmen und dem positiven Vorbildcharakter einzelner besonders erfolgreicher Emissionen zu.

Zwischen den Early stage- und Later stage-Gesellschaften gibt es einige Unterschiede bei der Einschätzung der IPO-Treiber des letzten Jahres. Erstaunlicherweise sehen die Early stage-Finanzierer die Börsenneusegmentierung durch die Einführung des Entry Standards weit weniger wichtig als die Later stage-Gesellschaften, obwohl sich der Entry Standard im Speziellen an die von Frühphasenfinanzierern begleiteten jungen Unternehmen und Unternehmensgründungen wendet. Zudem identifizierten die Frühphasenfinanzierer besonders die Branchentrends als einen Grund für das Aufleben der IPO-Aktivitäten. Dies verwundert weniger, da insbesondere diese Investorengruppe von den letztjährigen IPOs der Solarunternehmen und Biotechnologieunternehmen profitierten.

3. Die Ergänzung der Segmente Prime und General Standard durch den Entry Standard wird von den Beteiligungsgesellschaften befürwortet.

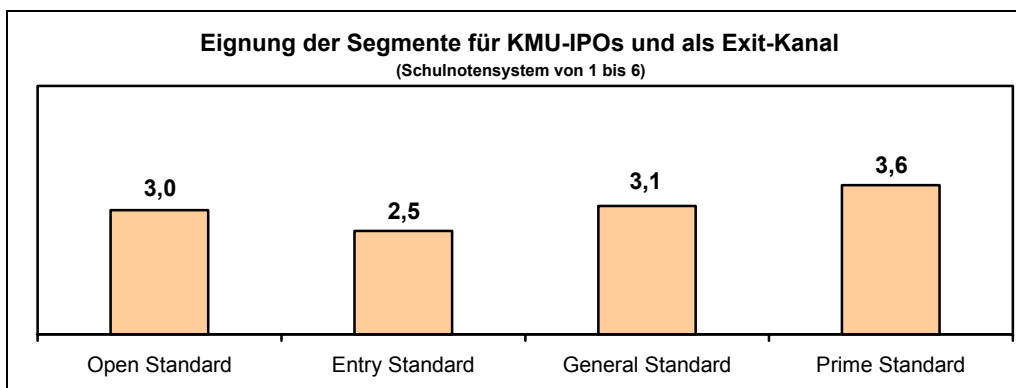
Mit der Einführung des Entry Standards im November 2005 als „Fenster“ innerhalb des im Open Market umbenannten Freiverkehrs schuf die Deutsche Börse AG einen kostengünstigen Zugang zum Kapitalmarkt mit niedrigen regulatorischen Anforderungen bei gleichzeitig höherer Visibilität. Damit kam die Deutsche Börse AG einer weit verbreiteten Forderung verschiedener Institutionen nach, der sich auch der BVK anschloss. Diese nun vierteilige Börsensegmentierung wird von den befragten Beteiligungsgesellschaften als deut-

lich geeigneter für den Börsengang kleiner und mittlerer Unternehmen eingeschätzt als die vorherige Struktur. Mehr als die Hälfte der Befragten (51) bewertet die neue Struktur nach dem Schulnotensystem von 1 bis 6 mindestens mit gut. Weitere 38 Beteiligungsgesellschaften sehen die Eignung als befriedigend. Im Durchschnitt beurteilen die befragten Gesellschaften die Eignung der derzeitigen Börsensegmente für Börsengänge von KMU mit 2,5, wobei sich Frühphasenfinanzierer und Later stage-Gesellschaften in ihren Einschätzungen nicht unterscheiden.



Im Jahr 2004 fiel die Einschätzung der Beteiligungsgesellschaften hinsichtlich der Eignung der damaligen Börsenstruktur ohne den Entry Standard deutlich schlechter aus. Fast 60 % der befragten Beteiligungsgesellschaften bewerteten diese mit der Note 4 oder schlechter. Die Durchschnittsnote lag bei 4,0.

