

Private Equity

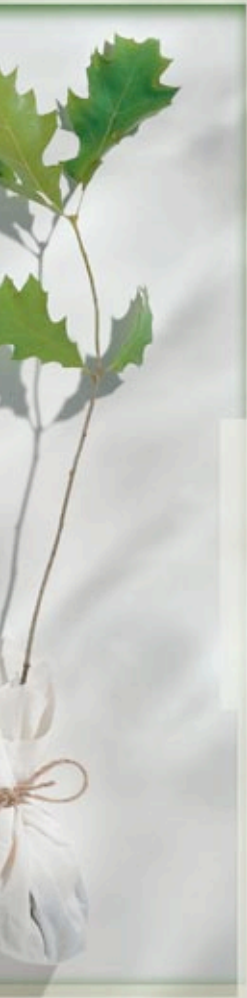
Eine interessante Alternative
für Unternehmen und Anleger

Montag morgen, 9:00 Uhr, Termin mit einem mittelständischen Unternehmer. Bereits vor knapp einer Woche hatten wir seine persönliche Finanzdiagnose in einem gemeinsam Gespräch ausgewertet. Schon zuvor hatten wir uns auch über seine Erfahrungen als Mittelständler und die Entwicklung seines Unternehmens unterhalten. Herr Martin (Name geändert) ist geschäftsführender Gesellschafter einer Kommanditgesellschaft mit einem Jahresumsatz in Höhe von 40 Mio. € und ca. 60 Mitarbeitern. Er führt das Produktionsunternehmen aus dem Bereich der ›Old Economy‹ in zweiter Generation, die Geschäfte laufen – angesichts der aktuellen wirtschaftlichen Lage – zufriedenstellend, auch weil das Unternehmen in der Vergangenheit eine etablierte Marktposition im internationalen Umfeld erreicht und verteidigt hat.

■ Nun steht das Mittelstandsunternehmen durch neue Produkte und innovative Verfahren vor einem weiteren Wachstumsschritt. Doch dieser Schritt muss nicht nur organisatorisch und personell gut vorbereitet werden,

auch die Finanzierung ist sicherzustellen – zu vertretbaren Konditionen und unter Beachtung der Möglichkeiten zur Bereitstellung von Sicherheiten. Herr Martin berichtete mir von seinen Gesprächen mit seiner Hausbank und Vertretern anderer Banken und davon, dass ›Basel II‹ den Umgang zwischen ihm und den Banken nicht erleichtern würde. Das war die betriebliche Sicht unseres Gespräches und die Position von Herrn Martin mit all ihren persönlichen Einstellungen, Erfahrungen und Befürchtungen konnte ich gut nachvollziehen.

■ Gleichzeitig saß mir aber auch der ›private‹ Herr Martin gegenüber. Zusammen mit seiner Frau und den zwei schulpflichtigen Kindern besaß er ein selbstgenutztes Eigenheim, Kapitallebensversicherungen zur Altersvorsorge, Anteile an einem Schiffonds und ein Portfolio aus mehreren Aktientiteln sowie Aktien- und Rentenfonds. Insbesondere seine Engagements in Aktien und Aktienfonds hatten in Anbetracht der Börsenentwicklung in den letzten drei Jahren deutlich gelitten. Wie ein Blick auf die Vermögensbilanz zeigte, hatte er bisher seine Altersvorsorge ins-



MICHAEL DUDDEK Die Bereitstellung von Eigenkapital für mittelständische Unternehmen durch private Investoren stellt für beide Seiten eine sinnvolle Ergänzung ihres Handlungsrahmens dar: Die Realisierung unternehmerischer Ziele setzt eine solide Eigenkapitaldecke voraus, und erst durch eigenkapitalähnliches Beteiligungskapital kommt das Potenzial des Unternehmens voll zur Entfaltung. Der Investor hat die Möglichkeit, mit Private Equity sein Portfolio börsenunabhängig um ein weiteres Anlageprodukt zu erweitern. Erfahrungen aus der Strategischen Finanzplanung unterstreichen die Notwendigkeit, beide Seiten zusammen zu führen.

gesamt sehr stark auf sein Unternehmen ausgerichtet.

