

1. Vorwort und Wegweiser

„Basiswissen Private Equity“ versteht sich als Lehrbuch, das einen soliden, detailreichen und umfassenden Überblick über die Finanzierungsform Private Equity geben soll. Dabei wird einerseits auf aktuelle wissenschaftliche Erkenntnisse der einschlägigen Forschung abgestellt, andererseits und in erster Linie ein Fokus auf den praktischen Nutzen der behandelten Themen gelegt. Damit soll eine Lücke am deutschsprachigen Markt für Private-Equity-Literatur gefüllt werden.

Das Ergebnis ist ein Werk, das Menschen, die sich mit dem Thema Private Equity beschäftigen, mit relevanten und v.a. anwendbaren Informationen versorgt. Das umfasst zum einen das Schaffen eines Grundverständnisses für die Strukturen des Private-Equity-Geschäfts (Wer sind die Beteiligten? Was sind deren Interessen und welche Zielsetzung haben sie? Etc.) und vertieft zum anderen die Themen, denen sich Unternehmen, die mit einer Private-Equity-Finanzierung konfrontiert sind, gegenüber sehen: Was steht in einem Businessplan? Wie wird das Thema Vertraulichkeit gehandhabt? Wie funktioniert der Investmentprozess einer solchen Finanzierung? Was ist eine Due Diligence und wie läuft sie ab? Wie wird mein Unternehmen bewertet? Was ist ein „LOI“? Was enthält er für Informationen und wie unterscheidet er sich von einem Beteiligungsvertrag? Mit welchen Regelungen habe ich in einem solchen Vertrag zu rechnen und wie gestaltet sich die weitere Zusammenarbeit? Bin ich noch „Herr im eigenen Haus“? Und was genau ist unter einem „Exit“ zu verstehen? Hier sei auch auf die umfangreichen Anhänge am Ende des Buches verwiesen, die u.a. musterhafte Beispiele für Private-Equity-relevante Dokumente wie Vertraulichkeitserklärungen oder Letter of Intents enthalten, aber auch detaillierte Informationen, was in einem Businessplan stehen sollte und was im Rahmen einer Due Diligence für gewöhnlich geprüft wird.

Bei aller Orientierung auf die Praxis kommt natürlich auch die Theorie nicht zu kurz – zumal, wenn sie geeignet ist, Mechanismen und Strukturen zu erklären, denen man sich als Praktiker gegenüber sieht. Dies macht das vorliegende Buch auch für die zweite Hauptzielgruppe relevant: Studierende, die mit diesem Lehrbuch umfassend über alle relevanten Informationen zum Thema Private Equity versorgt werden und es als Ausgangspunkt für weiterführende Forschungen verwenden können.

1.1. Vergangenheit, Status quo und Ausblick

Erste Formen von Private Equity heutiger Ausprägung entwickelten sich in den USA des ausgehenden 19. Jahrhunderts. Reiche Familien wie Rockefeller oder Mellon gewährten kapitalintensiven sowie risiko- und chancenreichen Kleinunternehmen, denen die Eigenkapitalaufbringung (insbesondere über die Börse) nicht möglich war, Kapital gegen Unternehmensanteile. Erst in den 50er-Jahren des 20. Jahrhunderts entwickelten sich erste Institutionen, die diese Aufgabe zu ihrem primären Geschäft machten. Erste auf Venture Capital spezialisierte Unternehmung war die American Research and Development Corporation (ARD), deren Top-Investment 1957 zum Preis von USD 70.000,– ein Anteil von 77% an der Fa. Digital Equipment war, deren Wert 14 Jahre später auf USD 355 Mio. anstieg.

In den 1960er-Jahren wurde **Corporate Venturing** bedeutsamer. Hierbei stellen etablierte Unternehmen Kapital für innovative Projekte und Geschäftsideen zur Verfügung. Das strategische Interesse der finanziierenden Unternehmen besteht in einem frühzeitigen und mitunter exklusiven Zugriff auf neue Technologien. Zeitweilige Unterstützungen durch die US-Regierung in Form von günstigen Refinanzierungen, Garantien oder steuerlichen Erleichterungen förderten Private Equity. Die Rezession sowie die Erhöhung der Capital Gains Tax bremsten in den 70er-Jahren wiederum die Entwicklung.

