FRANK **SCHNEIDER**

LEHRBUCH

PRIVATE EQUITY UND HEDGE-FONDS

ALLENSBACH HOCHSCHULE

ALLENSBACH UNIVERSITY

Private Equity und Hedge-Fonds

Prof. Dr. Frank Schneider

Copyright 2019
Allensbach Hochschule Konstanz
Staatlich anerkannte Hochschule der
Allensbach Hochschule GmbH,
Lohnerhofstraße 2,
D-78467 Konstanz
Telefon: +49 (0)7533 919 23 90
Fax: +49 (0)7533 919 23 91
Email: info@allensbach-hochschule.de
Internet: http://www.allensbach-hochschule.de
Verlag und Druck:
Allensbach Hochschule Konstanz,
Lohnerhofstraße 2,
D-78467 Konstanz
Alle Rechte vorbehalten.
Jede Verwertung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung der Allensbach Hochschule unzulässig und strafbar.
Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Bearbeitung in elektronischen Systemen.

Vorwort

Liebe Leser,

auch wenn Private Equity und Hedgefonds sehr unterschiedliche Assetklassen darstellen, ist es sinnvoll, beide Investitionsformen in einem Buch zu beleuchten, weil zumindest der europäische Gesetzgeber in der Regulierung bewusst keinen Unterschied macht.

Private Equity kann als außerbörsliches Eigenkapital von privaten Investoren, Finanzinvestoren, Firmen oder Family Offices beschrieben werden. Es ermöglicht die Gründung und das Wachstum von sehr innovativen Firmen. In frühen (und riskanten) Unternehmensphasen wird dieses Wagniskapital als Venture Capital bezeichnet.

Hedge-Fonds heißen zwar streng übersetzt „Absicherungsfonds", was mit deren historischer Herkunft an den Kapitalmärkten zu tun hat, sind aber in der Tat sehr riskante aktiv verwaltende offene oder geschlossene Investmentfonds. Weil die Art, wie Hedge-Fonds Rendite erzielen und deren Risiko von der jeweiligen Hedge-Fonds Strategie abhängt, werden Sie in diesem Buch die unterschiedlichen Strategiearten mit den jeweiligen Vor- und Nachteilen kennenlernen.

Da die rechtliche Hülle der Hedge-Fonds für den (internationalen) Vertrieb, die Besteuerung und damit für die Rendite eine zentrale Rolle spielt, werden auch die unterschiedlichen Hedge-Fonds-Vehikel erläutert und mit Fallbeispielen vertieft.

Am Ende eines jeden Kapitels gibt es Übungsaufgaben zur Festigung des erworbenen Wissens.

Im ersten Teil des Buches zum Thema „Private Equity" (Kapitel 1 bis 9) werden zunächst die steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen, mit denen Investoren, seien es private, institutionelle Anleger oder Banken und Versicherungen, konfrontiert werden, analysiert. Zudem lernen Sie die wichtigsten Transaktionsarten wie Buy-Out, Leveraged-Buy-Out, Rekapitalisierung und Turnaround kennen.

Im darauffolgenden Kapitel 5 erläutern wir die Besonderheiten des Private Equity Investitionsprozesses. Auf dieser theoretischen Grundlage erklären wir die für nicht börsennotierten Private-Equity-Strukturen besonders bedeutenden Instrumente der Risiko- und Ertragsüberwachung. In Kapitel 7 geht es um sophistizierte Private-Equity Strukturen wie Second Lion oder Hybridkapital. Weil das Hybridkapital, das auch „Mezzanine" genannt wird, die höchste praktische Bedeutung besitzt, widmen wir ihm mit Kapitel 8 einen ganzen Abschnitt.

In Kapitel 9 beschäftigen wir uns mit dem Asset Management von Private Equity Investments, insbesondere der Einbindung in das Portfolio- und Risikomanagement.

Im zweiten Teil des Buches (Kapitel 10 und 11) zum Thema „Hedge-Fonds als Anlageklasse" lernen Sie zunächst die Grundlagen der Asset Allocation und die diesbezügliche Regulierung kennen.

Danach kommen wir zu den Hedge-Fonds-Strategien. Die meisten dieser Portfoliomanagement-Strategien kann man in „Relative Value“, „Event Driven“ oder „Directional“ kategorisieren. Mit diesem „Strategiebaukasten“ lernen Sie nachfolgend, wie man Absolute-Return-Fonds strukturiert. Wieder können Sie Ihr Wissen anhand von Aufgaben am Ende des Kapitels selbst überprüfen.

Im letzten Kapitel dieses Buches folgt eine Sammlung von Fallstudien. Zwar gibt es am Ende des Buches auch Lösungen. Diese sind jedoch nicht als Musterlösungen zu betrachten. Bei einigen Fallstudien gibt es durchaus andere Lösungsmöglichkeiten.

Für die Möglichkeit, dieses Lehrbuch zu veröffentlichen, danke ich der Allensbach University und allen daran beteiligten Mitarbeitern, insbesondere Frau Prof. Dr. Sonja Keppler, aufs herzlichste.

Dieses Buch ist meiner Frau Sandra gewidmet.

Wiesbaden, 24.7.2019

Frank Schneider

Über den Autor

Prof. Dr. Frank Schneider ist seit 2006 Inhaber des Lehrstuhls für Bank- und Versicherungsbetriebslehre an der FHDW Hannover. Er hat mehr als 15 Jahre Erfahrung als Risikovorstand in Banken und ist in Risikoausschüssen bei diversen Aufsichtsräten. Seine Forschungs- und Beratungsschwerpunkte sind Private Equity, Portfoliomanagement und Mittelstandsfinanzierung.