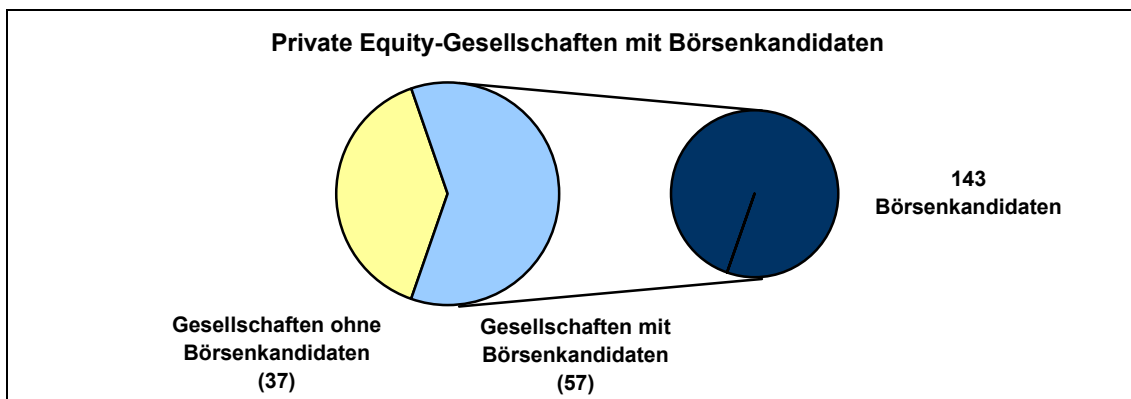
Befragt nach der Eignung der Einzelsegmente Prime, General, Entry und Open Standard für den Börsengang von KMU und als Exit-Kanal für Beteiligungsgesellschaften zeigen die Antworten der Gesellschaften deutliche Unterschiede. Die börsenregulierten Open und Entry Standard werden als deutlich geeigneter eingeschätzt als die gesetzlich regulierten Open und Prime Standard. Am besten schneidet der neu geschaffene Entry Standard mit einer Durchschnittsnote von 2,5 ab. Diese Einschätzung ist verständlich, da sich dieser ausdrücklich an börsenwillige KMU wendet und in seinen Emissions-, Notierungs- und Publikationsanforderungen auf diese Unternehmensgruppe zugeschnitten ist. Das am wenigsten regulierte Segment, Open Standard, wird mit 3,0 bewertet und schneidet damit besser ab als die gesetzlich regulierten Segmente General Standard mit einer Note von 3,1 und Prime Standard mit einer Note von 3,6.



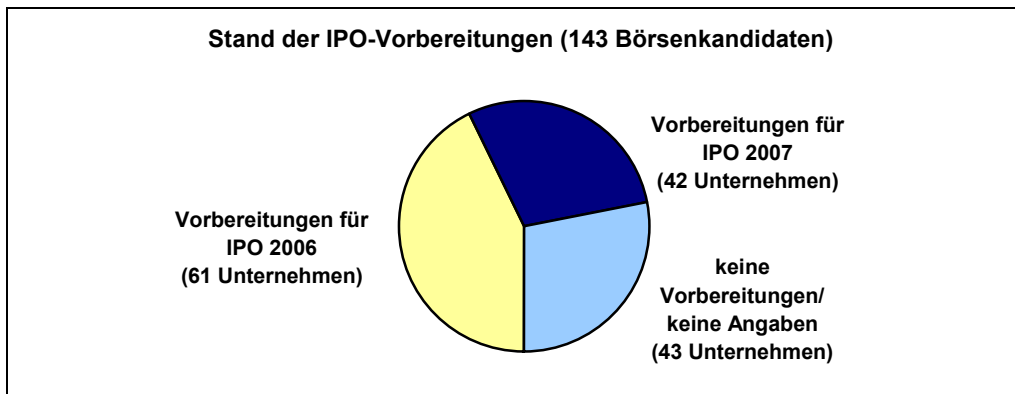
Das schlechte Abschneiden des Prime Standards ist einerseits verständlich, da dieser das am stärksten regulierte Segment mit den größten und kostenintensivsten Anforderungen und Pflichten darstellt. Andererseits erfolgten 14 der 17 Neuemissionen des Jahres 2005, darunter auch Private Equity-finanzierte, in diesem Segment.

4. Bis Ende 2007 werden zahlreiche Unternehmen an die Börse streben, darunter sehr viele Private Equity-finanzierte Unternehmen sein, da die Portfolios deutscher Beteiligungsgesellschaften einige potenzielle Börsenkandidaten aufweisen.

