INITIATIVE FINANZSTANDORT DEUTSCHLAND

Private Equity

INITIATIVE FINANZSTANDORT DEUTSCHLAND

Ein Leitfaden für die erfolgreiche Nutzung von Beteiligungskapital im Mittelstand

Inhaltsverzeichnis

Vorwort 7

Executive Summary 9

I. Was ist Private Equity? 10-15
Hintergrund und Definitionen 10
In welchen Situationen investieren Beteiligungsfirmen typischerweise? 12
Welche Ziele haben Beteiligungsfirmen 14
Woher beziehen Private Equity Fonds ihr Investitionskapital? 14

Inputkasten 1: Volkswirtschaftliche Bedeutung der Beteiligungsfinanzierung 14-15
Private Equity als Wachstumsbeschleuniger der Volkswirtschaft 14
Multiplikatoreneffekte durch Private Equity 14

II. Beteiligungskapital als Element der Unternehmensfinanzierung 16-21
Die Bedeutung des Eigenkapitals 16
Die Rolle des Beteiligungskapitals im Finanzierungsmix 18

Inputkasten 2: Deutschland – Entwicklung im mittelständischen und mittleren Buy-out-Marktsegment 20-21

III. Wann ist Beteiligungskapital sinnvoll? 22-26
Wer kommt in meinem Fall als Investor in Frage? 22
Der optimale Finanzierungsmix 23
Unternehmen im normalen, laufenden Betrieb 23
Unternehmen, die von Finanzinvestoren übernommen wurden 23

Inputkasten 3: Herausforderungen und Chancen für den Mittelstand – Nachfolge, Globalisierung, Private Equity 24-26
Nachfolgefrage im Mittelstand 24
Einfluss der Globalisierung auf den Mittelstand 25
Private Equity Transaktionen im Mittelstand 25

IV. Wie unterscheiden sich die Anbieter von Beteiligungskapital? 27-31
Differenzierung nach Art des Kapitals 27
Differenzierung nach Herkunft 28
Differenzierung nach Beteiligungsphilosophie 28
Differenzierung nach Größe des Einzelinvestments 29

Inputkasten 4: Die Rolle der Finanzinstitute im Beteiligungsprozess 30-31
Banken und Sparkassen als „Lotsen im Finanzierungsdschungel“ 30
Die Rolle von Banken bei Übernahmefinanzierungen 30

V. Wie funktioniert Beteiligungskapital? 32-37
Akquisition von Projekten - Dealflow 32
Projektprüfung - Due Diligence 32-34
Beteiligungsverhandlung 35
Beteiligungsbetreuung (Monitoring) 35
Beteiligungsveräußerung (Exit) 35

Inputkasten 5: Beispielhafte Finanzierungsstruktur im Falle eines Management Buy-outs 36-37

VI. Wie finde ich den richtigen Private Equity Investor für mein Unternehmen? 38-41
Checkliste: Ist mein Unternehmen grundsätzlich für Beteiligungskapital geeignet? 38
Vergabekriterien 38
Alternativen zu Beteiligungskapital: Welche Optionen habe ich, falls ich kein Beteiligungskapital finde? 38
Wie muss ich mich gegenüber Beteiligungskapitalgebern präsentieren? 39
Wie identifiziere ich den geeigneten Investor für mein Unternehmen? 39
Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligung – was reizt Investoren? 39
Verhandlungsführung gegenüber dem Finanzinvestor 39

Inputkasten 6: Die Rolle der Intermediäre im Beteiligungsprozess 40-41
Die Bedeutung von Intermediären für Mittelstandsunternehmen 40
Die Bedeutung von Intermediären für Finanzinvestoren 41
Wettbewerb um Beteiligungsziele 41

Glossar 42

Danksagung an die Autoren 43

Assoziierte Mitglieder der IFD 44

Mitglieder der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) 45

Impressum 47

Private Equity
Ein Leitfaden für die erfolgreiche Nutzung von Beteiligungskapital im Mittelstand

Dr. Günther Bräunig
KfW Bankengruppe

Wolfgang Hartmann
Commerzbank AG

„Private Equity“ – der angelsächsische Begriff ist seit einiger Zeit in aller Munde. Für die einen ist er gleichbedeutend mit spektakulären Großinvestitionen international agierender Fonds, die für die betroffenen Unternehmen Fluch oder Segen sein können. Für andere steht bei „Private Equity“ vor allem die volkswirtschaftliche Funktion im Vordergrund: die außerbörsliche Bereitstellung von Eigenkapital.

Eine wichtige Aufgabe. Denn die effiziente Verfügbarkeit von Eigenkapital ist Bedingung für eine erfolgreiche Anpassung an veränderliche, zunehmend international ausgerichtete Märkte. Das gilt insbesondere für den deutschen Mittelstand, der sich heute großen Herausforderungen stellen muss: Sei es Unternehmenswachstum oder die für viele Unternehmen drängende Nachfolgefrage. Eine Kapitalerhöhung oder der vollständige Kapitalersatz – etwa durch das Engagement eines „Private Equity“ Investors – ist unabdingbar, um zügig brachliegende unternehmerische Potenziale freizusetzen. Eigenkapital ist also mehr als nur ein „Risikopuffer“, sondern ein Wachstumstreiber.

Doch längst nicht alle potenziellen Nutzer von „Private Equity“ sind über die Einsatzmöglichkeiten und Quellen privaten Beteiligungskapitals informiert. Eine generelle Aussage zu „guten“ oder „schlechten“ Beteiligungsgesellschaften ist nicht förderlich, da es immer auf den Einzelfall ankommt. Banken und Sparkassen können insbesondere bei Beteiligungskapital für Mittelständler wertvolle Hinweise geben, damit ungenutzte Chancen im Bereich der Unternehmensfinanzierung auf lange Sicht nicht zu Wettbewerbsnachteilen führen.

Mit dieser Broschüre möchte die „Initiative Finanzstandort Deutschland“ Unternehmern, die an der Aufnahme von Beteiligungskapital interessiert sind, einen praxisorientierten Leitfaden an die Hand geben. Darüber hinaus wollen wir dazu beitragen, die Debatte rund um „Private Equity“ in Deutschland weiter zu objektivieren. Private Equity kommt, wie der Name sagt, aus privater Hand. Doch das kann viel bedeuten: Vermögende Privatpersonen genau wie Private Equity-Investoren oder Kapitalbeteiligungsgesellschaften. Durch ihre unterschiedlichen Interessenlagen sind nicht alle Anbieter von Beteiligungskapital für Mittelstandsunternehmen gleichermaßen interessant. Ziel der in der IFD vertretenen Finanzinstitute ist es, den Mittelstand umfassend bei der Gestaltung seiner Fremd- und Eigenkapitalstrukturen und damit auch beim Einsatz von Private Equity zu beraten.

Wir hoffen, dass künftig möglichst viele Unternehmer ihre Möglichkeiten nutzen, auf zeitgemäße Formen der Beteiligungsfinanzierung zurückzugreifen.

Dr. Günther Bräunig
KfW Bankengruppe

Wolfgang Hartmann
Commerzbank AG

Private Equity Kapital – Chance und Herausforderung für den deutschen Mittelstand

Die vorliegende Broschüre hat das Ziel, Sie praxisnah, in aller Kürze, und dennoch mit einem ausreichenden Detailgrad über die Schlüsselthematiken im Zusammenhang mit Beteiligungskapital zu informieren. Die IFD hat dazu auch Vertreter aus dem Private Equity-Umfeld und unabhängige Beratungsexperten eingeladen, für deren Input wir uns an dieser Stelle sehr bedanken.

Im Kapitel 1: „Was ist Private Equity?“ beschäftigen wir uns mit einem Kernproblem – der mangelnden Präzision bzw. mit der vielseitigen Auslegung des Begriffes „Private Equity“. Dieser wird in der Tat je nach Marktteilnehmer sehr differenziert. In der Praxis existiert eine Reihe von Begriffen, die die Tatsache der Übernahme von Beteiligungen an Unternehmen mit Mitteln „aus privater Hand“ beschreiben. Ein separater Inputkasten zur volkswirtschaflichen Bedeutung von Private Equity gibt interessante Aufschlüsse über die Stellung von Deutschland im internationalen Vergleich.

Das Kapitel 2: „Beteiligungskapital als Element der Unternehmensfinanzierung“ zeigt die enorme Vielschichtigkeit von Private Equity, während der Begriff in der aktuellen Wahrnehmung häufig mit Unternehmensübernahmen im Großkonzernumfeld assoziiert wird. Im Inputkasten „Marktentwicklung Deutschland“ wird klar, dass Private Equity bei größeren Unternehmen in den letzten Jahren stark zugenommen hat.

Nach dem Lesen des Kapitels 3: „Wann ist Beteiligungskapital sinnvoll?“ wird Ihnen als Leser klar, für welche Situationen Beteiligungskapital grundsätzlich in Frage kommt. Besonders eingegangen wird auf all diejenigen Situationen, bei denen die klassische Finanzierung nicht ausreicht, und die Eigenkapital – also langfristiges, zinsloses Kapital – unbedingt erfordern. Der Inputkasten beleuchtet die Situation des Mittelstandes im Zusammenhang mit Nachfolgesituationen und den aktuellen Stand von Private Equity-Transaktionen – in beiden Fällen ist klares Wachstum bzw. ein steigender Bedarf erkennbar.

Sie haben sich möglicherweise bereits gefragt, wie Sie aus der Fülle der Namen von Anbietern im konkreten Fall die richtigen Ansprechpartner identifizieren können?

Das Kapitel 4: „Wie unterscheiden sich die Anbieter von Beteiligungskapital?“ versucht, Sie durch diese Problemstellung zu lotsen. Die IFD hat dazu ihr Markt-Know-how gebündelt und die Anbieter nach neuen, praktischen Kriterien gruppiert und qualifiziert. Banken und Sparkassen sind zwar primär Bereitsteller von Fremdmitteln, zugleich jedoch Experten der gesamthaften Bilanz- und Cash-Flow Analyse, und beraten Sie auch hinsichtlich der Eigenkapitalausstattung bzw. können Eigenmittel bereitstellen oder vermitteln. Im Inputkasten: „Die Rolle der Finanzinstitute im Beteiligungsprozess“ soll das Verständnis für diese wichtigen Marktakteure vertiefen.

Das Kapitel 5: „Wie funktioniert Beteiligungskapital?“ führt Sie durch einen typischen Beteiligungsprozess und gibt Hilfestellung bei der Vorbereitung eines konkreten Falles. Sie entwickeln als Leser ein klares Verständnis über die einzelnen Schritte und den damit verbundenen Aufwand. Der dazugehörige Inputkasten „Beispielhafte Finanzierungsstruktur im Falle eines Management Buyouts (MBO)“ erläutert das Thema MBO und zeigt typische Finanzierungsstrukturen auf.

Sie haben sich entschlossen, Eigenkapital aufzunehmen oder zu verkaufen? Dann lesen Sie in Kapitel 6 nach: „Wie finde ich den richtigen PE-Investor für mein Unternehmen?“ Noch ist es jedoch nicht soweit – Sie sollten zunächst einen Selbstcheck gemäß der Anleitung im Kapitel durchführen, denn die Hürden sind hoch. Dann finden Sie konkrete Tipps und Hinweise für die Partnersuche. Der Inputkasten: „Die Rolle der Intermediäre im Beteiligungsprozess“ ist ebenfalls nicht zu vernachlässigen – denn diese Experten erfüllen neben den Banken häufig eine wichtige Rolle im Zustandekommen einer Beteiligung.

Wir hoffen, dass Sie mit dieser kurzen Zusammenfassung ausreichend Appetit auf die Lektüre bekommen haben, und wünschen Ihnen für die Zukunft viel Erfolg bei der Einwerbung der nötigen Eigenkapitalmittel.

Die Autoren des IFD-Unterarbeitskreises „Private Equity und Mittelstand“

I. Was ist Private Equity?

Hintergrund und Definitionen

Bei Private Equity Kapital (PE-Kapital) handelt es sich um Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Finanzierungsmittel, welche außerbörslich durch eine Kapitalbeteiligungsgesellschaft (KBG) bereitgestellt werden. Das Kapital wird langfristig in nichtbörsennotierte, zumeist kleine und mittlere Unternehmen investiert. KBGs unterscheiden sich jedoch in ihrem Fokus und der Investitionsphilosophie massiv – und konzentrieren sich daher in ihren Beteiligungen auf unterschiedliche Unternehmenstypen.

Die KBG steht dem Unternehmen beziehungsweise dem Management in vielen Fällen über den Zeitraum der Finanzierung hinweg beratend zur Seite. Beteiligungsgesellschaften interessieren sich in der Regel für Unternehmen mit guten Wachstumspotenzialen. Indem sie Eigenkapital bereitstellen für sinnvolle Investitionen, generieren sie mittelbar Wachstum und Ertragssteigerungen. Das Ziel ist dabei letztlich ein gesteigerter Unternehmenswert – an dem die KBG partizipiert, wenn sie sich von ihrer Beteiligung trennt.

Zum Mittelstandsbegriff

Mittelstand wird in dieser Broschüre im Verständnis des Instituts für Mittelstandsforschung, Bonn, verstanden. Bezugsgrößen sind hier Beschäftigung und Umsatz.

Unternehmensgröße	Zahl der Beschäftigten	Umsatz Euro/Jahr
klein	bis 9	bis 1 Mio.
mittel	10 bis 499	1 Mio. bis 50 Mio.
groß	500 und mehr	50 Mio. und mehr

Abb. 1: Was heißt „Mittelstand“? Zu den quantitativen Kennziffern
Quelle: Institut für Mittelstandsforschung Bonn (IfM)

Sicherheiten, wie Kreditinstitute sie verlangen, spielen bei der Vergabe von PE-Kapital keine Rolle. Die Beteiligungsgesellschaft wird Partner und Mitgesellschafter mit allen Rechten und Pflichten und hat als solcher auch Mitsprache- und Mitwirkungsrechte. In der Regel greift sie jedoch nicht in die Tagesgeschäfte des Unternehmers ein. In der angestrebten Partnerschaft stellt sie aber über ihre Mitwirkung zum Beispiel im Beirat Erfahrung, Know-how und ihre Netzwerke zur Verfügung.

Doch KBGs sind in den meisten Fällen Mitgesellschafter auf Zeit, denn bereits bei Beteiligungsbeginn steht fest, dass die übernommenen Unternehmensanteile zu einem späteren Zeitpunkt, meist nach ein paar Jahren, wieder

veräußert werden. Aus dem Verkauf der – so die Hoffnung: im Wert gestiegenen – Anteile erzielt die KBG eine dem Eigenkapitalcharakter des Investments entsprechende Rendite.

Das Geschäftsmodell von KBGs ist in aller Regel auf die Nachhaltigkeit der Investments ausgerichtet – und unterscheidet sich darin von anderen Investorengruppen, wie Raidern oder Hedge-Fonds. Raider sind sehr kurzfristig orientierte Unternehmensaufkäufer, die unterbewertete Unternehmen erwerben, zerlegen oder rigoros umbauen, um dann die Einzelteile zu verkaufen. Hedge-Fonds verfolgen ebenfalls eher kurzfristige Investitionsstrategien, bei denen sie sich vornehmlich an Public Equity bedienen. Dabei nutzen sie aktuelle Börsenentwicklungen oder außergewöhnliche Unternehmenssituationen aus, um ihre Kursgewinne zu maximieren.

Beteiligungskapital ist eine attraktive Alternative zu traditionellen Finanzierungsformen. Auf Grund seiner flexiblen Ausgestaltungsmöglichkeiten ist es ein in vielen Unternehmensphasen einsetzbares Finanzierungsinstrument. In einzelnen Definitionen werden auch sogenannte Mezzanine-Mittel, wie stille Beteiligungen oder Genussscheine, als Beteiligungskapital bezeichnet.

Aufgrund ihrer großen Flexibilität können spezialisierte KBGs über den gesamten Lebenszyklus eines Unternehmens Kapital zur Verfügung stellen. Von Seed- und Start-up-Investitionen bei jungen, meist technologieorientierten Unternehmen über Wachstumsfinanzierungen und andere Sonderfinanzierungen (zum Beispiel die Begleitung von Turn-arounds) bei etablierten Unternehmen bis hin zu Nachfolgelösungen bei Mittelständlern. Auch die Ausgliederung von Unternehmensteilen von Großkonzernen (sogenannte Buy-outs oder Spin-offs) sind Teil des Geschäftsmodells von KBGs.

Unternehmensphase	Finanzierungsformen
1. Early Stage	
a) Seed	Ideenfinanzierung
b) Start Up	Gründungsfinanzierung
2. Later Stage	
a) Expansion	Wachstumsfinanzierung
b) Replacement Capital	Gesellschafterwechsel
c) Turnaround	Sanierung in und nach Talsohle
d) Bridge Finanzierung	Finanzierung der Börsenvorstufe
3. Buy-outs	Übernahmetransaktionen durch:
a) MBO	internes Management
b) MBI	externes Management
4. Going private	Rückkauf von der Börse

Abb. 2: Was finanzieren Beteiligungsgesellschaften?
Quelle: BVK

In welchen Situationen investieren Beteiligungsfirmen typischerweise?