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis ... 1

Abkürzungsverzeichnis ... 3

1 Private Equity ... 5

1.1 Definition und geschichtlicher Hintergrund ... 5

1.2 Begriffliche Abgrenzungen (Private Equity vs. Venture Capital) ... 6

1.3 Marktteilnehmer ... 10

1.4 Volkswirtschaftliche und betriebswirtschaftliche Bedeutung ... 12

1.5 Trends und Entwicklungen auf dem Private-Equity-Markt ... 14

Aufgaben zur Selbstüberprüfung (Kontrollfragen) ... 20

2 Rechtliche und Regulatorische Grundlagen ... 21

2.1 Verbraucherschutz und Compliance ... 21

2.2 Markets in Financial Instruments Directive I und II ... 25

2.3 Basel III ... 29

2.4 Solvency II ... 31

Aufgaben zur Selbstüberprüfung (Kontrollfragen) ... 33

3 Steuerliche Grundlagen ... 34

3.1 Kapitalertragsteuer ... 34

3.2 Investmentsteuergesetz 2018 ... 35

3.3 Besteuerung von Beteiligungen (geschlossene Fonds) ... 36

Aufgaben zur Selbstüberprüfung (Kontrollfragen) ... 39

4 Wichtige Private Equity Transaktionsarten ... 40

4.1 Venture Capital ... 40

4.2 Buy-Out und Leveraged-Buy-Out ... 44

4.3 Rekapitalisierung ... 45

4.4 Turnaround ... 46

Aufgaben zur Selbstüberprüfung (Kontrollfragen) ... 54

5 Ablauf einer Private Equity Investition (Investmentprozess und Due Diligence) ... 55

5.1 Investmentprozess ... 56

5.1.1 Zielsetzung ... 57

5.1.2 Kapitalsuche ... 57

5.1.3 Beteiligungssuche ... 58

5.1.4 Beteiligungsauswahl ... 58

5.1.5 Vorverhandlung/Deal-Strukturierung ... 58

5.1.6 Due Diligence 60
5.1.7 Bewertung 60
5.1.8 Betreuung und Wertsteigerung 63
5.1.9 Exit 63
5.2 Due Diligence und Kaufpreisfindung 64
5.3 Entscheidung über die Investitionsstruktur 66
Aufgaben zur Selbstüberprüfung (Kontrollfragen) 71
6 Charakteristik und Bewertung einer Private Equity Investition 72
6.1 Risikoanalyse für Portfolios 72
6.2 Ertragsanalyse für Portfolios: Prüfen Sie die risikoadjustierte Performance 76
6.3 Risiko- und Renditeanalyse für geschlossene PE Fonds 85
Aufgaben zur Selbstüberprüfung (Kontrollfragen) 93
7 Sophistizierte Private Equity Strukturen 94
7.1 Senior Debt 95
7.2 Second Lien 96
7.3 Hybridkapital (Mezzanine-Finanzierungen) 97
7.4 Fallbeispiel einer PE Finanzierung 99
Aufgaben zur Selbstüberprüfung (Kontrollfragen) 102
8 Mezzanine 103
8.1 Nachrangdarlehen 104
8.2 Stille Gesellschaft 104
8.3 Partiarisches Darlehen 105
8.4 Genussrechte 106
8.5 Wandelschuldverschreibungen 108
8.6 Optionsanleihen 112
Aufgaben zur Selbstüberprüfung (Kontrollfragen) 115
9 Management von Private Equity Investments 116
9.1 Grundlagen der Asset Allocation 118
9.2 Portfoliomanagement mit Private Equity 123
9.3 Controlling von Private Equity Investments 127
Aufgaben zur Selbstüberprüfung (Kontrollfragen) 131
10 Hedge-Fonds als Anlageklasse 132
10.1 Definition und Grundlagen 132
10.2 Regulierung von Hedgefonds 134

10.3 Hedge-Fonds-Strategien....135
10.3.1 Relative Value Strategien....135
10.3.2 Event-Driven Strategien....143
10.3.3 Directional Strategien....146
10.4 Hedge-Fonds-Investment Instrumente....148
10.5 Fallballspiele: Konstruktion von Absolute-Return Portfolios....154
Aufgaben zur Selbstüberprüfung (Kontrollfragen)....157
11 Fallstudien....159
11.1 Innovation Automotive AG....159
11.2 Cellular Module AG....160
11.3 Burger King....162
11.4 Grohe AG....163
11.5 Nanostent AG....164
11.6 Südwind AG....165
11.7 Grünring....166
11.8 Delphi AG....167
Literaturverzeichnis....168
Stichwortverzeichnis....179
Anhang....183
Lösungen der Kontrollfragen zu Kapitel 1: Private Equity....183
Lösungen der Kontrollfragen zu Kapitel 2: Rechtliche und Regulatorische Grundlagen....185
Lösungen der Kontrollfragen zu Kapitel 3: Steuerliche Grundlagen....187
Lösungen der Kontrollfragen zu Kapitel 4: Wichtige Private Equity Transaktionsarten....189
Lösungen der Kontrollfragen zu Kapitel 5: Ablauf einer Private Equity Investition....193
Lösungen der Kontrollfragen zu Kapitel 6: Charakteristik und Bewertung von Private Equity Investitionen....199
Lösungen der Kontrollfragen zu Kapitel 7: Sophistizierte Private Equity Strukturen....204
Lösungen der Kontrollfragen zu Kapitel 8: Mezzanine....207
Lösungen der Kontrollfragen zu Kapitel 9: Management von Private Equity Investments....211
Lösungen der Kontrollfragen zu Kapitel 10: Hedge-Fonds....217
Lösungen der Fallstudien in Kapitel 11....221
Innovation Automotive....221
Cellulare Module....223
Burger King....225

Grohe AG 227
Nanostent AG 228
Südwind AG 230
Grünring 231
Dephi AG 232

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Cashflow-Profil (Quelle: Credit Suisse, 2017) 8
Abbildung 2: Mezzanine 10
Abbildung 3: Direkte und indirekte Investitionsformen 11
Abbildung 4: Global Buyout-Transaktionen (Quelle: Bain, 2018) 12
Abbildung 5: Global Hotspots (Quelle: PWC, 2018) 14
Abbildung 6: Key Issues (Quelle: PWC, 2018) 16
Abbildung 7: Digitisation decreases holding period (Quelle: PWC, 2018) 18
Abbildung 8: Impact of digitisation (Quelle: PWC, 2018) 18
Abbildung 9: Regulatorisches Radar 21
Abbildung 10: Säulen von Basel III 29
Abbildung 11: Systematik von Beteiligungsmodellen 37
Abbildung 12: Private Equity Investitionszeitpunkte (Quelle: PrivCo, 2017) 41
Abbildung 13: Vor- und Nachteile von Venture Capital Investitionen 43
Abbildung 14: Finanzierungsstufen (Quelle: Grünbichler, Graf, Gruber, 2001) 46
Abbildung 15: Die Ratingklassen der großen Agenturen im Vergleich (Quelle: Pape, 2015, S. 181) 47
Abbildung 16: Typischer Krisenverlauf 48
Abbildung 17: Ablauf einer Private Equity Finanzierung 55
Abbildung 18: Darstellung des Investmentprozesses 57
Abbildung 19: Verfahren der Unternehmensbewertung 61
Abbildung 20: Gesamtbewertungsverfahren (Quelle: PWC, 2017) 61
Abbildung 21: Untersuchungsfelder der Due Diligence 65
Abbildung 22: Kaufpreisfindungsprozess 66
Abbildung 23: Investitionsformen 68
Abbildung 24: Vor- und Nachteile von Investitionsformen 69
Abbildung 25: Volatilität (Standardabweichung) 74
Abbildung 26: Ausfallwahrscheinlichkeit (PD) 75
Abbildung 27: Value at Risk 76
Abbildung 28: Cherry-Picking bei Performancecharts 79
Abbildung 29: Windowdressing durch optisch gute Benchmark 80
Abbildung 30: Performance Attribution 82
Abbildung 31: Performance bei unterschiedlicher Schwankungsstärke 83
Abbildung 32: Unterschiedliche Renditeberechnungsmethoden 89
Abbildung 33: Steigung der J-Curve 90
Abbildung 34: LPX 50 vs. MSCI World vs. NASDAQ 100 (Quelle: *Onvista, 2018)* 91
Abbildung 35: Grundtypen der Finanzierung 94
Abbildung 36: Arten der Eigenkapitalfinanzierung (Quelle: Close Brothers, 2017) 94
Abbildung 37: Vor- und Nachteile reines Eigenkapital 95
Abbildung 38: Vor- und Nachteile Senior Debt 96
Abbildung 39: Vor- und Nachteile Second Lien 97
Abbildung 40: Vor- und Nachteile Mezzanine Kapital 99
Abbildung 41: Typischer Ablauf einer PE Finanzierung (Quelle: Weinberger, 2006) 100