Die 1980er-Jahre sahen – konzentriert auf die US-Bundesstaaten Kalifornien (Silicon Valley, Universitäten Stanford und Berkely) und Massachusetts (Harvard, MIT) – einen unaufhaltsamen Aufstieg von Private Equity. Dies geschah insbesondere vor dem Hintergrund der Liberalisierung der Investitionsrichtlinien von Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und Stiftungen, welche nunmehr große Kapitalsummen in den Markt spülten und damit auch Risikokontroll- und Asset-Allocation-Techniken sowie regelmäßige Fondsbewertungen etablierten. Des Weiteren war die Etablierung der NASDAQ als Börse für junge Wachstumsunternehmen und damit Exitkanal für Portfolio-Unternehmen von Private-Equity-Fonds ein entscheidender Meilenstein. Zu Private-Equity-Formen wie Frühphasenfinanzierung und Technologie-Finanzierung kamen nun Formen wie Expansion Finance, Bridge Finance und MBOs (siehe auch Kapitel 4.4). Im gleichen Zeitraum wurde die Finanzierungspalette um Instrumente wie Wandel- und Optionsanleihen, nachrangiges Fremdkapital und nur teilweise gesichertes Fremdkapital erweitert.

Außerhalb der USA hat Private Equity ausschließlich in **Großbritannien** eine längere Tradition. Vorläufer waren Risikokapitalfinanzierungen von Commonwealth-Projekten, etwa die East India Corporation. Erste Fonds entstanden in den 30er-Jahren des 20. Jahrhunderts durch die britische Handelsbank. 1945 wurde auf Initiative der Bank of England sowie diverser Kommerzbanken die Industrial and Commercial Finance Corporation (IFCF) gegründet, die heute noch unter dem Namen 3i (investors in industry) ein großer europäischer Private-Equity-Fonds ist.

In **Deutschland** begann die Institutionalisierung von Private Equity erst in den 60er-Jahren des 20. Jahrhunderts.¹ Die Entwicklung verlief anfangs sehr schleppend und insgesamt eher zyklisch, denn kontinuierlich. Das Beteiligungsgeschäft wurde zunächst von Banken und dem öffentlichen Fördergedanken getragen. Die 1965 gegründete erste Beteiligungsgesellschaft war vor allem mit stillen Einlagen an mittelständischen Unternehmen beteiligt. Auch die staatliche Förderung durch Bund und Länder – vor allem durch zinsgünstige Refinanzierungsmittel im Rahmen des ERP-Beteiligungsprogramms – brachte Anfang der 70er-Jahre erste öffentlich geförderte, aber nicht private Beteiligungsgesellschaften hervor. Diese Mittelständischen Beteiligungsgesellschaften bestehen bis heute fort und werden durch zinsgünstige Refinanzierungsmittel und Rückgarantien von Bund und Ländern gefördert. Selbst die am 6. September 1975 gegründete Deutsche Wagnisfinanzierungsgesellschaft mbH (WFG) wurde finanziell vor allem durch die öffentliche Hand und in geringem Umfang durch die 29 Banken, die als private Investoren fungierten, getragen. Nach neun Jahren wurde das finanzielle Verlustgeschäft der WFG eingestellt. Erst Anfang der 80er-Jahre entwickelten sich in Deutschland Private-Equity-Gesellschaften, die Fundraising nach amerikanischem Modell betrieben.

¹ Vgl. Hellmann 2000, Leopold u.a. 2003.

Ende der 80er-Jahre überschritten diese bereits ein Investitionsvolumen von 1 Mrd. EUR. In den 90ern boomte die Branche dann nach anfänglicher Selektion und Spezialisierung – insbesondere im Early-Stage- und Buy-out-Bereich – und machte zum Ende des Jahrtausends einen Sprung auf rund 140 Gesellschaften und einem verwalteten Kapital von über 10 Mrd. EUR. Der Aufstieg setzt sich seitdem im Wesentlichen fort, wobei es insbesondere in den Jahren 2002 und 2003 zu einer Konsolidierung infolge der „New-Economy-Krise“ kam. In 2011 sind über 200 Private-Equity-Gesellschaften in Deutschland registriert und verwalten ein Kapital von knapp 39 Mrd. EUR. Gemessen an der Wirtschaftskraft spielt Beteiligungskapital in Deutschland aber immer noch nicht die bedeutende Rolle bei der Unternehmensfinanzierung wie z.B. in Großbritannien.

