

Fleißige Bienen statt Heuschrecken

Vorspann: Wer glaubt, Private Equity sei für jeden zu haben, der irrt. Die Kapitalgeber haben klare Vorstellungen, unter welchen Konstellationen sie in eine Firma einsteigen. Was Private Equity-Manager wollen - und was nicht. Ein Insiderbericht

Frage: Würden Sie jemandem Ihr Geld geben, der damit nur seinen persönlichen Profit maximiert und nicht in Ihrem Sinne damit arbeitet?

Frage: Würden Sie sich wohl fühlen, wenn Sie in der Minderheit wären und keine sichere Chance hätten, Ihre Interessen durchzusetzen?

Frage: Ist es nachzuvollziehen, dass ein Investment-Manager einen ähnlichen Abwägungsprozess durchmacht wie ein Unternehmer, der seine Firma verkauft, nur spiegelbildlich?

Frage: Spiegelbild?

Aber von vorn. Aus Sicht des Unternehmers gibt es einige nahe liegende Situationen, in denen es sich für ihn anbietet, das Gespräch mit einer Beteiligungsgesellschaft zu suchen: kein Nachfolger für die Unternehmensführung, die Veräußerung einer Sparte, das Ausbezahlen eines Minderheitsgesellschafter, Bedarf an frischem Kapital für Wachstum, und mehr und mehr auch das Auslaufen alternativer Finanzierungsmodelle wie Mezzanine sowie der zunehmende Bedarf an Restrukturierung.

Banken gehen da häufig nicht mehr mit, das zeichnet sich immer stärker ab. Aber auch mit Private Equity ist es nicht ganz so einfach. Um es kurz zu machen: Die Tatsache allein, dass ein Unternehmer sich wie mühsam auch immer dazu durchgerungen hat, eine Beteiligungsgesellschaft ins Boot zu holen, heißt noch lange nicht, dass die daran auch Interesse hat.

Wer erfolgreich mit einem Private Equity Fonds verhandeln will, muss deren Interessenlage und Zielsetzungen, deren Herangehensweise und Arbeitsweise verstehen. Salopp formuliert: wie die Gegenseite tickt oder, etwas eleganter, deren Raison d'être. Und das ist knapp gesagt: Unternehmen zu erwerben, deren Wert gemeinsam mit der Geschäftsführung zu steigern, und den Gewinn dann irgendwann im Rahmen eines Verkaufs - sprich Exit - zu realisieren. Dabei geht es nicht nur um Geld, sondern auch um den guten Ruf vor allem bei den eigenen Investoren aber auch in der Unternehmenswelt. Beides ist nicht bei jeder Konstellation zu erreichen. Private Equity ist deshalb nicht in jedem Fall und nicht für jeden zu haben.

Rückkehr der Langeweile – und des Profits

Noch bis in die neunziger Jahre hinein war Private Equity in Deutschland als „Kapitalbeteiligung“ ein Begriff. Angeboten wurden Eigenkapitalbeteiligungen häufig von spezialisierten Bankentöchtern, die entweder stille Beteiligungen oder Minderheitsbeteiligungen für profitable Mittelständler bereitstellten. Konzerne, damals noch in der Deutschland AG mit Großbanken einträchtig verbandelt, vertrauten auf die Zeichnung von Kapitalerhöhungen oder Umplatzierung und Übernahme von Anteilen durch die Finanzinstitute. Kurz vor der Jahrtausendwende sprach man übergreifend von „Venture Capital“, weil die Bereitstellung von Eigenkapital für Jungunternehmen, die mit Verlust arbeiteten und sich somit nicht für Fremdkapital qualifizieren konnten, ein ausgesprochen gutes Geschäft war.

Nach dem rapiden Werteverlust von Technologieunternehmen und der Rückbesinnung auf das vermeintlich langweiligere Geschäft, profitablen Unternehmen Eigenkapital im Austausch für Gesellschaftsanteile bereitzustellen, setzte sich für diese Art der Eigenkapitalfinanzierung der Begriff „Private Equity“ durch. Der Fokus liegt heute auf dem Kauf von Unternehmen im Rahmen von Buyouts sowie der Bereitstellung von Wachstumskapital für etablierte Unternehmen im Zuge von Kapitalerhöhungen.

Die zunehmende Bedeutung von Private Equity auch in Deutschland lässt sich anhand folgender Zahlen recht gut beschreiben: Jedes Jahr werden laut dem Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften mehrere Milliarden Euro von Kapitalbeteiligungsgesellschaften in Deutschland investiert. Im Jahr 2009 arbeiteten rund 1,2 Millionen Menschen in Unternehmen, die Private Equity finanziert sind und 195 Milliarden Euro Umsatz machten (Quelle: BVK Jahresstatistik 2009). Was in der Öffentlichkeit häufig übersehen wird: Private-Equity-finanzierte Unternehmen wachsen nach verschiedenen Untersuchungen stärker als die nicht private-equity-finanzierten.

Die Branche vergisst nichts

Das Interesse von Private Equity-Fonds ist schnell mit einer sehr spitzen Zielpyramide skizziert: das investierte Kapital soll sich möglichst vervielfachen. Bezieht man die Dimension Zeit mit ein, lautet das Oberziel, eine maximale Rendite auf das von Investoren dem Private Equity Fonds zeitlich befristet zur Verfügung gestellte und abgerufene Kapital zu erreichen. Es steht mithin bisweilen die Abwägung an, ob es nicht sinnvoller ist, ein Unternehmen früher als geplant wieder zu verkaufen, auch wenn man sich eine weitere Wertsteigerung entgehen lässt.

