

FINANZIERUNGSPROZESS

Finanzierungsprozess – Seite 1
Wachstum/Finanzierungsstruktur – Seite 1
Schlüsselfaktoren – Seite 2
Beteiligungsprozess – Seite 3
Ziele der Partner – Seite 5
Unternehmenswert – Seite 6
Der Exit – Seite 7

Finanzierungsprozess

Eine Beteiligung eines PE/VC Investors von der Idee, über das sogenannte „Closing“, also dem Eingehen der Beteiligung, bis hin zum Exit ist ein komplexer und anspruchsvoller Prozess. Neben wesentlichen wirtschaftlichen und rechtlichen Erwägungen spielt letztlich der „fit“, die Übereinstimmung von Unternehmer und Investor, die zentrale Rolle.

Wachstum und Finanzierungsstruktur

Lebensphasen

Das Bestehen eines Unternehmens ist von dem Durchlaufen verschiedener Lebensphasen gekennzeichnet, wobei die Ausprägung und Intensität ebendieser von den jeweiligen individuellen Faktoren abhängig ist. Zu den Lebensphasen zählen idealtypischerweise die Frühphase (Early Stage), die Wachstumsphase (Expansion Stage) und die Reifephase (Later Stage), wobei die Grenzen zwischen den einzelnen Phasen in der Regel fließend sind. Die Early Stage bezeichnet den Zeitraum vor der Gründung des Unternehmens bis zum ersten Markteintritt. Die Phase nach dem erfolgten Markteintritt wird Expansion Stage genannt, welche u.a. die Erschließung neuer Märkte mit sich bringt. Die dritte Phase im Lebenszyklus (Later Stage) umfasst etablierte Unternehmen, welche zur weiteren Entwicklung des Unternehmens unterschiedliche Maßnahmen (u.a. Restrukturierung, strategische Neuausrichtung) ergreifen können (Gündel/Katzorke, Private Equity. Finanzierungsinstrument und Anlagemöglichkeit [2007] 82ff).

Finanzierungsmöglichkeiten

Je nachdem in welcher Phase sich das Unternehmen befindet, gibt es unterschiedliche Finanzierungsbedürfnisse und daher auch unterschiedliche Finanzierungsformen. Grundsätzlich kann die Unternehmensfinanzierung in allen drei zuvor genannten Lebensphasen mittels Private Equity erfolgen. Die Finanzierungsmöglichkeiten in der Frühphase umfassen die Vorgründungsfinanzierung (Seed Financing), die Finanzierung der Unternehmensgründung (Start-up Financing) und die Finanzierung des Markteintritts (First Stage Financing). Unternehmen, welche sich in dieser Phase befinden, sind einerseits in der Regel mit geringem Eigenkapital ausgestattet und andererseits ist die Finanzierung mit klassischen Fremdkapitalinstrumenten nur beschränkt möglich. Dies ist vor allem auf das hohe Risiko und den Mangel an Sicherheiten zurückzuführen. Verstärkter Finanzierungsbedarf

ergibt sich vor allem bei Technologieunternehmen, da diese hohe Anfangsinvestitionen (im Bereich F&E) tätigen müssen. Venture Capital kann in der Early Stage als alternative Finanzierungsform eingesetzt werden. Aufgrund des hohen Risikos und den damit verbundenen hohen Renditeerwartungen kommt die Finanzierung mittels Venture Capital jedoch nur für Unternehmen mit grundsätzlich großem Wachstumspotential in Frage.

Die Wachstumsphase gliedert sich in die Finanzierung des Wachstums nach der Markteinführung (Second Stage Financing) und in die Finanzierung der Ausweitung und Anpassung der Unternehmensstrukturen (Third Stage Financing). Aufgrund hoher Investitionen in das Anlagevermögen, Produktinnovationen und der Stärkung des Vertriebs in der Second Stage sowie aufgrund von Markterschließungskosten und Produktausweitungen in der Third Stage ergeben sich in der Wachstumsphase hohe Finanzierungsbedürfnisse. Der Einsatz von Private Equity ist deswegen in dieser Phase begünstigt, da aufgrund der definierten Wachstumsstrategien eine Unternehmenswertsteigerung und somit hohe Renditen geplant werden und bereits einigermaßen realistisch abgeschätzt werden können (im Gegensatz zur Early Stage).