Abbildung 42: Fallbeispiel Private Equity Finanzierung (Quelle: Weinberger, 2006)..... 101
Abbildung 43: Fallbeispiel 2 Privat Equity Finanzierung (Quelle: Weinberger, 2006) 101
Abbildung 44: Treetop Convertible Fonds vs. S+P 500 (Quelle: onvista) 110
Abbildung 45: DAX vor und nach der Finanzkrise 2009 (Quelle: onvista, 2018) 116
Abbildung 46: Asset Allocation im weiteren Sinne (Quelle: Steiner, Bruns, 2002, S. 90) . 119
Abbildung 47: Asset Allocation im engeren Sinne (Quelle: Steiner, Bruns, 2002, S. 111) 121
Abbildung 48: abnehmender Grenznutzen der Diversifikation 122
Abbildung 49: Eignung von PE Fonds für verschiedene Investorengruppen (Quelle: Feri) 124
Abbildung 50: Beimischung von PE auf die Volatilität (Quelle: Merril Lynch)..... 125
Abbildung 51: Beispiel eines Effizienten Randes..... 125
Abbildung 52: Änderung der Effizienzkurve durch Private Equity (Quelle: EVCA) 126
Abbildung 53: Vor- und Nachteile von PE Investitionen 127
Abbildung 54: Risikoarten in PE Fonds 129
Abbildung 55: Risikomanagementprozess..... 130
Abbildung 56: Hauptkategorien von Hedge-Fonds-Strategien..... 135
Abbildung 57: Long-Short-Equity-Strategie 136
Abbildung 58: Ertragsquellen Long-Short-Equity-Strategie 137
Abbildung 59: Ertragsquellen Convertible-Bond-Arbitrage-Strategie 140
Abbildung 60: Ertragsquellen Fixed-Income-Arbitrage-Strategie..... 141
Abbildung 61: Auswahlprozess für Hedge-Fonds-Off-Fonds 150
Abbildung 62: Beispiele für Hedge-Fonds-Indizes (Quelle: Barclay, 2018)..... 153
Abbildung 63: Hedge-Fonds Multi-Style-Anpassungsprozess..... 156
Abbildung 64: Vor- und Nachteile von Venture Capital Investitionen 189
Abbildung 65: Ablauf einer Private Equity Finanzierung 193
Abbildung 66: Gesamtbewertungsverfahren (Quelle: PWC, 2017)..... 196
Abbildung 67: Kaufpreisfindungsprozess..... 198
Abbildung 68: Vor- und Nachteile reines Eigenkapital..... 204
Abbildung 69: Vor- und Nachteile Senior Debt 204
Abbildung 70: Vor- und Nachteile Mezzanine Kapital 206
Abbildung 71: abnehmender Grenznutzen der Diversifikation 214
Abbildung 72: Vor- und Nachteile von PE Investitionen 215
Abbildung 73: Risikoarten in PE Fonds 216
Abbildung 74: Risikomanagementprozess..... 216
Abbildung 75: Mezzanines Kapital..... 221
Abbildung 76: Darstellung des Investmentprozesses 224

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AIF	Alternative Investmentfonds
AIFM	Verwalter Alternativer Investmentfonds
AIFMD	EU Richtlinie über die Verwalter Alternativer Investmentfonds
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
Az.	Aktenzeichen
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BASEL II/III	Vorschriften des Baseler Ausschusses der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zur Regulierung von Banken
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BuBa	Bundesbank
CEE	Communauté économique européenne (Europäische Wirtschaftsgemeinschaft)
d.h.	das heißt
DACH	Deutschland, Österreich, Schweiz
DAX	Deutscher Aktienindex
DPR	Deutsche Prüfstelle für Rechnungslegung
DRS	Deutsche Rechnungslegungs Standards
DRSC	Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee e.V.
DStR	Deutsches Steuerrecht
EBITDA	Earnings Before Tax, Depreciation and Amortisation
EK	Eigenkapital
EMIR	European Market Infrastructure Regulation (regelt den Handel mit Derivaten)
EOF	Eligible own Funds (Anrechnungsfähige Eigenmittel)
ERP	European Recovery Program
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
EStG	Einkommenssteuergesetz
ETF	Exchange Traded Fund (börsengehandelter Fonds)
EU	Europäische Union
EZB	Europäische Zentralbank
F&E	Forschung und Entwicklung
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FK	Fremdkapital
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
h. M.	herrschende Meinung
HGB	Handelsgesetzbuch
i.d.R.	in der Regel
IAS	International Accounting Standards

ICAAP	Internal Capital Adequacy Assessment Process (Internes Kapitaladäquanzverfahren für Banken)
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standards
IOSCO	Internationale Wertpapieraufsichtsbehörde
IT	Informationstechnik bzw. Information Technology
KAGB	Kapitalanlagegesetzbuch
KEST	Kapitalertragsteuer
KG	Kommanditgesellschaft
KWG	Gesetz über das Kreditwesen bzw. Kreditwesengesetz
LBI	Leveraged Buyin
LBO	Leveraged Buyout
LOI	Letter of Intent (Absichtserklärung)
M&A	Mergers and acquisitions (Fusionen und Übernahmen)
MaRisk	Mindestanforderungen an das Risikomanagement
MBI	Management Buyin
MBO	Management Buyout
MCR	Minimum Capital Requirement = Mindestkapitalanforderung
Mezz.	Mezzanine
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
NSFR	Net Stable Funding Ratio (kurzfristige Liquiditätskennzahl von Basel III)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OGAW	EU Richtlinie für Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren
PE	Private Equity
POG	Europäische Leitlinie zur Steuerung und Überwachung von Privatkundenprodukten
PRIIPs-VO	Europäische Leitlinie für Versicherungsbasierte Investmentprodukte
RTS	Regulatorische technische Standards
S.	Seite
SCR	Solvability Capital Ratio (Solvabilitätskapitalanforderung)
SEC	Securities and Exchange Commission
SOX	Sarbanes Oxley Act
US	United States
USA	United States of America
VC	Venture Capital
Vgl.	Vergleiche
VuV	Vermietung und Verpachtung
WFG	Wagnisfinanzierungsgesellschaft
WpGH	Wertpapierhandelsgesetz bzw. Gesetz über den Wertpapierhandel

1 Private Equity

Dieses Buch beginnt zunächst mit der historischen Entwicklung. Auf dieser Grundlage erfolgen weitere begriffliche Abgrenzungen, u.a. zum Venture Capital. Danach lernen wir die relevanten Marktteilnehmer kennen. Hierzu gehören neben den privaten oder institutionellen Anlegern natürlich auch der Private-Equity-Investor und dessen Beteiligungsunternehmen. Auf dieser theoretischen Basis werden wir uns mit den volks- und betriebswirtschaftlichen Auswirkungen von Private Equity beschäftigen. Abschließend gehen wir auf aktuelle Trends und Entwicklungen auf dem Private-Equity-Markt ein.