Aber ganz so eindimensional und verkürzt ist die Interessenlage der Investment Manager dann doch nicht. Zumal eine Wertsteigerung nicht einfach so aus dem Nichts kommt, sondern hart erarbeitet werden muss. Dieses Geschäft ist langfristig. Die Fixkosten beim Eingehen einer Beteiligung sind hoch, man denke nur an Prüfungs- und Anwaltskosten, Bank- und Notargebühren. Die Private Equity-Gesellschaft möchte zu dem Wachstum des Unternehmens beitragen: In aller Regel werden Sachanlageinvestitionen forciert, man treibt die Internationalisierung voran oder kauft andere Unternehmen dazu. Das alles sichert Arbeitsplätze – und macht die Beteiligung wertvoller.

Insolvenzen oder sich schlecht entwickelnde Engagements, die man nur mit Verlust und häufig erst zum Ende der Laufzeit eines Fonds veräußern kann, drücken die Rendite und verschlechtern den „Track Record“. Mit anderen Worten: den Leistungsnachweis, auf dessen Basis Investment Manager bei ihren Investoren Geld einwerben, also bei Dachfonds, Versicherungen, Family Offices und Vermögensverwaltern. Ziel ist, mit einem ausgewogenen Portfolio langfristig erfolgreich zu wirtschaften und sich so einen guten Ruf bei Investoren, Wettbewerbern, aber auch Unternehmern, Banken und der interessierten Öffentlichkeit zu erarbeiten.

Diese Branche vergisst nichts, auch wenn man über vieles nicht spricht. Viele der 1.110 Personen die laut der BVK-Statistik aus dem Jahr 2009 in Deutschland Private Equity betreiben, kennen einander. Man bleibt gern in dieser Branche: Die Arbeit ist ungemein abwechslungsreich, häufig spannend, nicht selten stressig und erschöpfend, aber sehr befriedigend. Und die Verdienstmöglichkeiten sind gut. Das Fixgehalt und möglicherweise ein Bonus sind nur eine Komponente der Gesamtkompensation. Wofür man insbesondere arbeitet (neben gesellschaftlicher Anerkennung und insbesondere im Venture Capital-Bereich dem Gefühl, ethisch zu investieren und Jungunternehmen groß zu machen) ist der so genannte „Carried Interest“. Von dem Gewinn, den ein Private Equity Fonds nach Rückzahlung aller Kosten, aller bereits vereinnahmten Gebühren und nach Auszahlung einer Vorzugsverzinsung für die Investoren noch erzielt, verbleibt ein bestimmter Prozentsatz bei den Investment Managern. Wenn der gesamte Fonds gut investiert hat, können so beachtliche Beträge für den Investment-Professional übrig bleiben.

Was ein Investment Manager können muss

Das Erreichen der hochgesteckten Ziele setzt aber voraus, daß der Investment Manager sein Handwerk gut beherrscht. Und das heißt erstens: Er muss über ein eng gewobenes Netz an Kontakten zu M&A-Beratern, Anwälten, Wirtschaftsprüfern, Unternehmensberatern und Unternehmern zu verfügen, die

einem eine Unmenge an Beteiligungsmöglichkeiten und interessanten Unternehmen aufzeigen.

Zweitens muss er in der Lage sein, die interessantesten potentiellen Übernahmekandidaten und Unternehmen effizient auszuwählen, diese immer noch recht große Anzahl gründlich mehrstufig zu filtern, immer mehr auszulesen und am Ende ein paar Erfolg versprechende Projekte mit hinreichend hoher Abschlusswahrscheinlichkeit herauszupicken. Dann muss er, drittens, eine schonungslose, ergebnisoffene Analyse der Zielunternehmen im Rahmen der Due Diligence leisten können. Man darf nicht der Versuchung unterliegen, sich ein Unternehmen schön zu rechnen, nur um endlich einen Abschluss vorweisen zu können.

Viertens sollte er die ausgewogene Strukturierung der Finanzierung im Blick haben, eine Gratwanderung: Das Risiko, dass ein Unternehmen aufgrund eines Konjunkturerinbruchs den Kapitaldienst nicht mehr leisten kann (wie es derzeit leider häufig zu beobachten ist) muss gering gehalten werden und gleichzeitig sollte die rechnerische Rendite auf das investierte Kapital – abhängig von der Ausrichtung des Fonds - mindestens 20 Prozent im Jahr betragen.

Nicht zuletzt braucht er ein Gefühl für Menschen, die richtige Einschätzung der Unternehmerpersönlichkeiten und Manager, mit denen er bei den Portfoliounternehmen zu tun hat. Finanzinvestoren greifen in der Regel nicht in die operative Geschäftsführung ein, sondern verlassen sich darauf, die richtigen Leute als Geschäftsführer in den Portfoliogesellschaften eingestellt zu haben. Entscheidend ist dabei die Fähigkeit, mit diesen Unternehmerpersönlichkeiten ein solches Verhältnis zu entwickeln, dass beide Seiten es als Gewinn ansehen, miteinander zu sprechen und Entscheidungen abzustimmen. Gerade bei Minderheitsbeteiligungen ist diese Form der indirekten Steuerung durch Interessenausgleich eine notwendige, aber kaum erlernbare Kunst.

Und: Es mag keine Fähigkeit sein, aber manchmal ist es trotzdem entscheidend: Das notwendige Glück.

