



Alpha Beratung und Professional Management Services

Private Equity im Überblick

Private Equity

Private Equity ist der Oberbegriff für eine Anlageklasse, die sich auf Investitionen in zumeist nicht-börsennotierte Unternehmen spezialisiert hat. Diese Investitionen können grundsätzlich in allen Finanzierungssituationen eines Unternehmens eingesetzt werden.

Markt und Historie

Die Finanzierungsform Private Equity ("PE") hat ihren Ursprung in den angelsächsischen Kapitalmärkten der späten 50er Jahre. Ursprünglich bestand die Idee dieser Finanzierungsart darin, unter Inkaufnahme hoher Risiken Wagniskapital für private Unternehmen zur Verfügung zu stellen. Dieses Konstrukt wurde seinerzeit entwickelt, um Unternehmen effektivere Finanzierungsmöglichkeiten zu geben, und gleichzeitig institutionellen Anlegern sowie vermögenden Privatpersonen den Einstieg in attraktive Investments an nicht-börsennotierten Unternehmen zu eröffnen. Aufgrund des erhöhten Risikos von Direktinvestments beschränkte sich diese Anlageklasse gegenüber den klassischen Anlageformen jedoch lange Zeit auf den U.S.-amerikanischen Kapitalmarkt.

In den achtziger Jahren kam eine zweite Investmentvariante von Private Equity-Fonds auf, die heute unter dem Begriff "Buy Outs" zusammengefasst wird. Dabei handelt es sich um den Erwerb von Unternehmen, meistens mehrheitlich, mit dem Ziel, diese später mit Gewinn weiter zu veräußern. Wird der Kaufpreis zum Teil mit Krediten finanziert - Englisch: "Leverage" - nennt man diese Form des Private Equity auch Leveraged Buy Out ("LBO").

Bekanntere Beispiele für durch Private Equity finanzierte Unternehmen sind Apple, Oracle, Microsoft, Google, Hertz, Linde Gabelstapler (Kion) oder ProSieben/Sat 1.

Private Equity hat sich mittlerweile als feste Größe im Bereich der Unternehmensfinanzierung in den großen Industrienationen etabliert und ist ein regelrechter Wachstumsmotor der nationalen Wirtschaftsentwicklung geworden. Weltweit gibt es derzeit ca. 600 Beteiligungsgesellschaften, die Zielbeteiligungen "für ausgewählte Anleger" und in erster Linie institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionsfonds, Dachfonds und vermögende Einzelpersonen umfassen angeboten werden.

Die globale Private Equity Branche hat im Jahr 2006 zum ersten Mal mehr als USD 400 Mrd. Eigenkapital (inkl. Immobilienkäufe) zugesagt bekommen und konnte somit das Rekordjahr 2002, in dem USD 311 Mrd. eingesammelt wurden, deutlich übertreffen. Der Großteil der Anlagegelder wird mit einem Anteil von ca. 63% in den USA investiert, ca. 27% sind für den europäischen und ca. 10% für den asiatischen und den restlichen Markt bestimmt. Getrieben wurde das Fundraising durch die Mega-Fonds, wobei allein die 10 weltgrößten Buy Out- Fonds mehr als USD 96 Mrd. Zeichnungsvolumen auf sich vereinen konnten.

In Deutschland investierten Beteiligungsgesellschaften im Jahre 2006 ca. EUR 3,6 Mrd. in 970 Unternehmen, wobei alleine EUR 2,2 Mrd. davon im letzten Quartal umgesetzt wurden. Der größte Anteil entfiel auf klassische Buy Out-Transaktionen mit 71,5%. In Venture Capital Unternehmen wurden EUR 1,0 Mrd. investiert, wobei Frühphasenfinanzierungen ("Early Stage") leicht zurückgingen, Gründungsfinanzierungen ("Seed Stage") sich im Vergleich zum Vorjahr hingegen verfünffachten.

Einteilung des Private Equity Segments

Private Equity umfasst im weiteren Sinne sowohl die Bereiche des Buy Outs, des Leveraged Buy Outs, des Venture Capitals als auch die Bereiche der Mezzanine Finanzierungen oder der Secondary Buy Outs.

Klassisches Private Equity

Der Begriff des klassischen Private Equity beinhaltet im engeren Sinne die Finanzierung von etablierten Unternehmen, die aufgrund strategischer und/oder finanzieller Umstände auf frisches Eigenkapital angewiesen sind, zugleich aber positive und regelmäßig



Alpha Beratung und Professional Management Services

wiederkehrende Cash Flows aufweisen.

Buy Out

Buy Outs finden in der Regel in etablierten mittelständischen bis großen Unternehmen statt. Dabei versuchen die Beteiligungsunternehmen in der Regel 100%, zumindest aber die Mehrheit der Anteile eines Unternehmens, zu übernehmen.

Gelingt dieses aufgrund der Größe des Zielobjektes nicht alleine, können Partnerschaften mit weiteren Beteiligungsunternehmen geschlossen werden. Finanziert werden die Akquisitionen nur zu einem kleineren Teil mit Eigenkapital. Der weitaus größere Teil wird über Kredite finanziert, deren späterer Zins und die Tilgung aus dem unternehmenseigenen Cash Flow erbracht werden soll. Diese Form des Buy Outs macht sich die Hebelwirkung einer Kreditfinanzierung zunutze, die sich aus der Annahme ergibt, dass die Kosten des Kredits voraussichtlich geringer sind als die Rendite, die das Unternehmen auf den gesamten Finanzierungsbetrag bezogen, erwirtschaftet.

