

Boué/Kehlbeck
Leonhartsberger-Heilig

Fachbuch Wirtschaft

Basiswissen Private Equity

Was Praktiker über externe
Eigenkapitalfinanzierung wissen müssen

Linde
international

4. Private Equity als Finanzierungsalternative: Die Sicht der Unternehmen⁴

4.1. Definition Private Equity

Private Equity ist die Zurverfügungstellung von haftendem Kapital über einen bestimmten, meist mittel- bis langfristigen, Zeitraum. Es bezeichnet die Finanzierung mittels Eigenkapital von zum Finanzierungszeitpunkt i.d.R. nicht börsenreifen Unternehmen.

Hierbei agieren Private-Equity-Fonds als **Intermediäre der Kapitalgeber** und investieren in Portfolio-Unternehmen, welche die Kapitalnehmer darstellen.

Charakteristika der Private-Equity-Finanzierung sind

- der begrenzte Finanzierungszeitraum,
- der oftmalige Verzicht der Private-Equity-Fonds auf eine laufende Verzinsung des bereitgestellten Kapitals sowie
- die mit der Finanzierungsleistung verbundene unternehmerische Unterstützung und Kontroll- und Mitspracherechte, welche durch den gestiegenen Unternehmenswert einen Kapitalgewinn am Ende des Anlagezeitraums liefern sollen.

Darüber hinaus ist Private Equity dadurch gekennzeichnet, dass – analog zu Eigenkapital allgemein – keine Rückzahlungsverpflichtung des Beteiligungs- oder Portfolio-Unternehmens (Private-Equity-Nehmers) und kein Kündigungsrecht des Kapitalgebers bestehen und das eingesetzte Kapital im Konkursfall verloren geht.

Die bisher beschriebene Charakterisierung von Private Equity ist weitgehend anerkannt. Allerdings hat sich das Private-Equity-Geschäft in den vergangenen Jahren deutlich weiterentwickelt, und so gibt es mittlerweile – insbesondere bei größeren Private-Equity-Fondsanbietern – Geschäfte, die außerhalb dieser Definition liegen. Private-Equity-Fonds investieren beispielsweise zuletzt auch in börsennotierte Portfolio-Unternehmen (sogenannte **PIPE-Deals**: Private Investments in Public Equity). Dies geschieht, um

- das Unternehmen, das vom betreffenden Private-Equity-Fonds an die Börse gebracht worden war, etwa in schlechten Börsenzeiten mit weiterem Kapital für eine Unternehmensexansion auszustatten;
- eine niedrige Börsenbewertung auszunutzen, indem der Private-Equity-Fonds das Portfolio-Unternehmen kauft, danach von der Börse nimmt (Delisting), das Unternehmen entweder weiterentwickelt, um es dann eventuell wieder an die Börse zu bringen, oder zerschlägt, um Profit aus dem Verkauf der Einzelteile des Unternehmens zu schlagen.

Private-Equity-Fonds beteiligen sich mit Eigenkapital direkt an Unternehmen und erzielen ihre Erträge mitunter durch Dividenden, hauptsächlich aber durch den Verkauf der erworbenen Anteile, wenn sie nach einigen Jahren in ihrem Wert gestiegen sind.

⁴ Die Darstellungen in Kapitel 4 beruhen auf dem Erfahrungswissen der Autoren unter Einbeziehung folgender Quellen: AVCO 2005, AVCO 2007, BaFin 2011, Bertl u.a. 2004, Bertl u.a. 2005, Boué 2007, Diller 2007, Fath 2008, Jesch u.a. 2010, Jud 2006, Leitinger u.a. 2000, Lidinger 2005, Peridon/Steiner 2009, Stadler 2004, Weinrauer 2011.