Spezialisten für alle Fälle

Alle Kapitalbeteiligungsgesellschaften haben gemeinsam, dass sie Eigenkapital anbieten. Aber es hat sich eine Spezialisierung herausgebildet, die einher ging mit einer zunehmenden Professionalisierung der gesamten Branche. Es werden unterschiedliche Kompetenzen nachgefragt, je nachdem in welcher Phase der Entwicklung ein Industrie- oder Dienstleistungsunternehmen Kapital benötigt. So

haben sich Segmentierungen gebildet, die den jeweiligen Ansprüchen des Kapital suchenden Unternehmens besser gerecht werden.

Da sind zunächst die Seed Fonds: sie unterstützen Unternehmensgründungen, bei denen die Idee klar entwickelt ist, aber vielleicht noch gar keine Umsatzerlöse generiert werden. Daran schließen Venture Capital-Fonds an. Sie setzen häufig weitgehend abgerundete Management-Teams voraus und erwarten, daß ein Unternehmen hinsichtlich der Organisationsstruktur, der Produktentwicklung und auch des Berichtswesens schon gewisse Standards umgesetzt hat. Die erzielten Umsatzerlöse müssen nicht notwendigerweise bereits kostendeckend sein; gerade im Biotechnologiebereich wird durch die Aufnahme von Venture Capital eine oft mehrjährige Phase bis zum Erreichen der Gewinnschwelle und des Cash-Break-Even geschlossen. Wie auch schon bei den Seed Fonds bringen die bei Venture Capital-Gesellschaften beschäftigten Investment Manager häufig einen hohe Kompetenz für den jeweiligen Sektor mit, weil sie sich ausschließlich mit Software, oder IT oder Medizintechnik oder Biotechnologie oder oder oder befassen.

Wenn Unternehmen mehrere Millionen Euro Umsatz erreichen und operativ nachhaltig profitabel sind, werden sie für Wachstumsfinanzierer interessant. Fragestellungen, die den Unternehmer umtreiben, sind typischerweise solche nach dem Ausbau des Vertriebs, weiterer Internationalisierung, Zukauf eines kleineren Wettbewerbers oder Kapital für Sachanlageinvestitionen. Die Investment Manager bringen hier eher ein funktionales Wissen mit, während sie weniger branchenbezogen arbeiten.

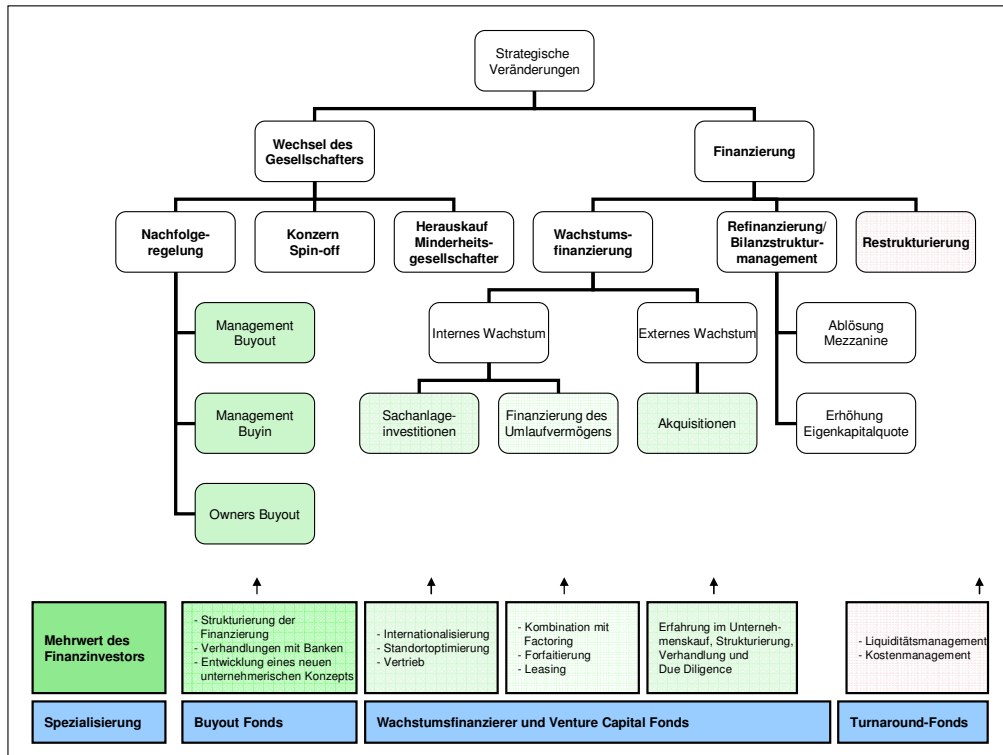
Geht es um den Verkauf von Anteilen, sind Buyout-Fonds die richtigen Ansprechpartner. Sie verfügen über Erfahrungen im Financial Engineering, also der renditeoptimierenden Strukturierung eines Unternehmenskaufes unter Einbeziehung von Fremdkapital. Je größer das Unternehmen, desto mehr spielen hier auch ausländische Gesellschaften, die Milliarden-Fonds verwalten, eine bedeutende Rolle.

Mit dieser Spezialisierung setzen Private Equity-Fonds genau an bestimmten Finanzierungssituationen an, in denen sich Unternehmen befinden und anhand derer im folgenden Abschnitte die Argumente für und wider eine Private Equity-Beteiligung entwickelt werden sollen.