1. Early stage: Die Finanzierung in frühen Phasen der Unternehmensentwicklung umfasst die Teilsegmente Seed- und Start-up-Finanzierung. Seed-Finanzierungen unterstützen während der Vorbereitung einer Unternehmensgründung. Dabei geht es in der Regel darum, Ideen auszureifen und einen Prototyp für ein neues Produkt oder eine neue Dienstleistung zur Marktreife zu entwickeln. Start-up-Finanzierungen betreffen Investitionen in schon gegründete Unternehmen, die Produktions- und Vertriebskapazitäten auf- und ausbauen. Unternehmen in dieser Phase erwirtschaften häufig bereits Umsätze, haben den Break-even point allerdings noch nicht erreicht.

2. Later stage Finanzierungen kommen, trotz ihres Namens, nicht nur für etablierte Unternehmen in Frage. Auch hier gibt es mehrere Typen: Replacement Capital beispielsweise wird nötig, wenn ein bestehender Gesellschafter aus seiner Beteiligung herausgekauft werden soll; das PE-Kapital fließt in diesem Fall nicht dem Unternehmen direkt zu, sondern dem aussteigenden Teilhaber. Das Unternehmen hat dann mit der KBG einen neuen Gesellschafter. Firmen, die sich aktuell in einer schwierigen wirtschaftlichen Lage befinden, kommen für Turnaround-Finanzierungen in Frage; das frische Kapital wird dabei für die Sanierung verwendet. Plant ein Unternehmen den Börsengang, so wird oft Beteiligungskapital (zur Vorbereitung des Börsengangs – Bridge-Finanzierung) – vor allem mit dem Ziel, die Eigenkapitalquote zu verbessern – zur Verfügung gestellt. Expansionsfinanzierungen unterstützten Unternehmen dabei, Marktpositionen auszubauen, neue Märkte zu erobern oder Nischen zu besetzen – oft im Zusammenhang mit neuen Produkten. Sie kommen sowohl für junge als auch für etablierte Unternehmen in Frage, so lange diese Wachstumsaussichten haben, Umsätze generieren und Gewinn abwerfen.

3. Buy-outs sind Übernahmen, entweder durch das eigene Management des Unternehmens (Management Buy-out, MBO; siehe Inputkasten 5) oder durch ein fremdes Management (Management Buy-in, MBI). Auch mehrheitliche Übernahmen großer Unternehmen durch Eigenkapital-Investoren gemeinsam mit dem Management fallen in diese Kategorie. Für Unternehmen des Mittelstandes kommen Buy-outs etwa im Hinblick auf Nachfolgelösungen in Betracht. Dies ist für den Unternehmer oftmals die einzige Möglichkeit, sein Lebenswerk nicht an einen Wettbewerber verkaufen zu müssen.

4. Going private: Stellt sich heraus, dass ein Unternehmen für das Auf und Ab an der Börse nicht gut genug aufgestellt ist, so kann es sinnvoll sein, abseits der volatilen Börsenmärkte einen Neuanfang zu wagen. Der Abschied eines Unternehmens vom Börsenparkett kann gleichzeitig Chancen für PE-Investoren eröffnen – ihr Beteiligungskapital wird dabei zuerst für Aktienaufkäufe und im Anschluss gegebenenfalls für die Restrukturierung genutzt.

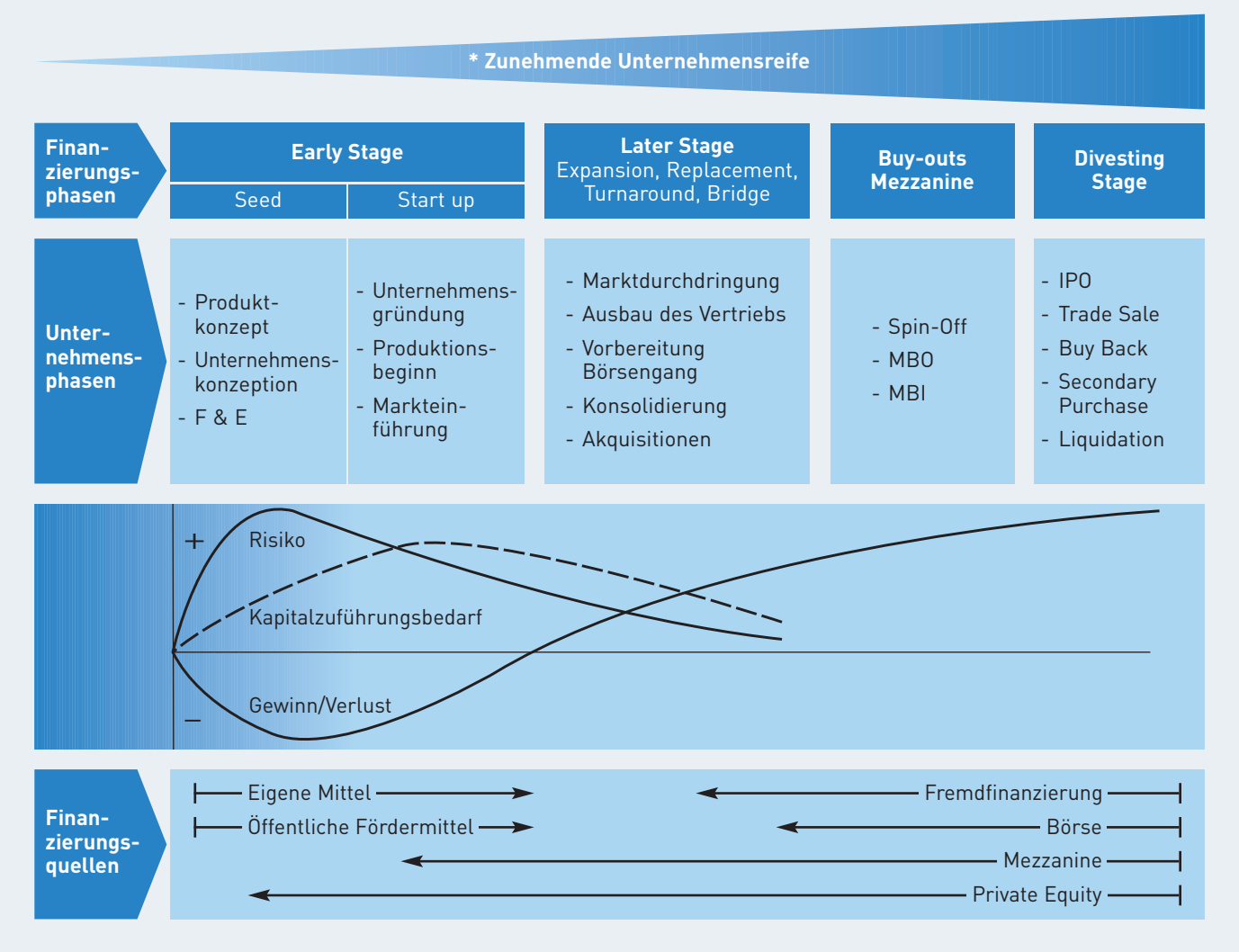


Abb. 3: Beteiligungslösungen im Lebenszyklus eines Unternehmens
Anm.: * Bei Unternehmen im Bereich Early Stage ist das Risiko hoch und es wird noch kein Gewinn erwirtschaftet; somit wird ein ausreichend hohes Eigenkapital benötigt. Mit zunehmender Unternehmensreife erwirtschaftet das Unternehmen höhere Gewinne und das Risiko veringert sich und somit ist auch eine neue Kapitalstruktur mit höheren Kreditanteilen darstellbar.
Quelle: BVK

Welche Ziele haben Beteiligungsfirmen?

Das oberste Ziel von KBGs sind die finanzielle und fachliche Unterstützung von Unternehmen. Aufgrund der beträchtlichen Verlust- und Ausfallrisiken streben KBGs in der Regel nach einer Rentabilität von über 20% pro Jahr (internal rate of return, IRR). Da Beteiligungsfirmen sich meist auf bestimmte Sektoren spezialisieren, haben sie die realistischen Renditechancen ihrer Anlageziele gut im Blick. Zum Zeitpunkt des Ausstiegs aus dem Unternehmen (exit) erweist sich die tatsächliche Rendite der Beteiligung.

Woher beziehen PE-Fonds ihr Investitionskapital?

PE-Fonds erhalten den Großteil ihrer Investitionsmittel von institutionellen Anlegern. Im deutschen Markt spielen insbesondere Versicherungen und (meist ausländische) Pensionsfonds sowie Kreditinstitute und Funds of Funds eine wichtige Rolle. Diese vier Gruppen haben im Zeitraum 2002 bis 2006 knapp 60% der Mittel der in Deutschland aktiven PE-Gesellschaften bereitgestellt. Aber auch der öffentliche Sektor und vermögende Privatpersonen spielen als Geldgeber eine wichtige Rolle. Letztgenannte Gruppe hat in den letzten Jahren kontinuierlich an Bedeutung gewonnen. Ursächlich dafür dürfte sein, dass Privatanleger durch die Investition eines Teils ihrer Mittel in die „Asset Klasse“ Private Equity Renditen erwirtschaften können, die über dem Niveau traditioneller Anlageformen wie Anleihen oder Aktien liegen. Zugleich können sie das Risiko ihres gesamten Portfolios reduzieren, da Private Equity relativ wenig mit anderen Anlageklassen korreliert.

Multiplikatoreneffekte durch Private Equity

Der positive Einfluss von Beteiligungskapital ist nicht nur auf die Unternehmen beschränkt, in die tatsächlich investiert wird. Multiplikatoreneffekte können ermöglichen, dass eine ganze Branche durch den Zufluss von PE-Kapital strukturell erneuert werden kann.

Inputkasten 1: Volkswirtschaftliche Bedeutung der Beteiligungsfinanzierung Private Equity als Wachstumsbeschleuniger der Volkswirtschaft

Seit 40 Jahren unterstützen KBGs den technologischen und strukturellen Wandel der deutschen Volkswirtschaft, indem sie in wachstumsstarke Unternehmen und Branchen investieren. Dadurch tragen sie zur Neustrukturierung und Modernisierung etablierter Branchen bei und unterstützen die Entwicklung neuer Wirtschaftsbereiche.

Wichtigstes Kriterium von KBGs bei der Wahl ihrer Investitionsziele ist eine hohe Wertsteigerung des Unternehmens. Indem sie zukunftsfähige Unternehmen identifizieren und mit zusätzlichem Kapital ausstatten, sichern KBGs bestehende Arbeitsplätze und schaffen langfristig neue. Zum Jahresende 2006 hielten die in Deutschland erfassten PE-Gesellschaften Beteiligungen an rund 6.000 kleinen und mittleren Unternehmen; in Summe ergaben diese Beteiligungen ein Volumen von rund 23 Mrd. Euro. Diese Unternehmen machen cirka sieben Prozent des deutschen Bruttoinlandsprodukts aus und erwirtschaften mit mehr als 960.000 Mitarbeitern fast 190 Mrd. Euro Jahresumsatz.

Der Anteil von PE-Investitionen am nationalen Brutto-Inlandsprodukt – in Deutschland 0,12% – liegt im europäischen Ausland, insbesondere in Großbritannien, und in den USA, deutlich höher. Die positive volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity ist in diesen Ländern inzwischen weithin anerkannt.

Zahlreiche empirische Studien zeigen, dass sich PE-finanzierte Unternehmen überdurchschnittlich gut entwickeln: Das gilt im Hinblick auf die Zahl ihrer Beschäftigten, aber auch für finanzielle Kennzahlen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich KBGs ausschließlich an Unternehmen mit überdurchschnittlichen Wachstums- und Erfolgsaussichten beteiligen.

Führende Unternehmer, die Erfahrungen mit Beteiligungskapital gesammelt haben, zeigen sich von diesem Zusammenhang überzeugt: Eine Befragung des BVK ergab, dass über 90 Prozent der befragten Geschäftsführer von Portfoliounternehmen die Beteiligung einer PE-Gesellschaft für wichtig oder sehr wichtig im Hinblick auf das Wachstum ihres Unternehmens hielten. Mehr als

70 Prozent der Befragten waren davon überzeugt, dass der Einstieg der KBG sich in ihrem Fall positiv auf Umsatz und Beschäftigung ausgewirkt hatte. Generell ist keine grundsätzliche Aussage zu „guten“ oder „schlechten“ Beteiligungsgesellschaften beziehungsweise zu deren Finanzierungskonzepten möglich, es kommt immer auf den Einzelfall an und auf den Weitblick bei der Anpassung des Finanzierungskonzeptes auf das individuelle Unternehmen.

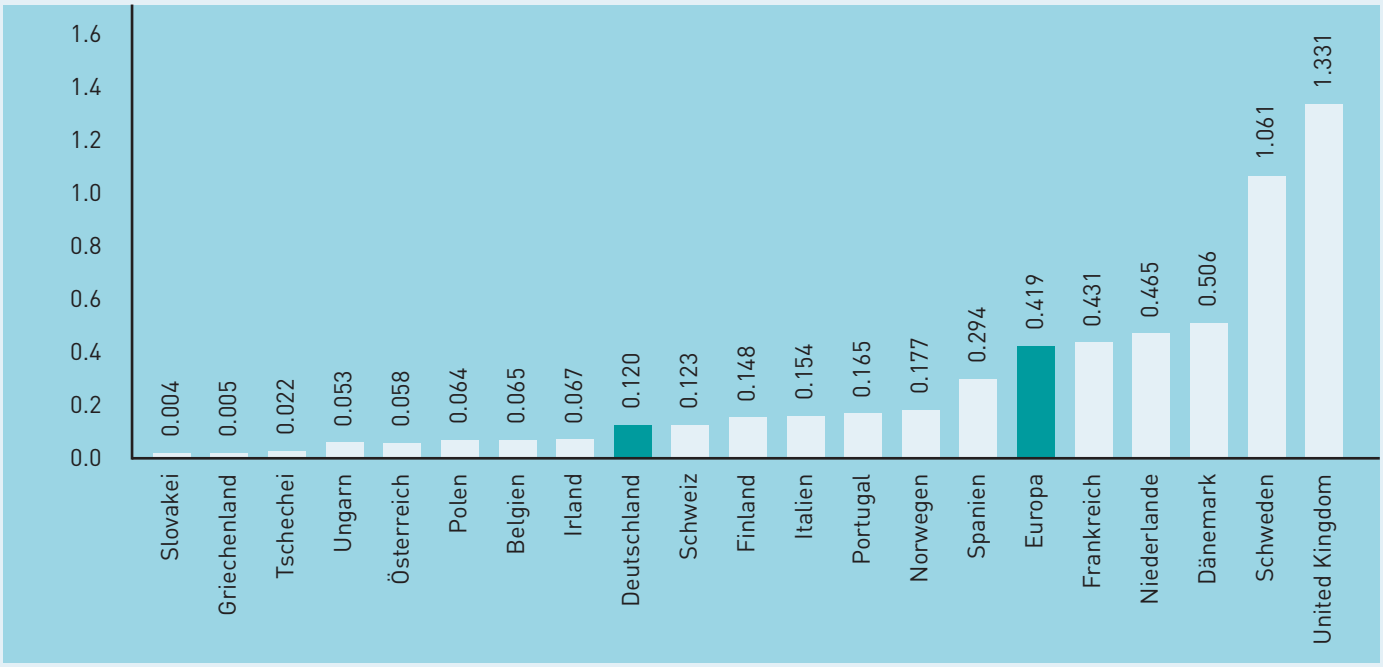


Abb. 4: PE-Investitionen im europäischen Vergleich. PE-Investitionen in Prozent des nationalen BIP 2005
Quelle: evca yearbook 2006

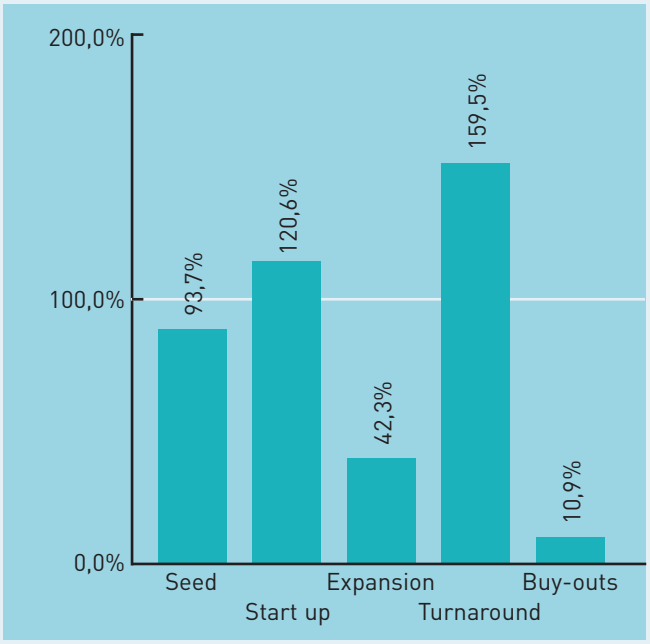


Abb. 5: Durchschnittliches Umsatzwachstum PE-finanzierter Unternehmen zwischen 2000 und 2004
Quelle: BVK/PwC, Der Einfluss von PE-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, 2005

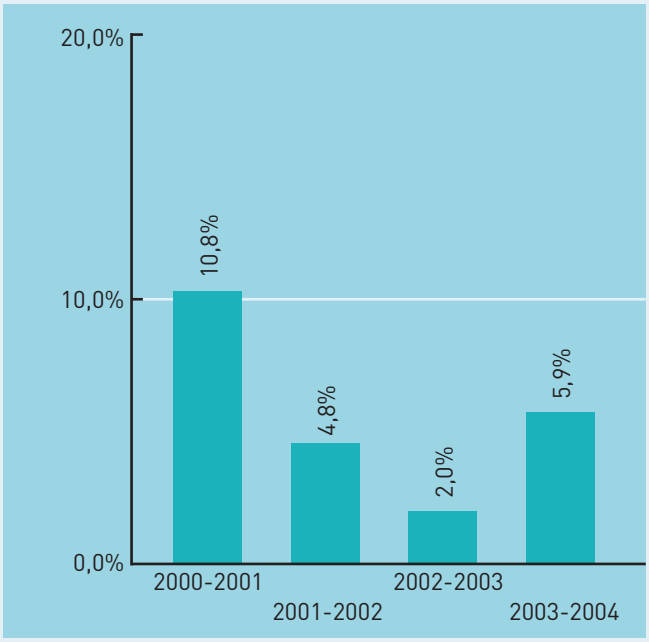


Abb. 6: Durchschnittliches Beschäftigtenwachstum PE-finanzierter Unternehmen zwischen 2000 und 2004
Quelle: BVK/PwC, Der Einfluss von PE-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, 2005

II. Beteiligungskapital als Element der Unternehmensfinanzierung

Die Bedeutung des Eigenkapitals

Eigenkapital ist Grundlage für unternehmerische Aktivität. Aus Sicht von Banken und Sparkassen ist ein solider Eigenkapitalstock Bedingung für die Vergabe von Krediten. Gleichwohl ist die Eigenkapitalquote deutscher Unternehmen im internationalen Vergleich niedrig. PE-Fonds können mit gezielt investiertem Beteiligungskapital die Finanzsituation gerade mittelständischer Unternehmen nachhaltig verbessern.

