

Schriftenreihe

Financial Services Management

Herausgeberrat

Dr. Mathias Bopp, PricewaterhouseCoopers AG, Zürich

Prof. Dr. Wolfgang L. Brunner, Fachhochschule für Technik und Wirtschaft Berlin

Prof. Dr. Notger Carl, Fachhochschule Würzburg-Schweinfurt

Prof. Dr. Michael Feucht, Fachhochschule Augsburg

Prof. Dr. Matthias Fischer, Georg-Simon-Ohm-Fachhochschule Nürnberg

Dieter Hoffmann, Sparda-Bank eG, Berlin

Prof. Dr. Christiane Jost, Fachhochschule Wiesbaden

Dr. Ewald Judt, Europay Austria AG/Wirtschaftsuniversität Wien

Prof. Dr. Hans-Rüdiger Kaufmann, Hochschule Liechtenstein, Vaduz

Prof. Eckhard Klett, Hochschule Biberach

Dr. Hans-Joachim Massen, Bundesverband deutscher Banken, Berlin

Prof. Dr. Frank W. Mühlbradt, Fachhochschule Regensburg

Prof. Dr. Matthias Müller-Reichart, Fachhochschule Wiesbaden

Prof. Dr. Werner Nann, Fachhochschule für Technik und Wirtschaft Berlin

Dkfm. Josef Redl, P.S.K.-Versicherung AG, Wien

Prof. Dr. Franz J. Sartor, Fachhochschule Köln

Prof. Dr. Rudolf Stickler, Fachhochschule des bfi Wien

Prof. Dr. André Tomfort, Fachhochschule für Wirtschaft Berlin

Publikationen der Schriftenreihe:

Dennis Teuber:

Die Konsolidierung des deutschen Zeitungsmarktes.

Ist angelsächsisches Beteiligungskapital wirklich unausweichlich?

Financial Services Management, Bd. 1, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-095-0

Tim Keggenhoff:

Entscheidungsfaktoren für Immobilieninvestitionen in China

Financial Services Management, Bd. 2, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-096-7

Financial Services Management – Band 1

Dennis Teuber

Die Konsolidierung des deutschen Zeitungsmarktes

Ist angelsächsisches Beteiligungskapital
wirklich unausweichlich?

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Gedruckt auf holz- und säurefreiem Papier, 100 % chlorfrei gebleicht.

© Weißensee Verlag, Berlin 2007
Kreuzbergstraße 30, 10965 Berlin
Tel. 0 30 / 91 20 7-100
www.weissensee-verlag.de
e-mail: mail@weissensee-verlag.de

Alle Rechte vorbehalten

Umschlagbild: Entwurf des Neubaus der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main
(© Stefan Laub, Wien, www.laublab.com)
Umschlagentwurf: Sascha Krenzin, Weißensee Verlag, Berlin

Printed in Germany

ISSN 1863-7663
ISBN 978-3-89998-095-0

Geleitwort

Die Grenzen zwischen den einzelnen Disziplinen, die sich mit Geld im weitesten Sinne befassen, verwischen immer mehr. Stichworte wie Allfinanz, Bancassurance, Financial Services, Finanzierung, Bankprodukte und Versicherungsleistungen für Privat- und Firmenkunden zeugen davon seit langem. Nicht immer allerdings weiß ein Betrachter, wie er die einzelnen Aspekte einzuordnen hat. Selbst Experten sind sich nicht immer einig. Die Praxis hat manche Ansätze ausprobiert und versucht sich noch immer an erfolgversprechenden Konzepten. Der integrierte Finanzdienstleister in Europa, der über lange Jahre Erfolg gehabt hat und noch immer hat, ist allerdings nicht allzu häufig anzutreffen. Unabhängig davon, wie sich eine Konstellation ergeben hat, wird noch immer nach einem Königsweg gesucht. Ob sich beispielsweise eine Bank mit einer Versicherung, eine Bausparkasse mit einem Kreditkartenemittenten oder ein Versicherer mit einem Asset Manager oder einem Immobilienfinanzierer zusammenschließt, ist einerlei. Ein Übriges leistet die Globalisierung. Dass beispielsweise Unternehmen nicht mehr auf die „Kreditgewährung“ durch ihre Hausbank angewiesen sind, zeigen die innovativen Beispiele auf dem Kapitalmarkt. Weltweit operierende Anbieter befeuern den Wettbewerb um die richtige Strategie für Financial Services – und für Kunden.

Wesentlich hierbei ist also nicht so sehr die Sicht eines Finanzdienstleisters, sondern vielmehr die des Kunden. Kunden schätzen einerseits neben einem überzeugenden Angebot zu einem attraktiven Preis eine hohe Beratungs- und Servicequalität. Zweitrangig dürfte es für die Abnehmer von Finanzdienstleistungen mittlerweile sein, wer als deren Produzent anzusehen ist.

Die zum Teil weit differierenden Aspekte soll die neue Schriftenreihe „Financial Services Management“ abbilden. Sie wird sowohl die Vielfalt dieser unternehmerischen Funktion aufzeigen als auch die Forschungsergebnisse, die aus speziellen Untersuchungen, aber auch aus Diplomarbeiten und Dissertationen in diesem Bereich resultieren, in konzentrierter Form für die finanzbetriebliche Praxis weitergeben.

In der Reihe „Financial Services Management“ werden wissenschaftliche Untersuchungen in deutscher oder englischer Sprache insbesondere aus folgenden Fachgebieten veröffentlicht: Bankbetriebslehre, Versicherungsbetriebslehre, Allfinanz, Bancassurance, Asset Management, Kapitalmarkt, Risk Management, Finanzdienstleistungsrecht, Informationstechnologie in Finanzunternehmen, Immobilienfinanzierung und Assetklasse Immobilien.

Forschung an Fachhochschulen in diesen Fachgebieten vollzieht sich vielfach in Kooperation mit Unternehmen aus dem Finanzdienstleistungssektor. Der Dialog zwischen Theorie und Praxis wird intensiv zum gegenseitigen Nutzen gepflegt. Dafür mag auch das Berliner Institut für Bankunternehmensführung an der FHTW Berlin (www.bifbu.de) als Beleg gelten.