Von den 35 Neuemissionen seit 2002 wurden 15 von Private Equity-Gesellschaften in ihrer Entwicklung begleitet. Und auch unter den derzeit öffentlich diskutierten Börsenkandidaten befindet sich eine Reihe von Private Equity-finanzierten Unternehmen. Dieses Private Equity-finanzierte IPO-Potenzial wird durch die Antworten der befragten Beteiligungsgesellschaften bekräftigt.



Fast zwei Drittel (57) der zu diesem Punkt antwortenden 94 Beteiligungsgesellschaften verfügt nach eigenen Angaben über mindestens ein börsenfähiges bzw. -reifes Unternehmen im Portfolio. Insgesamt 143 Unternehmen wurden von den Beteiligungsgesellschaften als börsenfähig bzw. börsenreif klassifiziert. Dabei stammen mit 75 Unternehmen etwas mehr als die Hälfte aus den Portfolios von Frühphasenfinanzierern und weitere 68 aus den Portfolios von Later stage-Gesellschaften. Bereits bei der Untersuchung im Jahr 2004 konnte ein ähnlich großes Potenzial festgestellt werden. Von 104 Beteiligungsgesellschaften hatten 53 nach eigenen Angaben 108 Kandidaten für einen Börsengang in den Portfolios. Damit stieg gegenüber der Voruntersuchung sowohl der Anteil der Beteiligungsgesellschaften mit mindestens einem börsenreifen Unternehmen im Portfolio als auch die Zahl der als börsenreif klassifizierten Unternehmen.

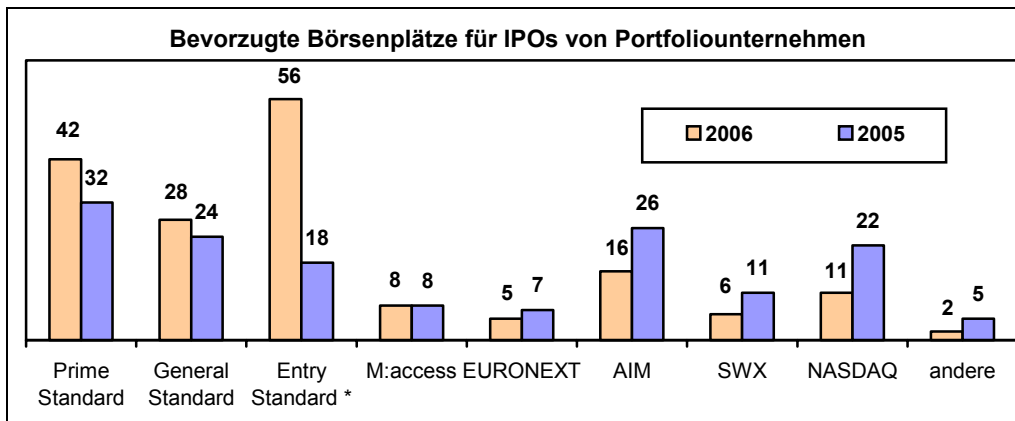


Bei einigen der Börsenkandidaten haben bereits erste IPO-Vorbereitungen begonnen, weshalb sich für die folgenden zwei Jahre ein Vielzahl von Börsengängen von Unternehmen aus den aktuellen Portfolios deutscher Beteiligungsgesellschaften andeuten. Bei 103 der 143 als börsenreif klassifizierten Unternehmen wurden aktiv IPO-Vorbereitungen eingeleitet. Befragt nach den konkreten Börsenvorbereitungen gaben 37 Beteiligungsgesellschaften an, aktiv den IPO von 61 Unternehmen für das Jahr 2006 vorzubereiten. Bei weiteren 42 Unternehmen werden IPO-Vorbereitungen für das Jahr 2007 getroffen. Bei den restlichen 40 Unternehmen sind noch keine konkreten Aktivitäten vorgesehen.

5. Der Entry Standard hat sich bereits kurz nach seinem Start als IPO-Segment und Exit-Kanal etabliert und damit den Börsenplatz Deutschland gestärkt.

Im Vergleich zur letztjährigen Befragung haben die deutschen Börsen in den Augen der Beteiligungsgesellschaften deutlich an Attraktivität gegenüber den ausländischen Börsenplätzen gewonnen. Nicht nur der neu geschaffene Entry Standard wurde auf Anhieb als äußerst attraktiv eingeschätzt, auch Prime und General Standard konnten in der Gunst der befragten Beteiligungsgesellschaften zulegen.