Nach herrschender Meinung sollte das Eigenkapital bei produzierenden Unternehmen ein Drittel der Bilanzsumme ausmachen. Gemessen daran sind viele Unternehmen in Deutschland unterkapitalisiert, denn die Eigenkapitalquote der Nichtkapitalbeteiligungsgesellschaften unter den kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) betrug 2004 nach einer Untersuchung der Deutschen Bundesbank nur 8,8%. Zwischen den einzelnen Branchen gibt es dabei nach wie vor große Unterschiede in der Eigenkapitalausstattung. So reichte die Bandbreite 2004 für alle Rechtsformen von 1,6% im Baugewerbe und 2,6% im Einzelhandel bis hin zu 15,6% im Verarbeitenden Gewerbe und 18,2% im Großhandel. Eigenkapitalquoten unter 20% gelten weithin als bedenklich, Quoten unter 10% in vielen Branchen gar als bedrohlich.

Für junge Technologieunternehmen liegt die Messlatte noch höher: Eigenkapitalquoten unter 50% können auf Grund ihres spezifischen Risikoprofils existenzgefährdend sein.

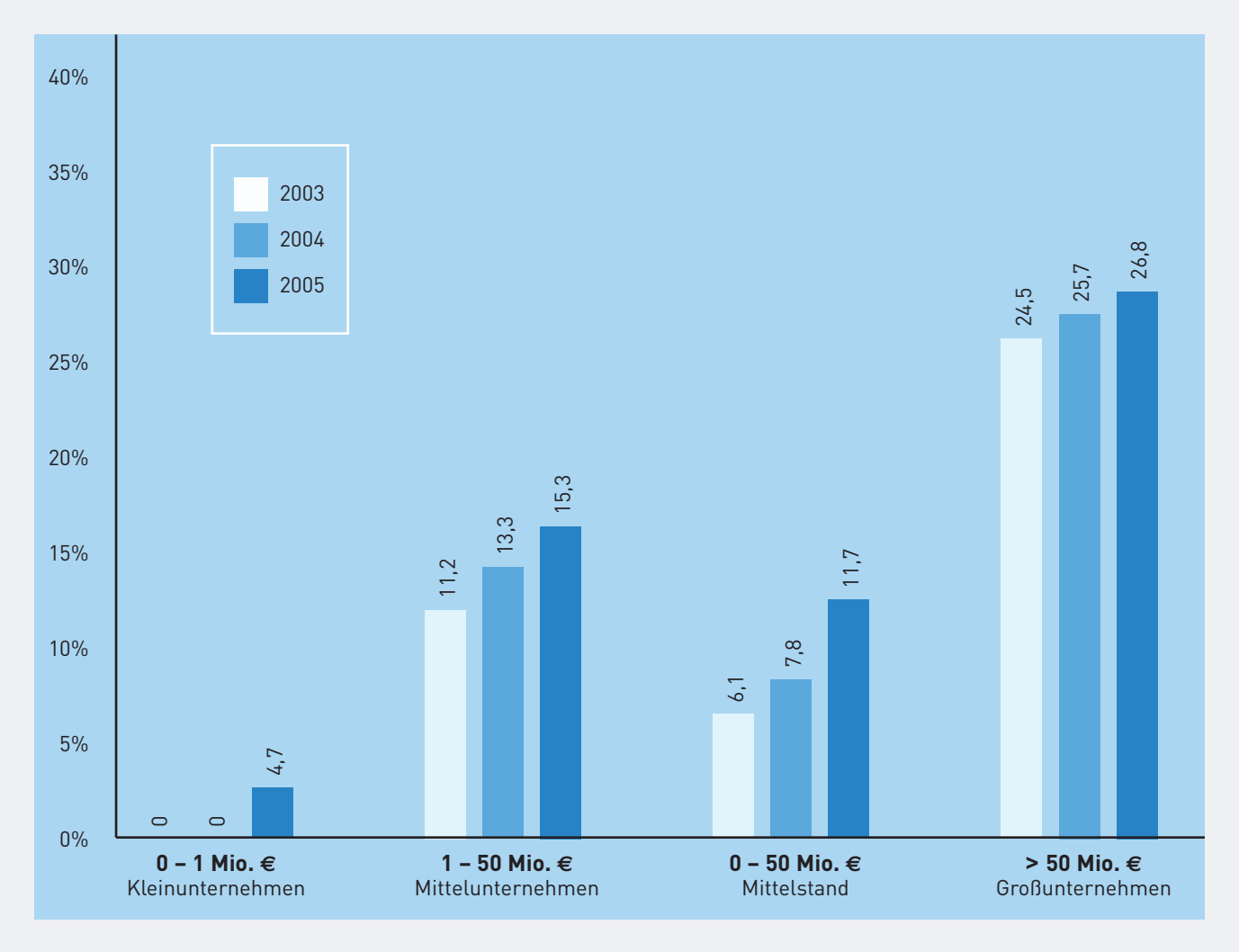


Abb. 7: Entwicklung der Eigenkapitalquoten von Unternehmen
In % nach Umsatzgrößenklassen
Quelle: DSGV

Die Rolle des Beteiligungskapitals im Finanzierungsmix

Im Mix mit anderen Finanzierungsinstrumenten trägt Eigenkapital zu einer höheren Liquidität bei, da hierfür keine Zins- und Tilgungszahlungen anfallen. Beteiligungskapital öffnet dadurch Spielraum für neue Kreditlinien, neue Investitionen und organisches, wie anorganisches Wachstum, also Unternehmenszukäufe. Letzten Endes kann sich dies positiv auf den Unternehmenswert auswirken. Maßgeblich für den Erfolg ist dabei allerdings die kluge Mischung der verschiedenen Finanzierungsinstrumente.

Der Liquidität eines Unternehmens kommt in diesem Zusammenhang besondere Bedeutung zu. Sie speist sich aus dem operativen Cash-Flow, kurz-, mittel- und langfristigen Krediten, langfristigen Mezzaninemitteln und Eigenkapitalmitteln, die zeitlich unbegrenzt zur Verfügung stehen. Diese verschiedenen Finanzmittel sind aus Sicht des Unternehmens allerdings unterschiedlich teuer. Eine Kreditfinanzierung ist meist die kostengünstigste und einfachste Kapitalquelle von außen, Eigenkapital ist dagegen in der Regel teurer, da es mit höheren Risikoaufschlägen versehen wird; im Insolvenzfall ist schließlich der Totalverlust des Eigenkapitals in Kauf zu nehmen. Daher ist es wirtschaftlich sinnvoll, zunächst andere Kapitalquellen auszuschöpfen.

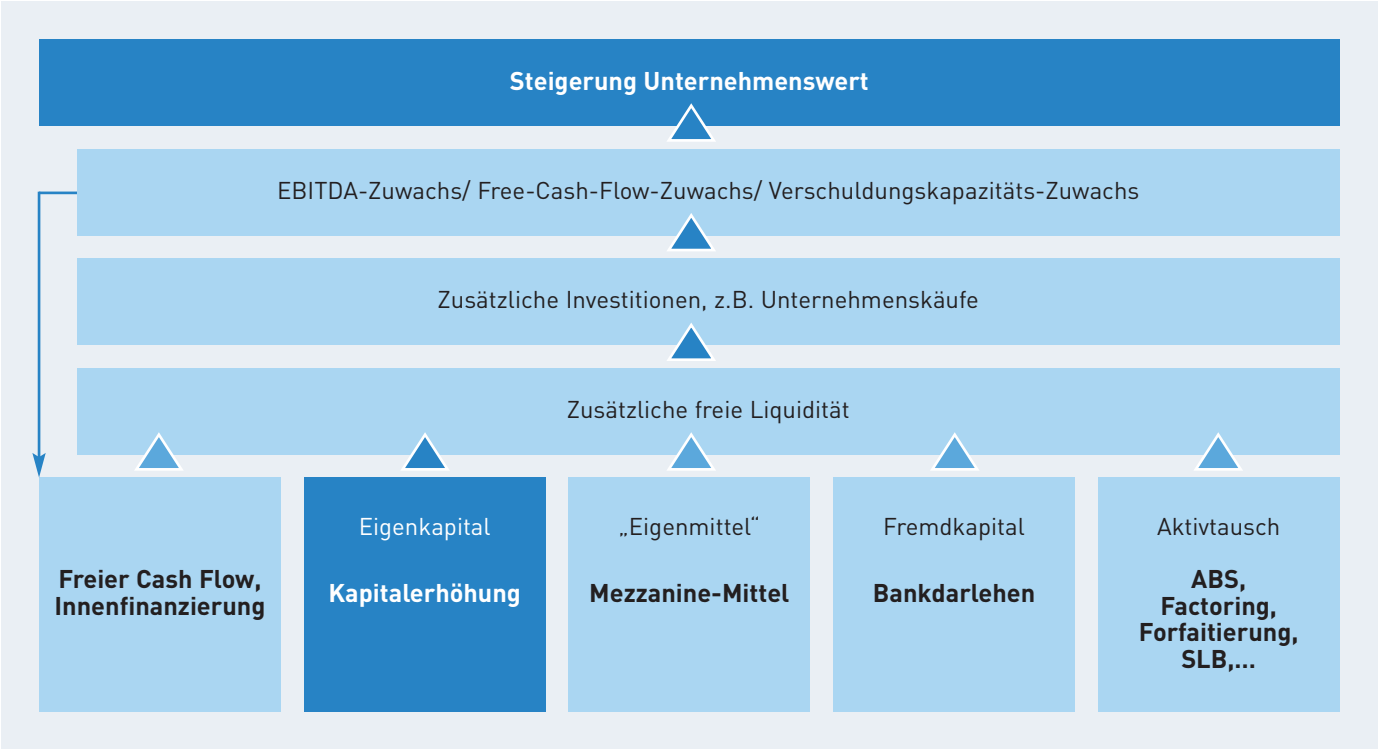


Abb. 8: Zusammenhang zwischen freier Liquidität und Steigerung des Unternehmenswertes
Quelle: Dresdner Bank

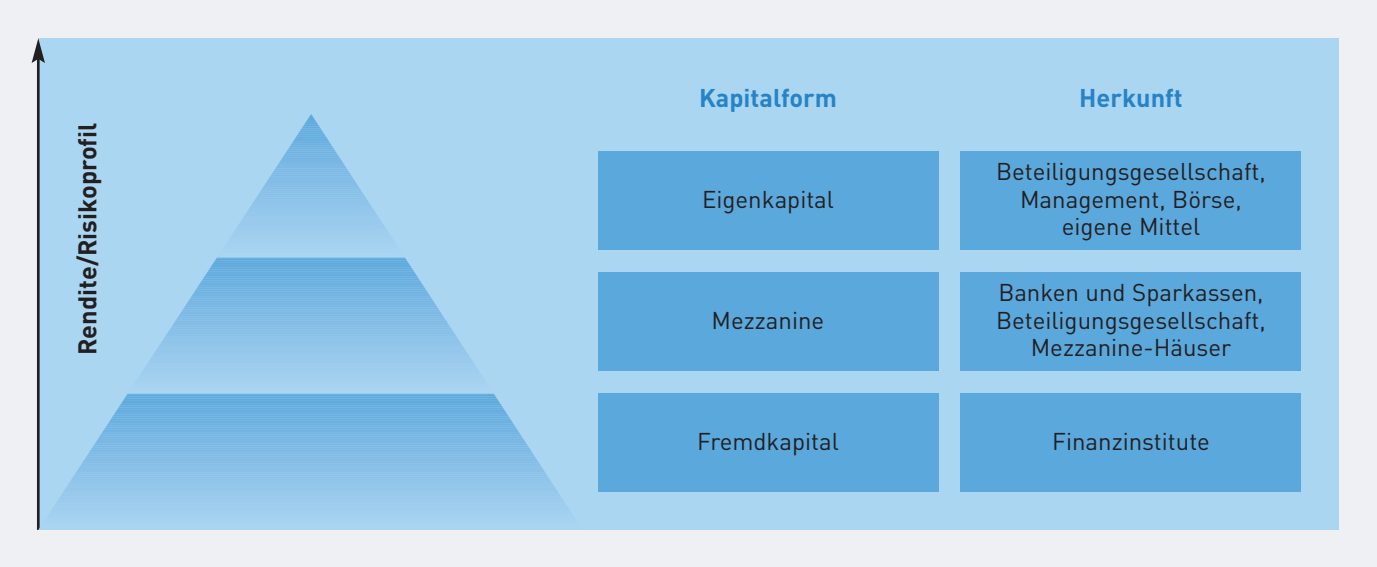


Abb. 9: Typische Schichtung unterschiedlicher Kapitalformen
Quelle: IFD

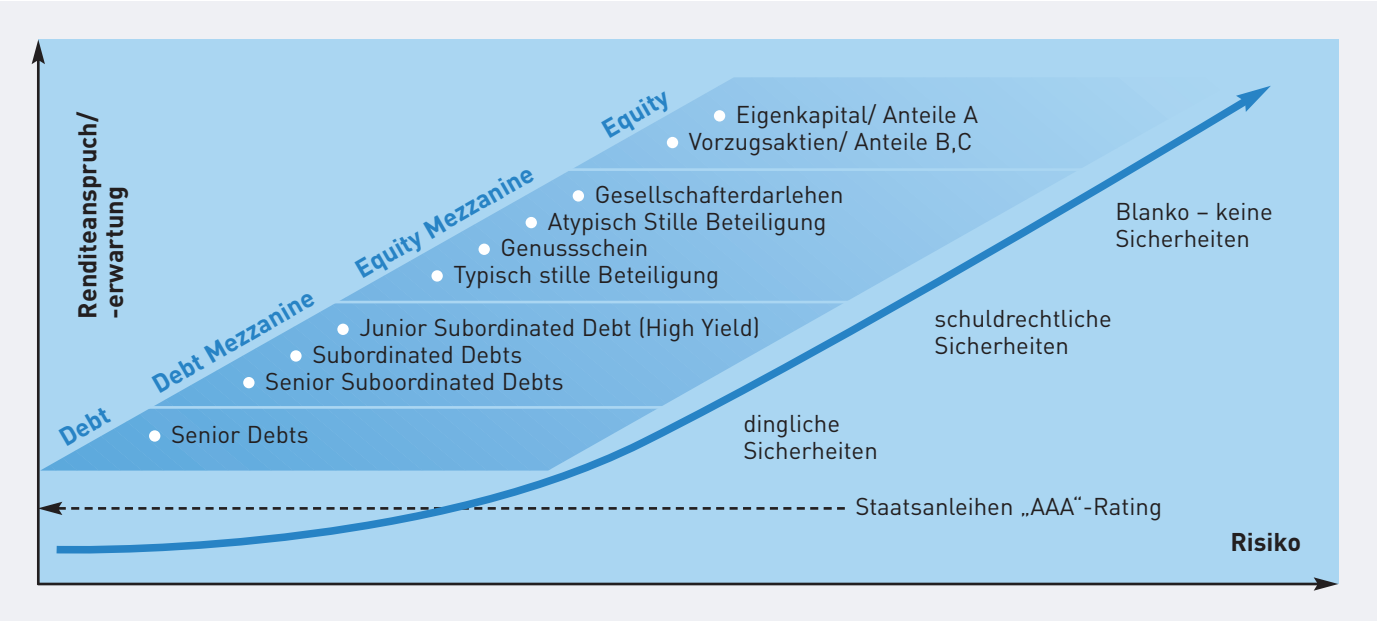


Abb. 10: Gliederung unterschiedlicher Finanzierungsformen nach Risiko und Rendite
Quelle: Dresdner Bank

Inputkasten 2: Deutschland – Entwicklung im mittelständischen und mittleren Buy-out-Marktsegment

Geht es um Private Equity, dann stehen meist spektakuläre Transaktionen mit hohem Volumen im Licht der Öffentlichkeit. Dabei fanden über die letzten zehn Jahre 92% aller deutschen Buy-out-Transaktionen im Mid-market statt; dieses Marktsegment umfasst Beteiligungen an Unternehmen, deren Wert unter 250 Mio. Euro liegt. Wertmäßig repräsentieren diese Transaktionen rund ein Viertel des Gesamtmarktes.