■ Heute nun präsentierte ich ihm einen Entwurf für seine neue Finanzstrategie. Dazu gehörte auch ein Private Equity-Fonds. Eine einmalige Investition in einen solchen Fonds kann für die Umsetzung wachstumsorientierter Ziele als Teil der Strategie sehr sinnvoll sein, zumal in solchen Fällen von nicht (börsen-)kursbestimmten Anlagen die Nutzung des sog. Cost average-Effekts naturgemäß entfällt. Die Börsenunabhängigkeit der Anlageform sorgt zudem dafür, dass Kursverluste nicht entstehen können – eine nicht nur für den durch den Crash verunsicherten Anleger wichtige emotionale Angelegenheit.

■ Bei dem Investitionskonzept des Private Equity legen die Anleger ihr Geld zusammen und stellen es unter anderem in Form von stillen Beteiligungen bereits etablierten mittelständischen Unternehmen zur Wachstumsfinanzierung zur Verfügung. Dadurch wird – anders als bei Finanzierungen über Wagniskapital (englisch: Venture Capital) – das mit der Aufbaufinanzierung neuer Unternehmungen oder

mit Sanierungsfällen verbundene Risiko vermieden und das Ausfallrisiko minimiert. Die sorgfältige Auswahl und laufende Überwachung der Beteiligungsunternehmen und damit die Diversifizierung (Streuung) des Beteiligungsportfolios obliegt erfahrenen Experten, so dass die Anleger selbst bei kleineren Zeichnungssummen ein professionelles Management erhalten, wie es sonst nur institutionellen und Großanlegern zur Verfügung steht.

■ Doch wie funktioniert Private Equity (PE) für den Anleger im Detail? Herr Martin beteiligt sich nach den Beratungsgesprächen an einer Fondsgesellschaft in der Rechtsform einer Kommanditgesellschaft als Kommanditist. Dazu erklärt er seinen Beitritt zu der Gesellschaft und leistet seine Kapitaleinlage in Höhe des in der Beitrittserklärung benannten Zeichnungsbetrages. Der PE-Fonds beteiligt sich seinerseits an bereits etablierten mittelständischen Unternehmen, um deren Wachstum zu finanzieren. Der Fonds strebt dabei keinen Einfluss auf die unternehmerische Führung der Beteiligungsunternehmen an und wird sich selbst auch nicht aktiv an deren Geschäftsführung beteiligen.



■ Die Haftung der stillen Beteiligung ist auf die Höhe der Einlage beschränkt. Die stille Beteiligung ist daher an den Gewinnen der Beteiligungsunternehmen, nicht jedoch an etwaigen Verlusten beteiligt. Für die stille Beteiligung erhält der PE-Fonds einen Anteil am Gewinn der Unternehmen, der vor Eingehen der Beteiligung individuell und vertraglich fest vereinbart wird. Die Vereinbarung eines Mindestgewinns ist meist obligatorisch und fließt dem Fonds in Form von meist monatlichen Vorabzahlungen in verabredeter Höhe zu. Nach Ablauf des Geschäftsjahres des jeweiligen Beteiligungsunternehmens erfolgt die Abrechnung des variablen Anteils nach dessen Ergebnis, die Auszahlung des zusätzlichen Gewinnanteils an den Fonds erfolgt dann zum vereinbarten Zeitpunkt. Darüber hinaus wird vor dem Eingehen der stillen Beteiligung gegebenenfalls ein Wertzuwachsungleich vereinbart, der dem Fonds zum Ende der jeweiligen Beteiligung zufließt. Somit partizipiert der Fonds an den Wertsteigerungen der Unternehmen infolge der Wachstumsausrichtung in der Finanzierung.

■ Als Gesellschafter an der Fondsgesellschaft erhält der Anleger – in Abhängigkeit von der Geschäftslage und der Liquiditätssituation – eine monatliche Vorabgewinnausschüttung, die jährlichen Ausschüttungen abzüglich der bereits unterjährig ausgezahlten Vorabauschüttungen sowie die Wertzuwachsungleiche zum Ende seiner Beteiligung. Der Investor partizipiert so unmittelbar an den Gewinnen der stillen Beteiligungen der Fondsgesellschaft und hat dadurch große Renditechancen, die – je nach Ausrichtung des Fonds – gut im zweistelligen Bereich liegen können. Wer in einen Private Equity-Fonds anlegt, partizipiert also