Fundraising in Europa (in Mrd. EUR)

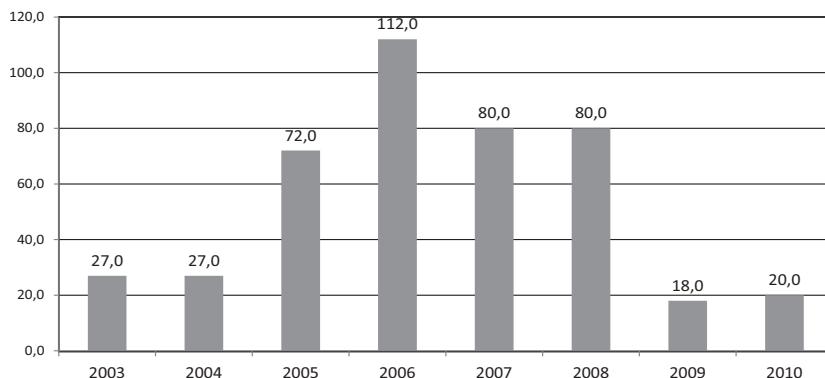


Abbildung 1: Fundraising in Europa (in Mrd. EUR)

Österreich sah erstmals 1985 strukturierte Ansätze zur Bereitstellung von Beteiligungskapital durch rechtliche Implementierung eines Genussscheinmodells, welches allerdings aufgrund der fix vereinbarten Rückzahlungsverpflichtung sowie der Kündbarkeit der Investition kein Private Equity im engeren Sinn darstellte. Hinderlich für die Entwicklung eines Private-Equity-Marktes waren insbesondere der fehlende regionale Börsezugang für Wachstumsunternehmen, der vor dem EU-Beitritt zu kleinen Heimmarkt, komplexe gesetzliche Rahmenbedingungen für Unternehmensgründungen, restriktive Veranlagungsbestimmungen für Versicherungen, das Fehlen von institutionellen Investoren wie Pensionskassen und insbesondere die mangelnde Bereitschaft der Unternehmenseigentümer zur Hereinnahme eines Partners. Ab Mitte der 1990er-Jahre etablierte sich auch in Österreich eine Private-Equity-Szene, welche zunächst Aufstieg und Fall der „New Economy“ teilte, um sich zwischen 2003 und 2008 wieder expansiv zu entwickeln.

Mit der globalen **Finanzkrise** nahmen weltweit Private-Equity-Investitionen sowie das Fundraising stark ab (siehe Kapitel 6). So sind beispielsweise die Kommitments in europäische Private-Equity-Gesellschaften von 2008 (EUR 80 Mrd.) auf 2010 (EUR 20 Mrd.) dramatisch eingebrochen. Auch über einen langjährigen Vergleich sind diese Werte enttäuschend (siehe Abbildung 1). Darüber hinaus ist die Dauer, die ein Fonds benötigt, um ein Fundraising abzuschließen (**Fundraising-Periode**), mit derzeit rund 16 Monaten vergleichsweise lang.

Diese Entwicklung sollte jedoch nicht von der Tatsache ablenken, dass sich das Geschäftsmodell Private Equity auch in der Krise durchaus bewährt hat. Wurde zu Beginn der Wirtschaftskrise noch argumentiert, dass das Geschäftsmodell der Private-Equity-Fonds in sich zusammenbrechen würde, da der erschwerete Zugang zu günstigem Fremdkapital die Durchführung von Leverage Buy-outs (LBO) stark behindert, kann nun gesagt werden, dass Private Equity gerade auch in einer Krise einige Stärken in petto hat. Hier sind zunächst einmal die Erfahrungen des Fondsmanagements von Private-Equity-Gesellschaften hinsichtlich Restrukturierungen sowie allgemein deren Leistungsspektrum an Value-Added-Leistungen zu nennen (also der nicht-monetäre Mehrwert, der Portfolio-Unternehmen zur Verfügung gestellt wird; siehe Abschnitt 4.7). Eine Studie von A.T. Kearney kommt beispielsweise zu dem Ergebnis, dass die Ertragsentwicklung von Private-Equity-geführten Unternehmen im Krisenjahr 2009 deutlich weniger abgesunken ist als bei Unternehmen, die nicht Private-Equity-geführt wurden (siehe Abbildung 2).