Deutscher Markt für Buy-out-Transaktionen

(Mid-market = Unternehmenswert (EV) < 250 Mio.)

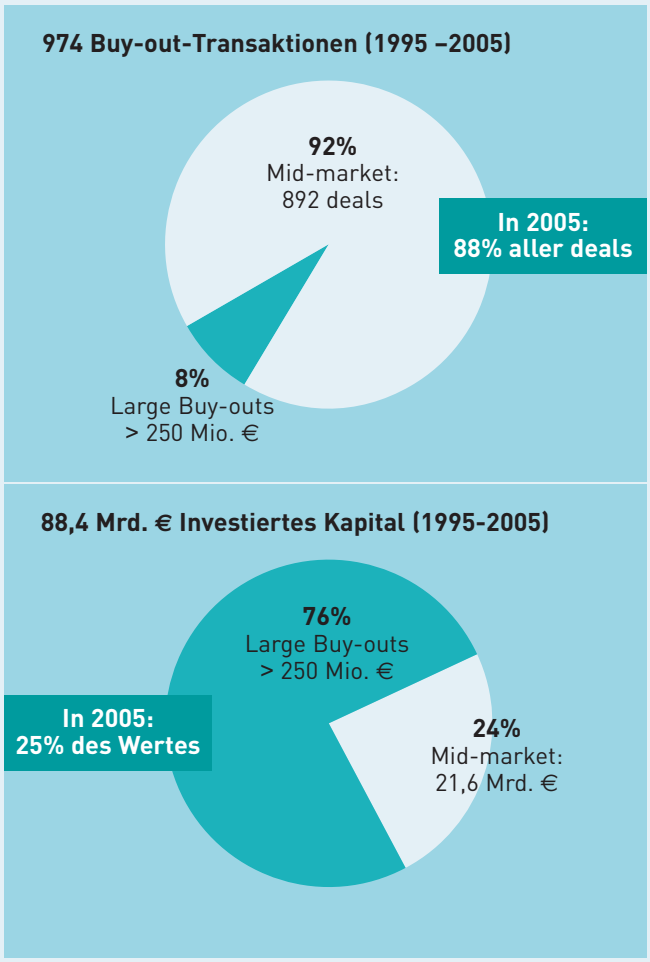


Abb. 11: Starke Deal-Aktivitäten im Mid-market
Quelle: FHP Private Equity Consultants; CMBOR ("European MBO review 2005")

Über die letzten zehn Jahre ist der deutsche Buy-out-Markt auf Basis des investierten Kapitals um 11,5% pro Jahr gewachsen. Die Zahl der Transaktionen wuchs allerdings nur um knapp 2,5% jährlich. Das Kapital konzentrierte sich also zunehmend auf eine begrenzte Zahl an Transaktionen – sodass die einzelnen Transaktionen tendenziell ein höheres Volumen aufweisen. Insgesamt wurden im Jahr 2005 in Deutschland rund drei Mrd. Euro in knapp 100 Mid-market Buy-out-Transaktionen umgesetzt.

Insbesondere Unternehmen im Wert von über 25 Mio. Euro machen einen immer größeren Teil der Beteiligungen aus. Kleinere Unternehmen im Wert von unter 25 Mio. Euro stehen weniger im Fokus als noch vor einigen Jahren. Hier ist die Anzahl der Transaktionen in den letzten Jahren annähernd gleich geblieben. Wobei sich einige Marktakteure auch auf kleinere Transaktionsgrößen konzentrieren.

Pro Jahr fanden im deutschen Small- und Mid-market über die letzten zehn Jahre hinweg durchschnittlich rund 80 Transaktionen statt. Bei im Schnitt rund 25 Mio. Euro investiertem Kapital pro Beteiligung macht dies eine jährliche Gesamtsumme von zwei Mrd. Euro aus.

Der Small- und Mid-market (< 250 Mio. Euro Transaktionswert) in Deutschland

Anzahl der Deals und Investiertes Kapital
1995-2005

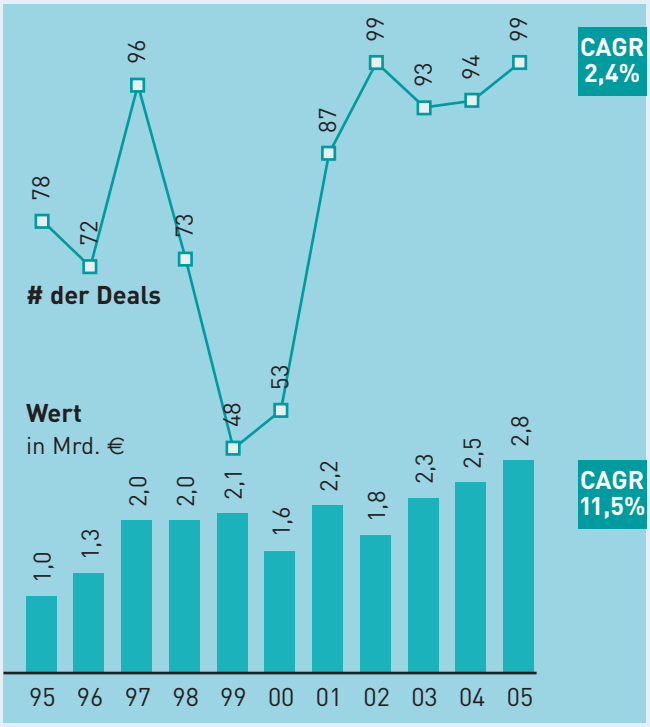


Abb. 12: Anzahl der Transaktionen wächst auf moderater Basis (CAGR = compound annual growth rate = durchschnittliche jährliche Wachstumsrate)
Quelle: FHP Private Equity Consultants; Basis CMBOR-Statistiken("European MBO review 2005")

Während das Marktsegment für kleine Transaktionen stagniert, ist die Zahl der Transaktionen im sogenannten Upper Mid-market (100 bis 250 Mio. Euro) besonders stark gewachsen. Dies gilt auch im Hinblick auf das Volumen des investierten Kapitals: Rund 65% des Beteiligungskapitals im Mid-market floss in das Segment relativ großer Transaktionen mit Wert ab 100 Mio. Euro.

Deutschland: Small- und Mid-market nach Transaktionswert (I)

Verteilung (in %) und Wachstum (CAGR)
Anzahl Transaktionen (95-05) nach „Transaktionswert"

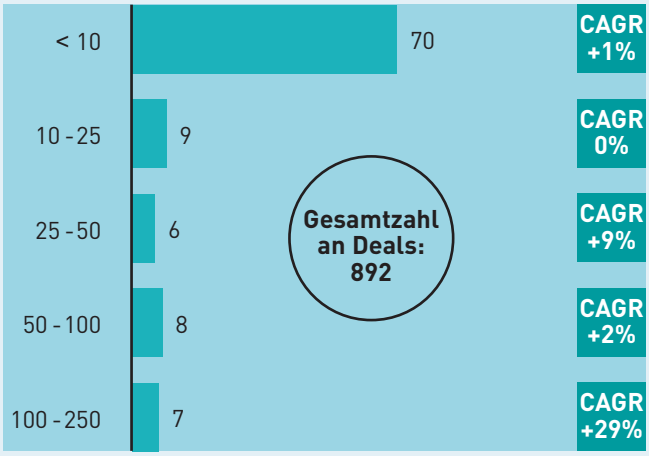


Abb. 13: Zunahme vor allem bei Transaktionen mit höheren Volumina
Quelle: FHP Private Equity Consultants Analyse; CMBOR ("European MBO review 2005")

Deutschland: Small- und Mid-market nach Transaktionswert (II)

Verteilung (in %) und Wachstum (CAGR)
Investiertes Kapital (95-05) nach „Transaktionswert"

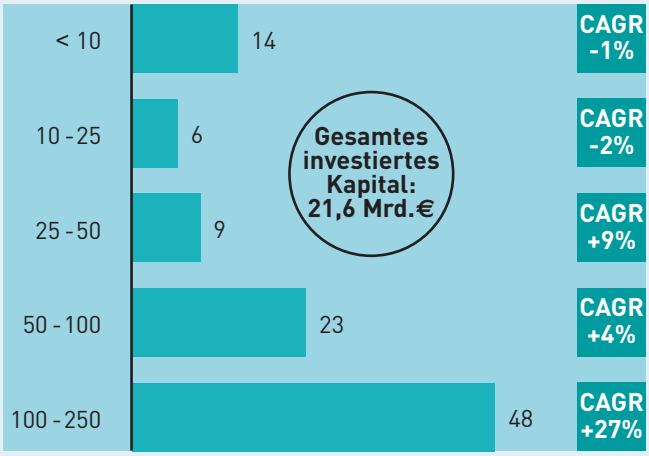


Abb. 14: Fokus auf „wertmäßig" voluminösere Transaktionen
Quelle: FHP Private Equity Consultants Analyse; CMBOR ("European MBO review 2005")

III. Wann ist Beteiligungskapital sinnvoll?

Die Gründe, warum PE-Kapital ein sinnvoller Finanzierungsbaustein sein kann, reichen von starkem Unternehmenswachstum bis zu einer schweren Krise. In einigen Fällen können KBGs die richtigen Partner sein.

Etablierte mittelständische Unternehmen suchen beispielsweise in folgenden Situationen nach geeigneten Eigenkapitalquellen:

Extremes Wachstum: Um den Marktanteil zu halten, muss erheblich in Fertigungskapazitäten beziehungsweise die internationale Präsenz investiert werden.

Wachstumsschwelle: Komplexere Strukturen werden nötig. Diese aufzubauen, erfordert Kapital; sie bringen jedoch erst nach einer gewissen Zeit die gewünschten Skalen- und Umsatzeffekte.

Klassische Finanzierungsinstrumente ausgereizt: Erhältliche Fördermittel, Kredite und Mezzaninekapital werden bis zum Limit genutzt und dennoch sind zusätzliche Mittel nötig.

Zinsdruck: Die Profitabilität reicht vorübergehend noch nicht aus, um zusätzliche Kapitalkosten zu bedienen.

Wirtschaftliche Schwierigkeiten: Der Fortbestand des Unternehmens lässt sich durch die Einbringung von frischem Eigenkapital sichern, da die Kapitalgeber von einer positiven Zukunftsprognose ausgehen.

Unternehmensverkauf: Das Unternehmen trennt sich von Randaktivitäten beziehungsweise möchte sich auf Kernkompetenzen konzentrieren.

Familiäre Gründe: Etwa wegen Erbfolge, Schenkung oder Scheidung soll Privatvermögen, das bisher größtenteils im Unternehmen gebunden war, abgezogen und diversifiziert werden.

Mangelnde Investitionsbereitschaft: Bisherige Gesellschafter sind – trotz großen Bedarfs – nicht bereit oder in der Lage, weitere Teile ihres Vermögens in das Unternehmen zu investieren.

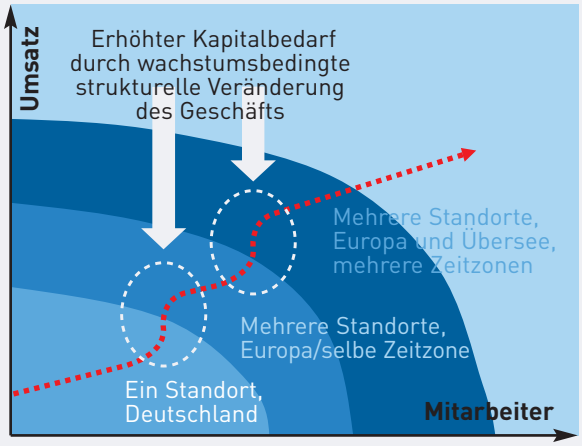


Abb. 15: Typische Fälle erhöhten Kapitalbedarfs. Wachstumsschwellen für rasch wachsende Mittelstandsunternehmen im Rahmen der Globalisierung
Quelle: Dresdner Bank

Checkliste
Wer kommt in meinem Fall als Finanzinvestor in Frage?

Ich will (stark/sprunghaft) wachsen, Mezzanine-Mittel reichen dafür nicht aus: Ansprache von Investoren, die Minderheitskapital bereitstellen. Vorteil: Sie behalten die Mehrheit und können bei guter Geschäftsentwicklung nach einigen Jahren die Anteile zurückkaufen.

Ich will einen Unternehmensteil verkaufen: Ansprache von Investoren, die zur Größe beziehungsweise der Bewertung der Einheit passen.

Ich will komplett verkaufen: Ansprache von Investoren, die vom Investment-Profil und von der Investitions-Philosophie her in Frage kommen. Darüber hinaus ist es wichtig, dass auch im persönlichen Umgang „die Chemie stimmt". Möglicher Zielkonflikt zwischen Optimierung des Verkaufspreises und nachhaltigen Entwicklungschancen für das Unternehmen.

Ich muss sanieren und benötige dafür Eigenkapital: Dies ist eine besonders ungünstige Verhandlungsposition. Sie müssen damit rechnen, dass Ihnen ein Großteil Ihrer Anteile – in der Regel die Mehrheit am Unternehmen – als Gegenleistung für die Kapitalspritze abverlangt wird. Immerhin besteht durch die Beteiligung des PE-Investors die Chance, den Fortbestand des Unternehmens zu sichern.

Der optimale Finanzierungsmix

Welche Größenordnungen von Eigen-, Mezzanine- und Fremdkapital „verträgt“ die Bilanz? Für Unternehmen im normalen, laufenden Betrieb gelten teils andere Maßstäbe im Hinblick auf die Finanzierungsstruktur als für Unternehmen, die gerade einen Eigentümerwechsel hinter sich haben. Zu hohe Schulden sind jedoch in jedem Fall ein existenzgefährdendes Risiko. Die entscheidende Frage ist: Wie hoch ist jeweils die akzeptable Maximalverschuldung? Finanzinstitute und Intermediäre können bei der Klärung dieser Frage unterstützen.

Unternehmen im normalen, laufenden Betrieb

Die maximale Verschuldungskapazität über Kredite beträgt im normalen Alltagsbetrieb des Unternehmens nach einer Faustregel cirka das zwei- bis dreifache des EBITDA (operativer Gewinn vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen). Das heißt: Je stärker das EBITDA ist, beziehungsweise der Cash-Flow, umso höhere Kredite werden einem Unternehmen eingeräumt.

Die Kosten für Mezzaninemittel liegen höher als jene für Fremdkapital. Eine Größenordnung in Höhe des 1 – 1,5-fachen EBITDA ist sinnvoll. Reichen zusätzliches Fremdkapital und Mezzaninemittel nicht aus, muss „echtes“ Eigenkapital zugeführt werden. Eine Finanzierungsstruktur für ein Unternehmen, das alle Möglichkeiten optimal einsetzt, könnte zum Beispiel so aussehen:

Eigenkapital	30%
Mezzaninekapital	10%
Fremdkapital	40%
Sonstige Passiva	20%
Total	100%

Unternehmen, die von Finanzinvestoren übernommen wurden

Wurde ein Unternehmen durch einen Finanzinvestor komplett übernommen, so gelten in den ersten Jahren nach der Transaktion andere Maßstäbe. Die KBG bringt die Eigenmittel ein und arrangiert zusätzlich Fremdmittel, welche meist über Kreditinstitute bereitgestellt werden. Diese Fremdmittel werden zu Konditionen vergeben, die über dem marktüblichen Niveau liegen, da der Fremdverschuldungsfaktor (Leverage) und das Risiko deutlich höher sind als bei klassischen Finanzierungen. Die Fremdmittel werden von den übernommenen Unternehmen meist in sieben bis neun Jahren getilgt. Auf diese Weise verringert sich die Darlehenssumme um cirka 5-15% pro Jahr. Ein Teil der Kredite ist derzeit bei vielen Finanzierungen endfällig. Die Rückführung dieser Tranchen wird in der Regel auf den Exit des PE-Investors abgestellt.

Der Leverage führt häufig zu Diskussionen in der Öffentlichkeit. Für seriöse Finanzinvestoren gilt als Faustregel: je zyklischer beziehungsweise volatiler das Geschäftsmodell des Übernahmeobjektes, desto geringer der Fremdverschuldungsfaktor und desto höher das erforderliche Eigenkapital. Eine stabile Finanzierung sollte immer ausreichenden Puffer (Head-room) haben, damit nicht bereits bei einer geringen Planabweichung der Fortbestand des Unternehmens gefährdet ist. Auch wenn dies zu Lasten der Rendite geht. Für das Unternehmen und das Management ist es enorm wichtig, dass der Finanzinvestor das Finanzierungskonzept nicht voll ausreizt. Dies ist für Finanzinvestoren jedoch bei den oft sehr hohen Kaufpreisen schwierig, da die Renditeansprüche ihrer Investoren auch erfüllt werden sollen.