Die Unternehmensfinanzierung in der Reifephase bestimmt sich speziell nach den individuellen Bedürfnissen des Unternehmens. Ein häufiger Anlass in diesem Bereich ist die strategische Neuausrichtung von Unternehmensteilbereichen oder des gesamten Unternehmens. Weitere Finanzierungsanlässe sind Gesellschafterwechsel (Buy-out), Bridge Financing (Pre-IPO) oder Restrukturierungen (Turnaround Financing) (Gündel/Katzorke, Private Equity. Finanzierungsinstrument und Anlagemöglichkeit [2007] 82ff).

Funktionen von Eigenkapital

Eigenkapital hat eine Vielzahl an wichtigen Funktionen in den unterschiedlichen Lebensphasen. Neben der Finanzierungsfunktion im engeren Sinn erfüllt es eine Kreditfunktion, so dass durch eine fundierte Eigenkapitalausstattung aufgrund der gebotenen Sicherheit für die Gläubiger, Fremdkapital einfacher und günstiger zu beziehen ist. Innerhalb des Unternehmens entscheidet das Eigenkapital in der Regel über das Mitspracherecht bei unternehmerischen Entscheidungen und über die Gewinnverteilung. Nach außen hin übernimmt das Eigenkapital eine wichtige Signalwirkung, indem der Unternehmer zeigt, dass er erstens bereit ist, Risiken zu tragen, und zweitens davon ausgeht, eine hohe Rendite zu erwirtschaften. Ferner kommt dem Eigenkapital eine Haftungsfunktion in Hinblick auf Verluste (bei Insolvenzfällen) zu.

Schlüsselfaktoren

All diese Funktionen übernimmt auch Beteiligungskapital von Private Equity Investoren. Das Spezifische der Finanzierungsform liegt in der klaren Exit-Orientierung des Investors und den Auswirkungen auf die Corporate Governance des Unternehmens. Die Beteiligung eines Private Equity Investors an einem Unternehmen ist immer eine Partnerschaft auf Zeit, meist auf eine im Vorhinein definierte Zeitspanne. Der Private Equity Investor nimmt dabei im wahrsten Sinne des Wortes „Anteil“ am Unternehmen, er wird Miteigentümer und Mitunternehmer und trägt das gleiche Risiko wie die anderen Eigentümer, erwartet aber auch angemessene Mitspracherechte am Unternehmen.

Gemeinsame Ziele

Die Lösung dieses natürlichen Spannungsfeldes von Kapitalaufbringung und Unternehmenskontrolle zwischen Unternehmer und Investor gilt es im Zuge eines erfolgreichen Beteiligungsprozesses in eine Win-win-Situation zu führen. Die wesentlichste Voraussetzung dafür liegt in gemeinsamen Zielen von Unternehmer und Investor. Für den Investor lassen sich diese Ziele ganz klar angeben:

- Sicherung des Unternehmenswachstums und damit Steigerung des Unternehmenswertes
- (Teil-) Realisierung im Zuge eines Exits
- Bereitschaft zu PE-üblicher Corporate Governance

Das Wachstums- und Wertsteigerungsziel birgt hauptsächlich hinsichtlich des Weges Diskussionspotential. Hier bedarf es eines klaren Einverständnisses, nicht zuletzt auch um die Erfahrung und die Netzwerke des Investors zur Geltung zu bringen.

Ein Private Equity Investor erzielt seine Rendite typischerweise nicht aus den laufenden Cash-flows des Unternehmens, sondern aus der Realisierung der Wertsteigerung im Zuge einer Veräußerung der Unternehmensanteile. Der erfolgreiche Exit ist daher zentraler Fokus des Investors. Die Exit-Strategie muss daher bereits bei Beteiligungserwerb von allen Gesellschaftern voll mitgetragen werden.