Die Schriftenreihe wird von einem international besetzten Herausgeberrat begleitet, in dem Hochschullehrer und Praktiker gleichermaßen organisiert sind. Ein jedes Mitglied dieses Gremiums ist ausgewiesener Spezialist in seinem Fachgebiet. Damit ist gewährleistet, dass die veröffentlichten Forschungsergebnisse einem hohen wissenschaftlichen Standard entsprechen.

Um den Know-how-Transfer vom Hochschulbereich zur Praxis zu beschleunigen, besteht die Möglichkeit, jedes Werk der Reihe nicht nur als herkömmliches Buch, sondern auch als E-Book zu veröffentlichen (siehe hierzu auch www.fsm-books.eu).

Band 1 der Schriftenreihe, den Dennis Teuber mit Beginn des Wintersemesters 2006/07 vorgelegt hat, befasst sich mit zwei Untersuchungsgegenständen gleichermaßen: den Beteiligungskapitalgebern angelsächsischer Prägung und dem deutschen Zeitungsmarkt. Bedingt durch kartellrechtliche Sperren ist es deutschen Zeitungen bzw. Zeitungsverlagen nicht möglich, den nötigen Konsolidierungsprozess innerhalb ihrer Branche nennenswert nach vorne zu treiben. Ausländische Kapitalgeber sind insofern in einer wesentlich komfortableren Situation. Ihr Kalkül dürfte im Formen großer und effizienter Einheiten auf europäischer Ebene liegen – nicht immer zum Vergnügen deutscher Zeitungsverlage.

Ich danke meinen Kollegen im Herausgeberrat und unseren Gesprächspartnern in den Finanzdienstleistungsunternehmen für ihre Unterstützung. In meinen Dank schließe ich den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern vom Weißensee Verlag in Berlin für ihr großes Engagement bei der Konzipierung der Schriftenreihe „Financial Services Management“ gerne mit ein.

Ich wünsche dem Band 1 und allen folgenden Bänden zahlreiche und aufmerksame Leser.

Berlin, im November 2006

Prof. Dr. Wolfgang L. Brunner

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis.....	1
Abkürzungsverzeichnis.....	3
0 Einleitung.....	5
1 Grundlagen des privaten Beteiligungskapitals.....	6
1.1 Definition und Abgrenzung von Private Equity und Venture Capital.....	6
1.2 Investitionsphasen und -motive für privates Beteiligungskapital.....	8
1.3 Beteiligungsarten und Investoren	10
1.3.1 Unmittelbare Beteiligung	10
1.3.2 Mittelbare Kapitalbeteiligung	11
1.4 Konzeption von Beteiligungsfonds.....	14
2 Vorgehensweise einer Private-Equity-Investition	17
2.1 Fundraising als Grundlage für Investitionen	17
2.2 Prüfung und Bewertung als Investitionsentscheidung.....	20
2.2.1 Unternehmenswertermittlung.....	20
2.2.2 Due Diligence – Sorgfältige Prüfung der Unternehmen	21
2.3 Finanzierungsinstrumente – Finanzielle Ausgestaltung von Private Equity	23
2.3.1 Mezzanine – Kapital mit Hybridstellung	23
2.3.2 Besonderheiten der Buyout-Finanzierung – der Leverage Effekt.....	25
2.4 Managementaufgaben während der Investmentphase	28
2.5 Möglichkeiten der Desinvestition für Beteiligungsgesellschaften	30
2.5.1 Exit über ein Initial Public Offering.....	30
2.5.2 Exit über ein Trade Sale	31
2.5.3 Exit über ein Secondary Purchase.....	32
2.5.4 Exit über ein Company Buy Back.....	33
2.5.5 Totalverlust.....	33
3 Rendite von Beteiligungskapital.....	35
3.1 Bestimmung adäquater Kennzahlen	35
3.2 Rendite von Private-Equity-Investitionen	37
3.3 Vergleich der Renditen nach Investitionsphasen und Fondsgröße.....	38

4	Angelsächsisches Beteiligungskapital in Deutschland	41
4.1	Ausländische Investoren und der deutsche Buyout-Markt	41
4.2	Gründe der Finanzinvestoren für ein Engagement in Deutschland	50
4.2.1	Unternehmensfinanzierung im Umbruch	52
4.2.2	Zunehmende Nachfolgeproblematik im Mittelstand	54
4.2.3	Privatisierungen öffentlicher Unternehmen.....	55
4.2.4	Entflechtung der Deutschland AG.....	56
4.2.5	Konsolidierung und Konzentration auf Kernkompetenzen	58
4.3	Die ökonomische Bedeutung von Beteiligungskapital	59
4.3.1	Effekte auf Unternehmensebene.....	59
4.3.2	Volkswirtschaftliche Auswirkungen von Private Equity	62
5	Die Konsolidierung des deutschen Zeitungsmarktes	68
5.1	Hintergründe des deutschen Zeitungsmarktes	68
5.1.1	Zeitungsmarkt im Überblick.....	68
5.1.2	Probleme der deutschen Zeitungsbranche	70
5.1.3	Mit neuen Konzepten aus der Krise.....	76
5.1.4	Konsolidierung der Zeitungsbranche.....	79
5.1.5	Private Equity und die deutsche Zeitungsindustrie	81
5.2	Kurzportraits der beteiligten Unternehmen im Berliner Engagement	83
5.2.1	Kaufobjekt: Berliner Verlag	83
5.2.2	Käufersyndikat: Veronis Suhler Stevenson und Mecom Group.....	84
5.3	Hintergründe und Fakten zum Buyout des Berliner Verlages	85
5.4	Zukunft des Berliner Verlages	89
5.4.1	Erfolgsstrategien im Zeitungsmarkt nach A. T. Kearney	89
5.4.2	Erwartungen und Strategie der Investoren VSS und Mecom.....	92
5.4.2.1	Gewinnerwartung und Renditeziele der Investoren	92
5.4.2.2	Strategie der Investoren für die BV Deutsche Zeitungsholding	94
6	Zusammenfassung	99
	Abbildungsverzeichnis	101
	Tabellenverzeichnis.....	103
	Quellenverzeichnis.....	105