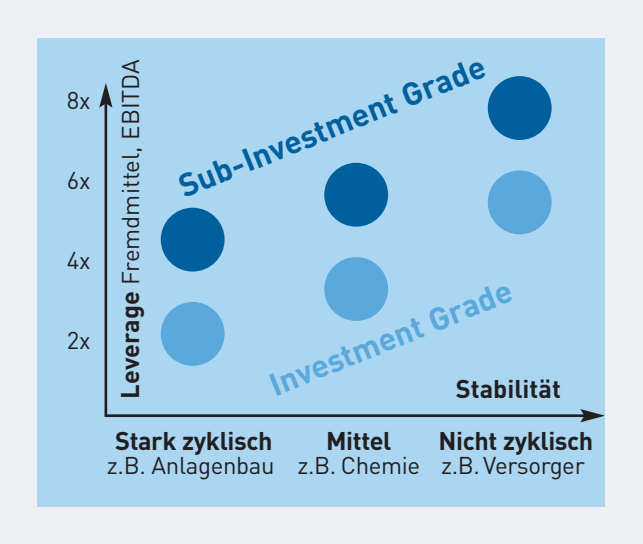


Abb. 16: Zusammenhang zwischen Verschuldungsfaktor (Leverage) und Typus des finanzierten Unternehmens
Quelle: Dresdner Bank

Inputkasten 3: Herausforderungen und Chancen für den Mittelstand – Nachfolge, Globalisierung, Private Equity

Der Generationenwechsel im deutschen Mittelstand ist in vollem Gange. Auf diese und andere drängende Fragen für den deutschen Mittelstand kann ein Ersatz oder eine Erhöhung des Eigenkapitals mit Hilfe von PE-Fonds die Antwort sein.

Nachfolgefrage im Mittelstand

Das Institut für Mittelstandsstandsforschung schätzt, dass in den nächsten fünf Jahren rund 71.000 Unternehmen pro Jahr einer Nachfolgeregelung bedürfen.[1] Auch unabhängig von der Nachfolgefrage entscheiden immer mehr Eigentümer, ihr Unternehmen abzugeben; das Band zwischen Unternehmen und Eigentümer ist beispielsweise wegen zunehmendem Druck nach Professionalisierung des Managements nicht mehr so fest wie früher. Tatsächlich wurden bei knapp der Hälfte aller im Jahr 2005 durchgeführten Unternehmensnachfolgen familienexterne Lösungen angestrebt. Dabei wurde das Unternehmen beispielsweise an einen Wettbewerber verkauft, an ein externes Management (MBI) oder an die Mitarbeiter (Employee Buy-out, EBO).

Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive können Finanzierungsprobleme im Zusammenhang mit Nachfolgeregelungen im Mittelstand eine Gefahr für die deutsche Wirtschaftsstruktur darstellen. Schließlich prägen kleine und mittelgroße Unternehmen nach wie vor die deutsche Volkswirtschaft und stellen rund zwei Drittel aller Arbeitsplätze bereit. PE-Kapital hilft als zusätzliches Instrument der Unternehmens-Finanzierung bei der Bestandssicherung der deutschen Unternehmenslandschaft.

[1] Vgl. IfM Institut für Mittelstandsforschung Bonn (2005): Präsentation „Stabwechsel – die schwierige Suche nach dem richtigen Nachfolger“

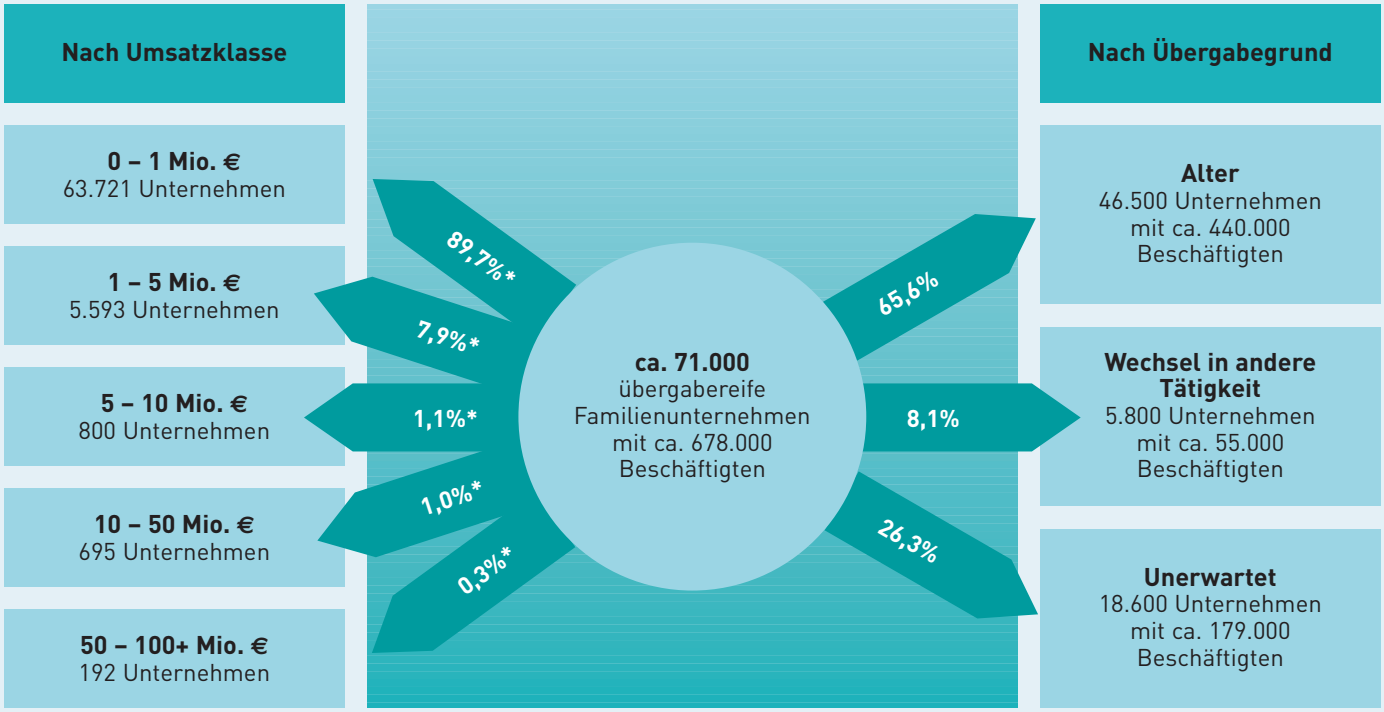


Abb. 17: Nachfolge im Mittelstand
Anm.: * Interne Hochrechnung aus Basis IfM
Quelle: IfM Bonn 2005

Einfluss der Globalisierung auf den Mittelstand

Effekte der Globalisierung machen in vielen Fällen eine veränderte Kapitalstruktur im Mittelstand nötig. Der bestehende Eigenkapitalstock reicht häufig nicht mehr aus, um die deutlich gestiegenen Kapitalerfordernisse zu decken, etwa wenn es um Auslandsinvestitionen oder die Erschließung neuer Märkte geht – nicht selten im Wettlauf mit dem ebenfalls expansionshungrigen Wettbewerb. Beim Aufbau lokaler Fertigungs- oder Vertriebskapazitäten vor Ort im Ausland muss das Unternehmen häufig mit unternehmerischem Kapital in Vorleistung gehen, bevor Gewinne anfallen. Selbst für gut etablierte Mittelstandsunternehmen bieten sich mit Blick auf die Globalisierung langfristig oft nur drei strategische Optionen:

Defensive: Weitermachen wie bisher. Dies führt im Hinblick auf eine sonst dynamischere Marktentwicklung zu einem relativen Verlust an Unternehmenswert.

Lukrativer Ausstieg: Solange noch erhebliche Werte vorhanden sind, den Verkauf an einen Mitbewerber aktiv vorantreiben.

Offensive: Über die Börse oder einen Finanzinvestor eine signifikante Eigenkapitalerhöhung vornehmen und die Kapitalspritze für Wachstum nutzen.

PE-Transaktionen im Mittelstand

Inhabergeführte Familienunternehmen nutzen immer häufiger Private Equity als Mittel der Expansionsfinanzierung. Vor allem Unternehmen der klassischen produzierenden Industrie (Manufacturing), die international wettbewerbsfähig sind, haben guten Zugang zu PE-Kapital. Aber auch aufstrebende Segmente mit hohen Wachstumspotenzialen, wie die IT-Industrie, Healthcare-Unternehmen oder die Freizeitindustrie können davon profitieren.

Deutschland: Small- und Mid-market nach „Deal-Quelle“

Verteilung (in %) und Wachstum (CAGR)
Anzahl Transaktionen (deals 95-05) nach „Deal-Quelle“

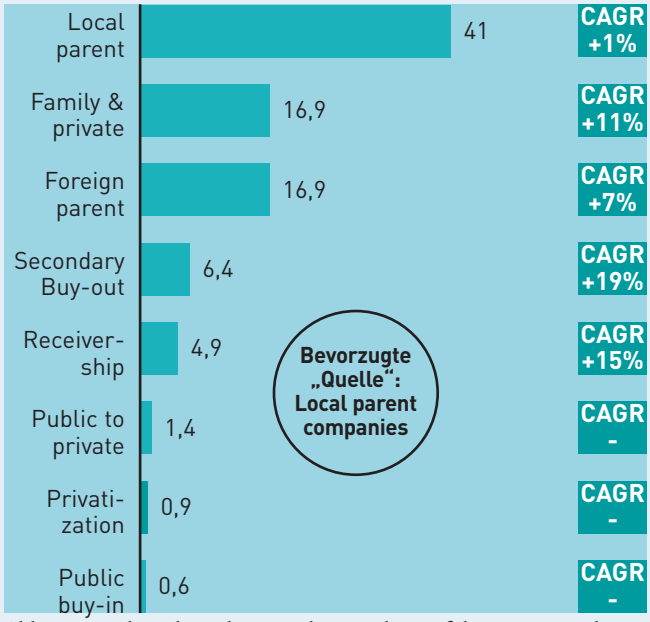


Abb. 18: Wachsende Bedeutung der Familien geführten Unternehmen als Ursprung für Deals
Anm.: Rest zu „100%“ ist „unbekannt“;
Quelle: FHP Private Equity Consultants Analyse; CMBOR ("European MBO review 2005")

Deutschland: Small- und Mid-market nach „Industrie“

Verteilung (in %) und Wachstum (CAGR)
Anzahl Transaktionen (deals 95-05) nach „Industrie“

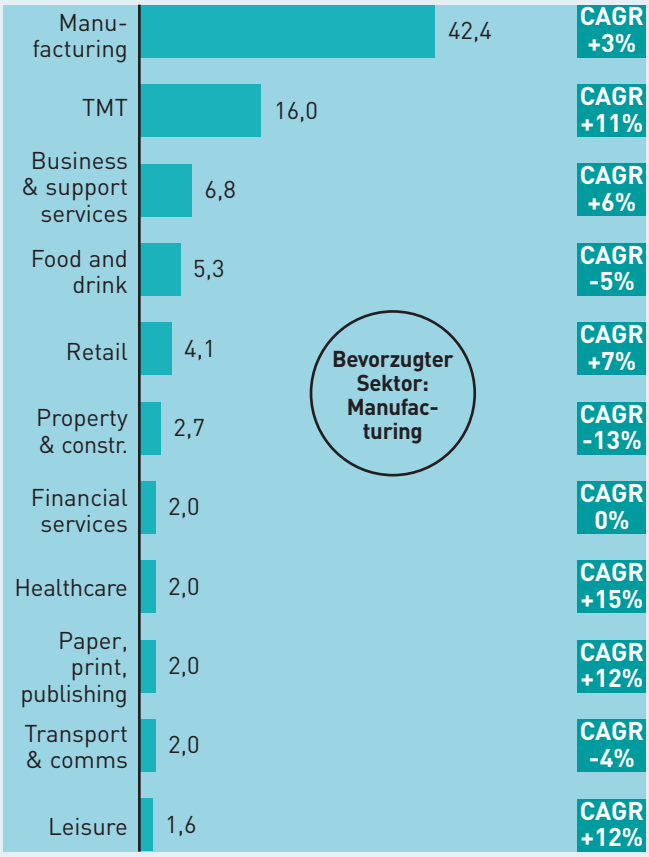


Abb. 19: Manufacturing mit Abstand der wichtigste Industriesektor – Wachstum im Bereich Healthcare, Leisure und TMT
Anm.: Rest zu „100%“ ist „unbekannt“
Quelle: FHP Private Equity Consultants Analyse; CMBOR ("European MBO review 2005")

Deutschland: Gesamtmarkt nach „Industrie“

Anteile am Gesamtinvestitionsvolumen und Anzahl der Investitionen 2000-2006

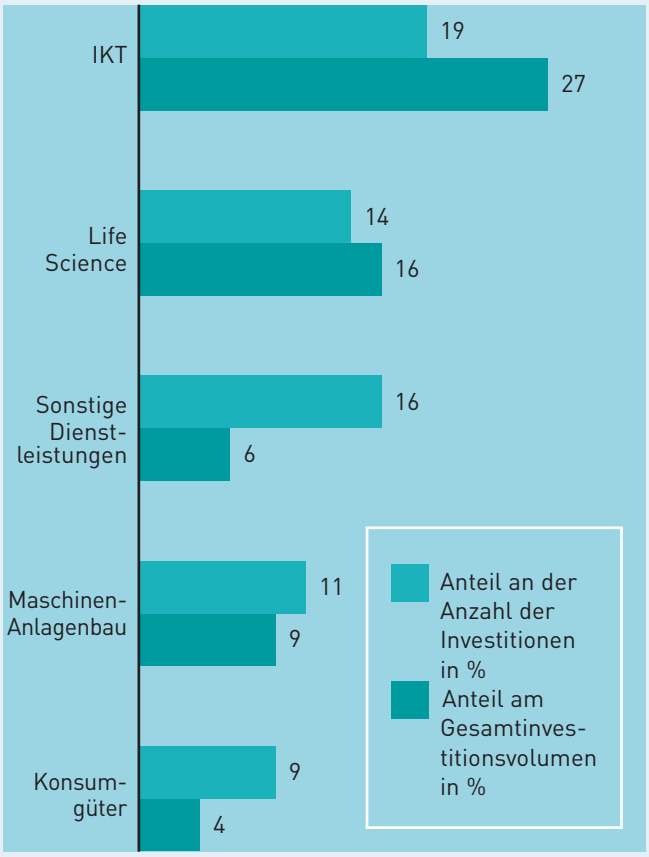


Abb. 20: Das Gesamtinvestitionsvolumen wird insbesondere durch die großen MBOs beeinflusst. Der Anteil an der Anzahl der Investitionen wird hingegen stark durch meist kleine Frühphaseninvestments und Expansionsfinanzierungen getrieben.
Anm.: IKT = Informations- und Kommunikationstechnologien, enthalten sind die Brachen Computer/Software und Kommunikationstechnologie
Life Science: berücksichtigte Branchen Biotechnologie, Medizintechnik, Medizin-Pharmazie, Medizin-Healthcare
Quelle: KfW / BVK

IV. Wie unterscheiden sich die Anbieter von Beteiligungskapital?

„Private Equity“ kommt, wie der Name sagt, aus privater Hand. Doch das kann viel bedeuten: Vermögende Privatpersonen sind unmittelbar genau so PE-Investoren wie KBGs. Durch ihre unterschiedlichen Interessenlagen sind nicht alle Anbieter von Beteiligungskapital für Mittelstandsunternehmen gleichermaßen interessant. Finanzinstitute können bei der Wahl des richtigen Partners helfen.

KBGs lassen sich grob nach ihrer Herkunft, ihrer Investitionsphilosophie und den Volumina ihrer typischen Investments charakterisieren.

Differenzierung nach Art des Kapitals

Kapital von „strategischen Investoren“

Anteilsübernahme durch ein Industrieunternehmen. Diese ist eine häufig gewählte Form, die neben „frischem“ Kapital häufig auch operative beziehungsweise vertriebliche Synergien durch Kooperation bringt.

Kapital von wohlhabenden Privatpersonen beziehungsweise von so genannten „Family Offices“

Diese beteiligen sich häufig aus Gründen der Risikodiversifikation aktiv an Privatunternehmen und können zusätzlich zum Kapital oft Know-how und Netzwerksynergien einbringen.

Kapital von mittelständischen Industrieholdings

Diese stellen eine Art Hybrid aus Finanzinvestor und strategischem Investor dar: Einerseits sind sie an Synergieeffekten für ihr eigenes Portfolio interessiert, der primäre Fokus sind jedoch starke Renditen der Beteiligung.

Kapital von klassischen Private Equity Fonds (geschlossene Fonds)

Klassische PE-Fonds werben Geld ein und bündeln diese Mittel in einem geschlossenen Fonds. Eine vorgeschaltete Management- und Beratungsgesellschaft ist für die Auswahl und Betreuung der Portfoliofirmen verantwortlich. Nach meist drei bis fünf Jahren streben viele Anbieter von Private Equity einen profitablen Ausstieg aus ihrer jeweiligen Beteiligung an.