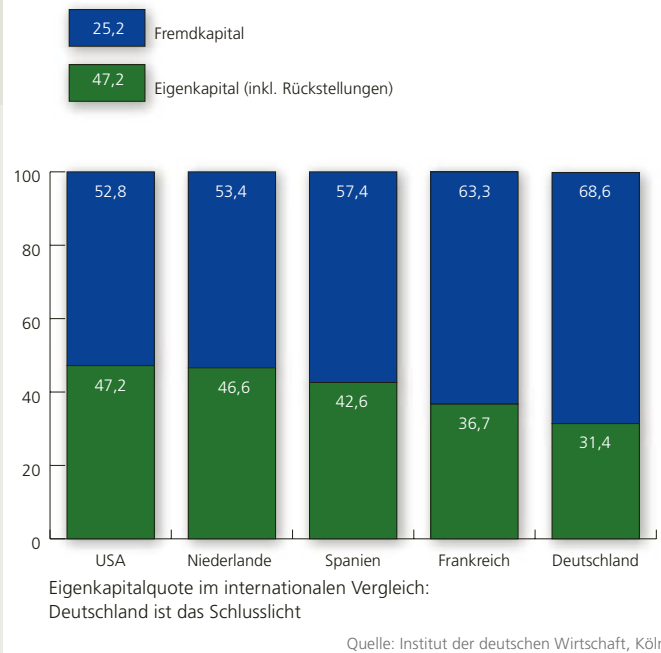
wie ein Unternehmer am Erfolg oder Misserfolg solcher Gesellschaften. Ein Anleger wie Herr Martin sollte daher grundsätzlich nur den Teil seines liquiden Vermögens in Private Equity investieren, mit dem er bewusst ein solches Risiko eingehen und dessen Verlust er bei unerwartet negativer Entwicklung hinnehmen könnte. Über die mittelbare Beteiligung an mehreren Unter-

beratung handelt. Des Weiteren ist darauf hinzuweisen, dass ein Engagement in Private Equity grundsätzlich langfristigen Charakter hat, da eine Kündigung innerhalb der Laufzeit regelmäßig nicht möglich ist. Insofern sollte der Anleger – wie im Strategieentwurf für Herr Martin geschehen – nur den Teil seines Vermögens in einen PE-Fonds investieren, den er in keinem Falle kurzfristig benötigt. Der Aufbau seiner privaten Altersvorsorge, die nun unabhängiger ist von der Entwicklung seines Unternehmens, und der Wunsch nach einer optimierten Gestaltung seines Anlagevermögens, verbunden mit dem Ziel einer höheren Rendite, kann über diese Anlageform jedoch gut realisiert werden.

■ Doch warum ist Private Equity für Herr Martin auch als Unternehmer so interessant? Die Antwort – zumindest in Kürze – schon

vorweg: Weil er mit der Bereitstellung von Beteiligungskapital eine sinnvolle Alternative für seine Expansionsfinanzierung erhält.

Doch dazu im Detail: Herr Martin und seinen Mitarbeitern fehlt es nicht an guten Ideen für neue Produkte, darüber hinaus ist sein Unternehmen dabei, innovative Verfahren einzusetzen. Die Erschließung neuer Märkte bzw. Marktsegmente und die Realisierung zusätzlicher Wachstumspotenziale kennzeichnen die künftige Entwicklung seiner geschäftlichen Aktivitäten. Dabei fehlt es schlicht und einfach am Kapital, um die vorhandenen Konzepte umsetzen zu können. Bisher hatte Herr Martin dazu neben der sog. Innenfinanzierung durch die Thesaurierung (Einbehalt und keine Ausschüttung) der Unternehmensgewinne sehr stark auf die Fremdfinanzierung durch seine



nehmen findet jedoch – wie bei einem klassischen Investmentfonds – die gewünschte Risikostreuung statt. Zur weiteren Risikominimierung ist darüber hinaus i. d. R. vorgesehen, stets an Unternehmen aus verschiedenen Branchen beteiligt zu sein.

■ Der Private Equity-Markt weist darüber hinaus Charakteristiken auf, die ihn deutlich von entwickelten Kapitalmärkten wie öffentlichen Börsen unterscheiden. Aufgrund der fehlenden Börsennotierung und mit ihr einhergehender Publikationspflichten handelt es sich hier um einen hochgradig intransparenten Markt, der eine deutliche Asymmetrie in der Information zwischen Investor und Unternehmen aufweisen kann. Dies gilt insbesondere dann, wenn es sich um eine reine Eigenkapitalinvestition ohne Management-

Bank gesetzt. Die Anforderungen für die – ganz allgemein gesagt – immer noch übliche Darlehensfinanzierung sind jedoch hoch und zum Teil gestiegen.