4.2. Abgrenzung Private Equity – Venture Capital

Die Begriffe Private Equity und Venture Capital werden in Literatur und Praxis häufig synonym verwendet. Der häufigste Ansatz, um diese Begriffe voneinander zu unterscheiden, ist folgender:

- **Venture Capital** (i.e.S.): Beteiligungsfinanzierungen mit vergleichsweise geringerem Kapitalbedarf von Unternehmen mit überdurchschnittlichem Wachstumspotenzial in **frühen Unternehmensstadien**
- **Private Equity** (i.e.S.): Beteiligungsfinanzierungen von Unternehmen in **späteren Entwicklungsphasen** (etwa eine Buy-out-Phase oder eine Bridge-Phase vor einem Börsengang).

Grundsätzlich ist aber eine trennscharfe Abgrenzung Venture Capital vs. Private Equity nicht immer möglich.

Zum Private Equity i.w.S. gehörend, aber nicht als Venture Capital i.e.S. zu sehen, sind die verwandten Finanzierungen durch

- **Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften**, welche durch die Bereitstellung von Venture Capital durch Industrieunternehmen sowie durch die Verfolgung von strategischen Motiven neben rein renditeorientierten Zielen charakterisiert sind (**Corporate Venturing**);
- **Business Angels**, die sich als Privatinvestoren ohne Intermediäre direkt an Unternehmen beteiligen, die sich i.d.R. in einer sehr frühen Unternehmensphase befinden. Man spricht hier auch von **informellem Venture Capital**.

Info-Box: Der Business Angel

Ein Business Angel ist ein – zumeist älterer, jedenfalls aber erfahrener – (Ex-)Unternehmer oder leitender Angestellter, der aufgrund seiner Berufstätigkeit über spezifische Erfahrung und/oder einschlägige Kontakte verfügt.

Mit ihrem **Kapital, Know-how und Kontakten** unterstützen Business Angels Existenzgründer bei der Etablierung deren Unternehmens, also in einer Phase, in der Venture-Capital-Gesellschaften zumeist mit einem Engagement noch zögern. Die investierten Kapitalbeträge sind noch vergleichsweise klein. Im Prinzip verhalten sie sich jedoch konform zu Venture-Capital-Gesellschaften und wenig selbstlos.

Die Haltung des Business Angel betreffend Renditeorientierung ist gleich wie die der Venture-Capital-Gesellschaften; das hohe Risiko des frühen Einstiegs soll durch die Aussicht auf eine entsprechende Rendite belohnt werden. Daher bevorzugen Business Angels Branchen mit starkem Wachstum. Lokale Nähe ist wichtig und ein Vertrauensverhältnis zwischen Gründergesellschafter und Business Angel notwendige Voraussetzung. Weil das Unternehmen auch in hohem Ausmaß vom Know-how und dem Netzwerk des Business Angels profitiert, nennt man das vom Business Angel eingebrachte Kapital auch „intelligentes Kapital“ (**Smart Money**).

Unterschiede zu Venture-Capital-Fonds bestehen in der Einschätzung der Risiken und dem damit verbundenen Risk Management. Business Angels nehmen tendenziell weniger Agency-Risiko (das Risiko, dass sowohl das Beteiligungsunternehmen als auch der Risikokapitalbeteiligte ausschließlich ihren eigenen Interessen nachgehen, ohne die Beteiligungsvertragsbedingungen zu erfüllen [siehe Kapitel 3.2.2]), indem sie insbesondere auf ein entsprechendes finanzielles Commitment der Gründer bis hin zu persönlichen Haftungen achten, sodass das finanzielle Überleben des Gründers mit dem wirtschaftlichen Erfolg des Beteiligungsunternehmens zusammenfällt.

Eine wichtige Erfolgsgrundlage der Business Angels sind ihre Netzwerke, die auch sehr bewusst organisiert werden. Deutschland verfügt über rund 40 Netzwerke, mitunter mit einem regionalen Fokus. Sie nehmen Anfragen von Kapital suchenden Unternehmen auf und vermitteln den Kontakt zu geeigneten Business Angels. Mindestvoraussetzung für ein Erstgespräch sind der Geschäftsplan oder eine Präsentation. Business-Angel-Netzwerke sind nicht zertifiziert und/oder standardisiert; so gibt es insbesondere keine Standards betreffend den sensiblen Umgang mit Ideen und Strategien innerhalb des Netzwerkes. Eine nach Regionen gegliederte Liste steht auf der Internetseite des Business Angels Netzwerk Deutschland e.V. (**BAND**) zur Verfügung: www.business-angels.de.