Kapital von „Evergreen“ Fonds (offener Fonds)

Diese Art von Beteiligungsunternehmen kann Anteile an Unternehmen auch länger halten, da die Laufzeit der Fonds nicht begrenzt ist.

Wer sich über eine KBG Eigenkapital beschafft, geht eine Ehe auf Zeit ein: Der neue Gesellschafter, gegebenenfalls ein Mehrheitsgesellschafter, erwirbt Mitbestimmungsrechte. Daher sollte die Chemie zwischen Investor und Unternehmer beziehungsweise Investor und Management stimmen. Beide Seiten müssen sich im Vornherein im Klaren sein, welche Ziele der Partner verfolgt.

Differenzierung nach Herkunft

„Die etablierten deutschen Anbieter"

Sowohl Finanzinstitutanhängige Gesellschaften (Captives) als auch unabhängige KBGs bieten in Deutschland schon seit Jahrzehnten Beteiligungskapital an. Diese Anbieter gehen oft längerfristige Engagements und in der Regel Minderheitsbeteiligungen ein; zudem zeichnen sie sich aufgrund der regionalen Nähe durch eine gute Markt- und Kundenkenntnis aus.

„Die unabhängigen Newcomer"

Daneben gibt es eine (noch) kleine Gruppe kleinerer Private Equity-Anbieter mit unabhängigen Fonds. Diese sind keiner Finanzinstitution oder sonstigen Unternehmen angeschlossen.

„Die Förderer"

In der Regel Einrichtungen des Bundes, der Länder, beziehungsweise der Wirtschaftsverbände. Sie haben einen gezielten industriepolitischen Förderauftrag und sollen somit nicht mit den privaten Anbietern in Wettbewerb treten. Ihre Aufgabe ist es, insbesondere kleinere Mittelstandsunternehmen zu unterstützen. Wichtige Anbieter in diesem Segment sind etwa die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), High-Tech Gründerfonds und Mittelständische Beteiligungsgesellschaften (MBGs).

„Die internationalen Anbieter angelsächsischer Prägung"

Die größten PE-Gesellschaften haben ihre Ursprünge fast ausschließlich in den USA und Großbritannien. Sie verfügen über eine lange Erfahrung im Kapitalbeteiligungsgeschäft und sind ausschliesslich renditeorientiert ausgerichtet. Doch letztlich arbeiten sie zielorientiert auch im Sinne der Portfoliounternehmen.

„Die anderen internationalen Anbieter"

In Deutschland sind auch Ableger vor allem französischer, niederländischer, skandinavischer und Schweizer Finanzinstitute, Family Offices und PE-Firmen aktiv. Diese vefolgen sehr oft eine spezifische Nischenstrategie, beispielsweise hinsichtlich ihrer Branchenausrichtung.

Differenzierung nach Beteiligungsphilosophie

„Buy-out"/Fokus auf Kontrolle von Beteiligungen

„Angelsächsische Fonds" und große inländische KBGs fokussieren sich häufig auf Komplettübernahmen von Unternehmen aus Konzernverbünden (Spin-off). Oder sie übernehmen von anderen PE-Häusern Beteiligungen, die in ihr Portfolio passen (Secondary Buy-out). Häufig werden sie aktiv, wenn Privatpersonen oder Familien Unternehmen abgeben, etwa auf Grund fehlender Unternehmensnachfolger. Bisher waren diese Fonds auf den großen Mittelstand konzentriert.

„Wachstumsunterstützung"

„Deutsche traditionelle Anbieter" haben in der Vergangenheit häufig Minderheitsbeteiligungen beziehungsweise stille Beteiligungen zur Wachstumsfinanzierung bereitgestellt; nicht selten auch über längere Zeiträume als sonst üblich. In jüngerer Zeit führen diese jedoch zunehmend auch Buy-out Transaktionen nach dem angelsächsischen Modell durch.

Beteiligung nach spezifischer Situation oder Branche

Einzelne Anbieter arbeiten hochspezialisiert auf typische Situationen oder Branchen: Sie konzentrieren sich etwa ausschließlich auf Nachfolgesituationen in Familienunternehmen. Andere wiederum fokussieren sich auf Abspaltungen aus Konzernen oder investieren in insolvente Unternehmen und zielen auf eine Sanierung und in Folge eine nachhaltige Wertsteigerung. Auch ein branchenspezifischer Fokus ist weit verbreitet.

Differenzierung nach Größe des Einzelinvestments

Um Ausfallrisiken zu minimieren, streuen PE-Fonds ihre Portfolios. Je geschlossenem Fonds werden mindestens acht bis zwölf Investments eingegangen. So kann ein Fonds mit dem Gesamtvolumen von 50 Mio. Euro maximal etwa sieben Mio. Euro pro Beteiligung investieren. Ein Fonds mit dem Gesamtvolumen von 250 Mio. Euro dagegen könnte rund zehn bis 20 Mio. Euro je Beteiligung investieren. Um sich nicht zu verzetteln, gehen Fonds – große wie kleine – nur in Ausnahmefällen Investments unterhalb ihrer Zielgröße ein. Unternehmer, die Kapital einwerben, sollten gründlich recherchieren, für welche KBGs sie interessant sind, um sich nicht unnötig Absagen einzuhandeln.

Im Falle eines Eigenkapitalbedarfes von vier bis sechs Mio. Euro müsste also ein Anbieter mit einer Fondsgröße von cirka 75-150 Mio. Euro angesprochen werden.

Daher ist es für Unternehmer wichtig, die für ihn „richtigen“ KBGs anzusprechen, solche mit dem entsprechenden Schwerpunkt, etwa in Bezug auf Branche, Unternehmens-, Transaktionsgröße oder Region. Wer seine Verkaufsabsicht zu breit streut, verhält sich ineffizient, da Verhandlungen über eine Unternehmensbeteiligung in der Regel erhebliche Managementressourcen binden. Wer daher mit zu vielen KBGs spricht, verhandelt unter Umständen mit jeder einzelnen suboptimal.

Typ. Umsatz Zielunternehmen in €	Typ. EK Investment in €	Typ. Fondsgröße* €
> 1 Mrd.	> 100 Mio.	> 1 Mrd.
< 1 Mrd.	< 100 Mio.	< 1 Mrd.
< 250 Mio.	< 25 Mio.	< 250 Mio.
< 100 Mio.	< 10 Mio.	< 150 Mio.
< 50 Mio.	< 5 Mio.	< 75 Mio.
< 20 Mio.	< 2,5 Mio.	< 50 Mio.

Abb. 21: Typische Zusammenhänge zwischen Unternehmens- und Fondsgröße – eine Orientierungshilfe
Anm.: * bei geschlossenen Fonds
Quelle: IFD

Inputkasten 4:
Die Rolle der Finanzinstitute im Beteiligungsprozess
Banken und Sparkassen als „Lotsen im Finanzierungsdschungel“

Die Welt der Unternehmensfinanzierung ist komplexer geworden. War früher der Kredit das wichtigste Produkt hiesiger Finanzinstitute, so helfen die Institute ihren Kunden heute zunehmend, aus der Vielzahl an möglichen Finanzierungsbausteinen die geeigneten auszuwählen. Das Finanzinstitut wird dabei oft zum Sparringspartner – das gilt inzwischen auch bei Eigenkapital-Lösungen wie Private Equity.

Viele Unternehmen, die erfolgreich Eigenkapital von KBGs eingeworben haben, berichten, dass ihre erste Anlaufstelle die Hausbank war. Im Zusammenspiel des persönlichen Betreuers, der das Unternehmen gut kennt, mit bestimmten Fachabteilungen lassen sich Ziele und Pläne strategisch durchleuchten; moderne Cash-Flow Modelling-Instrumente helfen, den tatsächlichen Finanzbedarf zu simulieren und schließlich einen optimalen Mix aus Eigen-, Fremd- und Mezzaninekapital zu ermitteln. Finanzinstitute können dem Unternehmer auch maßgeblich dabei helfen, geeignete Kapitalpartner zu identifizieren und anzusprechen.

Die Rolle von Finanzinstituten bei Übernahmefinanzierungen

Vor allem bei LBOs, der teils kreditfinanzierten Komplettübernahme von Unternehmen, sind Finanzinstitute unverzichtbar: Sie stellen meist einen Großteil der Kaufsumme, die KBGs aufbringen müssen, in Form von Fremdkapital bereit. Die Hausbank des Zielunternehmens ist in diesen Prozess jedoch meist nicht mit eingebunden. In der Regel wird sie erst zu einem späteren Zeitpunkt eingeladen oder abgelöst. Bei kleineren Transaktion wird die Hausbank von Investoren jedoch oft schon frühzeitig eingebunden, da sie das Unternehmen schon jahrelang kennengelernt hat.

Je größer der Anteil des Fremdkapitals bei der Übernahmefinanzierung ist, desto höher ist tendenziell die erwartete Rendite für den Investor – desto größer fällt allerdings auch das Finanzierungsrisiko für das übernommene Unternehmen aus. Daher ist es sinnvoll, bei der Finanzierung nicht über ein im Hinblick auf Branche, Marktlage und realistische Wachstumserwartungen angemessenes Verschuldungspotenzial hinauszugehen.

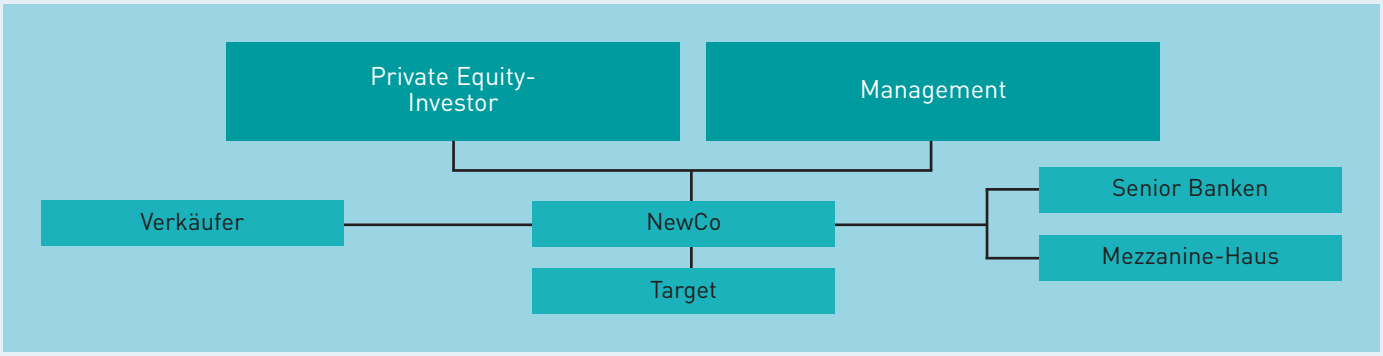
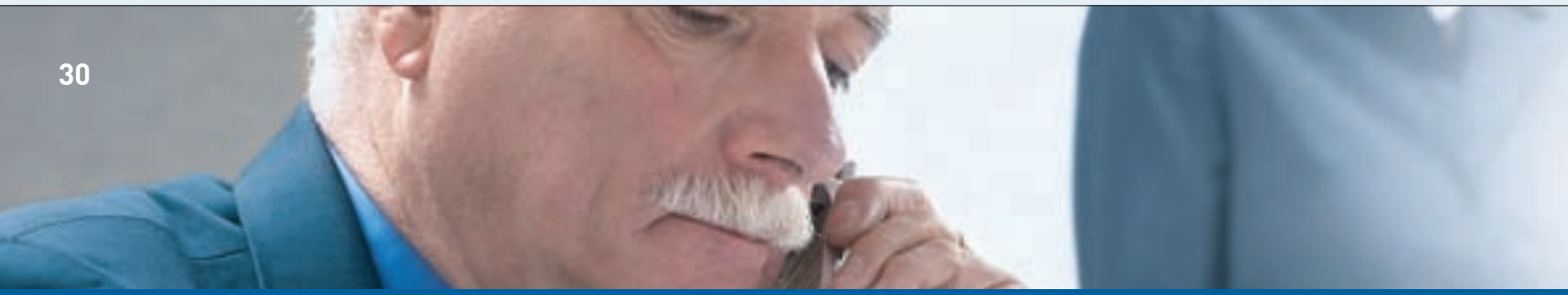


Abb. 22: Gängige Struktur eines LBO
Quelle: DZ Bank



Oft wird bei LBOs eigens eine Erwerbergesellschaft gegründet (NewCo), um eine Haftung des PE-Investors für das erworbene Zielunternehmen (Target) auszuschließen. Technisch erfolgt die Finanzierung dabei in der Regel über die Bilanz der Erwerbergesellschaft, NewCo. Üblicherweise werden die Kreditgeber relativ früh in den Beteiligungsprozess eingebunden, um sicherzustellen, dass zum Zeitpunkt der Transaktion auch der volle Kaufpreis gezahlt werden kann. Über diesen Zeitraum hinweg können sie den PE-Investor flankierend beraten und die Finanzierbarkeit der Transaktion zusätzlich prüfen. Bei größerem Kapitalbedarf schließen sich meist mehrere Finanzinstitute zu einem Konsortium zusammen. Dabei wird der Konsortialführer – der sogenannte Mandated Lead Arranger – vom PE-Investor beauftragt, das Darlehen zu strukturieren. Der Konsortialführer prüft zuerst die grundsätzliche Finanzierbarkeit. Dabei fokussiert er auf die künftig erzielbaren Cash Flows, die zur Deckung des Schuldendienstes nötig sind. Um die Erwartungen zur künftigen Unternehmensentwicklung auf eine solide Grundlage zu stellen, nehmen zusätzlich externe Berater das Unternehmen genau unter die Lupe. Diese sorgfältige Unternehmensprüfung – auch Due Diligence genannt – hilft dabei, in umfangreichen Berechnungen die Auswirkung der künftigen Unternehmensentwicklung auf die Cash Flows zu modellieren. Die Due Diligence ist sowohl für den Finanzinvestor als auch für die Banken enorm wichtig, da der Finanzinvestor seine Renditemöglichkeiten abschätzt, und die Banken ihr Risiko entsprechend einschätzen.

Mittels Szenario-Analysen ermitteln Kreditgeber und Investor gemeinsam eine optimale Kapitalstruktur: Kernelement ist dabei der optimale Verschuldungsgrad. Ist die Verschuldung zu hoch, kann das Unternehmen schnell in die Zahlungsunfähigkeit rutschen. Um sicherzustellen, dass das Unternehmen die Kredite aus dem LBO bedienen kann, drängen Finanzinstitute auf eine eher niedrige Fremdkapitalquote – was sich allerdings negativ auf die Rendite des Investors auswirkt. Am Ende der Kreditprüfung erstellen die Banken oder Sparkassen das sogenannte Term Sheet, in dem alle wesentlichen Daten der künftigen Finanzierung zusammengefasst sind. Es dient als Basis für die weiteren Verhandlungen.

V. Wie funktioniert Beteiligungskapital?

Wer das Geschäftsmodell von PE-Fonds versteht, kann eine Partnerschaft mit den potenziellen Kapitalgebern besser planen. Die Wertschöpfungskette von KBGs führt von der Akquise möglicher Beteiligungen bis zum „exit“, dem Ausstieg aus der Beteiligung.

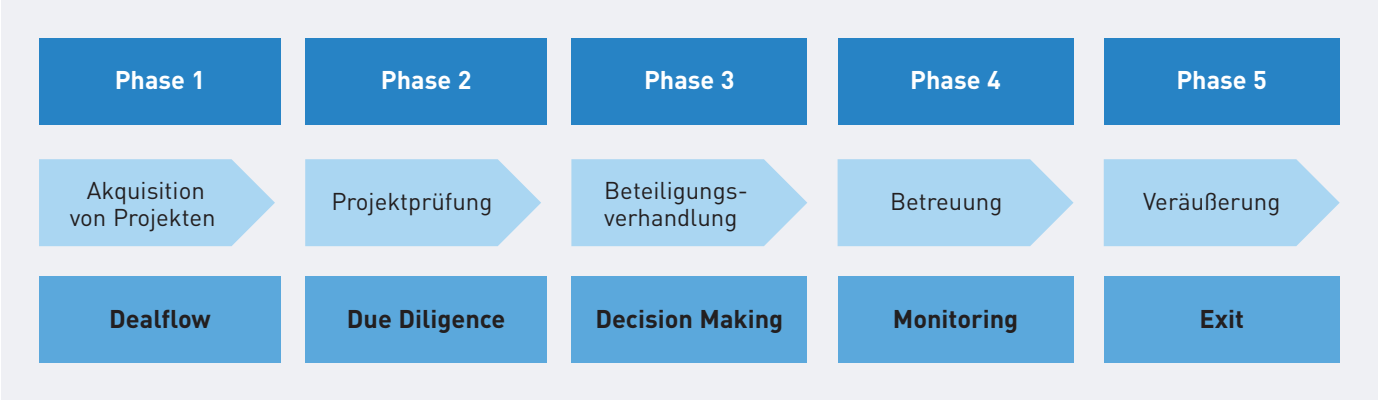


Abb. 23: Beteiligungsprozess
Quelle: IFD, eigene Zusammenstellung

Phase 1: Akquisition von Projekten – Dealflow

KBGs erfahren über unterschiedliche Wege von Beteiligungsmöglichkeiten:

Direktansprache
Direkte Kontaktaufnahme interessierter Unternehmen.