Feindliche Übernahmen gibt es nicht

Da es im Mittelstand grundsätzlich keine feindlichen Übernahmen durch Finanzinvestoren gibt, kommt eine Beteiligung nur dann zustande, wenn es einen konkreten Anlass seitens eines Unternehmens gibt, mit einem Private-Equity-

Investor in Kontakt zu treten. Wenn es also einen bestimmten Punkt in der Entwicklung eines Unternehmens oder bei den Gesellschaftern eines Unternehmens gibt, eine bestimmte Situation, die letztlich auf eine Veränderung von strategischer Bedeutung zurückzuführen ist. Es bieten sich für das Unternehmen abhängig von der Entscheidungssituation verschiedene Alternativen an, die in der folgenden Darstellung grob umrissen sind.



Kein Nachfolger in Sicht. Und jetzt?

Nachfolgeprobleme sind häufig und bereits seit Jahrzehnten Anlass für Familienunternehmen, Private Equity in Anspruch zu nehmen. Wenn es keinen familieninternen Nachfolger gibt, aber eine fähige zweite Führungsebene – warum nicht das Unternehmen an die veräußern, die es gut kennen und über Jahre begleitet haben? Der Verkauf an einen Wettbewerber, der möglicherweise den Firmennamen und die Firmenkultur ändert, der Personal abbaut und in die eigenen Werke verlagert, ist sicherlich keine Alternative, die besser mit den typischen Werten von Familienunternehmen vereinbar wäre.

Verkauft der Inhaber an das eigene Management, spricht man vom „Management Buyout“. Kauft sich ein von außen kommender Manager in die Firma ein, nennt man das „Management Buyin“. Wenn sowohl interne als auch externe Manager die Firma übernehmen, heißt es „BIMBO“. Für den Fall, dass der Inhaber selber noch eine Zeitlang tätig sein will, aber schon mal einen Teil abgeben und

möglicherweise weitere Mitarbeiter in einem ersten Schritt vor dem endgültigen Verkauf beteiligen möchte, hat sich die Bezeichnung „Owners Buyout“ eingeprägt. Für jede dieser Lösungen wird externe Finanzierung benötigt, sei es von Banken, sei es von Finanzinvestoren – meistens von beiden.

Im Gegensatz zur Bank bringen Finanzinvestoren mehr mit als nur Geld: Ihre Stärke liegt auch in der Einführung einer Corporate Governance, einer rationaleren Unternehmensführung, der Implementierung stakeholder-adäquater Berichtsstrukturen, der Einbindung externer Beiräte, die Sachverstand und strategische Impulse mitbringen. Allerdings wird ein Investment Manager, der ein Unternehmen mit Nachfolgeregelungsbedarf prüft, häufig strenge Investitionskriterien anlegen, die im konkreten Fall auch Argumente für den Investor sein können, nicht in die Firma einzusteigen.

Da ist in erster Linie die Frage nach dem Management. Das A und O eines Management Buyouts oder Buyins ist der Unternehmer. Wenn der Private Equity-Mann nicht zu der Überzeugung kommt, dass dieser die gleiche Agenda verfolgt wie der Investor, wird nicht investiert. Wenn der Manager nicht seine fachliche und persönliche Eignung belegen kann, wird das Unternehmen nicht gekauft. So einfach ist das. Finanzinvestoren glauben von sich, vieles einigermaßen gut zu können, einiges sogar sehr gut, aber sie wissen auch: Dass sie von der operativen Unternehmensführung besser die Finger lassen sollten, wenn sie ihr Oberziel (wir erinnern uns: Renditemaximierung) erreichen wollen.

Daher wird ein Unternehmen wie oben geschildert immer gemeinsam gekauft, entweder mit dem „Owner“, oder dem „Manager“. Wenn man dem Alteigentümer 100 Prozent der Firma abkauft mit der Auflage, eine Minderheit oder sogar die Mehrheit an seiner Gesellschaft durch Rückbeteiligung wieder zu erwerben, gilt es, die Motivationslage des Herren (oder der Dame) genau zu kennen. Hört er auf zu arbeiten, sich zu engagieren, weil das frühmorgendliche Studium seiner Kontoauszüge eine ebenso befriedigende wie Lethargie stiftende Wirkung hat?

Im Management Buyout/Buyin steht als Unternehmerpersönlichkeit der Manager im Mittelpunkt, der gemeinsam mit der Private Equity-Gesellschaft das Unternehmen erwirbt. Für ihn ist das Zusammengehen mit Finanzinvestoren oft der einzige Weg, ein Unternehmen zu kaufen und damit von der Angestelltenrolle in die des Unternehmers zu wechseln. Während der „Appetit“ häufig sichtbar vorhanden ist, gilt es seine Kompetenz und seine Teamfähigkeit zu überprüfen, wenn nötig auch unter Hinzuziehung von Personalberatern im Rahmen eines „Management Audits“.