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
ACTA	Allensbacher Computer- und Technikanalyse
ARD	Arbeitsgemeinschaft der öffentlich-rechtlichen Rundfunkanstalten der Bundesrepublik Deutschland
ATU	Autoteile Unger
AWA	Allensbacher Markt- und Werbeträgeranalyse
BCG	Boston Consulting Group
BDZV	Bundesverband Deutscher Zeitungsverleger
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BKartA	Bundeskartellamt
BVCA	British Venture Capital Association
BVK	Bundesverband Deutscher Beteiligungskapitalgesellschaften
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CDU	Christlich Demokratische Union
CEFS	Center for Entrepreneurial and Financial Studies
CSU	Christlich Soziale Union
CVC	Corporate Venture Capital
DBAG	Deutsche Beteiligungs AG
DCF	Discounted Cash Flow
ebd.	ebenda
EBIT	Earnings before Interests and Taxes
EBITDA	Earnings before Interests, Taxes, Depreciation and Amortisation
EK	Eigenkapital
eng.	englisch
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
F.A.Z.	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FK	Fremdkapital
GB	Großbritannien
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GP	General Partner
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
HYB	High Yield Bond (auch: Junk Bond)
i. d. R.	in der Regel

IfD	Institut für Demoskopie
IfM	Institut für Mittelstandsforschung
IHK	Industrie- und Handelskammer
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
IVW	Informationsgemeinschaft zur Feststellung der Verbreitung von Werbeträgern
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KG	Kommanditgesellschaft
KKR	Kohlberg Kravitz & Roberts
LBO	Leveraged Buyout
LP	Limited Partner
M&A	Merger and Acquisition
MA	Mitarbeiter
MBI	Management Buyin
MBO	Management Buyout
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
NVCA	National Venture Capital Association
o. O.	ohne Ort
o. V.	ohne Verfasser
OLG	Oberlandesgericht
PE	Private Equity
PwC	PricewaterhouseCoopers
Q.	Quartal
ROE	Return on Equity
RWI	Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
Tab.	Tabelle
UK	United Kingdom
USA	United States of America
USD	US-Dollar
VC	Venture Capital
vgl.	vergleiche
VSS	Veronis Suhler Stevenson
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung
ZMG	Zeitung Marketing Gesellschaft

0 Einleitung

Im Prinzip ist die Grundidee von privatem Beteiligungskapital so alt wie der Wunsch nach Selbstverwirklichung und Gewinnstreben selbst. Bedeutende Erfindungen und Entdeckungen der Menschheitsgeschichte wären ohne Finanzspritzen von privaten Kapitalgebern nicht möglich gewesen. Die Umsetzung von Beteiligungskapital als Kapitalmarktprodukt fand im Verhältnis dazu jedoch relativ spät statt. Die Wiege des Beteiligungsgeschäfts als Anlageklasse liegt in der Zeit nach dem zweiten Weltkrieg, wobei der USA und Großbritannien hierbei eine besondere Vorreiterrolle zukommt. Noch heute sind diese Länder das Maß aller Dinge im Beteiligungsgeschäft und so wundert es nicht, dass angelsächsische Investoren auch über ihre Landesgrenzen hinaus auf der Suche nach attraktiven Investitionszielen sind. Deutschlands Unternehmen werden dabei zunehmend zum Ziel der US-amerikanischen und britischen Fonds.

Privates Beteiligungskapital, gemeinhin auch als Private Equity bekannt, ist dabei nicht nur eine lohnende Finanzanlage, es ist zugleich eine moderne Art der Finanzierung, deren Folgen weit über das eigentliche Engagement hinausreichen. Dass diese alternative Form der Kapitalanlage, abgesehen von außerordentlich hohen Renditechancen, auch von ungleich höherem Nutzen für die Unternehmen und die Volkswirtschaft sein kann, wird in Deutschland dabei oftmals verkannt. Die Beteiligungsinvestoren hierzulande stehen häufig im Ruf eines „Raiders“, d. h. eines Finanzinvestors, der Unternehmen aufkauft, zerschlägt und Stück für Stück an den Meistbietenden verkauft. Für politisch motivierte Kreise wurde das vermehrte Auftreten ausländischer Finanzinvestoren auf dem deutschen Markt sogar Gegenstand einer Kontroverse, die große Wellen schlug.

Das Ziel dieser Untersuchung ist es daher, durch Aufklärung Transparenz zu schaffen. Das Wesen und die Hintergründe von Beteiligungskapitaltransaktionen sollen detailliert aufgedeckt werden, wobei das Hauptaugenmerk auf in Deutschland aktiven angelsächsischen Investoren liegt. Ein besonderer Teil stellt eine Untersuchung des Zeitungsmarktes und ein Beteiligungsengagement in dieser Branche dar. Da die Beteiligungskapitalgeber grundsätzlich eher im Hintergrund operieren und nicht sehr viel über ihre Transaktionen preisgeben, war die Erstellung dieses Kapitels eine besondere Herausforderung und wurde mit besonderer Vorsicht hinsichtlich vertrauenswürdiger und unparteiischer Quellen erarbeitet. Dieser Einblick soll die Denk- und Handlungsweise von Beteiligungskapitalgeber wiedergeben und Sinn und Zweck von Beteiligungskapital am praktischen Beispiel verdeutlichen.

1 Grundlagen des privaten Beteiligungskapitals

1.1 Definition und Abgrenzung von Private Equity und Venture Capital

Privates Beteiligungskapital ist eine Anlageklasse und gehört zur Gruppe der alternativen Investitionsformen. Privates Beteiligungskapital steht als Terminus major für sämtliche Investitionen in Form von Eigenkapitalbeteiligungen, mit denen Investoren Anteile an i. d. R. nicht börslich¹ gehandelten Unternehmen erwerben und damit an deren Wert und Erfolg beteiligt sind. Der deutsche Begriff privates Beteiligungskapital entspricht dem englischen Synonym Private Equity.

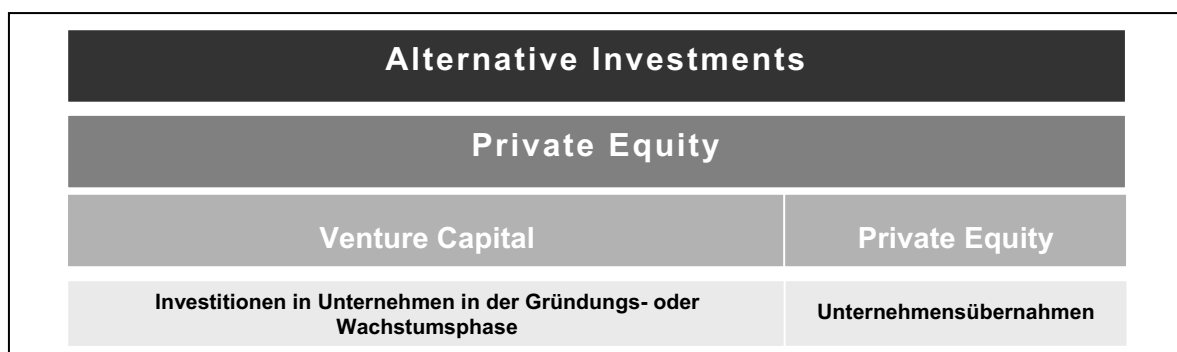


Abbildung 1: Abgrenzung von Venture Capital und Private Equity

Quelle: Eigene Darstellung.