Schließlich sind mit einer PE/VC-Beteiligung Regelungen der Corporate Governance verbunden (Mitspracherechte des Investors, Aufsichtsrat / Beirat, Controlling / Reporting, allgemeine Regeln der rationalen Betriebsführung) die gegenüber jenen stark eigentümerorientierten Unternehmen wesentliche Veränderungen bringen können.

Potential und Transparenz

Sofern man sich über die Ziele einig ist – eine nicht zu unterschätzende Hürde – stellt sich die Frage nach der Erreichbarkeit dieser Ziele. Um als Unternehmen für einen Private Equity Investor attraktiv zu sein, stehen ein überdurchschnittliches Wachstums- und Wertsteigerungspotenzial sowie die Exit-Fähigkeit an der Spitze der Überlegungen. Entsprechende Wettbewerbsvorteile (Technologie, USP) und ein fundiertes Unternehmenskonzept sollten diese Aspekte unterstützen. Um die bereits angesprochene Corporate Governance umsetzen zu können, braucht es eine angemessene Organisation und strukturelle sowie rechtliche Transparenz des Unternehmens.

Der Beteiligungsprozess

Der Beteiligungsprozess selbst setzt sich typischerweise aus folgenden Phasen zusammen: Erstanalyse und Bewertung, LOI, Due Diligence und Vertragserrichtung. Ziel ist es, in diesem Prozess möglichst früh die Realisierungschancen für ein Projekt zu identifizieren. Daher gilt es, in der ersten Phase bis zum LOI alle wesentlichen Fragen hinsichtlich der Ziele, der Potentiale und Strategien zu klären und die vertraglichen Eckdaten festzulegen. Es stellt sich heraus, dass aus unterschiedlichen Gründen nur bei einem Bruchteil der Projekte diese Übereinstimmung gefunden werden kann – dieser Fall kann auch unabhängig von einer prinzipiell hohen Qualität des Projekts bei nicht Erreichen der oben dargestellten

Schlüsselfaktoren eintreten. Erst wenn die wesentlichen Linien des Projekts festgelegt sind, geht man in die sehr ressourcenintensive Phase der Due Diligence und Vertragserrichtung.

LOI (Letter of Intent)

Der Letter of Intent (LOI) umfasst den wesentlichen rechtlichen und finanziellen Rahmen einer möglichen Beteiligung, insbesondere Finanzierungshöhe und -Instrumente, und stellt die Basis für die weiteren Analysen dar. Es sind darin folgende Punkte enthalten:

- Der Rahmen für die Beteiligungshöhe
- Der inhaltliche und organisatorische Rahmen der Due Diligence
- Die Gesellschafterrechte
- Die geplante Veräußerung bzw. der Exit-Kanal und –Zeitpunkt
- Vertraulichkeitsregelungen
- Allfällige Exklusivität für den Investor
- Die Kostentragung des Prozesses

Due Diligence

Investitionsentscheidungen werden erst nach der Due Diligence, der sorgfältigen Prüfung der potentiellen Beteiligungsunternehmen und eingehender Evaluierung des identifizierten Risikos, des Renditepotentials sowie der Exit-Möglichkeiten getroffen. Vorbereitet werden diese Grundlagen für die Investitionsentscheidungen üblicherweise durch das Fondsmanagement und deren Berater (Steuerexperten, Rechtsexperten, Technologie-Experten etc.). Die Dauer der Due Diligence kann je nach Einzelfall stark variieren, jedoch sind drei Monate ein guter Richtwert für diesen Prozess.

Die Analyse widmet sich im Wesentlichen zwei Hauptthemen: Der Vergangenheitsanalyse – Prinzip der möglichst lückenlosen Information – einerseits und der strategischen Analyse – Prinzip der Zukunftsbezogenheit – andererseits.