Nächster Punkt: absolute Größe. Die einzelnen Fonds haben unterschiedliche Mindestgrößen für Umsatz und Ergebnis und damit auch für den Umfang ihrer Transaktionen und den Kapitaleinsatz. Als Faustformel für viele auf den Mittelstand ausgerichtete Fonds kann man sagen, daß ein Transaktionsvolumen von 10 Millionen Euro nicht wesentlich unterschritten werden darf, wenn die Relation von Transaktionskosten zu Kaufpreis noch stimmig sein soll. Das setzt in der Regel ein bereinigtes operatives Ergebnis (Ebitda = Earnings before interest, tax, depreciation and amortization) von mindestens 1,5 Millionen Euro voraus. Ebenso wichtig sind die folgenden Aspekte:

Alleinstellungsmerkmale und Wettbewerbsposition. Wenn der Berater des Verkäufers als wesentliche Differenzierungsmerkmale herausstellt, daß das angebotene Unternehmen mit einer hohen Qualität seiner Produkte besticht und über langjährige Kundenbeziehungen verfügt, ist das schön – aber nicht wirklich ein Alleinstellungsmerkmal. Es muss nachvollziehbar erklärt werden können, was dieses Unternehmen anders und besser macht und warum es sich beispielsweise einem sehr starken Preiswettbewerb erfolgreich entziehen kann.

Marktwachstum und –attraktivität. Zwar können Unternehmen auch in schrumpfenden Märkten wachsen und als aktive Konsolidierer ihre Margen erhöhen. Beides ist aber deutlich risikoreicher als in ein Unternehmen zu investieren, das zumindest proportional zum Markt wächst und damit auch nur seinen Marktanteil hält.

Abhängigkeiten. Zu hohe Anteile einzelner Kunden oder Lieferanten am Gesamtumsatz oder Einkaufsvolumen erhöhen das Risiko eines Investments. Auch Abhängigkeiten von einzelnen Personen, die kein Gesellschafter und entsprechend nicht motiviert sind, den Wert der Anteile zu steigern, vermeiden Fonds lieber.

Profitabilität, Wachstum und Cash Flow. Mithilfe einer Modellrechnung, die eine integrierte Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanzplanung und Kapitalflussrechnung umfasst, wird versucht herauszufinden: Ist das Unternehmen in der Lage, über einen 7-Jahreszeitraum mit den dazugehörigen Investitionen und Working Capital-Bedarfen zu wachsen und zugleich den Kapitaldienst zu leisten? Hierbei sollte auch noch eine Rendite für den Finanzinvestor von mindestens 20 Prozent im Jahr erzielbar sein, wenn das Unternehmen etwa nach 5 Jahren verkauft wird.

Bei Wachstumsfinanzierungen, auf die unten noch genauer eingegangen wird, darf der Cash Flow stärker schwanken oder aufgrund der Mittelbindung im Umlaufvermögen infolge des Wachstums oder aufgrund vorzunehmender Investitionen auch schon mal negativ sein. Bei Buyout-Finanzierungen liegt die

Sache anders: Das Ergebnis vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (Ebitda) wie auch der Cash Flow sollte möglichst stabil und idealerweise steigend sein.

Ein Unternehmenskauf wird unter Einbeziehung von Bankfinanzierung durchgeführt. Die Institute sind derzeit bereit, 2,5 bis 3,5 mal Ebitda an Akquisitionsdarlehen herauszulegen; 2007 waren es mehr, teils sogar viel mehr als 5 mal Ebitda. Je höher der Anteil des Fremdkapitals am Transaktionsvolumen, desto höher die Rendite des Eigenkapitals – vorausgesetzt, dass die Kredite regelmäßig bedient werden können. Wir erinnern uns wieder: das Oberziel des Investors. Die Bank wird die Höhe des Fremdkapitals aber an der Höhe des nachhaltigen, belastbaren Ebitdas und Cash Flows festmachen. Denn niemand, weder Bank, noch Unternehmer, noch Investor hat ein Interesse daran, dass das Unternehmen durch eine überambitionierte Finanzierung ausgehöhlt wird.

Wertsteigerungspotentiale. Wie stark sich Private Equity-Investoren einbringen hängt stark von der Ausrichtung des Fonds (vermögensverwaltend, gewerblich) ab. Aber in jedem Fall wird man prüfen, durch welche Maßnahmen ein stärkeres Wachstum nach realistischer Einschätzung erreicht werden kann, so dass des Investment-Managers Lieblings-Rendite von mehr als 20 Prozent jährlich auch im Downside-Case, sprich dem ungünstigsten anzunehmenden Fall, erzielt werden kann.

Konjunkturabhängigkeit. Gerade bei Buyout-Finanzierungen legen Banken wie Investoren Wert auf relativ gut planbare, stabile Cash Flows, damit der Kapaldienst gesichert ist. Siehe oben. Unternehmen aus eher zyklischen, gar prozyklischen Branchen sollten mit einem deutlich höheren Anteil an Eigenkapital gekauft werden, um die in Simulationsrechnungen dargestellten Finanzierungsrisiken klein zu halten. Mehr Eigenkapital bedeutet – schematisch gedacht – niedrigere Rendite bei unverändertem Kaufpreis. Viele Firmenkäufe aus den zyklischen Branchen der Automobilzulieferer, Maschinenbauer oder der Logistik, die in 2005 bis 2008 getätigt wurden, spüren jetzt die negativen Folgen eines zu hohen Leverage. Andererseits werden sehr hohe Renditen erzielt, wenn man im Jahr nach dem konjunkturellen Tiefpunkt - wenn man nur vorher wüsste, wann genau der ist - in gerade diese Branche investiert: Das Ebitda ist dann niedrig, das zur Bewertung herangezogene Vielfache des Ebitda klein.