Die Idee dahinter ist relativ simpel: Das Beteiligungskapital, welches von privaten und institutionellen Anlegern stammt, wird dem Unternehmen ohne bankübliche Sicherheiten auf Zeit zur Verfügung gestellt. Im Gegenzug erhält der Investor einen Unternehmensanteil, welcher diesem als Anlageform dient. Als Kompensation für die in das Unternehmen eingebrachten Finanzmittel, die Managementunterstützung sowie das hohe Risiko, das der Investor dabei zwangsläufig eingeht, erwartet er eine entsprechende Rendite auf sein eingesetztes Kapital sowie Mitsprache- und Kontrollrechte.² Der Investor verdient dann Geld, wenn die erworbenen Anteile zu einem höheren Preis weiterveräußert werden können.

¹ Streng genommen beteiligen sich die Beteiligungskapitalinvestoren auch an börsennotierten Unternehmen, allerdings zum Zweck eines Delistings (so genanntes going private oder public-to-private) des Unternehmens.

² Vgl. Leitinger, R./Strohbach, H./Schöfer, P./Hummel, M. (2000), S. 117.

Die Anlageklasse wird in zwei Teildisziplinen untergliedert: Venture Capital und Private Equity (Abb. 1). Venture Capital umfasst Eigenkapitalinvestitionen, in Form einer Minderheitsbeteiligung,³ in die frühe Gründungsphase und die spätere Wachstumsphase von Unternehmen. Im deutschen Sprachgebrauch wird auch von Wagnis- oder Risikokapital gesprochen. Da diese Bezeichnungen aber nur eine Seite der Medaille reflektieren und sich hinter einem Wagnis auch Opportunitäten verbergen, sollte der Begriff von beiden Parteien ebenso als Chancenkapital⁴ verstanden werden. Damit aus Wagniskapital nicht das Wagnis Kapital wird, kommt es regelmäßig zu einer mehr oder weniger intensiven Managementberatung und -betreuung (Hands-on-Management) durch die Kapitalgeber.⁵ Dem Unternehmer werden erfahrene Wissensträger zur Seite gestellt, um Hilfestellung zu geben, gleichzeitig bietet sich für den Kapitalgeber dadurch eine Kontroll- und Absicherungsmöglichkeit an. Im Rahmen einer sehr engen Begriffsauslegung wird Venture Capital wiederholt mit reiner High-techfinanzierung gleichgesetzt. Diese Auslegung des Begriffs mag zwar durchaus charakteristisch sein, da die Investitionen zumeist in Bereiche der Informationstechnologie, Telekommunikation, Software, Biotechnologie, Medizintechnik usw. erfolgen, dennoch ist sie insofern nicht richtig, als Venture Capital die Finanzierung der gesamten Bandbreite ohne einen unbedingten Fokus auf Hightech abdeckt.

Irreführend, da zweideutig, wird der Begriff Private Equity neben seiner Bedeutung als Obergriff auf der untergeordneten Ebene ein weiteres Mal verwendet. In diesem Fall ist Private Equity sowohl begrifflich als auch inhaltlich eine Erweiterung von Venture Capital. Auch hier wird im Kern Eigenkapital und unternehmerische Unterstützung zur Verfügung gestellt, allerdings kommt es hier i. d. R. zu einer mehrheitlichen Übernahme von reifen und etablierten Unternehmen im Rahmen so genannter Buyouts.

Die dargestellte Begriffsbestimmung und -abgrenzung ist konform mit der des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) und der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA). Dennoch soll nachfolgend die offizielle Definition des EVCA zum Vergleich angeführt werden.⁶

³ Vgl. Nathusius, K. (2001), S. 55.

⁴ Vgl. ebd., S. 53.

⁵ Vgl. Geigenberger, I. (2006), S. 1.

⁶ EVCA, Glossary, www.evca.com.

“Private equity provides equity capital to enterprises not quoted on a stock market. Private equity can be used to develop new products and technologies, to expand working capital, to make acquisitions, or to strengthen a company’s balance sheet. It can also resolve ownership and management issues. A succession in family-owned companies, or the buyout and buyin of a business by experienced managers may be achieved using private equity funding. Venture capital is, strictly speaking, a subset of private equity and refers to equity investments made for the launch, early development, or expansion of a business.”

1.2 Investitionsphasen und -motive für privates Beteiligungskapital

Die unterschiedlichen Lebensphasen, die ein Unternehmen durchläuft, sind zugleich Anlass für verschiedenartige Investitionen.⁷ Mit jedem Fortschritt im Dasein eines Unternehmens steigt auch der Kapitalbedarf, und die Motive für diesen Bedarf nehmen andere Formen an. Somit handelt es sich bei Private Equity nicht nur um innovative Ideen, die verpackt in Unternehmensgestalt durch Wagniskapital die Welt erblicken und das Laufen erlernen. Die Gründe für Beteiligungskapital sind weit reichender und zum Teil spektakulärer als man zu denken vermag. Die Investitionsphasen und -motive sollen daher in diesem Kapitel vorgestellt werden – einen ersten Überblick veranschaulicht Abbildung 2, die zugleich den idealtypischen Gewinnverlauf illustriert, der aufgrund seiner Form auch als J-Curve bezeichnet wird.