Im Detail werden dabei folgende Aspekte behandelt:

- Management und Organisation
- Markt- und Wettbewerbssituation
- Produkt und Technologie
- Marketing und Vertrieb
- Produktion und Logistik
- Finanzierung
- Strukturelle und rechtliche Rahmenbedingungen
- Aktuelle wirtschaftliche Situation
- Unternehmensplanung

Bewertungsverfahren

Der Unternehmenswert als zentrale Größe des Beteiligungsprozesses wird in der Regel nach dem Ertragswertverfahren oder nach einem der Discounted-Cash-Flow-Verfahren (DCF; Bruttoverfahren, Nettoverfahren, APV-Verfahren) ermittelt und errechnet sich aus den mit dem Eigentum am Unternehmen verbundenen zukünftigen Nettozuflüssen an die Unternehmenseigner (= ausschüttbare finanzielle Überschüsse) (Fachgutachten KFS BW 1, Fachsenat für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder, [2006]). Diese werden aus der Fortführung des Unternehmens und aus der Veräußerung von

etwaigem nicht betriebsnotwendigem Vermögen erzielt und anhand einer integrierten Erfolgs-, Bilanz- und Finanzplanung prognostiziert.

Die Ermittlung von Zukunftserfolgswerten für die Unternehmensbewertung kann naturgemäß keinen exakten Unternehmenswert liefern. Einerseits stellt sich das Problem der Prognosesicherheit, andererseits kann auch die Abzinsung der geplanten Überschüsse mit der Rendite der Alternativanlage in Frage gestellt werden.

Eine zusätzliche bzw. parallele Anwendung der Multiplikator-Methode als vereinfachende und teilweise auf der Vergangenheit beruhende Methode zur Plausibilisierung eines errechneten Unternehmenswertes ist daher heute gängige Praxis. Die Kaufpreisfindung anhand der Multiplikator-Methode ermittelt den Unternehmenswert anhand der Relation von Umsatz oder EBIT zum Kaufpreis bei vergleichbaren Transaktionen oder bei börsennotierten Unternehmen anhand von Börsenkursen.

Letztlich beträgt der Wert eines Wirtschaftsgutes jenen Betrag, den jemand bereit ist, dafür zu zahlen. Somit kann ein betriebswirtschaftliches Bewertungsverfahren in der Praxis keinen Preis festlegen, sondern nur eine Orientierungsgröße für ein Verhandlungsergebnis geben.

Beteiligungsvertrag

Im Rahmen eines Beteiligungsvertrags wird, ausgehend von den Eckdaten des LOI und ergänzt um die Ergebnisse der Due Diligence, der formale und endgültige Rahmen für die Kooperation erstellt. Wesentliche Inhalte sind:

- Rechtlicher Status des Beteiligungsunternehmens
- Eckdaten der Unternehmensplanung
- Finanzierungshöhe und -Instrumente
- Beteiligungshöhe
- Bedingungen für Kapitalerhöhungen und Veränderungen der Gesellschafterstruktur
- Normierung der Entscheidungs- und Kontrollmöglichkeiten der Gesellschafter
- Detaillierte Regelungen zur Beteiligungsveräußerung (Vorkaufsrechte, Mitveräußerungsrechte und -pflichten)
- Garantiezusagen und Gewährleistungen der Altgesellschafter.

Darüber hinaus können gegebenenfalls noch Syndikatsvereinbarungen der Gesellschafter, Mitarbeiterbeteiligungen und Konkurrenzverbote geregelt werden.

Ziele der Partner

Die Beteiligungsmotive des PE/VC-Investors sind einfach und im Wesentlichen finanzieller Natur:

- Schutz des investierten Kapitals
- Sicherung einer raschen Wertsteigerung des Unternehmens
- Realisierung eines möglichst hohen finanziellen Ertrags durch den Verkauf der Beteiligung

Die Ziele des Unternehmers hingegen können sehr vielfältig sein. Ist der Unternehmer stark an einer strategischen Weiterentwicklung sowie an der Wertsteigerung des Unternehmens und an deren Realisierung orientiert, so sind beide Interessenslagen jedenfalls kompatibel. Sind

hingegen stark persönliche Motive (Einfluss-Sphären, Lebenswerk etc.) beteiligt, so kann es durchaus auch zu beträchtlichen Differenzen kommen. Ein gänzlich Fehlen derartiger Motive ist jedoch weder zu erwarten, noch wünschenswert, denn letztlich sind sie auch die Quelle herausragender Leistungen. Sie müssen durch geeignete Corporate Governance Strukturen lediglich moderierbar werden. Ein wesentlicher Schritt dabei ist die rechtliche, organisatorische und auch emotionale Trennung des Unternehmens vom Unternehmer:

- Eine klare vermögensrechtliche Trennung von Privat- und Unternehmenssphäre
- Die Übertragung von Patenten an das Unternehmen
- Aufbau einer tragfähigen Managementstruktur
- Die Bereitschaft, das Unternehmen zu veräußern, bzw. an die Börse zu bringen

Dies kann nur gelingen, wenn das Unternehmen als etwas vom Unternehmer verschiedenes verstanden wird.