Netzwerke und Intermediäre Multiplikatoren
wie Unternehmensberater, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, Banken und Sparkassen. (Siehe auch Inputkasten 6)

Auktionsverfahren
Mittler, beispielsweise Investmentbanken, organisieren Auktionen von Beteiligungsobjekten.

Phase 2: Projektprüfung – Due Diligence

Bereits ein einziges schlecht laufendes Beteiligungsprojekt kann die Gesamtrendite eines Fonds erheblich schmälern. Daher werden beteiligungswürdige Projekte intensiv geprüft – ein kostspieliger Vorgang. Je nachdem, wie viel Information zu Anfang vorliegt, können von der Kontaktaufnahme bis zum Vertragsabschluss mehrere Wochen bis Monate vergehen.

Grobanalyse

In der Grobanalysephase wird geprüft, ob ein Beteiligungsprojekt grundsätzlich ins Portfolio des Fonds passt. Wird auch nur ein einziges Kern-Kriterium der KBG nicht erfüllt, so werden Projekte häufig schon in dieser Phase abgelehnt.

Typische Auswahlkriterien von Projekten während der Grobanalyse sind:

- Branche
- Region/Land
- Phase der Unternehmensentwicklung (zum Beispiel Spezialisierung des Fonds auf Start-up- oder Expansionsinvestments, MBO)
- Beteiligungsvolumen
- Unternehmensgröße (Umsatz)
- Minder- oder Mehrheitsbeteiligung
- Beteiligungsart (direkte/stille Beteiligung)
- Renditeerwartung
- Strategisches Potenzial

Detailanalyse (Due Diligence)

Im Rahmen der Detailanalyse untersuchen häufig externe Beratungs- und Prüfungsspezialisten unterschiedlichste Segmente des Unternehmens. Einige Unternehmensberatungen haben sich inzwischen auf diese Aufgabe spezialisiert.

- Management – Die Qualität des Managements ist schwer zu messen – zugleich aber eines der wichtigsten Auswahlkriterien
- Markt – Chancen im Wettbewerbs- und Marktumfeld
- Finanzsituation – Jahresabschlüsse, Geschäftsplanzahlen
- Technik – Realistische Marktchancen innovativer Technologien und Produkte
- Recht – Unternehmensverträge, Patente, mögliche Haftungs-, Gewährleistungsansprüche
- Steuern – Möglichkeiten zur steuerlichen Optimierung
- Versicherung – Versicherungstechnische Risiken
- Umwelt – Eventuelle Altlasten

Grobanalyse	Eingegangene Projektanfragen	**100%**
	Projekte, die innerhalb von zwei Wochen abgelehnt werden	**60%**
	Projekte, die nach telefonischen Erkundigungen abgelehnt werden	**25%**
Detailanalyse	Projekte, die im Detail analysiert werden	**15%**
	Projekte, die im Laufe dieser Phase abgelehnt werden	**7%**
Beteiligungsverhandlungen	Projekte, bei denen ernste Beteiligungsverhandlungen geführt werden	**8%**
	Projekte, bei denen ein Angebot formuliert wird	**4%**
Vertragsabschluss	Projekte, in die letztlich investiert wird	**1-3%**

Abb. 24: Selektionsrate im Entscheidungsprozess. Im Laufe der aufwändigen Prüfungen werden Schritt für Schritt Projekte aussortiert, die bei genauerer Betrachtung nicht ins Portfolio des Fonds passen.
Quelle: IFD, eigene Zusammenstellung

Business-Plan

Ein fundierter Business-Plan ist Grundlage für die Analyse des Potenzials eines Beteiligungsunternehmens. Ein Business-Plan gibt zu folgenden Punkten Auskunft:

- Unternehmensstruktur und Prozesse (interne Abläufe, Informationssysteme, Controlling)
- Alleinstellungsmerkmal (USP) des Unternehmens
- Produkte und verwendete Technologie
- Unternehmer-Persönlichkeit und Management-Team
- Marktumfeld und Wettbewerbssituation
- Wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens bis dato
- Strategie

Ein Business-Plan sollte einen Anhang mit relevanten Zahlenwerken enthalten: die Gewinn- und Verlustrechnungen, Bilanzen sowie Cash-Flow-Übersichten für mindestens drei abgeschlossene Wirtschaftsjahre sowie für die nächsten drei bis fünf Jahre. Die Planzahlen des Business Planes sind die Basis für die Einstiegsbewertung der KBG. Die Beteiligungsmanager prüfen daher die zu Grunde liegenden Annahmen eingehend auf ihre Plausibilität.

Executive Summary	• Zusammenfassung der wichtigsten Argumente und Finanzdaten
Ist-Daten	• Unternehmensgegenstand • Rechtsform, Standort • Produkt- und Leistungsangebot - USP • Schlüsselpersonal, Lebensläufe • Finanzdaten (z.B. Bilanzen und Gewinn- und Verlustrechnungen)
Plan-Daten	• Unternehmensphilosophie • Marketing- und Vertriebsplanung incl. Wettbewerbsanalyse - Produktgestaltung - Kommunikationspolitik - Preispolitik - Distributionspolitik • Finanzierungsplanung - Investitionsplan, Kapitalbedarfsplan - Finanzierungsplan - Liquiditätsplan - Planbilanzen und Planerfolgsrechnungen

Abb. 25: Typische Inhalte eines Business-Plans
Quelle: IFD, eigene Zusammenstellung

Phase 3: Beteiligungsverhandlung

Unterschiedliche Auffassungen über den Unternehmenswert zwischen Käufer und Verkäufer sind die Regel. Nicht selten stellen KBGs die Qualität der bereitgestellten Informationen in Frage oder bemängeln nicht hinreichend unterlegte Management-Case-Planungen. In diesem Zusammenhang kommt es häufig zu unterschiedlichen Bewertungen von Risiken und Chancen. Bestimmte Vereinbarungen können helfen, unterschiedliche Interessen und Sichtweisen während der Beteiligungsverhandlung auszugleichen. Insbesondere die Erkenntnisse aus der Due Diligence können hier Berücksichtigung finden:

- Mitsprache- und Kontrollmöglichkeiten in der Unternehmensführung für den Investor
- Performanceabhängige Anteilskorrektur
- Stufenweise Mittelbereitstellung nach Erreichung fest vereinbarter Ziele
- Kombination von Direktbeteiligung und Mezzanine-Kapital
- Finanzielles Engagement des Managements
- Kontrolle und Einflussnahme auf die geschäftliche Entwicklung
- Regelmäßige Berichterstattung zur geschäftlichen Entwicklung des Beteiligungsunternehmens (Monitoring), um Fehlentwicklungen frühzeitig zu erkennen.
- Präsenz der KBG in den Beiratsgremien des Beteiligungsunternehmens, um auf strategische Entwicklungen Einfluss nehmen zu können und zeitnah über wichtige geschäftspolitische Entscheidungen informiert zu werden.

Phase 4: Beteiligungsbetreuung – Monitoring

Nur wenige KBGs lassen ihre Portfolio-Unternehmen ganz alleine wirtschaften. Die Mehrzahl interessiert sich sehr genau für die weitere Geschäftsentwicklung – und will in vielen Fällen auch Einfluss auf strategische Entscheidungen nehmen. Diese „Hands-on"-Betreuung kann unterschiedliche Formen annehmen: Oft unterstützt die KBG das gesamte Spektrum unternehmerischer Tätigkeit, leistet nach Möglichkeit auch Know-how-Transfer in den Bereichen Strategie/Planung, Finanzierung, Marketing, Vertrieb, Personalvermittlung und Personalentwicklung.

Phase 5: Beteiligungsveräußerung – Exit

Wenn das Portfoliounternehmen zwischen Kauf und Veräußerung deutliche Wertzuwächse verzeichnet, kann eine KBG ihre eigenen hohen Renditeziele erreichen. Die Art und Weise, wie eine Beteiligung veräußert wird, kann dabei entscheidenden Einfluss auf den Erlös haben. Mögliche Exitvarianten:

- Going public (Börsengang) – Platzierung einer Beteiligung am institutionellen Kapitalmarkt. Die KBG hat im Zuge eines Börsengangs die Möglichkeit, ihre Beteiligung ganz oder schrittweise, in kleinen Tranchen, zu verkaufen.
- Trade sale – Verkauf einer Beteiligung an einen Wettbewerber oder an ein Großunternehmen, für welches die Beteiligung einen strategischen Wert hat.
- Buy back – „Rückkauf" durch die Altgesellschafter, die womöglich über die Laufzeit der Beteiligung hinweg als Mitgesellschafter im Unternehmen verblieben waren.
- Secondary purchase – Verkauf der Beteiligung an eine andere KBG.

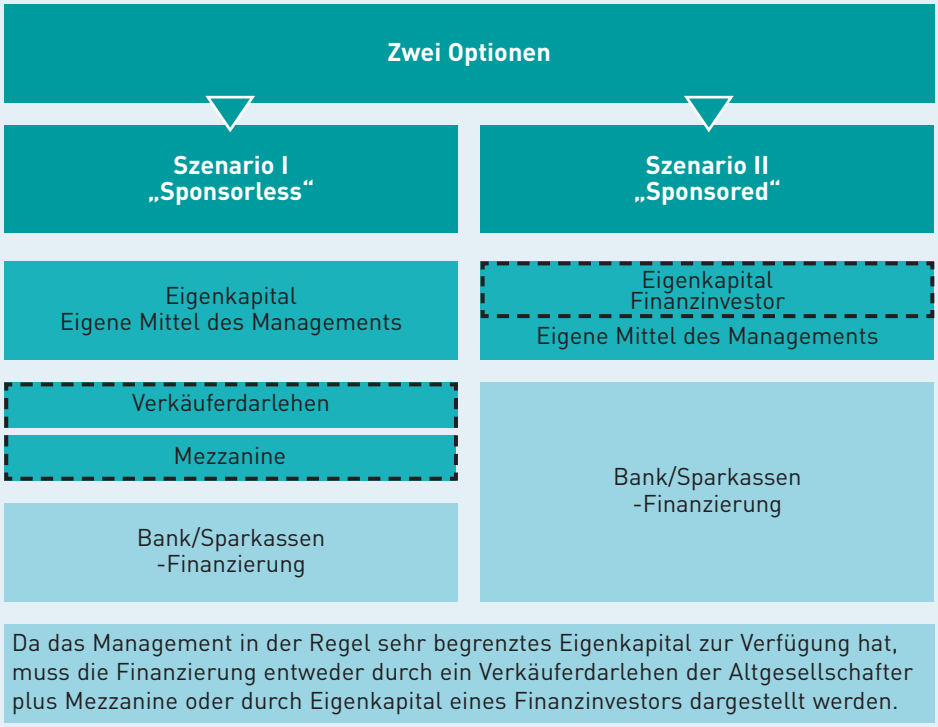
Inputkasten 5: Beispielhafte Finanzierungsstruktur im Falle eines Management Buy-outs

Das bisherige Management eines Unternehmens gilt in vielen Fällen als Wunschkandidat für einen Verkauf. Es kennt das Geschäft und ist in der Lage, es kontinuierlich weiterzuführen. Vielfach fehlt ihm jedoch das Kapital.

Prinzipiell bieten sich in dieser Situation zwei Lösungsvarianten:

„Ohne Sponsor“ – ohne Zuführung von Eigenkapital durch einen externen Investor (Realisierung durch Mezzaninekapital)

„Mit Sponsor“ – Realisierung durch Eigenkapital und Mezzanine, beides von einem Finanzinvestor



- Szenario I bietet die Möglichkeit, die Alteigentümer über ein Verkäuferdarlehen am künftigen Unternehmenserfolg partizipieren zu lassen.
- Im Szenario II wird ein Großteil des Eigenkapitals von einem Finanzinvestor aufgebracht.
- Für die Höhe der Fremdfinanzierung sind die Profitabilität sowie die Eigenkapitalausstattung des Unternehmens ausschlaggebend
- Bereits bestehende Verschuldung wird in die Gesamtfinanzierung mit einbezogen

Abb. 26: Finanzierungsstruktur im Falle eines MBO
Quelle: IFD

Szenario 1: „Sponsorless“

Annahme:

- EBITDA € 19,5 Mio. (ind. Debt Capacity des Targets: 4,5-facher EBITDA = rd. € 88 Mio.)
- EBIT € 11,5 Mio. (Kaufpreis z.B. rd. 7-facher EBIT)

Mittelverwendung	Mio. EUR	Mittelherkunft	Mio. EUR	Leverage x EBITDA
Kaufpreis	80	Senior Debt	67	3.3x
Existierende Verschuldung netto	40	Mezzaninekapital, extern	20	1.0x
Transaktionskosten	–	**Verkäuferdarlehen**	**28**	
		Eigenkapital Management	5	
	120		120	

Fazit:
Bei einer „Sponsorless“ Transaktion belässt der Verkäufer ein nachrangiges Darlehen gegen laufende Verzinsung im Unternehmen, welches das (geringe) Eigenkapital des Managements ergänzt

Abb. 27: Verkauf des Unternehmens an das Management ohne Beteiligung eines Finanzinvestors
Quelle: IFD

Szenario 2: „Sponsored“

Annahme:

- EBITDA € 19,5 Mio. (ind. Debt Capacity des Targets: 4,5-facher EBITDA = rd. € 88 Mio.)
- EBIT € 11,5 Mio. (Kaufpreis z.B. rd. 7-facher EBIT)

Mittelverwendung	Mio. EUR	Mittelherkunft	Mio. EUR	Leverage x EBITDA
Kaufpreis	80	Senior Debt	67	3.3x
Existierende Verschuldung netto	40	Mezzaninekapital, extern	20	1.0x
Transaktionskosten	–	**Finanzinvestor**	**28**	
		Eigenkapital Management	5	
	120		120	

Fazit:
Bei einer „Sponsored“ Transaktion wird das benötigte Eigenkapital durch einen PE-Investor bereitgestellt

Abb. 28: Verkauf des Unternehmens an das Management und einen Finanzinvestors
Anm.: * Ohne Berücksichtigung von Working Capital-Bedarf
Quelle: IFD

VI. Wie finde ich den richtigen Private Equity Investor für mein Unternehmen?

PE-Beteiligungen sind Ehen auf Zeit. Unternehmen müssen ihre Attraktivität für KBGs genau hinterfragen, bevor sie an mögliche Investoren herantreten.

Checkliste: Ist mein Unternehmen grundsätzlich für Beteiligungskapital geeignet?

Wer Finanzinvestoren anspricht, sollte sich im ersten Schritt vor allem selbst richtig einschätzen können. KBGs haben ihre eigenen Muster, entsprechend derer sie Beteiligungsmöglichkeiten bewerten. Wer diese Perspektive nachvollzieht, kann sich angemessen präsentieren. Die „BCG-Matrix“ (nach dem Beratungsunternehmen Boston Consulting Group benannt) beispielsweise ist ein beliebtes Werkzeug, das auch bei der Selbsteinschätzung helfen kann:

- Ist mein Unternehmen eine „Cash Cow“? Das heißt, erziele ich konstant hohe Renditen bei stabiler Marktposition und geringem Marktwachstum? – In diesem Falle ist das Unternehmen für einen klassischen Finanzinvestor grundsätzlich hochinteressant: Starke Cash Flows erlauben es, den Kaufpreis durch entsprechend hohe Kredite zu finanzieren. Der klassische LBO wird möglich (siehe auch Inputkasten 4)
- Wächst mein Unternehmen stark und wirft es zugleich hohe Erträge ab (ein „Star“ nach der BCG-Matrix)? – Auch in diesem Fall ist es ein ideales Ziel für klassisches Beteiligungskapital – sei es in Form einer Komplettübernahme oder für Expansionskapital.
- Wächst mein Unternehmen stark, wirft jedoch (noch) schwache Erträge ab? – In solchen Fällen dürfte die Suche nach einem geeigneten Investor deutlich schwieriger werden: Klassische Leverage-Modelle mit hoher Fremdfinanzierung lassen sich in der Regel nur bedingt umsetzen; somit ist Expansionskapital hierfür besonders geeignet.
- Ist mein Unternehmen weder stark wachsend, noch ertragsstark? – In solchen Fällen dürfte die Investorensuche sehr schwierig werden, da als Käufer nur absolute Spezialisten in Frage kommen – beispielsweise intime Kenner der Branche, die etwa Chancen in zukunftsträchtigen Nischen erkennen.

Finanzinvestoren achten bei der Auswahl ihrer Beteiligungen insbesondere auf diese generellen Kriterien:

Unternehmenszustand: Ein optimaler Kandidat für eine „typische“ PE-Finanzierung verfügt über ein nachhaltiges Geschäftsmodell (Alleinstellungsmerkmal/USP, Strategie), welches der PE-Investor weiter optimieren kann.

Mindestgröße: Auf Grund der mit der Prüfung und dem Investitionsprozess verbundenen Fixkosten sowie der durch die Fondsgröße vorgegebenen Mindestinvestments (siehe auch Kapitel V) konzentrieren sich PE-Investoren meist auf Unternehmen mit Umsätzen ab zweistelliger Millionenhöhe.

Branche: Gewisse Branchen stehen bei Finanzinvestoren eher in der Gunst als andere. Diese können sich jedoch, etwa durch Markttrends beeinflusst, im Laufe der Zeit ändern.