Im Early-Stage-Segment werden alle Investitionen in der frühen Entwicklungsphase von Unternehmen, d. h. Finanzierungen der Unternehmensgründung und der vorunternehmerischen Tätigkeit sowie der Anlaufphase nach Aufnahme der Geschäftstätigkeit, zusammengefasst. Auf die Early-Stage-Phase folgt die Later-Stage-Phase. Diese Phase widmet sich vorwiegend dem Unternehmenswachstum und der Expansion, aber auch der Finanzierung strategischer Investitionen oder des Börsengangs bei etablierten mittelständischen Unternehmen. Da es sich bei Later-Stage-Investitionen um reife Unternehmen handelt, besteht für die Investoren der Vorteil, dass mit den Beteiligungen sowohl laufende Erlöse als auch Wertzuwächse bei den Unternehmensanteilen erzielt

⁷ Die Unterteilung der Investitionsphasen ist in der Literatur sehr unterschiedlich gewählt. Die einzelnen Phasen der vorliegenden Arbeit basieren ausschließlich auf der Einteilung des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK).

werden können. Eine kurzfristige Kapitalbereitstellung zur Vorbereitung eines Börsengangs wird als Bridge-Investition bezeichnet. Venture Capital wird auch zu Finanzierungsanlässen in die Unternehmen begeben, die nicht unmittelbar in die Entwicklungsphasen eines Unternehmens nach der Lebenszyklusbetrachtung gehören. Es handelt sich dabei um situationsbedingte Investitionen, wie Replacement oder Turnaround.

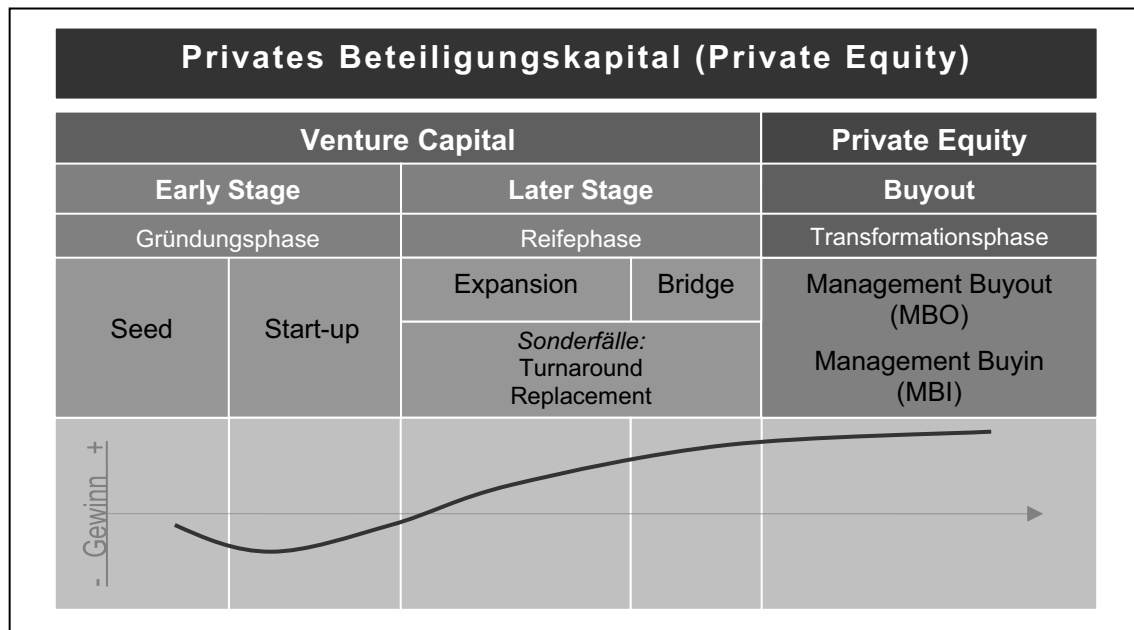


Abbildung 2: Investitionsphasen und J-Curve von Private Equity

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Schefczyk (2000), S. 24.

Als Buyouts bezeichnet man Unternehmensübernahmen durch Finanzinvestoren unter Beteiligung des Managements. Ein Buyout ist weniger eine Investitionsphase, als mehr eine Methode, um sich an Unternehmen zu beteiligen, denn die Strategie dahinter ist teilweise kongruent mit dem Venture-Bereich. Oftmals handelt es sich um die Implementierung einer Wachstums- und Expansionsstrategie. Buyouts sind technisch gesehen Transformationsprozesse in Bezug auf Veränderungen der Eigentümerstrukturen, wie etwa Privatisierungen oder die Unterstützung bei unternehmerischen Nachfolgeregelungen etablierter Unternehmen in Spätphasen. Von besonderer Relevanz

sind im Wesentlichen zwei Ausprägungen:⁸ Management Buyout (MBO) und Management Buyin (MBI).

1.3 Beteiligungsarten und Investoren

1.3.1 Unmittelbare Beteiligung

Im Rahmen einer direkten Beteiligung erwirbt der Anleger ohne das Zwischenschalten von Intermediären Gesellschaftsanteile an einem Unternehmen in eigenem Namen und auf eigene Rechnung. Der Finanzinvestor hat bei dieser Art der Beteiligung die größten Chancen auf eine außerordentlich hohe Rendite, muss im Verlustfall dagegen mit der Abschreibung seiner gesamten Einlage rechnen. Neben strategischen Investoren und vermögenden Privatpersonen, die Beteiligungen in sämtliche Phasen eines Unternehmens vollziehen, wird die direkte Beteiligung zumeist in der Gründungsphase getätigt. Hervorzuheben sind hierbei die so genannten Business Angels, Inkubatoren und Akzeleratoren. Diese Gruppe der Investoren sind Subjekte, die neben einer Beteiligung vordergründig nichtmonetäre Hilfestellung anzubieten haben.

Bei den Business Angels handelt es sich zum Teil um traditionell wohlhabende Familien,⁹ zum größeren Teil um Einzelpersonen, die sich vornehmlich an Unternehmen im Frühstadium mit einer Beteiligung im Umfang zwischen 25.000 und 250.000 Euro direkt beteiligen und höhere Managementpositionen bekleiden oder bekleidet haben. Business Angels verstehen sich als Mentoren und begleiten das Zielunternehmen in strategischen Fragen, übernehmen aber auch aufgrund ihres Wissens in der gleichen oder ähnlichen Branche Managementfunktionen. Aufgrund ihrer Expertise in der Branche und der Erfahrung als (Ex-)Manager sind diese zumeist in der Lage, die Chancen und Risiken besser einzuschätzen als unbedarfte Anleger.¹⁰

Inkubatoren stellen jungen Unternehmensgründern eine Arbeitsinfrastruktur zur Verfügung und erhalten im Gegenzug Unternehmensanteile.¹¹ Das Konzept eines Inkubators ist eine konsequente Weiterentwicklung der typischen Innovations-,

⁸ Als Management Buyout wird die Beteiligung von Investoren unter Zuhilfenahme des bestehenden Managements verstanden, während die Inanspruchnahme eines neuen, externen Managements als Management Buyin bezeichnet wird.