Exit-Szenario. Ein Verkauf in gut fünf Jahren muss glaubwürdig begründbar sein. Anders als in den bewegten Zeiten zur Jahrtausendwende reicht nicht mehr die Versicherung, in den nächsten Jahren an die Börse gehen zu wollen. Und auch „Secondaries“, also der Weiterverkauf an einen Finanzinvestor, sind nicht mehr so einfach wie in den Jahren 2004 bis 2007, als dass sie ein hinreichend sicherer Weg für einen Ausstieg sein könnten. Börsengang wie Secondary hängen

unmittelbar von den Kapitalmärkten, von der Bereitschaft der Banken zur Kreditvergabe ab. Die Wettbewerbssituation oder das strategische Interesse von Kunden oder Lieferanten muss - durch entsprechende M&A-Aktivitäten belegt - ein wahrscheinliches Interesse an dem Zielunternehmen in einigen Jahren erwarten lassen. Sonst werden Private Equity-Investoren nicht kaufen.

Spin-off, aber richtig

Größere Konzerne oder Unternehmensgruppen arbeiten gerne und regelmäßig mit Finanzinvestoren zusammen. Berührungspunkte gibt es wenige, zwischen Corporate M&A und Private Equity besteht oft laufende Kommunikation. Aus Sicht verkaufender Konzerne spricht vieles für Private Equity, nicht zuletzt: Man gibt den Wettbewerbern keinen Einblick in die eigenen Bücher und macht diese damit stärker.

Zusätzlich zu den bereits aufgeführten Kriterien gibt es bei Spin-offs aus Sicht des Investment-Managers weitere Punkte, die am Ende gegen eine Beteiligung sprechen könnten. Eine der wichtigsten Fragen bei so genannten „Carve outs“ ist, wie sehr die Tochtergesellschaft eingebunden in den Konzern ist. Gibt es ein gemeinsames Rechnungswesen oder Cash Pooling? Sind die Produktionslinien, das Beschaffungswesen oder der Vertrieb ohne weiteres trennbar? Was kostet die stand-alone Lösung? Und wie immer stellt sich auch hier die Frage nach dem Management: Handelt es sich um konzerngeprägte Angestellte oder wirklich um Unternehmerpersönlichkeiten?

Kauf von Minderheitsanteilen, nein danke

Hier sind verschiedene Modelle denkbar: Entweder werden im Rahmen eines Buyouts 100 Prozent des Zielunternehmens verkauft und der Mehrheitsgesellschafter kauft sich anschließend wieder ein. Dann lässt sich auch entsprechend Akquisitionsfinanzierung mit einbeziehen – und die Struktur ist vergleichbar einem Owners Buyout. Oder der Finanzinvestor führt *uno acto* weiteres Eigenkapital dem Unternehmen zu, so dass sich neben der Auszahlung eines ausscheidungswilligen Familienstamms auch weitere Unternehmensziele verwirklichen lassen. Wird nur der Verkauf einer Minderheitsbeteiligung angestrebt, müssen aus Sicht des Private Equity-Gebers schon eine Reihe besonderer Vorteile erkennbar sein:

Leverage. Kommt kein 100-Prozent-Verkauf zustande, ist die Einbeziehung von Akquisitionsfinanzierung aufwendiger zu konstruieren. Der Kaufpreis wird dann in der Regel allein durch das Eigenkapital des Investors dargestellt. Man wird nicht die bestehende Bankfinanzierung ablösen, als Minderheitsgesellschafter sind die

Einflussmöglichkeiten auch an dieser Stelle geringer. Es gilt hier also zu prüfen, wie hoch der operative Leverage ist und inwieweit durch eine regelmäßige Tilgung der Wert des Eigenkapitals steigt.

Wachstum. Fällt die Entschuldung als Werttreiber aus, muss das Unternehmenswachstum besonders stark sein, um das auszugleichen.

Minderheitenschutzrechte. Zum Schutz seines Engagements hat der Finanzinvestor gern annähernd die gleichen Rechte als wenn er die Mehrheit erworben hätte. Er legt Wert darauf, über die Vorgänge im Unternehmen informiert zu werden, er legt Wert auf das Recht mit zu entscheiden und vor allem legt er Wert auf eine klare Beantwortung der Gretchenfrage: „Wie hältst Du es mit dem Exit, lieber Unternehmer?“ Dieser Punkt muss nicht nur zufrieden stellend geklärt, er muss obendrein noch durch eine Mitverkaufsverpflichtung des Unternehmers untermauert sein.

Kaufoptionen: Der Mehrheitsgesellschafter fragt oft nach der Möglichkeit, zu einem bestimmten, vorher festgelegten Bewertungsmechanismus die Anteile des Finanzinvestors zurückzukaufen. Häufig wird auch eine Festverzinsung angeboten, die dem Private Equity Fonds die erwartete Rendite verschafft. Hier scheiden sich die Geister: einige Kapitalbeteiligungsgesellschaften lassen sich auf dieses mittelstandsfreundliche Modell ein, andere möchten keine Beschneidung der Wertsteigerung ihrer Anteile akzeptieren. Auf jeden Fall wird dem Unternehmer aber ein Vorkaufsrecht angeboten.

Wachstum allein reicht nicht

Neben dem Verkauf eines Unternehmens stellt die Kapitalsuche das zweite wesentliche Motiv von Unternehmern dar, sich mit Private Equity zu beschäftigen. Dabei stellen sie fest: Es gibt sehr viel weniger Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die etablierten Unternehmen Wachstumskapital zur Verfügung stellen, als solche, die Firmen ganz im Rahmen eines Buyouts zu kaufen. Warum?