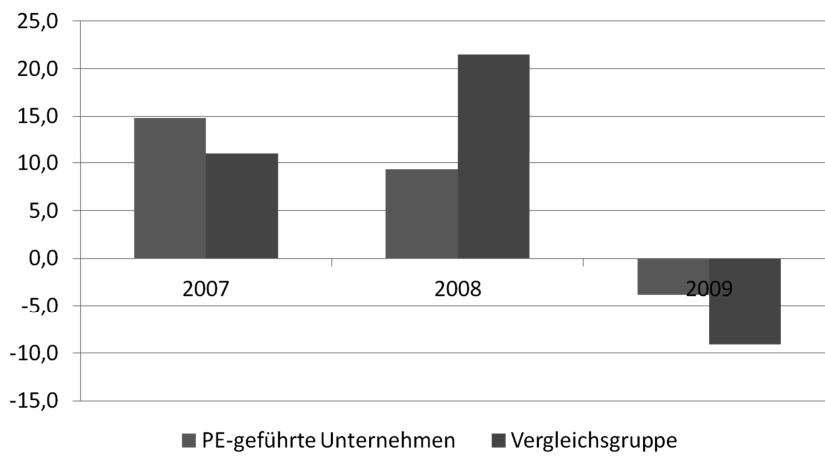


Abbildung 2: Wachstum von PE-vs. nicht-PE geführten Unternehmen (in %)

Zum anderen lässt sich sagen, dass sich Private-Equity-Fonds selbst ein sehr starkes Fundament gelegt haben, das ein starkes Wachstum für die Zukunft erwarten lässt. So haben Private-Equity-Fonds in den vergangenen Jahren vor der Krise deutlich mehr Geld eingesammelt als sie investieren konnten. Das Resultat: weltweit betrachtet, können Private-Equity-Fonds auf rund USD 942 Mrd. gezeichnetes Kapital zurückgreifen. Diese Kapitalreserve, auch „trockenes Pulver“ (oder: **dry powder**) genannt, hatte in Krisenzeiten einen stabilisierenden Einfluss auf die Branche und ermöglichte es, dass die Fonds ihre Portfolio-Unternehmen mit zusätzlichen Finanzmitteln unterstützen konnten. Aber auch für das Neugeschäft waren dadurch Mittel vorhanden. Teilweise jedoch zum Preis steigender Eigenkapitalanteile bei Akquisitionsfinanzierungen (siehe Abschnitt 9.7.2), die vor der Krise (2007) bei rund einem Drittel lagen und sich auf über 50% (2009) erhöht haben (siehe Abb. 3). Es liegt jedoch in der Natur der Sache, dass dieser Kapitalpolster irgendwann aufgebraucht sein wird. Und so stellt sich die Frage nach der zukünftigen Entwicklung der Private-Equity-Branche.

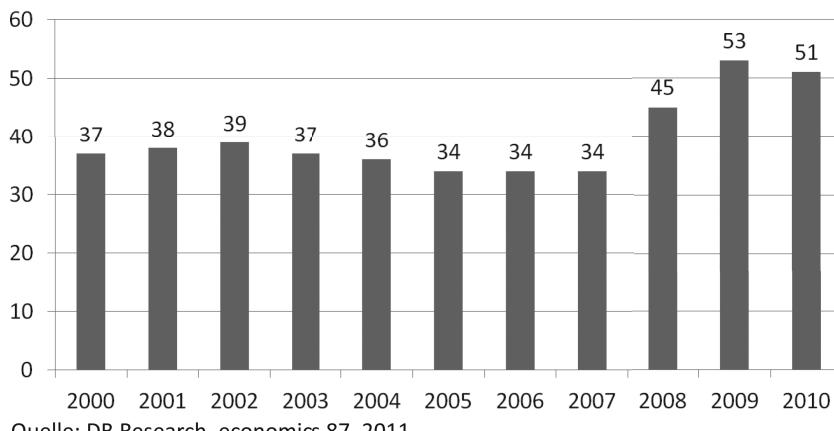


Abbildung 3: Eigenkapitalanteil bei Buy-outs in Europa (in %)

Beim Versuch, einen Ausblick auf eine künftige Entwicklung des Finanzierungsinstruments Private Equity zu geben, lohnt es, zwischen der Nachfrage und dem Angebot von Private Equity zu unterscheiden.