1.1 Definition und geschichtlicher Hintergrund

Private Equity bezeichnet Beteiligungskapital, das in Unternehmen investiert wird, um deren Wachstum zu unterstützen. Ziel der Investoren ist, den Wert der Beteiligung zu steigern und Erträge durch laufende Ausschüttungen und vor allem durch eine Veräußerung der Beteiligung zu erzielen.

Der Begriff „Private Equity“ (PE) hat sich mittlerweile als *Oberbegriff für alle Formen von Beteiligungskapital* durchgesetzt, insbesondere für Venture Capital (VC), Buy-Outs, Leveraged Buy-Outs (LBO), Management Buy-Outs (MBO), Management Buy-Ins (MBI) sowie Mezzanine-Kapital, einer Mischung aus Eigen- und Fremdkapital.

Dem Begriff „Private Equity“ werden ebenfalls Private-Equity-Fonds of Fonds sowie Secondary-Transaktionen zugeordnet.

Bereits im frühen 20. Jh. haben sich US-amerikanische Familien wie die Rockefellers oder die Whitneys an Unternehmen wie AEG, Phillips oder Wincor Nixdorf beteiligt, die heute Weltkonzerne sind.

Als Entstehungszeitpunkt von VC kann mit der Gründung der American Research and Development Corp. das Jahr 1946 angesehen werden. Seit 1958 können sich in den USA auch Privatpersonen an VC über eine Partizipation an einer SBIC (Small Business Investment Company) beteiligen.

Einen erheblichen Wachstumsschub erhielt PE in den USA durch eine Reduzierung der Capital-Gains-Tax von 49 % auf 20 % in 1978. In UK ist das entscheidende Datum 1979, als die Conservatives den Staatsinterventionismus abbauen wollten und diverse Gesetze zur Förderung von PE erlassen wurden.

Selbst in Deutschland kann PE bereits auf eine ca. 40-jährige Geschichte zurückblicken. Die ersten Beteiligungsgesellschaften wurden von Privatinvestoren und Privatbanken im Jahre 1965 gegründet. Allerdings haben aufgrund mangelnder Erfahrung nur wenige dieser Pioniere überlebt.

Die Diskussion über die Eigenkapitallücken deutscher Unternehmen hat zur Auflegung des enorm erfolgreichen ERP-Beteiligungsprogramms geführt. Gleichzeitig wurden die ersten öffentlich geförderten Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die heutigen mittelständischen Kapitalbeteiligungsgesellschaften, gegründet.

Im Jahr 1975 wurde die erste private Wagnisfinanzierungsgesellschaft WFG gegründet, ein Gemeinschaftsunternehmen von 29 Kreditinstituten. Der Staat förderte die Gründung durch die Zusage, 75 % der in den ersten 15 Jahren auftretenden Verluste auszugleichen. Rückblickend betrachtet wurde die Staatszusage zu stark in Anspruch genommen.

Erst 1980 wurde das amerikanische VC-Modell nach Europa und Deutschland getragen. Es entstanden die ersten Gesellschaften mit dem Schwerpunkt auf „Early-Stage“, das heißt auf sehr frühe Unternehmenslebenszyklusphasen.

Anfang der 1990er Jahre spezialisierten sich einige Gesellschaften auf den Bereich Buy-out. Erst der PE-Boom ab dem Jahr 1996 verhalf dem PE-Markt auch in Deutschland zum Durchbruch.

Seitdem unterstützen mehrere Determinanten die stetige Investition in PE: Dazu gehört die Einführung von Basel II/III, welche (im europäischen Vergleich) eigenkapitalschwachen deutschen Mittelständlern die Fremdkapital-Aufnahme erheblich erschwerte. Gleichzeitig führt die Globalisierung dazu, dass der Eigenkapital-Bedarf im Mittelstand weiter steigt. Zudem gibt es bei vielen Unternehmen keinen geeigneten Unternehmensnachfolger, oder die fällige Erbschaftsteuer erschwert die Fortführung des Unternehmens.

Was die (börsennotierten) Großkonzerne angeht, so konzentrieren diese sich weltweit immer weiter auf ihre Kernbereiche. Sie strukturieren ihre Unternehmen um und verkaufen Teile, die nicht zum Kerngeschäft gehören.

Last but not least müssen sich Banken aufgrund der weltweit steigenden Regulierung und der zunehmenden Eigenkapitalunterlegung immer weiter aus der Fremdfinanzierung von kleinen und mittelständischen Unternehmen zurückziehen.

1.2 Begriffliche Abgrenzungen (Private Equity vs. Venture Capital)

Die nachfolgenden Abschnitte beschreiben die Unterschiede der Private-Equity-Finanzierungen.[1] In der Praxis ist eine solche *idealtypische* Zuordnung nicht immer möglich. In den Portfolios einzelner PE-Fonds bzw. -Investoren befinden sich selten Unternehmen, die klar einer bestimmten Finanzierungsform zugeordnet werden können. Hinzu kommt, dass die Beteiligungsunternehmen während der Haltedauer auch regelmäßig die Kategorie wechseln. Schließlich sollen ja im Idealfall aus VC-Unternehmen Exits oder Buy-Outs werden.

[1] Vgl. hierzu sowie im folgenden Diller (2007).

Venture Capital ist nichts anderes als Private Equity in sehr frühen Unternehmensphasen. Daher kann *Private Equity* auch als *Oberbegriff* angesehen werden.

Venture Capital investiert in Unternehmen, die noch kein entwickeltes Produkt haben oder sich gerade in der Produktentwicklung befinden oder die Umsätze deutlich steigern wollen. Schwerpunkt ist die Übernahme von unternehmerischem Risiko von weniger entwickelten Firmen. Dabei sind folgende Entwicklungsphasen zu unterscheiden:

Seed Stage: Die Finanzierung von Forschung, Analyse und Entwicklung eines ersten Konzeptes, bevor ein Unternehmen die Start-up-Phase erreicht.