Unternehmenswert

Der Rahmen, in dem die Beteiligung ihre Ziele artikuliert, ist zunächst der Beteiligungsvertrag. Neben dem Thema Corporate Governance sind dabei auch folgende Aspekte zu beachten: Zusicherung, Garantien, Regelungen für den Veräußerungs- und Liquidationsfall, die Normierung von Informationspflichten, Mitbestimmungsrechte, die Einrichtung und Besetzung von Organen der Gesellschaft sowie die Strukturierung der Leistungsanreize.

Aus Sicht des PE/VC Investors sind folgende Corporate Governance Anforderungen sicherzustellen:

Flexibilität und unternehmerische Leistungsfähigkeit

Der PE/VC Investor investiert in hohem Maße in den Unternehmer, sein Team und seine Fähigkeit, seine Produkte und Märkte überdurchschnittlich zu entwickeln. Die Grundlage sollte daher sein, dem Unternehmer möglichst viel Spielraum bei der Umsetzung seines Geschäftskonzeptes zu lassen und ihn bestmöglich mit der eigenen Erfahrung und Kompetenz zu unterstützen. Grundsätzlich soll daher dem Management eine Geschäftsführung auf Basis des Budgets und der Geschäftspläne ohne Eingriffe möglich sein. Dies gilt insbesondere so lange, als die Unternehmensplanung eingehalten werden kann.

Rationalität der Führung und Abbau potentieller Informationsasymmetrien

Flexibilität seitens des Unternehmers kann umso mehr gewahrt werden, je besser der Investor über den Zustand des Unternehmens und die Zielerreichung informiert ist. Für das Unternehmen bedeutet das zumeist erstmals, systematisch an unternehmensexterne Interessenten zu berichten, was vom Unternehmer Disziplin und Verständnis für die Erfordernisse von PE/VC Investoren voraussetzt, die ja auch als Intermediäre auftreten und wiederum ihren Investoren gegenüber Berichtspflichten und Pflichten zur Einhaltung von Branchenstandards haben.

Mitbestimmung des PE/VC Investors

Der Beteiligungsvertrag sieht in der Regel eine Reihe von Geschäften vor, die der Zustimmung des Investors bedürfen. Diese betreffen im Wesentlichen nicht die laufende Geschäftstätigkeit, sondern all jene Geschäfte, die geeignet sind, die Position des PE/VC Investors zu "verwässern": Kapitalmaßnahmen, hoch dotierte Anstellungsverträge, Gründung und

Veräußerung von Tochtergesellschaften, Kreditaufnahme und Investitionen ab bestimmten Betragsgrenzen sowie Veräußerung von Vermögen der Gesellschaft. In Bezug auf das operative Geschäft ist die Genehmigung von Budgets und Geschäftsplänen die wichtigste Mitbestimmungsmöglichkeit. Darüber hinaus gehende Rechte des PE/VC Investors sind häufig derart gestaltet, dass es im Falle des Nichterreichens der im Businessplan vereinbarten Ziele entsprechende Einwirkungsrechte gibt, die bis zur (nur selten eintretenden) Übernahme der Kontrolle über das Unternehmen in echten, existenzbedrohenden Krisensituationen gehen kann. Die rechtliche Ausgestaltung der Mitbestimmung wird durchaus unterschiedlich gehandhabt. Häufig wird ein Aufsichtsrat eingerichtet und die Mitwirkung erfolgt durch ein vom PE/VC Investor entsandtes Mitglied.