Nachfrageseitig werden folgende wichtige Faktoren Einfluss auf die Rolle des Private Equity in der mitteleuropäischen Wirtschaft haben.

- **Basel III:** Auch wenn die sich abzeichnenden neuen Eigenkapitalrichtlinien für Banken noch nicht in nationales Recht umgesetzt wurden, ist die Zielrichtung doch klar: die Risikoanfälligkeit des Bankensektors soll durch eine Erhöhung von deren Eigenkapitalquoten reduziert werden. Konkret heißt das, dass Unternehmenskredite in Zukunft höher mit Bank-Eigenmitteln unterlegt werden müssen als bisher. Daraus ergibt sich für die Bezieher von Krediten, dass sie einerseits einem strengeren Rating ausgesetzt werden (und hier spielt die Eigenkapitalquote des zu finanzierenden Unternehmens eine wichtige Rolle) und sie andererseits mit steigenden Kreditkosten rechnen müssen. Beides macht externes Eigenkapital für das einzelne Unternehmen zunehmend interessant: zum einen als Quelle zur Erhöhung der Eigenkapitalquote und zum anderen als (Teil-)Substitut zum klassischen Bankkredit.
- Zahllose Studien, Artikel, Symposien und Podiumsdiskussionen beschäftigen sich seit einigen Jahren mit der **Nachfolgeproblematik**, also der Frage, wie und an wen ein Unternehmen zum Wohle aller Stakeholder übergeben werden soll. Ein bestens bewährter Weg, hier zu einer Lösung zu kommen, ist, dies im Zuge eines Management Buy-out (= Verkauf an das bestehende Management) oder Management Buy-in (= Verkauf an ein externes Management) zu bewerkstelligen. Die Mittel, die hierbei vonnöten sind, werden in aller Regel auch zu einem Teil von Private-Equity-Fonds aufgebracht.
- Dem **zunehmenden Wettbewerbsdruck** einer sich immer weiter globalisierenden Wirtschaft kann – wohlstandswährend – nur durch steigende Innovationskraft begegnet werden. Innovative Unternehmen bilden hierbei das Rückgrat der kommerzialisierbaren, anwendungsorientierten Forschung. Die um die geforderten Eigenkapitalquoten kämpfenden Banken halten sich schon bei klassischen Kreditfinanzierungen

zurück und werden tendenziell weniger bereit sein, Entwicklungsrisiken vorzufinanzieren. Auch hier schlägt die Stunde von Private-Equity-Fonds.

Angebotsseitig wird die Attraktivität für Investoren, in Private Equity zu veranlagen, vor allem durch folgende Themen bestimmt werden.

- **Banken** werden wegen Basel III (zumindest vorübergehend) ihre Investitionen in Private-Equity-Fonds eher zurückfahren.
- Der Bereich des **Seed Financings** lebt stark von der Unterstützung der öffentlichen Hand. Wie weit werden es sich die derzeit stark überschuldeten europäischen Staaten leisten können, diese grundsätzlich notwendige Wirtschaftsförderung aufrecht zu erhalten?
- Wieweit gelingt es – durch die **erhöhte Transparenz** der AIFM-Richtlinien (siehe Abschnitt 7.6) unterstützt –, Kapital der anderen klassischen institutionellen Anleger anzuziehen? Sämtliche andere Asset-Klassen – sowohl im Bereich klassischer Veranlagungen als auch bei den näheren Verwandten des Alternative Investments – kämpfen mit der gleichen Wirtschaftskrise, teilweise mit stark rückgängigen Renditen, teilweise mit der Gefahr der Bildung von Blasen.

Doch nicht nur die Angebots- bzw. Nachfrageseite von Private Equity hat einen Einfluss auf die zukünftige Entwicklung des Private-Equity-Markts. Das Finanzierungsinstrument Private Equity sieht sich durch eine Reihe von Entwicklungen besonderen Herausforderungen ausgesetzt. Die Antworten der Branche auf diese Fragestellungen werden entscheiden, wohin sich Private Equity inhaltlich bewegt:

- Werden Investoren in Private-Equity-Buy-out-Fonds auch mit geringeren **Renditen** leben wollen? Die – auch durch Basel III – getriebene Zurückhaltung bei LBO-Finanzierungen durch Banken wird teilweise einen höheren Anteil an Eigenkapital in Buy-outs nach sich ziehen (müssen), womit bei gleicher Ertragslage der Beteiligung die Rendite auf das investierte Kapital sinkt.
- Auch die zuletzt eingeschränkten Möglichkeiten, aus einem Portfolio-Unternehmen wieder auszusteigen, drücken die Renditen der Private-Equity-Fonds. Wenn Börsengänge mangels Liquidität ausfallen und strategische Investoren wirtschaftskrisenbedingt einen Trade Sale nicht stemmen können, bleibt vielen Fonds nur der Weg des „**pass the parcel**“, also der Verkauf des Portfolio-Unternehmens an einen anderen Private-Equity-Fonds (Secondary Buy-out), mit möglicherweise reduzierten Profitausichten für zumindest einen der involvierten Private-Equity-Fonds. Hier gilt: Des einen Leid ist des anderen Freud. Ein Sekundärmarkt für Private-Equity-Beteiligungen ist im Entstehen und verheißt zumindest für Secondary-Buy-out-Fonds attraktive Renditen.
- Größere Private-Equity-Fonds nutzen umfassende Firmenkaskaden, um **steuerschonend** die Profite zu maximieren. Welchen Einfluss werden die umfassenden Maßnahmen europäischer Staaten gegen die Staatsverschuldung haben, die insbesondere auch das Schließen von diversen steuerlichen Schlupflöchern beinhalten?
- Werden Private-Equity-Fonds ihren noch geringeren Regulierungsgrad nutzen und – in Zeiten klammer Kreditvergaben durch Banken – auch selektive **Darlehensinvestitionen** in ihr Veranlagungsportfolio mischen?
- Wie lange dauert es, bis die wirtschaftliche Entwicklung einer Region, einer Branche oder eines Unternehmens für die nächsten Jahre wieder mit einiger Sicherheit pro-

gnostizierbar sind? Die Unsicherheit betreffend die **Einschätzbarkeit von Businessplänen** ist zuletzt gestiegen. Dieser Herausforderung wird sich in erster Linie das Management von Private-Equity-Fonds ausgesetzt sehen. Das bedeutet, dass Investoren in Private-Equity-Fonds ein noch stärkeres Augenmerk auf die Wahl des „richtigen“ Fondsmanagements legen müssen.

Private-Equity-Fonds stehen vor großen Herausforderungen, werden aber ihren festen Platz in der Welt der Unternehmensfinanzierung behalten. Neben dem zur Verfügung gestellten Finanzkapital liegt der Beitrag von Private-Equity-Fonds insbesondere in der Etablierung eines hohen Standards an „**Corporate Governance**“ in den Portfolio-Unternehmen sowie in der Unterstützung ihrer Portfolio-Unternehmen durch Management- und Industrieexperten des Fonds. Institutionelle Anleger sollten aufgrund der strukturell bedingten weitgehenden Ausschaltung des Principal-Agent-Problems auch weiterhin eine Veranlagung in Private Equity im Rahmen ihrer Asset Allocation mit berücksichtigen (siehe Kapitel 5).

1.2. Zum Aufbau dieses Buches

Bei einer Private-Equity-Transaktion gibt es im Wesentlichen **vier beteiligte Gruppen**:

- die Private-Equity- oder Fonds-Investoren,
- die Unternehmen bzw. Portfolio-Unternehmen (auch Beteiligungsunternehmen oder Zielunternehmen genannt),
- das Fondsmanagement und natürlich
- der Private-Equity-Fonds selbst.