In Österreich bietet „**i2 – die Börse für Business Angels**“ der Austria Wirtschaftsservice GmbH einen landesweiten Vermittlungsservice zwischen eigenkapitalsuchenden Unternehmen und Privatpersonen: www.awsg.at.

4.2.1. Anteilshöhe und Finanzierung der Transaktion

Wie bereits beschrieben beteiligen sich **Venture-Capital-Gesellschaften** normalerweise mit **Minderheitsanteilen** in Unternehmen in frühen Unternehmensphasen. Dies sind häufig Technologieunternehmen oder andere schnell wachsende Unternehmen, u.U. in einer Phase, in der sie noch nicht einmal nennenswerte Umsätze machen. Diese Transaktionen bestehen normalerweise komplett aus Eigenkapital (ggf. ergänzt um ein Gesellschafterdarlehen).

Private-Equity-Fonds übernehmen häufig **kontrollierende Mehrheitsanteile** oder lassen sich in den Verträgen umfangreiche Rechte einräumen, die einer kontrollierenden Mehrheit entsprechen oder nahe kommen. Die Zielunternehmen sind für gewöhnlich etablierte Unternehmen, mitunter sogar börsenlistet, mit einem stabilen Cashflow. Die Transaktion wird in aller Regel mithilfe eines signifikanten Fremdkapitalanteils gestemmt, der das eingesetzte Eigenkapital um ein Mehrfaches übersteigen kann. In der Vergangenheit waren Transaktionen mit 60%–80% Fremdkapitalanteil keine Seltenheit. Dies setzt ein umfassendes und sorgsames **Financial Engineering** durch das Fondsmanagement voraus.

Info-Box: Financial Engineering

Unter Financial Engineering versteht man im Private-Equity-Geschäft den Vorgang, bei dem mehrere Finanzprodukte so miteinander kombiniert werden, dass sie zum einen

- die speziellen Ziele eines Investors und zum anderen
- die Möglichkeiten des betreffenden Unternehmens
- unter Berücksichtigung der Anliegen der Altgesellschafter abbilden.

Bei den genannten Finanzprodukten kann es sich um alle Arten von Eigen-, Fremd- und Mezzanine-Kapital handeln sowie um daraus abgeleitete Derivate (z.B. Optionen, Swaps, Futures). Ziel ist jedenfalls, eine für die konkrete Transaktion maßgeschneiderte Lösung zu finden.

4.2.2. Wachstum, Rendite und Erfolgsfaktoren

Die Unternehmen, in die Venture-Capital-Gesellschaften investieren, weisen für gewöhnlich höhere Wachstumsraten aus als Private-Equity-finanzierte Unternehmen. Letztere erzielen ihre Renditen aus der Finanzierungsstruktur, Kostenreduktionen und damit einhergehenden Ergebnis- und Margensteigerung sowie mit einer Verbesserung der operativen Abläufe.