Start-up Stage: die Finanzierung der Produktentwicklung bzw. der ersten Marketing-Maßnahmen. Diese Unternehmen sind sehr jung und haben ihre Produkte noch nicht in großen Stil verkauft und erzielen noch keine Gewinne.

Expansion Stage: Wachstumsfinanzierung von Unternehmen an der Gewinnschwelle. Das Kapital wird genutzt, um die Fertigungskapazitäten auszubauen und Märkte oder Produkte weiter zu entwickeln. Diese Finanzierungsphase enthält auch Überbrückungsfinanzierungen und Finanzierungen von Turnaround-Situationen.

In der nachstehenden Grafik (siehe Abbildung 1) sehen wir den *typischen Verlauf der akkumulierten Cash Flows* einer Private-Equity-Investition. In den ersten fünf Jahren bis zum *Break Even* haben wir erhebliche Anfangsinvestitionen und Kosten, die wettgemacht werden müssen. Diese ersten Jahre sind der Seed- und Start-up-Phase und daher dem Venture Capital zuzuordnen.

Erst nach dem Break Even ab dem sechsten Jahr handelt es sich um *typisches Private Equity* in der *Wachstums- oder Reifephase* eines Unternehmens. Der Verlauf der akkumulierten Cash Flows steigt in diesen Phasen stark an und ähnelt einem „J“ oder einem Hockeyschläger. In der Literatur findet man daher auch die Begriffe „*J-curve*“ oder „*hockey stick-curve*“.

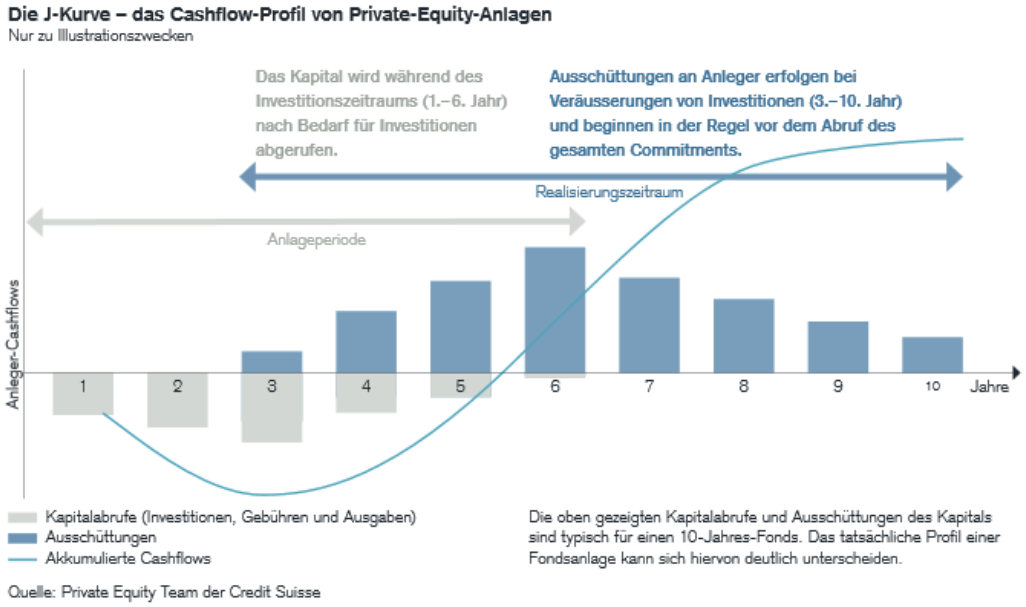

Abbildung 1: Cashflow-Profil (Quelle: Credit Suisse, 2017)

Buy-Out und Buy-In: Die Abkürzungen *MBO* und *MBI*[2] stehen für „Management Buy-Out" bzw. „Management Buy-In". Beim MBO beteiligt sich das *aktuelle* Management des Unternehmens. Beim MBI kommen *fremde* Manager durch Eigenkapitalbeteiligung in das Unternehmen hinein. Ziel einer Buy-Out-Finanzierung ist die Übernahme eines signifikanten Anteils oder einer Mehrheitsbeteiligung an einem Unternehmen unter Einbeziehung des bisherigen Managements als neue Anteilseigner.

Buy-Out-Fonds investieren daher üblicherweise in eingeführte Unternehmen. Finanziert werden Expansionen, Konsolidierungen, Turnarounds oder die Ablösung von Gesellschaftern. Die Beteiligung des Managements spielt für den PE-Investor eine sehr große Rolle, denn das Management kennt die Branche, die Konkurrenz und natürlich das Unternehmen selbst sehr gut. Durch die Beteiligung des Managements werden die Interessen des PE-Investors und der Unternehmensführung gleichgerichtet *(Interessenidentität)*.

Leveraged Buy-Out:[3] Bei einem Leveraged Buy-Out *(LBO)* wird ein erheblicher Teil des benötigten Kapitals in Form von Fremdkapital eingebracht. Unter Leverage versteht man das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital (Leverage-Effekt, Hebelwirkung). Ein Leverage von 2 bedeutet, dass für jede Einheit Eigenkapital zwei Einheiten Fremdkapital eingesetzt werden. Die Höhe des Leverage hat sich in den vergangenen Jahrzehnten deutlich reduziert. So wurde Anfang der 1990er Jahre ein durchschnittliches Leverage von 9 erreicht, während es zurzeit etwa bei 2 liegt.

[2] Vgl. Cullom, Stein (2001).
[3] Vgl. ausführlich Söffge (2016).

Aus Sicht des PE-Investors vervielfacht ein Leverage also das Kapital, das für den Erwerb von Unternehmen zur Verfügung steht. Dadurch kann man sich entweder an mehreren Unternehmen gleichzeitig beteiligen oder sich an größere Unternehmen heranwagen, die ohne Leverage außerhalb der Möglichkeiten des Investors wären. Das FK wird dem finanzierten Unternehmen von Banken des PE-Investors zur Verfügung gestellt. Das erhöht im Erfolgsfall die Rendite deutlich.

Neben der Erhöhung der Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital hat diese Form der Finanzierung noch eine weitere positive Auswirkung. Das eingegangene finanzielle Risiko ist auf das Eigenkapital begrenzt. Sollte das Unternehmen Konkurs anmelden, haben die Investoren nur das Eigenkapital verloren. Die Kreditgeber tragen das volle Kreditrisiko. Nachteile für das Portfoliounternehmen bestehen vor allem darin, dass die Finanzkraft geschwächt wird. Viele LBO-Beispiele zeigen, dass ein zu hoher Schuldenberg das Beteiligungsunternehmen selbst in Schwierigkeiten bringen kann.