■ Ohne (zusätzliche) Sicherheiten sind Kredite nicht oder nur zu ungünstigeren Konditionen erhältlich. Allein dieser Sachverhalt stellt für viele Unternehmen ein echtes Investitionshemmnis dar. Und bedingt durch die tatsächlich oder vermeintlich erhöhten Eigenkapitalanforderungen in Folge der verschärften Kreditregeln nach dem Abkommen von ›Basel II‹ wird sich nach allgemeiner Einschätzung diese Situation in Zukunft noch verschärfen. Gerade mittelständische Unternehmen in Deutschland mit ihren im internationalen Vergleich geringen bis unzureichenden Eigenkapitalquoten wird der Zugang zur Darlehensfinanzierung erheblich erschwert werden. Die Finanzierungskosten werden für den deutschen Mittelstand aufgrund der vermeintlich schlechteren Ratings steigen oder die Unternehmen werden ihre Fremdkapitalrahmen nicht ausweiten können. Eine Reihe von Marktbeobachtern schließt sogar nicht aus, dass einige Kreditinstitute ihre Mittelstandfinanzierung deutlich reduzieren werden. Auch dies würde tendenziell zu einer Verknappung des Angebots von Fremdkapitalfazilitäten und abnehmendem Wettbewerb sowie letztlich zu einer Verteuerung der Finanzierung über Fremdkapital führen. Die mittelständischen Unternehmen werden sich daher zunehmend um alternative Finanzierungsinstrumente bemühen müssen.

■ Eine solche Alternative ist die Bereitstellung von Kapital privater Investoren, die bei Nachweis entsprechender (Ertrags-)Chancen bereit sind, einem

Unternehmen Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel zur Verfügung zu stellen: Damit investieren diese Anleger nicht wie Banken in Sicherheiten, sondern in die Chancen des Unternehmens.

Dabei ist die Situation des Unternehmens von Herrn Martin sicherlich eine andere als die von vielen ›jungen‹ Unternehmen. Letztere sind nicht nur hinsichtlich ihrer Insolvenzanfälligkeit anders zu beurteilen, wie ein Blick in die Statistik zeigt: Die Mehrzahl der neu

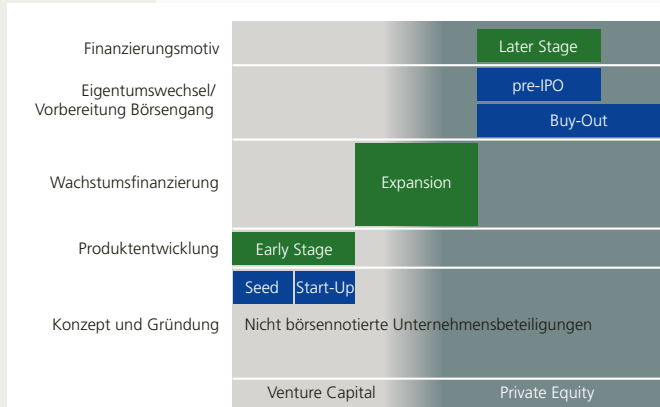
chen Unternehmensgründung, der Produktentwicklung und erster Marketingaufwendungen bereitgestellt. Die geschäftlichen Aktivitäten hier sind in ihrer Zielerreichung durch ein hohes Maß an Unsicherheit geprägt, das Totalverlustrisiko für den Investor ist in diesen Phasen somit sehr hoch. Dieses unternehmerische Risiko nimmt in der nachfolgenden Phase des Early Stage ab: Das Produkt bzw. die Dienstleistung hat bereits eine gewisse Marktakzeptanz erreicht. Der weitere Aufbau der Produktion (Ausweitung der Produktionskapazitäten) und der Distribution (Vertriebsnetz) sowie erhöhte Marketinganstrengungen dienen der Marktdurchdringung und letztendlich der Umsatzsteigerung und dem Erreichen der Gewinnzone als Hauptziel.

tion (Ausweitung der Produktionskapazitäten) und der Distribution (Vertriebsnetz) sowie erhöhte Marketinganstrengungen dienen der Marktdurchdringung und letztendlich der Umsatzsteigerung und dem Erreichen der Gewinnzone als Hauptziel.

■ Nach einer erfolgreichen Markteinführung treten die Unternehmen in die Expansionsphase mit ihren deutlich höheren Umsätzen ein.