Befragt nach den für einen IPO potenzieller Börsenkandidaten bevorzugten Börsenplätzen lag der Schwerpunkt mit insgesamt 56 Nennungen beim Entry Standard, der damit deutlich attraktiver eingeschätzt wurde als der Freiverkehr in der letztjährigen Befragung. Weitere 70 Nennungen, und damit ebenfalls mehr als im Vorjahr, erhielten die gesetzlich geregelten Segmente Prime/General Standard. Mit den 8 Nennungen des Münchner M:access erhielten die deutschen Börsenplätze insgesamt 134 Stimmen. Die internationalen Konkurrenzbörsen wurden mit insgesamt 43 Nennungen weit weniger oft genannt. Insbesondere AIM (16 Nennungen) und NADAQ (11) sind zwar weiterhin attraktive Börsenplätze, wobei dies wohl insbesondere für ausländische Portfoliounternehmen gilt, trotzdem haben die ausländischen Börsenplätze im Vergleich zur Vorjahresuntersuchung deutlich an Bedeutung verloren.



(*) Angaben für 2005 beziehen sich auf den Freiverkehr, für 2006 auf den Entry Standard.

Zu dieser positiven Entwicklung haben sicherlich zwei Dinge beigetragen: Zum einen die Einführung des Entry Standards und seine nach Einschätzung der Beteiligungsgesellschaften besondere Eignung für den Börsengang von Portfoliounternehmen, zum anderen die gestiegene Zahl deutscher IPOs und die positiven IPO-Beispiele des Jahres 2005, die bewiesen haben, dass auch an deutschen Börsen erfolgreiche Börsengänge möglich sind.

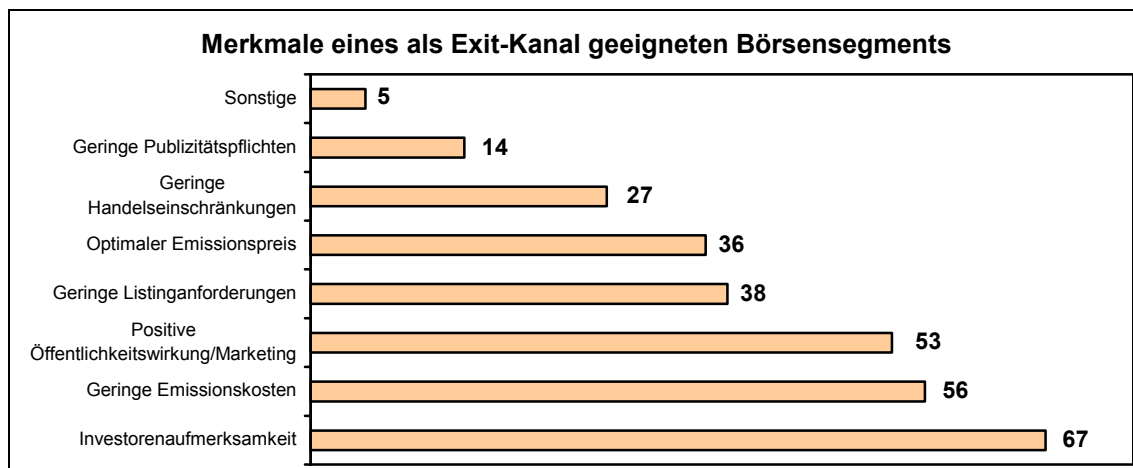
Unter den befragten Beteiligungsgesellschaften zeigen sich jedoch Unterschiede hinsichtlich der eingeschätzten Eignung der Börsenplätze. Fast ausschließlich Frühphasen-Finanzierer nannten die ausländischen Börsensegmente als denkbar für den IPO ihrer Portfoliounternehmen. Insgesamt ergab sich hier folgende Rangfolge auf den ersten vier Plätzen: Entry Standard (28 Nennungen), Prime Standard (21) vor AIM und NASDAQ (jeweils 11). Interessant ist, dass genauso viele Later stage-Gesellschaften wie Frühphasenfinanzierer den Entry und den Prime Standard als potenzielle Segmente für das IPO eines Portfoliounternehmens nannten. Auch bei den Later stage-Gesellschaften setzte sich der neu geschaffene Entry Standard (28 Nennungen) an die Spitze der meistgenannten Segmente vor Prime (21) und General Standard (19).