Kein Exit. Viele Mittelständler wollen die Vorteile einer Wachstumsfinanzierung durch einen Investor nutzen, gleichzeitig ihr Unternehmen aber nicht verkaufen, sondern es noch viele Jahre weiterführen und eventuell an einen Nachfolger aus der Familie weitervererben. Private Equity Fonds hingegen möchten nach einer gewissen Zeit ihre Beteiligung verkaufen. Eine Minderheitsbeteiligung aber wird man nur schwer wieder los. Die Kernfrage lautet mithin, ob der Unternehmer bereit ist, seinen Anteil später zusammen mit dem des Finanzinvestors zu verkaufen. Um sicherzustellen, daß eine entsprechende Absicht auch nach Jahren noch gilt, wird üblicherweise eine Mitverkaufsverpflichtung vereinbart: Der Unternehmer

verpflichtet sich, seine Anteile mitzuverkaufen, wenn der Private Equity-Investor verkaufen möchte. Einem Interessenten kann damit dann die Firma als Ganzes angeboten werden, was dem Fonds eine höhere Bewertung seiner Anteile bringt.

Kein Leverage. Auch bei einer Wachstumsfinanzierung hebelt der Investor sein Eigenkapital nicht durch die Aufnahme von Fremdkapital. Eine Wertsteigerung durch die einfache Rückführung der Fremdfinanzierung (der Wert des Eigenkapitals steigt selbst bei unverändertem Wert des Unternehmens, weil weniger für die Tilgung der Finanzverbindlichkeiten abgezogen werden muss) entfällt. Aufgefangen wird das teilweise durch eine Rückführung der operativen Finanzierung; allerdings wird alleine schon durch die mit dem Umsatzwachstum verbundene, zusätzliche Mittelbindung im Umlaufvermögen in der Regel weiteres Fremdkapital benötigt.

Keine Rechte. Wachstumsfinanzierungen sind in aller Regel Minderheitsbeteiligungen und der Unternehmer wird seine unternehmerische Freiheit möglichst wenig beschneiden lassen wollen. Mitentscheidungs- und Vetorechte müssen aber zum Schutz der Beteiligung vereinbart werden. Non-performance-Klauseln für den Fall, dass der Geschäftsplan deutlich und wiederholt verfehlt wird, sollen dem Finanzinvestor die Möglichkeit geben, auch gegen den Willen des Unternehmers „die Notbremse zu ziehen“. Das kann bis zum Austausch der Geschäftsführung, also auch des Unternehmers, gehen. Hier sind gegensätzliche Positionen programmiert.

Keine Zielgruppe. Angesichts der oben bereits durchdeklinierten Investitionskriterien und der in diesem Abschnitt aufgezählten Aspekte ergibt sich, daß es gar nicht so viele Unternehmen und Unternehmer gibt, für die Private Equity und die für Private Equity in Frage kommen. Viele Unternehmen, die händeringend Eigenkapital benötigen, bringen nicht die Wachstumsraten, die wettbewerbliche Positionierung, die Alleinstellungsmerkmale mit, aufgrund derer sie die für eine Wachstumsfinanzierung erforderlichen Wertzuwächse erwarten lassen. Und bei den gut wachsenden Unternehmen, die diesen Kriterien entsprechen, zieht andererseits oft der Unternehmer die Fremdkapitalfinanzierung vor, weil er sich „nicht reinreden“ lassen möchte. Es bleiben die Unternehmer, die erkennen, daß Private Equity nicht nur die Bereitstellung von Kapital beinhaltet, sondern die komplette Ausrichtung des Unternehmens auf Wertsteigerung der Gesellschafteranteile zum Ziel hat. Und von dieser Wertsteigerung profitiert der Unternehmer, wenn der positive Beitrag des Investors größer ist als der negative Beitrag durch die Verwässerung der Anteile.

Keine Returns. Unternehmen, die Wachstumskapital benötigen, haben häufig einen ungenügenden operativen Cash Flow. Argwöhnisch formuliert würden die

meisten Unternehmen immer das „billigere“ Fremdkapital nehmen, wenn sie es denn bekämen. Sie bekommen es aber unter Umständen nicht, weil ihre Ertragskraft noch nicht groß genug ist. Da sie aber wachsen, erwarten die Unternehmer eine Bewertung, die stärker auf die künftige Ertragskraft abstellt. Das Risiko einer zu hohen Einstiegsbewertung ist damit latent gegeben – und damit die Gefahr, beim Exit keine ausreichende Bewertung zu erreichen.

Hohes Risiko. Eng mit der Bewertung verbunden ergeben sich aus dem raschen Wachstum häufig auch größere Risiken. Interne Prozesse sind noch nicht perfektioniert, Systeme noch nicht eingeführt. Akquisitionen können sich als Fehlschlag herausstellen, die „Post-merger-integration“ hat nicht geklappt. Die erwarteten künftigen Cash Flows bleiben aus.

Hoher Aufwand für wenig Kapitaleinsatz. In den Jahren 2005 bis 2007 haben etliche etablierte Private Equity Fonds so viel Kapital eingesammelt, daß es angesichts der Grenzen beim eigenen Personal und bei der zur Verfügung stehenden Zeit (die Investitionsperiode eines Fonds läuft häufig über 5 Jahre) einen gewissen Zwang gibt, sich auf größere Transaktionen zu konzentrieren und signifikante Beträge zu investieren. Wachstumsfinanzierungen verlangen annähernd soviel Prüfungsaufwand wie Unternehmenskäufe und sind von der Steuerung (Minderheitsbeteiligung!) nicht selten anspruchsvoller.