Für den Investor kommt als Risiko hinzu, dass steigende Zinsen beim LBO-finanzierten Unternehmen über das Fremdkapital auf die Ertragslage drücken. *Financial LBOs* werden von Investoren initiiert, die vorwiegend renditeorientierte Ziele verfolgen, während Investoren in *Corporate LBOs* ein operatives Interesse an dem Unternehmen haben.
Wichtige Voraussetzungen für einen erfolgreichen LBO sind hohe Netto Cash Flows, ein niedriger Verschuldungsgrad, mittelfristige Restrukturierungserfolge sowie eine geringe Kapitalintensität.

Rekapitalisierung:[4] Bei einer Rekapitalisierung ersetzt der Investor nach dem Erwerb des Unternehmens dessen Eigenkapital durch Fremdkapital bzw. löst Kapitalrücklagen auf und zahlt sich so selbst das Kapital (teilweise) zurück. Aktuell wird die Rekapitalisierung in der Presse kritisch beurteilt. Oft wird dabei unterstellt, dass Unternehmen nur aus Renditegründen der Investoren den Fremdkapitalanteil deutlich erhöhen und so die Existenz des Beteiligungsobjektes riskieren. Wenn sich der Cashflow eines Unternehmens positiv entwickelt und dieses Kapital nicht sinnvoll für Wachstumsmaßnahmen eingesetzt werden kann, spricht nichts gegen eine Ausschüttung an die Investoren.

Mezzanine:[5] Das Wort kommt eigentlich aus dem Italienischen und bedeutet „Zwischengeschoss“. Wenn einem Unternehmen von einem Private-Equity-Investor *gleichzeitig* Eigenkapital *und* Fremdkapital bereitgestellt wird, bezeichnet man diese Transaktion als *Mezzanine* (siehe Abbildung 2).

[4] Vgl. hierzu sowie im folgenden Eilers et al (2012).
[5] Vgl. hierzu und im folgenden Czajkowska, A. (2015), S. 99 ff., sowie allgemein Schink (2011) und Übelör (2016).

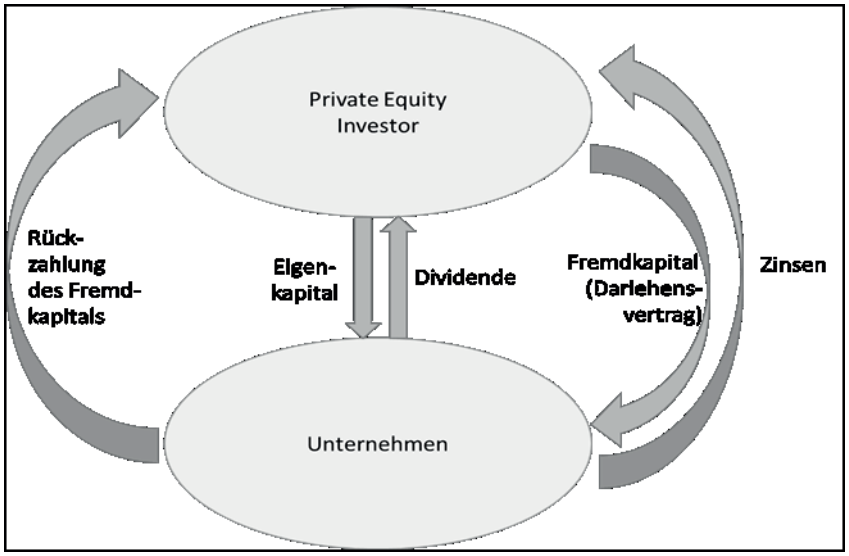

Abbildung 2: Mezzanine

Die Bedienung des Fremdkapitals hat dabei Vorrang vor dem Eigenkapital. Es gibt eine Reihe wichtiger Fremdkapitalarten, auf die wir im weiteren Verlaufe des Buches noch ausführlich zu sprechen kommen. Dazu gehören *Nachrangdarlehen*, *Stille Gesellschaften, partiarische Darlehen, Genussscheine, Wandelschuldverschreibungen und Optionsanleihen.*

1.3 Marktteilnehmer

Zu Investoren in Private Equity gehören in Deutschland und Europa insbesondere Versicherungen und Pensionskassen, als Teil der Aktienquote ihrer Asset Allocation. Weitere *institutionelle Anleger* sind Banken, Private Equity Fund of Funds aber auch traditionelle Investmentfonds und Family Offices auf der Suche nach Diversifikation oder einem zusätzlichen Renditebeitrag bei gegebenem Risiko.

In letzter Zeit haben sich die Beteiligungsgesellschaften großer *ausländischer Staatsfonds* aus China, aber auch aus arabischen Staaten an Dax-Unternehmen wie VW oder Deutsche Bank beteiligt. Die Motive für diese Private-Equity-Investition werden nicht ausschließlich monetärer Natur sein.

Privatanleger kommen überwiegend über geschlossene Fonds, die nichts anderes sind als kleine Beteiligungsgesellschaften, zu Private Equity Investments.

Daneben gibt es Anleger mit hauptsächlich *strategischem Interesse*, wie Beteiligungsgesellschaften von Familienunternehmer-Holdings oder Großunternehmen, die vorwiegend Zugang zu Know-How sowie Patenten und Lizenzen suchen. Viele Konzerne sichern über Beteiligungen auch ihren Zugang zu Zulieferern und Absatzkanälen ab.

Angesprochen haben wir bereits *staatliche* deutsche oder europäische Venture-Capital-oder Private-Equity-*Förderfonds*.

Für Investoren bieten sich grundsätzlich vielfältige Möglichkeiten der *direkten und indirekten Beteiligung*. Letztere läuft zumeist über eine Beteiligungsgesellschaft (siehe Abbildung 3):

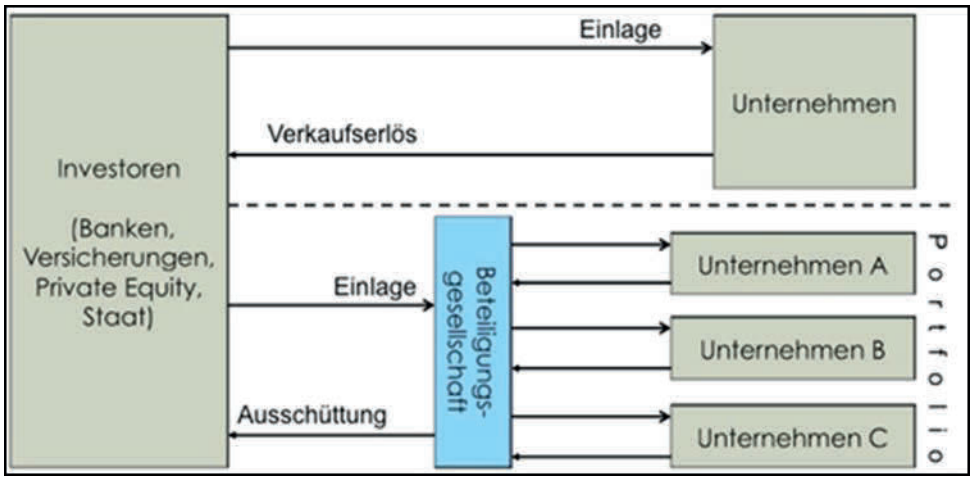

Abbildung 3: Direkte und indirekte Investitionsformen

Direktinvestment: In diesem Fall tritt der Investor direkt in Verhandlungen mit dem Unternehmen und erwirbt im nächsten Schritt durch die Zeichnung einer Einlage Anteile. In dieser Konstellation sollte der Investor möglichst Erfahrung mit Private-Equity-Geschäften haben, um das Management des Unternehmens beraten und kontrollieren zu können. Die Rendite bestimmt sich häufig erst nach einem Verkauf der Anteile, sofern keine laufende Ausschüttung vereinbart wurde. Es gibt Investoren, die auf diese Weise den Fokus auf eine strategische Positionierung des Unternehmens legen, um mit diesem Potential einen attraktiven Anteilspreis zu erreichen.