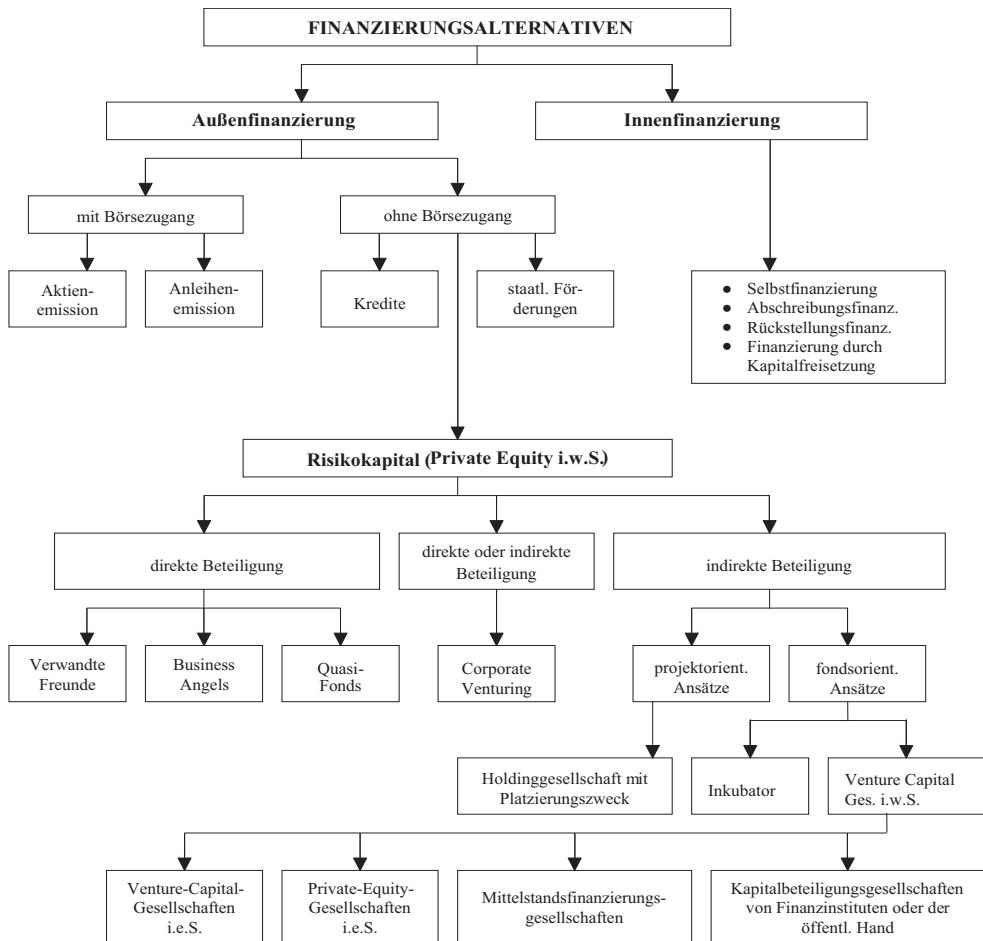
Venture Capital Investments erzielen die höchsten Renditen bei starken Eigenkapital-Märkten. Dies gilt besonders für hohe Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV), die zur Bewertung von Unternehmen im Falle des Exits herangezogen werden. Im Gegensatz dazu erzielen **Buy-out-Transaktionen** eine höhere Rendite, wenn die Eigenkapitalmärkte eine Schwäche aufweisen, da die mittels KGV bewerteten Unternehmen günstiger eingekauft werden können. Der kritische Erfolgsfaktor bei Buy-out-Transaktionen ist das Funktionieren der Fremdkapitalmärkte.

4.2.3. Portfoliodynamik

Ein weiterer wichtiger Unterschied zwischen Venture Capital und Buyout Private Equity ist die **Entwicklung der Portfolios unter Renditegesichtspunkten**. Venture-Capital-Portfolios haben für gewöhnlich eine relativ hohe Anzahl von Ausfällen zu verzeichnen. Die (hohen) Renditeerwartungen erfüllen sich in diesen Fällen von einzelnen, sehr stark wachsenden Unternehmen, die eine Vervielfachung des eingesetzten Kapitals mit sich bringen. Im Gegenzug dazu ist die Anzahl der Totalausfälle bei Private-Equity-Gesellschaften eher gering. Allerdings ist die Wertsteigerung der Portfolio-Unternehmen auch nicht so hoch wie bei den Stars im Venture-Capital-Portfolio.

4.3. Einordnung in die Systematik der Unternehmensfinanzierung

Private Equity kann in die Systematik der möglichen Finanzierungsalternativen für Unternehmen entsprechend folgender Grafik eingebettet werden.