Ein neues Feld: Refinanzierung/ Bilanzstrukturmanagement

Ein Finanzierungs- wie auch Eigenkapitalbedarf kann auch aus der Struktur der Passivseite der Bilanz her erwachsen, ohne daß das Unternehmen aufgrund von Umsatzwachstum einen operativen Finanzierungsbedarf hätte. Aktuell sind hier das in den nächsten Jahren bevorstehende Auslaufen der verschiedenen Mezzanineprogramme wie PREPS, H.E.A.T., ge| mit oder equiNotes zu nennen. Gut 700 Unternehmen haben zwischen 2004 und 2007 insgesamt rd. 4,4 Milliarden Euro an platziertem Mezzanine-Kapital erhalten. Ab 2011 sind diese Mittel zurückzuzahlen. Sollte das angesichts der gesamtwirtschaftlichen Lage nicht aus dem operativen Cash Flow heraus möglich sein oder keine Refinanzierung durch Bankdarlehen vorgenommen werden können, sind offene Beteiligungen über durch Kapitalbeteiligungsgesellschaften gezeichnete Kapitalerhöhungen oft die einzige Alternative. Offensichtlich bietet sich hier für Private Equity-Fonds ein Markt.

Da es sich hier in der Regel um Minderheitsbeteiligungen handeln wird, legen die Investment Manager die oben genannten, zusätzlichen Kriterien bei der Prüfung eines möglichen Investments an.

Der Sonderfall: Restrukturierung

Turnaround-, Restrukturierungs- oder Special Situations-Fonds unterscheiden sich hinsichtlich ihres Fokus' und des Grades ihres operativen Mitwirkens von den klassischen Private Equity-Fonds. Die für sie in Frage kommenden Unternehmen benötigen häufig kurzfristig Liquidität oder Unterstützung aufgrund einer sich verschlechternden, bereits jetzt unzureichenden Ertragssituation. Statt Wachstum muss die Stabilisierung finanziert werden, um notwendige Umstrukturierungen, Kostenanpassungen oder Neuausrichtungen umsetzen zu können.

Die Investment Manager werden in aller Regel eine Mehrheitsbeteiligung verlangen, häufig mehr als 75 Prozent der Anteile erwerben wollen, um rasch Maßnahmen durchsetzen zu können. Geld fließt meist nicht an den Altgesellschafter - dieser erhält wenn überhaupt eher einen symbolischen Kaufpreis - sondern in das Unternehmen. Die Investoren bringen oft neben Restrukturierungserfahrungen auch operative Kenntnisse mit und arbeiten nicht selten „hands-on“ zusammen mit dem Management an der Neuausrichtung der Gesellschaft. Zu den Kriterien, die rasch abgeprüft werden, gehören:

1. Wie viel Kapital ist kurzfristig notwendig?
2. Ist der operative Kern des Unternehmens gesund und kann dieser durch Schließen oder Verkaufen von Randaktivitäten nicht nur gehalten, sondern mittelfristig wieder wachsend ausgebaut werden?
3. Wieviel Liquidität lässt sich generieren durch Vergleiche mit Lieferanten und Banken, durch Zugeständnisse seitens der Mitarbeiter oder durch Personalkürzungen. Gibt es nicht betriebsnotwendige Vermögensgegenstände, die veräußert werden können?
4. Wie verlässlich ist das Finanz- und Rechnungswesen? Erlaubt die Datenlage die kurzfristige Ableitung belastbarer Aussagen. Grundsätzlich sind diese Investoren in der Lage und willens, neue Reportingstrukturen einzuziehen.
5. An welcher Stelle braucht die Firma eine andere Führungsmannschaft? Die Bereitschaft – und Notwendigkeit – Manager auszutauschen, ist sicherlich höher ausgeprägt als bei Wachstumsinvestoren.

Die Schwarze Liste

Es gibt ein paar Fettnäpfchen, ein paar Fehler, die ein Unternehmer tunlichst vermeiden sollte, wenn er einen Private-Equity-Investor anspricht und die Wahrscheinlichkeit erhöhen will, dass dies zum Erfolg führt:

1. Wenig überzeugende mündliche als auch schriftliche Präsentation des Unternehmens, insbesondere keine fundierte Darstellung des Managements, des Geschäftsmodells, der Markteintrittsbarrieren, der Wachstumstreiber und Erfolgsfaktoren, der Profitabilität des Unternehmens (Gründe, Quellen), des Cash Flows
2. Überzogene Darstellung des Wachstumspotentials

3. Späte oder keine Information hinsichtlich der Problembereiche oder Risiken des Unternehmens
4. Schaffung einer nicht vorhandenen Wettbewerbssituation zwischen potentiellen Interessenten
5. Unrealistische Bewertungsvorstellungen
6. Dem Investor vorzurechnen, welche Rendite er mit dem Investment in das Unternehmen erzielen würde
7. Restriktives Informationsverhalten.

Frage: Bei allen hier anhand unterschiedlicher Finanzierungssituationen durchdeklinierter Kriterien und No Gos - bleiben da überhaupt noch genug Unternehmen übrig, daß man in Deutschland von einem gut entwickelten, ausreichend großen Markt sprechen kann – und damit auch Kapitalbeteiligungsgesellschaft einen Existenzberechtigung haben?

Antwort: Allerdings.