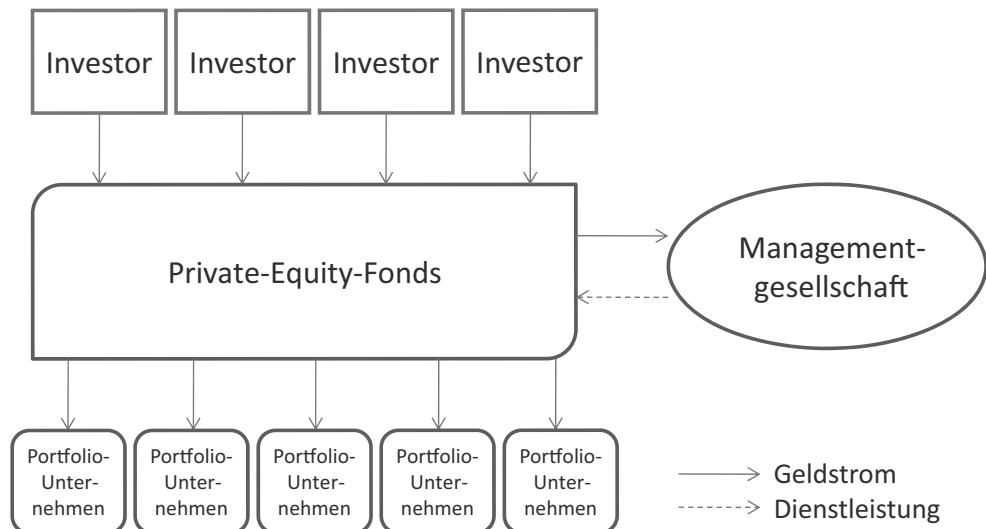


Abbildung 4: Beteiligte im Private-Equity-Geschäftsmodell

An dieser Arbeitsteilung orientiert sich der **Aufbau dieses Buches**. Zunächst wird am Anfang des Buches eine gemeinsame Wissensbasis geschaffen. Kapitel 2 geht auf die

Bedeutung von Eigenkapital und deren Charakteristik im Allgemeinen ein. Anschließend wird in Kapitel 3 auf theoretische Grundlagen eingegangen, um ein Grundverständnis für die ökonomische Bedeutung von Private-Equity-Finanzierungen zu bekommen und Hinweise zu erhalten, welche spezifischen Regelungsbestandteile sich aus den Interessen und Handlungen der beteiligten Private-Equity-Akteure ergeben. Gerade diese sind Grundlage für die teils komplexen Prozesse und Vertragskonstruktionen, mit denen man bei dieser Anlageklasse zu tun hat.

Daran anknüpfend wird in Kapitel 4 Private Equity umfassend definiert, von anderen Finanzierungsformen abgegrenzt und in seiner Bedeutung als Finanzierungsalternative für Unternehmen dargestellt.

Die Kapitel 5 und 6 wenden sich den Fondsinvestoren und dem Fundraising-Prozess zu. Besonderheiten von Private Equity als Asset-Klasse werden aufgezeigt und es wird der Frage nachgegangen, welche Aspekte bei der Auswahl eines Private-Equity-Fonds zu beachten sind (Kapitel 5). Anschließend wird aufgezeigt, wie der Prozess eines Fundraising klassischerweise vonstatten geht (Kapitel 6).

Kapitel 7 behandelt die Konstruktion von Private-Equity-Fonds und geht vor allem auf die vertragliche Struktur der Fonds sowie auf die Zahlungs- und Informationsflüsse zwischen den Beteiligten ein. Die Managementgesellschaft der Fonds, die sowohl für das Aufsetzen des Fonds als auch das Eingehen, Betreuen und schließlich das Deinverstieren der Unternehmensbeteiligungen von zentraler Bedeutung ist, wird in Kapitel 8 vorgestellt.

An dem Investitionsprozess einer Private-Equity-Finanzierung sind neben dem Fondsmanagement vor allem die Unternehmen beteiligt. Der Investitionsprozess lässt sich in die drei wesentlichen Teilprozesse Investment-, Betreuungs- und Exitprozess untergliedern. Aus dem Blickwinkel der Unternehmen erscheint er oft als der zentrale Prozess von Private Equity. In Kapitel 9 wird u.a. detailliert auf die Regelungen eingegangen, die sich typischerweise in Private-Equity-Verträgen und co-finanzierenden Kreditvereinbarungen finden und die oft sowohl für die laufende Betreuung und als auch für das Vorgehen beim Exit große Bedeutung für die Unternehmen bekommen.

Der umfangreiche Anhang in diesem Praktikerbuch bietet Beispiele zur Gliederung eines Businessplans, Checklisten zur Durchführung einer Due Diligence, Grundentwürfe zu diversen vertraglichen Vereinbarungen und ein Glossar. Diese aus der Praxis der Autoren gewonnenen Beispiele machen die Inhalte anschaulicher und können als praktisches Arbeitsmaterial dienen. Sie stellen keine Standards dar und müssen auf konkrete Fälle immer angepasst werden, da Private-Equity-Transaktionen typischerweise sehr spezifische Rahmenbedingungen haben.