Quelle: modifiziert nach Leitinger/Strohbach, 2000, S. 70 und S. 120

Abbildung 6: Finanzierungsalternativen

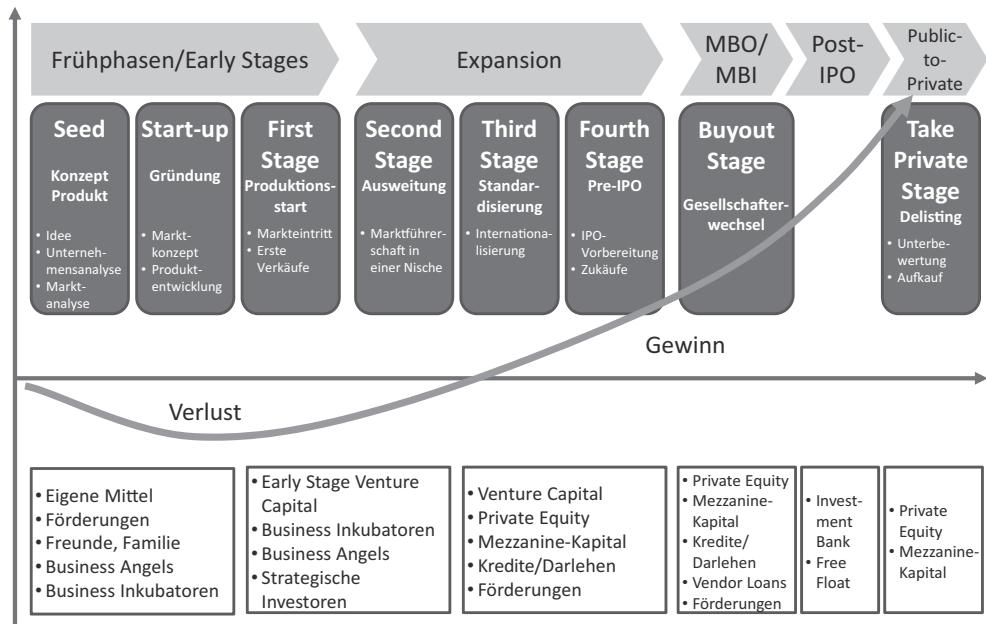
Bezüglich der **Mittelherkunft** handelt es sich bei Private Equity um eine Form der **Außenfinanzierung**, d.h. die Mittel stammen von Dritten, die diese im Wege einer Beteiligung dem Unternehmen zur Verfügung stellen, und wurden nicht im Rahmen des betrieblichen Erwerbsprozesses erwirtschaftet.

Die **rechteliche Stellung** des Private-Equity-Kapitalgebers ist die eines (Mit-)Eigentümers (siehe hierzu auch Kapitel 2). Damit ist implizit zugrundegelegt, dass:

- das Kapital auf unbestimmte Zeit ins Unternehmen eingebbracht wurde und auf die Rückzahlung des Kapitals verzichtet wurde;
- das Kapital Anteil hat am erwirtschafteten Gewinn bzw. Verlust;
- das Kapital ebenso Anteil hat am Wachstum des Unternehmenswertes;
- das Kapital bzw. die Kapitalgeber Informations-, Kontroll- und Mitspracherechte haben.

4.4. Anlässe für Private-Equity-Finanzierungen

Jedes angehende Portfolio-Unternehmen durchläuft im Rahmen seines Lebenszyklus verschiedene Phasen (von der Produktidee bis – im besten Fall – zur Erreichung der Position eines börsennotierten Marktführers), welche jede für sich Anlass für eine Private-Equity-Finanzierung sein kann.



Quelle: nach Hackl/Jandl in Stadler (Hrsg.2004)

Abbildung 7: Finanzierungsanlässe und Investoren in den verschiedenen Unternehmenslebensphasen

Die einzelnen Phasen sind gekennzeichnet durch unterschiedliche Charakteristika bezüglich

- im Vordergrund stehenden Unternehmensaktivitäten,
- Risiken,
- Kapitalerfordernissen,
- typische Kapitalgeber.