Investment über Beteiligungsgesellschaft: Neben der direkten Investition kann der Kapitalgeber auch eine Einlage bei einer Beteiligungsgesellschaft zeichnen, die sich mit der Auswahl und Betreuung sogenannter *Portfoliounternehmen* befasst. Durch die Bildung eines Portfolios wird das Risiko der Kapitalanlage diversifiziert. Allerdings reduzieren die Kosten der Beteiligungsgesellschaft und die geringere Partizipation am Unternehmenserfolg die Rendite. Diese Konstellation eignet sich für Investoren, die kein eigenes Wissen haben, um potentielle Unternehmen auszuwählen und zu kontrollieren.

Die Beteiligungsgesellschaft übernimmt dabei verschiedene weitere Aufgaben, insbesondere die *Finanzierungsfunktion* in Form der Akquisition und Bereitstellung des Eigen- und Fremdkapitals.

Daneben ist die *Bewertungs- und Auswahlfunktion* die wohl wichtigste Funktion. Hierzu gehört die Beurteilung des Businessplans, der Persönlichkeit des Unternehmers sowie der Zukunftsaussichten des geplanten Produktes.

Die *Monitoring- und Kontrollfunktion* besteht in der Überwachung der Einhaltung von betriebswirtschaftlichen und strategischen Zielen.

In ihrer Wirkung nicht zu unterschätzen ist die *Betreuungsfunktion*. Dabei geht es um die fachliche Qualifizierung und Unterstützung des Managements in Fragen der Unternehmensführung[6].

1.4 Volkswirtschaftliche und betriebswirtschaftliche Bedeutung

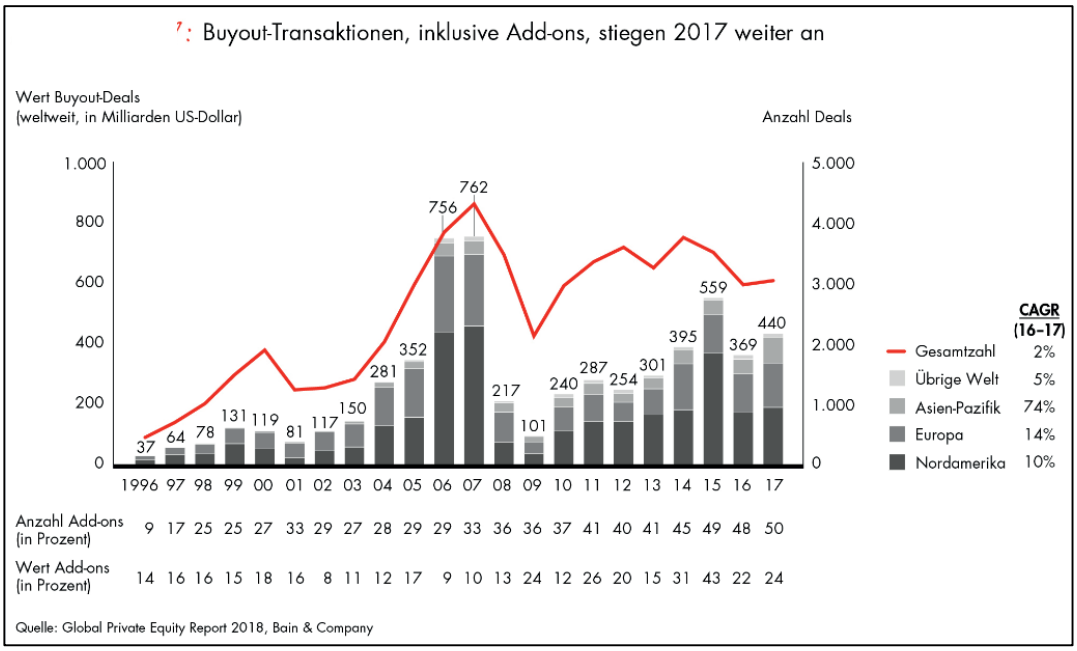

Abbildung 4: Global Buyout-Transaktionen (Quelle: Bain, 2018)

Es gibt eine große Anzahl von globalen empirischen Studien, die einen *positiven Effekt von Private Equity auf die Anzahl der Arbeitsplätze, das Wirtschaftswachstum und den Technologiefortschritt* belegen. Zu nennen sind insbesondere die regelmäßigen Untersuchungen von Bain Capital und PWC[7]. Diese Aussage gilt für alle Branchen für Unternehmen in allen Lebenszyklusphasen![8]

Was Venture Capital betrifft, fand Bain Capital für den Zeitraum 2000 bis 2004 heraus, dass VC-finanzierte Firmen in den *USA* allein in diesem Zeitraum ca. 600.000 neue Arbeitsplätze schafften und insgesamt 10,1 Mio. Mitarbeiter beschäftigten. Diese Firmen erhöhten den Umsatz im gleichen Zeitraum um 12 % auf 1,8 Billionen USD. Interessant ist, dass im Vergleich dazu die Anzahl der US-Arbeitsplätze insgesamt im gleichen Zeitraum um 2,3 % sank. Der Umsatz aller Unternehmen stieg lediglich um 6,5 %.
Für *Europa* hat das Center for Entrepreneurial Financial Studies (CEFS) an der TU München in einer Studie von Achleitner und Klöckner im Jahr 2005 eruiert, dass die durch PE und VC finanzierten Unternehmen europaweit im Zeitraum von 2000 bis 2004 ca. eine Million neue Arbeitsplätze geschaffen haben.[9] Ein weiteres wichtiges Ergebnis der Untersuchung war, dass

[6] Vgl. den Global Equity Report 2018.
[7] Vgl den Private Equity Trend Report 2017.
[88] Vgl. PWC (2017).
[9] Vgl. Achleitner, Klöckner (2005).

die durchschnittlichen Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) bei mit VC finanzierten Unternehmen mit 50.500 € sechsmal so hoch wie die entsprechenden Ausgaben der 500 Unternehmen Europas mit den höchsten F&E Kosten waren.