⁹ Vgl. Geigenberger, I. (2006), S. 33.

¹⁰ Vgl. Jesch, T. A. (2004), S. 29.

¹¹ Vgl. Geigenberger, I. (2006), S. 4.

Technologie- und Gründerzentren. Sie stellen Büroräume, bieten Beratung an und sie vermitteln Kontakte zu Geschäftspartnern und Kapitalgebern.¹² Die Räumlichkeiten befinden sich häufig in einem Bürokomplex eines Technologieparks, in dem mehrere Start-ups untergebracht sind und auf die Wirtschaftswelt vorbereitet werden sollen (Inkubator = Brutkasten). Im Zusammenhang mit Inkubatoren sind Akzeleratoren zu nennen, die abgesehen von der Bereitstellung von Infrastruktur, insbesondere darum bemüht sind, den Marktdurchdringungsprozess der Zielunternehmen zu beschleunigen (Akzelerator oder Accelerator = Beschleuniger). Häufig werden für Unterstützung die Ressourcen des Akzelerators, z. B. Vertriebswege, Rechenzentren, zur Verfügung gestellt.¹³

1.3.2 Mittelbare Kapitalbeteiligung

Bei der mittelbaren Kapitalbeteiligung unterscheidet der Markt für Private Equity vereinfacht zwischen drei beteiligten Personengruppen: Den Investoren auf der einen Seite und den Zielobjekten, also den Kapital erhaltenden Unternehmen, auf der anderen Seite. Eine dazwischen geschaltete Beteiligungsgesellschaft wirkt als Intermediär und bringt beide Interessengruppen zueinander. Eine Übersicht der Beteiligungsarten und der beteiligten Subjekte liefert Abbildung 3:

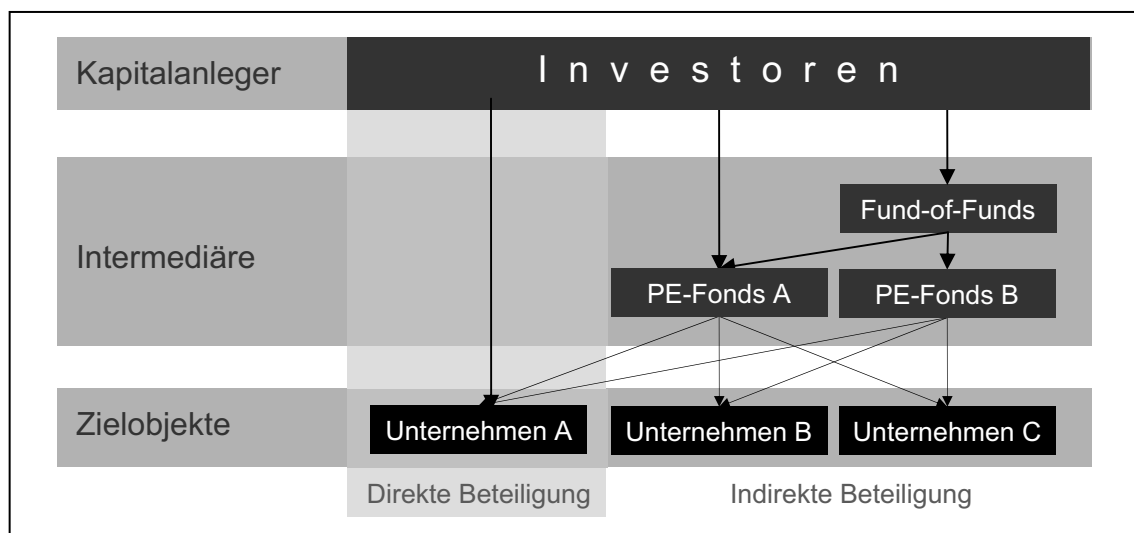


Abbildung 3: Mögliche Arten der Beteiligung und beteiligte Personengruppen

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Dahmann, A./Frommann, A. (2005), S. 52.

¹² Vgl. Grabherr, O. (2002), S. 238.

¹³ Vgl. Eckstaller, C./Huber-Jahn, I. (2006), S. 15.

Der Schwerpunkt der indirekten Beteiligung liegt auf Fondsinvestments. Im Mittelpunkt steht hier die Beteiligungsgesellschaft, die unter Zuhilfenahme einer Fondskonstruktion (vgl. Kapitel 1.4), Gelder von in- und ausländischen Investoren einsammelt und dieses in einem Pool von Unternehmen anlegt.

Der Vorteil von Fondsinvestments ist, dass der Kapitaleinsatz, die Managementunterstützung und -kontrolle sowie die Veräußerung der Portfolio-Unternehmen durch ein Team kompetenter und erfahrener Manager erfolgt. Der Investor ist somit indirekt an den Zielunternehmen beteiligt. Durch die Streuung des Fondskapitals in 20 bis 30 verschiedene Beteiligungen lässt sich eine Risikominimierung durch Diversifizierung erreichen. Allerdings gehen die Investoren dabei das Risiko ein, nicht zu wissen, in welche Unternehmen sie detailliert investieren (Blind Pool).¹⁴ Zielgruppen solcher Fonds sind institutionelle Investoren und vermögende Privatanleger, die eine Mindesteinlage bei mittleren und größeren Fonds von ca. 3 bis 20 Mio. Euro zu tätigen haben.¹⁵ Das Fondsvolumen erreicht aufgrund der hohen Einlagen der Teilnehmer nicht selten zwei- bis dreistellige Millionenbeträge. Angelsächsische Initiatoren schaffen es durchaus auch auf Volumina in Milliardenhöhe. Die Beteiligungsgesellschaften werden je nach Abhängigkeit von einer Muttergesellschaft als „Captives“ (Firmeneigene, Abhängige) oder „Semi-Captives“ (Teilabhängig) bzw. bei Vorliegen einer generellen Autonomie als „Independents“ (Unabhängige) bezeichnet.