6. Ein KMU-Segment, das sich als Exit-Kanal für Beteiligungsgesellschaften eignet, sollte einen kostengünstigen Börsenzugang für die Unternehmen bieten und gleichzeitig ein hohes Investoreninteresse durch geeignete Publizitätspflichten garantieren.

Vor der Einführung des Entry Standard wurden die Struktur und insbesondere die Zulassungs- und Folgepflichten eines neuen Börsensegments für KMU ausgiebig diskutiert. Dabei wurden vor allem die Erfahrungen mit dem Neuen Markt und den schon vorhandenen gesetzlich geregelten Segmenten Prime/General Standard sowie das Wissen um den überaus erfolgreichen AIM in die Diskussion einbezogen. Letztendlich sollte der Entry Standard den notierten Unternehmen den kostengünstigen Zugang zum Kapitalmarkt öffnen und gleichzeitig durch ein Mindestmaß an Publizitätspflichten Risiken minimieren und Investoren gewinnen.

Befragt nach den aus ihrer Sicht wichtigsten Voraussetzungen, die ein Börsensegment als besonders attraktiver Exit-Kanal für Beteiligungsgesellschaften und damit indirekt auch als

besonders geeignet für das IPO von kleinen und mittleren Unternehmen mitbringen sollte, ergibt sich ein differenziertes Bild. Die Antworten der Beteiligungsgesellschaften zeigen ein Dilemma, das bei der Strukturierung eines Börsensegments gelöst werden muss: Die emittierenden Unternehmen und die Altaktionäre, z. B. Beteiligungsgesellschaften, wollen einerseits einen IPO und eine spätere Börsennotierung zu möglichst geringen Kosten erreichen. Andererseits sollen möglichst viele Investoren angesprochen und von der eigenen Aktie überzeugt werden, was aber nur durch kostenintensive Maßnahmen und die Einhaltung bestimmter Pflichten zu erreichen ist. Dieses Dilemma wird durch die vorliegenden Untersuchungsergebnisse bekräftigt.



Mehr als zwei Drittel der Beteiligungsgesellschaften nannten eine hohe Aufmerksamkeit bei Investoren und Medien als wichtigste Eigenschaft. Dies wird letztendlich als grundlegend für den IPO-Erfolg eines an die Börse strebenden Unternehmens und die spätere Liquidität der gehandelten Aktien angesehen, weshalb ein geringes Maß an Publizitätspflichten dem Streben nach Investorenaufmerksamkeit und Risikominimierung entgegensteht und dieser Punkt nur 14 Nennungen erhielt. Einen ebenfalls positiven Einfluss auf die Investorenaufmerksamkeit hat der Wunsch nach einer positiven Öffentlichkeitswirkung des Börsensegments und einem erfolgreichen Marketing (53 Nennungen). Die Deutsche Börse versucht, diesem Wunsch mit verschiedenen Seminaren und Veranstaltungen, aber auch durch die Berechnung von Indizes, nachzukommen. Von Seiten der Unternehmen tragen hierzu umfassende und regelmäßige Unternehmensinformationen bei. Nachteil eines umfassenden Informationsangebots von Seiten der Emissionskandidaten ist die dadurch entstehende Kostenbelastung. Gerade bei kleinen und mittleren Unternehmen mit meist geringem Emissionsvolumen spielt der Kostenfaktor bei einem Börsengang eine entscheidende Rolle, weshalb 56 Befragte die geringen Emissionskosten als wichtige Eigenschaft einstufen. Einen ebenfalls kostenerhöhenden Einfluss können bestimmte Listing- oder Zulassungspflichten haben, wie z. B. die Prospektpflicht, IR-Kosten oder zusätzliche Rechnungslegungskosten. Deshalb votierten 38 Beteiligungsgesellschaften für möglichst geringe Listinganforderungen. Unproblematisch werden neben den bereits genannten Publizitätspflichten auch Handelseinschränkungen wie z. B. Lock-up-Pflichten von den befragten Beteiligungsgesellschaften eingeschätzt. Risikominimierende Informationspflichten werden von den Beteiligungsgesellschaften als allgemein wichtig eingeschätzt.