Abbildung 8 zeigt die Entwicklung der investierten Beträge über einen Zeitraum von 2006 bis 2010 von europäischen Private-Equity-Gesellschaften **nach Investmentphasen**. Dabei wurden die Second, Third und Forth Stage unter „Growth Capital/Expansion“ subsumiert. Auffällig ist zum einen die Dominanz der Investitionen in der Buyout-Phase. Dies ist durch den Umstand zu erklären, dass die Summen, die pro Unternehmen in dieser Phase bewegt werden, durchschnittlich deutlich höher sind, als dies z.B. bei kleinen Start-up-Unternehmen der Fall ist. Zum anderen fällt der starke Rückgang im Jahr 2009 auf. Die Finanzkrise hat in diesem Jahr stark auf die Investitionsneigung der Private-Equity-Fonds durchgeschlagen. Sie hat sich im darauffolgenden Jahr jedoch

recht deutlich erholt (Überlegungen zur weiteren Entwicklung werden in Kapitel 1.1 angestellt).

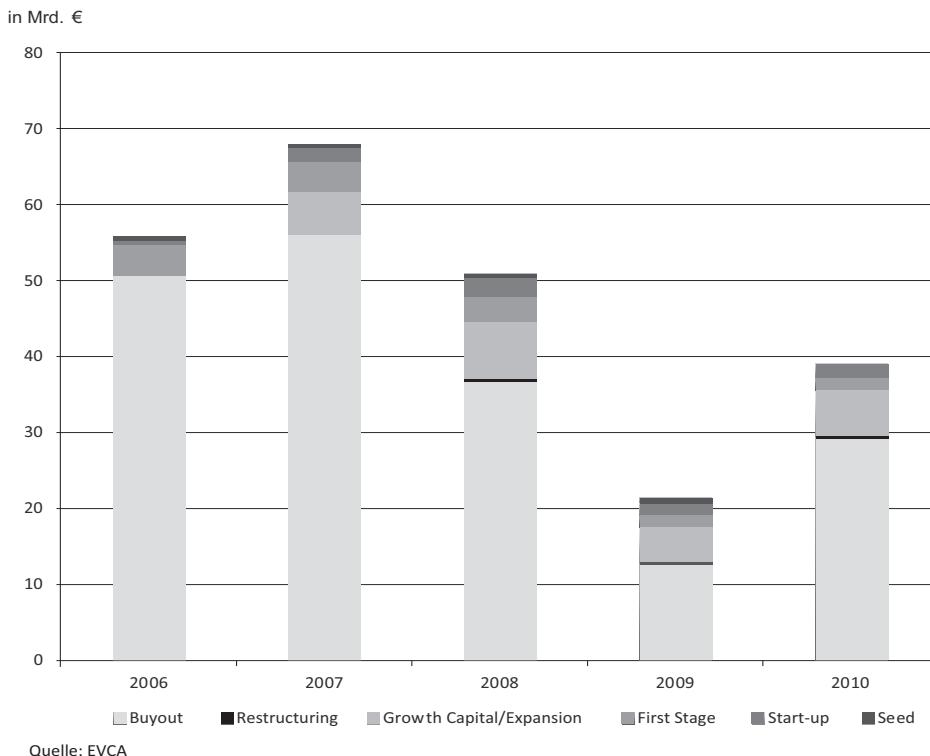


Abbildung 8: Private-Equity-Investments nach Investmentphasen 2006–2010

4.4.1. Seed-Phase

Am Anfang steht eine innovative Geschäftsidee, welcher Marktchancen zugetraut werden; es gibt aber noch keinen rechtlichen wie organisatorischen Rahmen für das unternehmerische Vorhaben. Alle Aufwendungen gehen in die **Forschung und Entwicklung** der Geschäftsidee, z.B. in technische Grundlagenforschung und Produktentwicklung bis hin zu einem Prototyp, oder in die Erstellung von Unternehmenskonzepten und Marktanalysen.