Dank des hohen Umsatz- und Ergebniswachstums ist das Unternehmen, das nun Wachstumskapital benötigt, ein interessantes Investitionsobjekt. In Ergänzung dazu – und im Gegensatz zur klassischen Kreditfinanzierung – kann das Unternehmen von der angebotenen Managementunterstützung des Fonds oder eingeschalteter Beratungsunternehmen zusätzlich profitieren. In der anschließenden Reifephase (›Later Stage‹) gilt das Unternehmen – wie das von Herrn Martin – am Markt als etabliert, verfügt über ein stabiles und erfahrenes Team von Führungskräften und Mitarbeitern, das die Rentabilität und die finanzielle Sicherheit langfristig garantiert und hat damit seine Leistungsfähigkeit in seiner Branche unter Beweis gestellt.

■ Neue Produkte und innovative Techniken sind nun Treibsätze für weiteres Wachstum, das finanziert werden muss. In diesem Stadium des Unternehmens



Investitionsphasen nach der Stufe der Unternehmensentwicklung

gegründeten Unternehmen überleben nicht die ersten sieben Jahre. Eine differenzierte Betrachtung ist daher notwendig. Bei der Finanzierung durch private Investoren wird deshalb üblicherweise nach Entwicklungsphasen der Unternehmen unterschieden.

■ Während das ›klassische‹ Risikokapital (Venture Capital) die ersten Aufbauphasen (›Seed‹ und ›Start-up‹) sowie die frühe Wachstumsphase (›Early Stage‹) bis zum Erreichen der Gewinnschwelle (sog. Break-even-point) abdeckt, wird mit Private Equity Kapital für die reifere Wachstumsphase und die Reifephase (›Later Stage‹) des Unternehmens zur Verfügung gestellt.

In der frühesten Phase einer Unternehmung (›Seed‹) wird Kapital zur Entwicklung eines Unternehmenskonzeptes, eines Prototyps und/oder zur Erstellung von Marktanalysen, in der nachfolgenden Start-up-Phase werden Mittel zur Finanzierung der eigentli-

ist Private Equity somit ein sinnvolles Finanzierungsinstrument – und mitunter ein kostengünstiges, denn die fixe Vergütung über die monatliche oder jährliche Ausschüttung kann je nach Vereinbarung unter den Kreditkosten alternativer Darlehensfinanzierungen liegen, die variable Vergütung über den Gewinnbeteiligung und den Wertzuwachs ausgleich sind wirtschaftlich betrachtet die Kosten für die fehlende

Sicherheit, also so etwas wie eine Risikoprämie und eine Ausgleichszahlung für die Stärkung des Eigenkapitals.

■ Zugleich wird mit dem Vorgenannten auch deutlich, dass der Identifikation und letztendlich der Auswahl der sogenannten Zielunternehmen besondere Bedeutung zukommt. Nicht nur die ›Wachstumsstory‹ muss gegeben sein, sondern die Bewertung der potenziellen

Beteiligungsunternehmen ist mit besonderer Sachkunde vorzunehmen: Auf der Basis einer umfangreichen Chancen- und Risikoanalyse, die ein umfassendes Bild der finanziellen Lage des Unternehmens, seiner Ertragskraft, der Positionierung im Markt, seiner rechtlichen Position und eventueller damit verbundener Risiken in der Zukunft sowie über die nicht in Geldwerten zu beziffernden langfristigen Erfolgsfak-

toren wie z. B. Managementpotenzial und Personalentwicklung liefert, kann dann eine Entscheidung der Fondsgesellschaft über die Höhe, die Dauer und die Konditionen jeder einzelnen Beteiligung getroffen werden.

■ Sowohl für das Beteiligungsunternehmen als auch für den privaten Anleger hat das Angebot des Private Equity somit eine Handvoll Vorteile, die es

gegenüber den überschaubaren Risiken abzuwägen gilt. Nach den Jahren der Börseneuphorie insbesondere für kleine und junge Unternehmen und der nachfolgenden Ernüchterung und Desillusionierung, in der viele Träume zerplatzt sind wie eine Seifenblase, stehen Angebote zur Anlage mit einem ausgewogenen Verhältnis von Risiken und Chancen wieder höher im Kurs. Mit Blick über die Grenzen fällt es daher

nicht schwer, dem Gedanken von Private Equity in Deutschland eine gute Zukunft zuzuschreiben. ■