Für den gleichen Zeitraum (2000 bis 2004) hat die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft PWC den volkswirtschaftlichen Einfluss in *Deutschland* untersucht und kam zu einem ähnlichen Ergebnis.[10] Insgesamt wuchs die Anzahl der Arbeitsplätze bei Portfoliounternehmen, die Private-Equity-Investoren gehören, um 51,3 % (jährlich: 2,0 bis 10,8 %). Im Vergleich dazu nahm die Zahl sozialversicherungspflichtiger Arbeitsplätze aller Unternehmen sogar um insgesamt 5,7 % ab.

Interessant sind auch die folgenden subjektiven Einschätzungen durch die Portfoliounternehmen aus der PWC-Studie:

- 90% der Unternehmen sagen, dass die Beteiligung eines PE-Investors wichtig oder sehr wichtig war.
- 66,9% der Unternehmer meinen, dass sich ihre Firma ohne PE langsamer entwickelt hätte.
- Auch hinsichtlich der Entwicklung von Umsatz, Anzahl der Beschäftigten, Ausgaben für F&E sowie der Investitionstätigkeit glauben 95%, dass PE einen *positiven Einfluss* auf die befragte Firma hatte.

Wenn Sie wissen möchten, wie sich diese Zahlen auf *europäischer Ebene* entwickelt haben und zum *Wirtschaftswachstum* beitragen, kommen Sie nicht an der Untersuchung von Frontier Economics vorbei.[11] Die Determinanten, die zu Wirtschaftswachstum führen und die von Private Equity positiv beeinflusst werden, sind „Innovation“, „Produktivität“ und „Wettbewerbsfähigkeit“. Unternehmen, die von Private-Equity-Investoren unterstützt wurden, waren für 12 % aller industriellen Innovationen verantwortlich, obwohl ihr Anteil nur ungefähr halb so groß war. Dabei wurden diesen Unternehmen innerhalb von fünf Jahren bis 2011 Patente im Wert von 350 Mrd. Euro erteilt. Zahlen aus den USA legen nahe, dass die den von Private Equity unterstützten Unternehmen zugesprochenen Patente in etwa 25% häufiger von anderen Unternehmen genutzt werden als im Gesamtmarkt. Dies spricht für das ökonomische Potenzial dieser Patente.

Innovationsstarke Industrien weisen in der Regel eine höhere Produktivität auf als solche, die weniger innovativ sind.[12] Die gesamtwirtschaftliche Produktivität wird erhöht durch die breiteren Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen, die gewährte Unterstützung auch in operationellen und/oder finanziellen Schwierigkeiten[13] sowie die insgesamt verbesserte Performance der Unternehmen mit PE-Finanzierungen. Darüber hinaus steigt durch diese Art der

[10] Vgl. PWC (2005).
[11] Vgl. Frontier Economics (2013).
[12] Vgl. hierzu sowie im folgenden BAI (2014).
[13] Vgl. hierzu insbesondere Zinnecker (2012) sowie Zinnecker und Meluzin (2011).

Finanzierung die Wahrscheinlichkeit, dass auch risikoreichere Geschäftsgelegenheiten ergriffen werden, die sich als außerordentlich profitabel erweisen können. Studien zeigen, dass PE-gestützte Unternehmen bis zu 50% weniger ausfallgefährdet sind als Unternehmen mit anderer Finanzierungsstruktur. Weiterhin haben Zielunternehmen in den ersten drei Jahren nach der Investition eine zwischen 4,5 und 8,5% höhere operative Marge vorzuweisen. Auf den einzelnen Mitarbeiter bezogen bedeutet das, dass diese Unternehmen im Durchschnitt einen um 6,9% höheren EBITDA (Earnings Before Tax, Depreciation and Amortisation) generieren. Dies wirkt sich positiv auf die Wettbewerbsfähigkeit der gesamten Volkswirtschaft aus. Durch den internationalen Fokus der durch Private Equity finanzierten Unternehmen ergeben sich darüber hinaus auch Diversifikationseffekte hinsichtlich der Jurisdiktion, in der das Unternehmen tätig ist. So trägt PE dazu bei, dass jedes Jahr bis zu 5.600 neue Unternehmungen in Europa gegründet werden.

1.5 Trends und Entwicklungen auf dem Private-Equity-Markt

Wenn man Aussagen über die Zukunft des Private-Equity Marktes machen möchte, ist die aktuelle Studie von PWC über die internationalen Trends sehr hilfreich. PWC hat dafür die Marktteilnehmer in zahlreichen Ländern nach Ihren Einschätzungen über verschiedene Entwicklungen in den nächsten 5 Jahren befragt.[14]

Chancen

Anhand der folgenden Grafik (siehe Abbildung 5), welche die „globalen Private Equity Hotspots“ in den nächsten 5 Jahren aufzeigt, wird deutlich, dass PE-Investoren zukünftig vermehrt in den Niederlanden, Deutschland und der Schweiz investieren möchten:

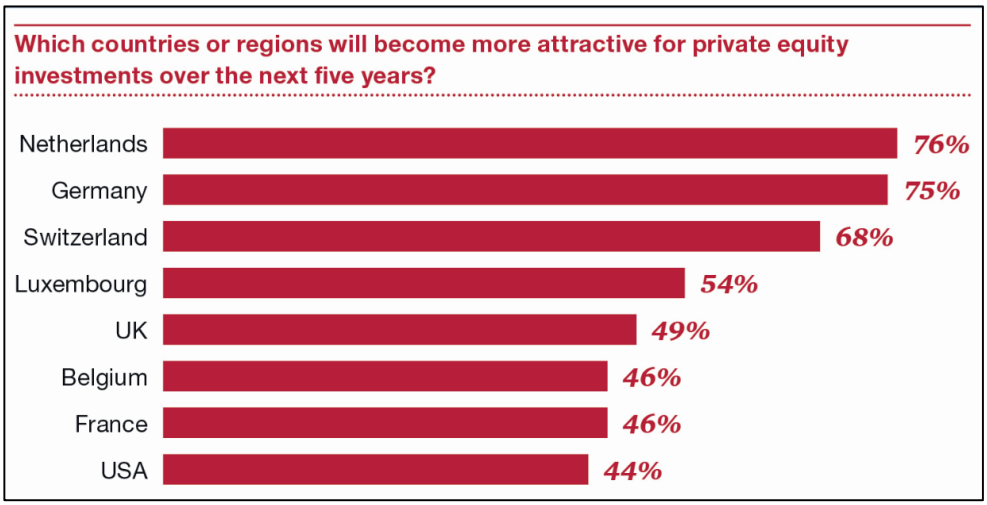

Abbildung 5: Global Hotspots (Quelle: PWC, 2018)

[1414] Vgl. hierzu sowie im folgenden PWC (2018).