Der **Kapitalbedarf** ist in dieser Phase üblicherweise überschaubar. Das Risiko einer erfolglosen Entwicklung der Geschäftsidee mangels Einschätzbarkeit des Produkts/der Dienstleistung und dessen/deren Marktchancen ist allerdings recht hoch. Zwischen Unternehmensgründer und Venture-Capital-Geber herrscht eine hohe **asymmetrische Informationsverteilung**, weil mit steigendem Innovationsgrad auch die Weitergabe von Informationen heikler und komplizierter wird (siehe Kapitel 3.2.2).

Dementsprechend kommt in dieser Phase die finanzielle Unterstützung primär von den **3 F** (family, friends & fools) und aus öffentlichen Forschungsförderungen sowie von **Business Angels** und von spezialisierten Seed-Capital-Gesellschaften bzw. **Inku-**

batoren. Die Renditeerwartungen dieser Private-Equity-Investoren sind dementsprechend hoch (hoher zweistelliger Prozentsatz p.a.).

Info-Box: Inkubatoren

Der Begriff eines Inkubators entspricht im Wesentlichen dem eines Innovations- bzw. Technologiezentrums, wobei der technologische und betriebswirtschaftliche Aspekt im Vergleich zum wirtschaftspolitischen bzw. volkswirtschaftlichen im Vordergrund steht. Kernaufgabe eines Inkubators ist die **Schaffung idealer Rahmenbedingungen für technologieorientierte Unternehmen**, deren Produkte weiterentwickelt und intensiv vermarktet werden sollen.

Wesentlich für Inkubatoren ist

- die **Nähe** von und umfassende Kontakte zu Hochschulen und forschungsintensiven Institutionen, um einen raschen und effizienten Technologietransfer hin zu den betreuten Jungunternehmern und dem Private-Equity-Investor sicherzustellen und höchst qualifiziertes Personal rekrutieren zu können;
- die Förderung von Firmenansiedlungen mit adjunktiven Forschungsgebieten und/ oder Technologien, um **Kooperationen und Synergieeffekte** zu fördern;
- das Zurverfügungstellen von **externer Infrastruktur** betreffend Verkehrsan schluss, Zulieferbetriebe, Verfügbarkeit von Management-, Schulungs-, Beratungs- und Betreuungsleistungen;
- die Zurverfügungstellung von **interner Infrastruktur** zur Reduktion der Fixkos ten des Jungunternehmers: variables Raumangebot mit günstigen Mieten, gemein same Büro- und Verwaltungseinrichtungen, Managementunterstützung bei der Personalrekrutierung, der Anwendung von Kostenrechnungs- und Strategietools sowie bei der Anbahnung von Kontakten zu anderen Unternehmen und For schungseinrichtungen;
- räumliche **Erweiterungsmöglichkeiten** für die rasch wachsenden Unternehmen in Bezug auf Forschungs- und Produktionseinrichtungen;
- der Zugang zu einzelnen Formen von **Private Equity** entsprechend der Unterneh mensphase.

Öffentliche Inkubatoren haben als primäre Zielsetzung die Schaffung der notwendigen Infrastruktur zur Betriebsansiedelung in der Region, Schaffung von Arbeits plätzen etc. **Private Inkubatoren** sind renditeorientiert, stellen daher die Infrastruktur oft als Teil der Finanzierung zur Verfügung (also gegen Gewährung von Ge schäftsanteilen).

4.4.2. Start-up-Phase

Diese Phase bezeichnet üblicherweise die technische Entwicklung des einigermaßen fertigen Produkts zur Produktions- und schließlich zur **Marktreife**. Die Entwicklungskos ten fokussieren auf die kommerzielle Umsetzung der Geschäftsidee. Gleichzeitig wird der rechtliche Rahmen etabliert, indem ein Unternehmen gegründet und die Geschäftsidee rechtlich abgesichert wird (z.B. Patente).