Zieladäquate Anreizstrukturen

Eine wichtige Voraussetzung für ein erfolgreiches Investment ist, wie bereits erwähnt, eine grundsätzliche Übereinstimmung der Ziele zwischen Unternehmer und PE/VC Investor. Es kann nicht a priori davon ausgegangen werden, dass diese Übereinstimmung über den Zeitraum der Beteiligung notwendigerweise aufrecht bleibt. Es ist daher wichtig, dass möglichst stabile Anreize geschaffen werden, so dass sich der Vertragspartner kooperativ und innerhalb eines für die Zielerreichung akzeptablen "Korridors" bewegen wird. Dieses Vertrauen sollte möglichst darauf gründen, dass sich sowohl der PE/VC Investor, als auch der Unternehmer jeweils aus Eigeninteresse in einer Weise verhalten, die auf die gemeinsamen Ziele hinwirkt. Wo dies möglich ist, wird der PE/VC Investor versuchen, über genügend Sanktionsmöglichkeiten, möglichst in der eigenen Einflussosphäre, zu verfügen, um ein derartiges Verhalten des Unternehmers sicherzustellen. Mit Fortdauer der Beteiligung sollte diese Basis durch einen gemeinsamen, positiven Erfahrungshintergrund, dass Kooperation für beide Seiten Vorteile bringt, ergänzt werden.

Hinsichtlich der Entlohnung wird meist ein im Vergleich zum Markt eher unterdurchschnittliches Grundgehalt vereinbart. Es sollen auch der Unternehmer und das maßgebliche Management wesentliche Anreize aus der Wertsteigerung des Unternehmens ziehen. Entsprechende Anreize sollen hier sogenannte "Ratchets", Bonus- und Malus-Vereinbarungen, bei denen abhängig von der Zielerreichung des Unternehmens Anteile zu Vorzugskonditionen zwischen Eigentümer und Investor wandern, sowie Aktienoptionen (das Recht, zu einem späteren Zeitpunkt Aktien vom Investor zu einem vereinbarten Preis, meist jenem der Finanzierungsrunde, zu erwerben) bieten.

Der Exit

Private Equity und Venture Capital Beteiligungen sind prinzipiell Partnerschaften auf Zeit. Meist ist der zeitliche Horizont im Vorhinein allen Beteiligten klar und vertraglich festgelegt. Da jede PE/VC Partnerschaft maßgeschneidert ist, lässt sich auch keine „durchschnittliche“ oder „typische“ Beteiligungsdauer nennen. Diese kann je nach Unternehmensphase oder Branche bestimmte Charakteristika aufweisen. Die meisten PE/VC Beteiligungen lassen sich jedoch in ein Zeitfenster von 3-5 Jahren einordnen, bei aller Vorsicht, die bei solchen Verallgemeinerungen geboten ist.

Auch die Art des Exits bzw. das Exit-Vehikels (Börsegang, Veräußerung an einen industriellen Investor, einen Finanzinvestor oder an das Management etc.) steht meist im Vorhinein fest, ist jedoch immer an das Optimum bzw. an die Bedürfnisse jedes Einzelfalls anzupassen.

Der Investor wird am Erfolg seines Investments gemessen und das in vielerlei Hinsicht: Natürlich an der erzielten Rendite des Einzelinvestments aber auch an der Gesamtperformance des gemanagten Fonds. Spätestens beim Fundraising für den nächsten Fonds, wenn das Fondsmanagement einem intensiven Due Diligence Prozess seitens potentieller Investoren unterworfen wird, werden die einzelnen Investments der Vergangenheit auf Herz und Nieren geprüft. Dabei wird genau betrachtet, wie sich das jeweilige Unternehmen entwickelt hat, wie es heute dasteht, ob die Wertsteigerung durch den Input von Erfahrung und Know-how (Stichwort: Added Value, intelligentes Geld) zustande gekommen ist, oder anders ausgedrückt: Kam der Erfolg durch harte Arbeit und nicht lediglich durch z.B. Glück oder günstige Marktumstände zustande? Dadurch wird abermals deutlich, dass der Investor nicht nur unmittelbar kurzfristiges sondern auch ein nachhaltiges Interesse am Wohlergehen und der Wertsteigerung seiner Investments, also den Unternehmen, hat.