Die Vielfalt der Beteiligungsgesellschaften ist groß. Neben sehr vielen privaten und profitorientierten Beteiligungsgesellschaften, handeln auch einige in einem öffentlichen Auftrag, wie zum Beispiel die Beteiligungsgesellschaften der Bundesländer oder die so genannten mittelständischen Beteiligungsgesellschaften (Tab. 1).

¹⁴ Vgl. Achleitner, A.-K. (2002), S. 721.

¹⁵ Vgl. Kreuter, B. (2003), S. 92.

Tabelle 1: In Deutschland tätige Private-Equity-Gesellschaften

Mittelständische Beteiligungsgesellschaften (MBG):	Zumeist öffentlich-rechtliche Kapitalgeber, wie Industrie- und Handelskammern, Unternehmensverbände, öffentlich-rechtliche Banken mit Beteiligungen in den jeweiligen Bundesländern bis zu eine Mio. Euro.
Regionale Beteiligungsgesellschaften:	Gesellschafter sind meist Regionalbanken, Raiffeisen- und Volksbanken mit Beteiligungen an regional ansässigen Existenzgründern ab 10.000 Euro. Eine Managementunterstützung kann erfolgen.
Beteiligungstöchter von Banken und Versicherungen:	Gesellschafter sind meist private Geschäftsbanken und Versicherungsgesellschaften mit Beteiligungen ab 250.000 Euro. Es werden Beratungsleistungen in den Bereichen Marketing, Vertrieb und Controlling angeboten.
Corporate-Venture-Capital-Gesellschaften (CVC) :	CVC-Gesellschaften sind Töchter von Großunternehmen. Ziel der Beteiligung ist, mit Hilfe neuer Partner innovative Märkte für Konzerne zu erschließen (Window on Technology). Eine langfristige Bindung junger Unternehmen kann unter Umständen zu einer gewünschten Abhängigkeit und Eingliederung führen. Das Gegenteil kann ebenso unterstützt werden: Entsprechen neue Produkte nicht der Strategie des Unternehmens, werden Ausgründungen angestrebt um einer Weiterentwicklung dennoch nicht im Wege zu stehen (Intrapreneurship).
Unabhängige Private-Equity-Gesellschaften:	Unabhängige Gesellschaften beteiligen sich in allen Investitionsphasen an Unternehmen. Das Beteiligungskapital beträgt meist einige Mio. Euro. Die unabhängigen Beteiligungsgesellschaften sind aufgrund des Risikos daran interessiert, Firmenstrategien der Zielunternehmen mitzubestimmen und Managementfunktionen zu übernehmen.
Investment- und Merchantbanken:	Diese speziellen Banken beteiligen sich in allen Investitionsphasen, wobei sie sich eher auf Buyouts konzentrieren, da sie naturgemäß stark im M&A-Bereich tätig sind.

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Eckstaller, C./Huber-Jahn I. (2006), S.17; Jesch, A. T. (2004), S. 24-31, und auch Geigenberger, I. (2006), S. 90-95.

Eine Grenze zwischen den Investoren und den Beteiligungsgesellschaften kann nicht eindeutig gezogen werden, da i. d. R. auch die Beteiligungsgesellschaften, wenn auch nur zu einem kleinen Teil, am Portfolio beteiligt sind. Die eigentliche Investorenseite¹⁶ ist von institutionellen und (zumeist vermögenden) privaten Anlegern bzw. Familien geprägt. Der Kreis der institutionellen Anleger besteht aus Kreditinstituten, Investmentbanken, Versicherungen, Pensionsfonds, Stiftungen (Endowments/Foundations), Großunternehmen, akademischen und staatlichen Einrichtungen. Ein steigender Mittelzufluss durch angelsächsische Kapitalgeber ist erst in den letzten Jahren erheblich gestiegen. Insbesondere amerikanische und britische Pensionsfonds, ausgestattet mit Beträgen in Milliardenhöhe, sind über Fondsbeteiligungen auf dem deutschen Markt zunehmend

¹⁶ Der Begriff des Finanzinvestors/Investors in der vorliegenden Untersuchung wird gleichbedeutend für die Fonds auflegenden Gesellschaften benutzt. Obwohl die Private-Equity-Unternehmen eher als Intermediäre fungieren, hat sich diese Formulierung in der einschlägigen Literatur durchgesetzt und soll auch hier so verwandt werden.

aktiv. Inzwischen zählen sie zu den wichtigsten Investoren von international eingeworbenen Fonds.¹⁷

Eine weitere indirekte Beteiligungsart, die zunehmend an Bedeutung gewinnt und inzwischen neben Pensionsfonds immer wichtiger für das Fundraising von Private Equity-Fonds wird, ist die Partizipation an einem Fund-of-Funds. Ein Fund-of-Funds ist gleichbedeutend mit dem deutschen Begriff „Dachfonds“ und zielt größtenteils auf die Investorengruppe der Privatanleger ab, da hier auch kleinere Anteile bezogen werden können. Bei dieser risikoärmeren Variante der Private-Equity-Investition übernehmen Anleger Anteile eines übergeordneten Fonds, der nicht direkt in die Unternehmen, sondern in verschiedene Private-Equity-Fonds investiert. Dem Vorteil einer weiteren Risikoverteilung auf oftmals über 100 Zielunternehmen steht der Nachteil einer doppelten Kostenstruktur gegenüber, oftmals erhält der Anleger gerade einmal 50 bis 60 Prozent der Erlöse.¹⁸ Durch die weitgehende Diversifizierung kommt es ferner dazu, dass überdurchschnittliche Erlöse aus einzelnen Unternehmen kaum noch spürbar sind. Positiv ist jedoch anzumerken, dass ein Fund-of-Funds die Anlage in verschiedene Märkte, Branchen oder Unternehmensphasen abdecken kann. Neben dem Dachfondskonzept, besteht auch die Möglichkeit, in Aktien börsennotierter Private-Equity-Gesellschaften zu investieren oder die Ausgabe von Zertifikaten mit einem entsprechenden Underlying zu nutzen. Diese Formen der indirekten Beteiligung sollen zugunsten der Fonds privater und unabhängiger Private-Equity-Gesellschaften hier jedoch nicht weiter verfolgt werden.

1.4 Konzeption von Beteiligungsfonds

Private-Equity-Gesellschaften legen für gewöhnlich Beteiligungsfonds auf, um mit den eingesammelten Geldern der Investoren Unternehmensanteile zu erwerben. Diese Fonds werden als „Affiliates“, also Tochterunternehmen, betrachtet und dienen ausschließlich zum Zwecke der Kapitalakquisition und Beteiligung. Da sich dieses fondsorientierte Konzept in der Praxis durchgesetzt hat, soll es in diesem Abschnitt näher erläutert werden.