Organisation: PE-Investoren legen Wert auf aussagekräftige und hinreichend detaillierte Informations- und Steuerungssysteme in Zielunternehmen, sowie auf ein kompetentes Management-Team.

Zusätzliche wichtige Elemente für den positiven Verlauf einer Private Equity-Finanzierung sind eine für die individuelle Transaktion geeignete Eigentümer- und Fremdkapitalgeber-Struktur, sowie die Berücksichtigung des Branchenzyklus und der Konjunktur.

Wie viel Zeit der Analyse- und Prüfungsprozess in Anspruch nimmt, hängt neben der Finanzierungssituation im Einzelfall auch entscheidend von den Vorarbeiten des Unternehmens ab und von seiner Fähigkeit, die notwendigen Informationen gut aufbereitet zur Verfügung zu stellen.

Alternativen zu Beteiligungskapital: Welche Optionen habe ich, falls ich kein Beteiligungskapital finde?

Viele mittelständische, insbesondere gründergeführte Unternehmen, wollen eine Verminderung ihrer unabhängigen Entscheidungsmöglichkeiten im Zusammenhang mit der Eigenkapitalbeteiligung externer Finanzinvestoren nicht in Kauf nehmen. In einen solchen Falle muss Kapital aus dem Privatvermögen in das Unternehmen eingebracht werden.

Es gibt jedoch auch alternative Finanzierungsinstrumente, die einen ähnlichen Liquiditätseffekt wie Eigenkapital bewirken und damit Wachstum ermöglichen. An oberster Stelle steht Mezzanine-Kapital in seinen verschiedenen Ausprägungen (vielfach in Form von Nachrangdarlehen, stillen Beteiligungen und Genussscheinkapital). Ausführlichere Informationen zu Mezzanine-Kapital finden Sie zum Beispiel auf der IFD-Hompage (www.finanzstandort.de).

Wie muss ich mich gegenüber Beteiligungskapitalgebern präsentieren?

Beteiligungskapitalgeber erhalten oft hunderte von Anfragen jedes Jahr und sind gezwungen, diese mit überschaubarem Aufwand zu bearbeiten. Es haben sich deshalb im Laufe der letzten Jahre Prozess-Standards herausgebildet (Siehe Kapitel V).

Für ein bestimmtes Unternehmen kommt meist nur eine begrenzte Zahl von Finanzinvestoren in Frage. Daher lassen sich die Erfolgschancen nur durch sehr gründliche Vorbereitung maximieren. Professionelle Unterstützung – etwa durch Finanzinstitute – wurde von vielen Unternehmen, die letztlich Beteiligungskapital erhielten, als Erfolgsfaktor genannt. Spezialisierte Dienstleistungsunternehmen sind bei der Kontaktaufnahme mit potenziellen Investoren überdurchschnittlich erfolgreich, da sie in der Regel größere Marktkenntnis und die nötige Erfahrung in der Ansprache von KBGs besitzen (siehe Inputkasten 6).

Wie identifiziere ich den geeigneten Investor für mein Unternehmen?

Im Falle des Komplettverkaufs eines Unternehmens wird im Prinzip die Höhe des realisierbaren Verkaufspreises den Ausschlag geben. Doch auch qualitative Kriterien können die Verkaufsentscheidung beeinflussen: zum Beispiel die Sicherung von Standorten oder der Verbleib des aktuellen Managements.

Wird ein Finanzinvestor für eine Expansionsfinanzierung in den Kreis der Gesellschafter aufgenommen, sollte den qualitativen Kriterien besonderes Gewicht zukommen. Folgende Fragen sollten geklärt werden:

- Soll das Unternehmen langfristig in neue Hände übergehen?
- Gibt der Investor in einer Konsolidierungs- oder Wachstumsphase lediglich eine Kapitalspritze oder kann er als „aktiver“ Partner neben Geld auch Branchenerfahrung und seine Netzwerke einbringen (Sparringspartner)?
- Wie wird sich der Investor von der Beteiligung trennen? Steht er auf Grund der Laufzeit des Fonds unter Druck, etwa nach fünf Jahren in jedem Fall zu verkaufen?
- Stimmt die Chemie? Die Vergabe von PE-Kapital schafft in den meisten Fällen mehrjährige Beziehungen – über diesen relativ langen Zeitraum wird wohl kaum alles planmäßig verlaufen. Wichtig ist daher, dass beide Parteien, wenn es zu Problemen kommt, sich wohl damit fühlen, auf gleicher Augenhöhe vertrauensvoll zu kommunizieren.

Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligung: Was reizt Investoren?

Das klassische PE-Modell angelsächsischer Prägung zielt auf Control Equity ab. Üblicherweise hält der Finanzinvestor zusammen mit dem Management nach der Transaktion 100% der Geschäftsanteile. Minderheitsbeteiligungen sind in Phasen sehr starken Wachstums oder als Vorstufe zu einem geplanten Börsengang (Bridge Finanzierung) durchaus üblich. Oft sind mit der Beteiligung auch hier starke Kontroll- und Einsichtsrechte für den Minderheitsgesellschafter verbunden. Zudem werden meist klare Ausstiegsregeln vereinbart.

Verhandlungsführung gegenüber dem Finanzinvestor

Die Kauf- und Verkaufsverhandlung gehört zum täglichen Geschäft von Finanzinvestoren – für das kapitalsuchende Unternehmen ist es häufig die erste und einzige Verhandlung dieser Art. Wichtig ist es daher, über die Hausbank frühzeitig den Kontakt zu professionellen und erfahrenen Dienstleistern zu knüpfen.

Inputkasten 6: Die Rolle der Intermediäre im Beteiligungsprozess

Der Markt für PE-Unternehmensbeteiligungen im Mittelstand ist noch wenig transparent. Daher finden Angebot und Nachfrage häufig nicht zueinander. Spezialisierte Dienstleister – Intermediäre – helfen dabei, Investoren und kapitalbedürftige Unternehmen zusammenzubringen.

Die Bedeutung von Intermediären für Mittelstandsunternehmen

Die Rolle von Intermediären ist auch deshalb so wichtig, da nur wenige mittelständische Unternehmen über tiefere Kenntnisse in strukturierter Unternehmensfinanzierung verfügen. Die Chancen, die in der Zusammenarbeit mit Finanzinvestoren liegen, sind dem breiten Mittelstand daher in der Regel kaum bekannt. Auch langjährige Vertraute von Mittelstandsunternehmern, etwa Wirtschaftsprüfer oder Rechtsanwälte, können auf Grund der Komplexität zeitgemäßer PE-Transaktionen überfordert sein. In den letzten Jahren hat sich jedoch eine Fülle von teils hochspezialisierten Finanzierungsberatern im Markt etabliert. Die Prozesse rund um den Kauf und Verkauf von Unternehmen oder die Einwerbung von Kapital werden immer professioneller. Intermediäre, die im Kontext des Mittelstands helfen können, profitablere Finanzierungsstrukturen zu finden, sind typischerweise:

- Berater von Banken und Sparkassen
- M&A-Berater
- Steuerberater/Wirtschaftsprüfer
- Rechtsanwälte
- Unternehmensberater oder spezialisierte „Corporate Finance Boutiquen“

Die Bedeutung von Intermediären für Finanzinvestoren

Im Segment kleiner und mittlerer Transaktionen ist es nach wie vor gang und gäbe, dass Unternehmen KBGs direkt ansprechen. Doch je größer das Volumen einer Transaktion – das lehrt die Erfahrung –, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass Intermediäre mitgewirkt haben. Nach einer aktuellen empirischen Analyse unter deutschen KBGs hatten diese von 31% ihrer Projekte ursprünglich über Mittler erfahren.

Kontakte aus dem Netzwerk der KBGs, machen gut 30% des Dealflow – der Gesamtsumme an Transaktionen – aus. Viele Fonds halten den pro-aktiven Ansatz, also die eigenständige Suche und Akquise von Projekten, für besonders wirksam. Diese direkte Generierung von Deals ermöglicht den Fonds frühen Zugang zu den Eigentümern und zu interessanten Projekten, die noch nicht, etwa durch eine Auktion, auf den Radar rivalisierender KBGs gerückt sind.

Wettbewerb um Beteiligungsziele

Der Wettbewerb um lohnende Übernahme-Ziele hat mit der Zahl der PE-Fonds zugenommen: Daher sind KBGs stetig auf der Suche nach neuen Dealflow-Quellen. So dürfte die Bedeutung von Intermediären in den kommenden Jahren weiter zunehmen.

Da Intermediäre aktuell hauptsächlich aus dem Umfeld der Verkäufer kommen – Rechtsanwälte, Steuerberater oder andere Vertraute –, sind formale Auktionen im Mid-market viel weniger geläufig als im Markt für Großtransaktionen.

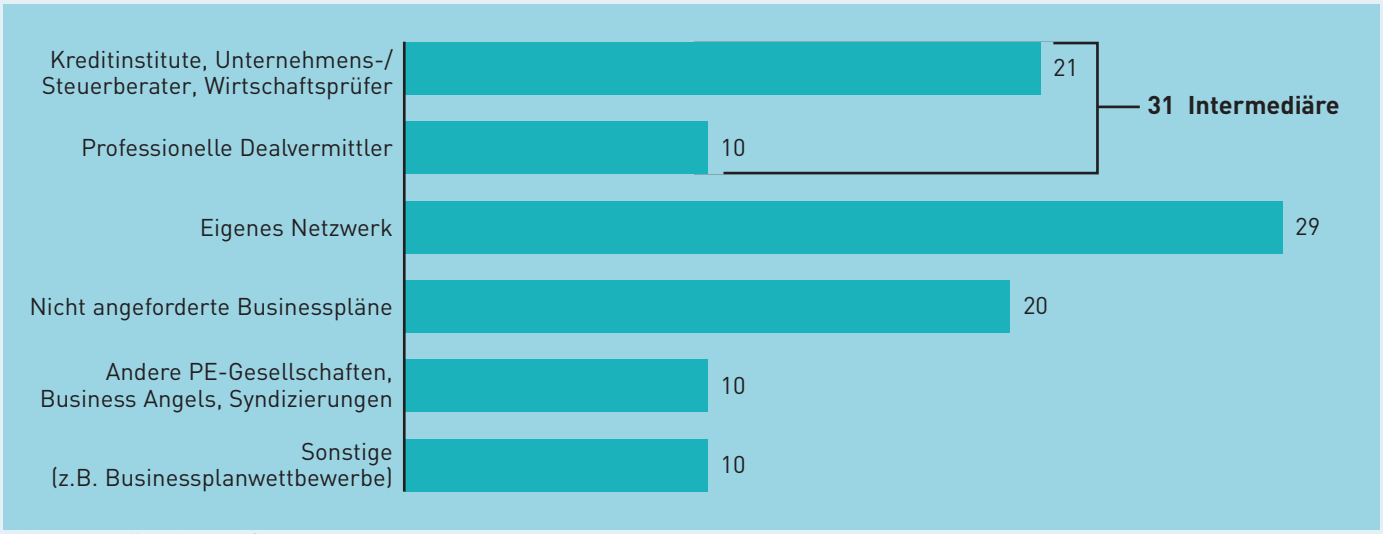


Abb. 29: Quellen des Dealflows (in %)
Quelle: KfW / TU München: Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner, Nick Ehrhart und Dr. Volker Zimmermann (2006): Beteiligungsfinanzierung nach der Marktkonsolidierung. Anhaltende Defizite in der Frühphase.

Glossar für in dieser Broschüre häufig verwendete Abkürzungen

Buy-out	Unternehmensübernahme durch Eigenkapitalinvestoren und Management
Break-even-point	Gewinnschwelle: gibt die Umsatzmenge an, bei der die Erlöse gerade die fixen und variablen Kosten decken, d. h. eine Firma weder mit Gewinn noch Verlust arbeitet
Dealflow	Investmentmöglichkeiten, die einer KBG angetragen werden
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization: Ordentliches Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern und Abschreibungen, einschließlich Abschreibungen auf Firmenwert
EBO	Employee Buy-out – Mitarbeiter Buy-out
Early stage financing	Finanzierung der Frühphasenentwicklung eines Unternehmens, beginnend von der Finanzierung der Konzeption bis zum Start der Produktion und Vermarktung (Seed und Start up)
Expansion finance	Wachstums- und Expansionsfinanzierung: Das betreffende Unternehmen hat den Break-even-point erreicht oder erwirtschaftet Gewinne; die Geldmittel werden zur Finanzierung von zusätzlichen Produktionskapazitäten, zur Produktdiversifikation oder Marktausweitung und/oder für weiteres Betriebskapital verwendet
IRR	Internal rate of return: interner Zinsfuß. Finanzmathematische Methode zur Berechnung der Rendite eines Investments
KBG	Kapitalbeteiligungsgesellschaft
Later stage financing	Spätphasenfinanzierung: Finanzierung von Expansionen, Übernahmen, Überbrückungen etc. bei kleinen und mittelständischen Unternehmen
LBO	Leveraged Buy-out – Überwiegend fremdkapitalfinanzierter Unternehmenskauf
M&A	Mergers and acquisitions – Kauf und Verkauf von Unternehmen
MBI	Management Buy-in – Übernahme eines Unternehmens durch ein externes Management mit der (finanziellen) Unterstützung von Eigenkapitalinvestoren
MBO	Management Buy-out: Übernahme eines Unternehmens durch das vorhandene Management, in der Regel mit Hilfe von Eigenkapitalinvestoren
Mezzanine	Finanzierungsmittel, die die Finanzierungslücke zwischen Fremd- und Eigenkapital in der Kapitalstruktur insbesondere bei MBO/MBI füllen (in Deutschland gebräuchliche Formen z.B,: Sellers notes, Gesellschafterdarlehen, Vorzugsaktien, Genussscheine, Stille Beteiligung)
Sellers note	Kaufpreisstundung: Stehengelassene Kaufpreisforderung seitens der Verkäufer, quasi ein Verkäuferdarlehen (ggf. mit Bindung an Zielerreichungsgrad)
Subordinated debt	Nachrangiges Darlehen: Ein nachrangiges Darlehen ist im Verhältnis zu anderen Gläubigern mit einem Rangrücktritt versehen. Eine Rangrücktrittserklärung beim Darlehen (Subordination) bewirkt, dass die Ansprüche der Gläubiger im Falle einer Liquidation, einer Insolvenz oder eines Nachlassverfahrens während der Laufzeit des Darlehens hinter den Ansprüchen einiger oder aller anderen Gläubiger zurück treten
USP	unique selling proposition – Alleinstellungsmerkmal
VC	Venture Capital: Erfasst Early stage, Expansion, Later stage – nicht aber Buy-outs und Mezzanine

Quelle: IFD und BVK
Anm.: Auf der Internetseite des BVK (www.bvk-ev.de bzw. www.bvk-ev.de/privateequity.php/cat/31/title/Glossar) steht ein sehr umfangreiches Glossar zur Verfügung.

Danksagung an die Autoren

Für ihren Beitrag zur Broschüre „Private Equity – ein Leitfaden für die erfolgreiche Nutzung von Beteiligungskapital im Mittelstand“ dankt die IFD den Autoren:

Allianz Group / Dresdner Bank
Robert Markus Feldmann (Leitung Arbeitsgruppe)

BayernLB
Andrea Weinand

BayernLB; BVK
Klaus-Michael Höltershinken

Commerzbank
Dr. Armin Schuler (Leitung Arbeitsgruppe)

Commerzbank
Andreas H. Lorenz

Deutscher Sparkassen- und Giroverband
Irmtraud Lux

DZ BANK
Olivier Weddrien

Fleischhauer, Hoyer & Partner
Uwe Fleischhauer

KfW
Nick Ehrhart

Im Zusammenhang mit der Erstellung der Broschüre danken wir insbesondere dem Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity and Venture Capital Association e.V. (BVK) und dem Unternehmen Fleischhauer, Hoyer & Partner für die Bereitstellung von Informationen und Ihre Mitwirkung.

Dr. Armin Schuler

Robert Markus Feldmann

Assoziierte Mitglieder der IFD

Mitglieder der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD)

Allianz / Dresdner Bank Die Beraterbank

Deutsche Bundesbank Eurosystem

bankenverband Bundesverband Deutscher Banken

DZ BANK

Bayern LB

Finanzgruppe Deutscher Sparkassen- und Giroverband

Bundesministerium der Finanzen

GDV

BVR

HypoVereinsbank

Commerzbank

kfw Bankengruppe

DekaBank

Morgan Stanley

Deutsche Bank

Münchener Rück Munich Re Group

Deutsche Börse Group

Postbank

Impressum

Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD)

Website: www.finanzstandort.de
E-Mail: info@finanzstandort.de
Telefon: + 49 (0)69 - 13 88 69 73
Fax: + 49 (0)69 - 13 88 69 74

April 2007

Herausgeber:
Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD)

Gestaltung:
DeussenKoch
Agentur für Kommunikation, München

Nachdruck, auch auszugsweise, nur mit schriftlicher Genehmigung des Herausgebers.

INITIATIVE FINANZSTANDORT DEUTSCHLAND

Website: www.finanzstandort.de
E-Mail: info@finanzstandort.de
Telefon: + 49 (0)69 - 13 88 69 73
Fax: + 49 (0)69 - 13 88 69 74

B0078005