¹⁷ Vgl. BVK (2006a), S. 9.

¹⁸ Vgl. Jesch, T. A. (2004), S. 187.

Üblicherweise werden US-amerikanische und britische Beteiligungsfonds in der Rechtsform der Limited Partnership¹⁹ (LP) geführt, bestehend aus dem General Partner (GP) und dem Limited Partner (LP). Die Limited Partnership ist ein auf Zeit konstruiertes Gebilde, das zumeist für einen Zeitraum von sieben oder zehn Jahren angelegt ist.²⁰ Der General Partner in Form einer eigenständigen Gesellschaft (Management Partnership) agiert als geschäftsführender Gesellschafter und Managementgesellschaft.²¹ Diese Managementgesellschaft wählt die Beteiligungen aus und betreut sie. Die Fondsgesellschaft hält allein die Beteiligungen. Die Limited Partner (LP) sind hierbei die Investoren, deren Haftung auf die Kapitaleinlage beschränkt ist, dafür aber auch keinerlei Mitspracherechte bei der Geschäftsführung der Gesellschaft haben.

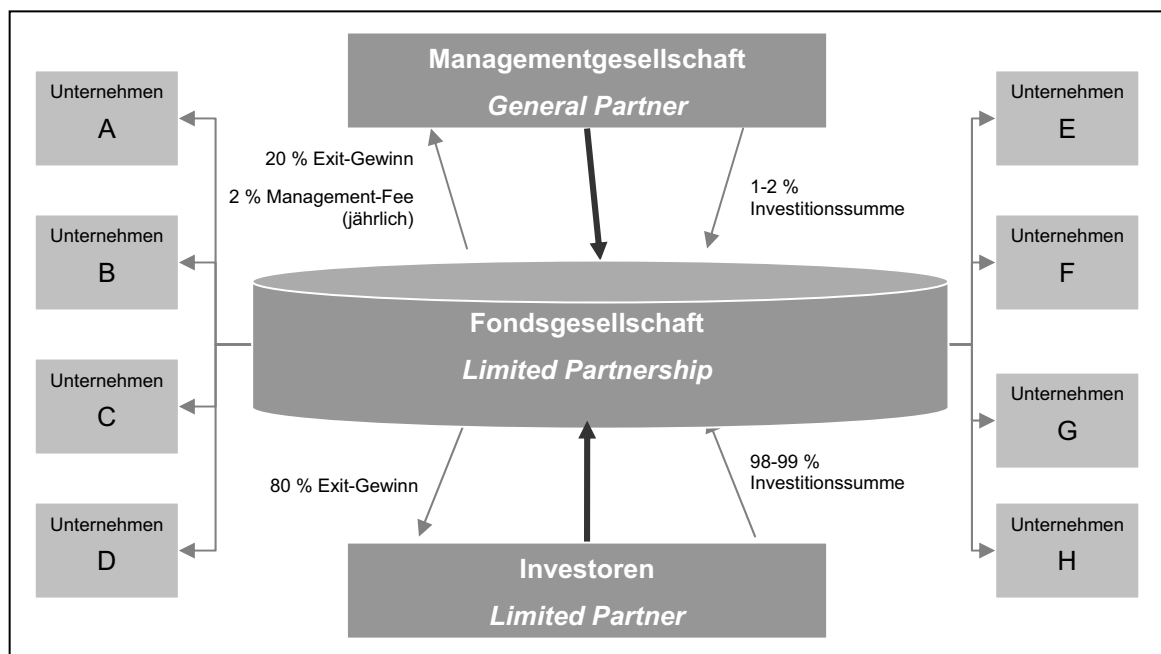


Abbildung 4: Typische Struktur eines Private-Equity-Fonds

Quelle: Eigene Darstellung.

Die Investoren (LP) zahlen ca. 98 bis 99 Prozent des Fondvermögens ein, das Management beteiligt sich mit dem Restbetrag – allein schon aus Gründen des

¹⁹ Auf Deutschland übertragen entspricht die Limited Partnership am ehesten einer Kommanditgesellschaft, in der die General Partner als vollständig haftende Komplementäre und die Limited Partner als in Höhe ihrer Einlage haftende Kommanditisten fungieren. In Deutschland wird für solche Fondskonstruktionen zumeist die Rechtsform der GmbH & Co. KG genutzt, da hierdurch eine beschränkt haftende Kapitalgesellschaft als Komplementär der Kommanditgesellschaft eingesetzt wird.

²⁰ Vgl. Sharp, G. (2003), S. 44 f.

²¹ Vgl. Jesch, T. A. (2004), S. 141.

Interessenausgleichs, aber auch als Ansporn und als Zeichen des Vertrauens in die eigenen Fähigkeiten. Die operative Führung obliegt der Managementgesellschaft gegen eine übliche Gebühr (Management Fee) von 1,25 bis 2,5 Prozent des Fondsvermögens.²² Die Management-Fee dient in erster Linie der Deckung der Fixkosten der Beteiligungsgesellschaft. Eine besondere Anreizwirkung zur Steigerung des persönlichen Einsatzes kommt ihr demzufolge nicht zu. Der Anreiz, sich für eine besonders hohe Wertsteigerung des Portfolios zu engagieren, ergibt sich durch die Beteiligung der Gesellschaft an den realisierten Wertzuwächsen des Fonds. Die Gewinne aus den Beteiligungen werden für gewöhnlich nur zu 80 Prozent an die Investoren ausgezahlt. Die restlichen 20 Prozent fließen als Vergütung, so genannte Carried Interest, an das Management bzw. an die Beteiligungsgesellschaft. Damit die Investoren vorrangig bedient werden, wird in vielen Fällen zuvor eine Mindestrendite (Hurdle Rate) festgeschrieben. Die Hurdle Rate ist entsprechend diejenige Verzinsung des eingesetzten Kapitals, die erzielt werden muss, bevor auch das Fondsmanagement in Höhe des vereinbarten Carried Interest am Kapitalgewinn partizipieren darf.²³

²² Vgl. ebd., S. 135.

²³ Vgl. Feinendegen, S./Schmidt, D./Wahrenburg, M. (2002), S. 9.