Im Rahmen von Leveraged Buy Outs wird oft die direkte Beteiligung des alten oder neuen Managements an dem Unternehmen, dem so genannten Management Buy Out (MBO), angestrebt.

Dabei erwirbt das Management neben der Beteiligungsgesellschaft einen Anteil am Eigenkapital, womit es in die Lage versetzt wird, auch Eigentümerrechte auszuüben. Durch die unmittelbare Teilnahme am Gewinn bzw. Verlust steigt die Motivation des Managementteams, sich für eine erfolgreiche und nachhaltige Entwicklung des Unternehmens einzusetzen, und damit auch die Chance für den Finanzinvestor, seine Renditeerwartungen zu erfüllen.

Mezzanine-Finanzierungen

Diese Mischform der Finanzierung enthält sowohl Eigenkapital- als auch Fremdkapitalelemente, die zur Unternehmensfinanzierung eingesetzt werden. Dabei wird einem Unternehmen wirtschaftliches und/oder bilanzielles Eigenkapital zugeführt, ohne den Kapitalgebern zusätzliche Stimm- oder Einflussnahmerechte zu gewähren. In der finanziellen Strukturierung bedeutet dies, dass aufgrund der höheren Eigenkapitalquote mehr Fremdkapital aufgenommen werden kann, wodurch sich die oben beschriebene Hebelwirkung verstärkt. Da Mezzanine-Kapital gegenüber klassischem Fremdkapital nachrangig besichert ist, können die Zinsansprüche und Renditen höher ausfallen. Aus diesem Grund haben sich einige Beteiligungsunternehmen auf dieses Segment des Private Equity Marktes spezialisiert und initiieren dementsprechend spezielle Mezzanine-Fonds.

Secondary Buy Out

Der Private Equity-Sekundärmarkt beschäftigt sich mit dem Kauf bereits bestehender Kapitalanteile und -zusagen gegenüber Zielbeteiligungen durch Dritte. Die Besonderheit dieser Anlageform besteht darin, dass nicht nur die bereits getätigten Investitionen in einen Fonds verkauft werden, sondern auch die noch zu leistenden Einzahlungen von dem neuen Eigentümer übernommen werden. Der Käufer kann auf diesem Wege ein Unternehmensportfolio erwerben, in dem bereits eine Wertentwicklung stattgefunden hat, wodurch erstens der Blind Pool-Charakter wegfällt und zweitens das Kapital kürzere Zeit gebunden ist.



Alpha Beratung und Professional Management Services

Venture Capital

Der Begriff des Venture Capital ist hingegen eng mit der Finanzierung von jungen, neu gegründeten Unternehmen gekoppelt, die sich noch in ihrer Frühphase befinden. Die Cash Flows sind dementsprechend noch negativ. Venture Capital kann in folgende Phasen eingeteilt werden:

Gründungsfinanzierung In dieser Phase wird primär die Forschung und die Entwicklung einer Geschäftsidee finanziell unterstützt, noch bevor das Unternehmen die Start-up-Phase erreicht hat.

Frühphasenfinanzierung Finanzierung der Produktentwicklung und Vermarktung. Zu diesem Zeitpunkt ist das Unternehmen bereits gegründet und unterhält bereits geschäftliche Beziehungen. Das Produkt wird aber noch nicht kommerziell vertrieben, wodurch noch ein negativer Zahlungsfluss besteht.

Expansionsfinanzierung In dieser Phase, wird weiteres Kapital zur Finanzierung für Wachstums- und Expansionsvorhaben des Unternehmens benötigt. Zu diesem Zeitpunkt steht das Unternehmen kurz vor der Gewinnschwelle oder hat diese bereits überschritten und arbeitet profitabel.

Volkswirtschaftliche Bedeutung Empirische Untersuchungen über die Auswirkungen von Private Equity-Finanzierungen, die für verschiedene Länder vorliegen, zeigen mehrheitlich, dass durch Private Equity finanzierte Unternehmen - verglichen mit ähnlichen, anderweitig finanzierten Unternehmen - überdurchschnittlich wachsen, mehr Arbeitsplätze schaffen und einen höheren Anteil an Forschungs- und Entwicklungsinvestitionen haben.

Vor allem kleinere und mittlere Unternehmen sind Nutznießer des Private Equity-Wachstums. Mehr als drei Viertel der im Jahr 2006 durch Private Equity-Fonds finanzierten Unternehmen hatten weniger als 100 Beschäftigte und 72% einen Umsatz von weniger als EUR 10 Mio. Insgesamt beschäftigten die 5.986 deutschen Unternehmen in den Portfolios von Private Equity- Gesellschaften Ende 2006 über 960.000 Mitarbeiter und erwirtschafteten einen kumulierten Jahresumsatz von ca. EUR 188,5 Mrd.

Das Ziel der Zuführung von Private Equity ist die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes, an dem der Private Equity-Geber partnerschaftlich mit den übrigen Gesellschaftern teilhat. Neue Branchen sowie die Weiterentwicklung und Modernisierung etablierter Unternehmen sind die Folge. Laut Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Private Equity Association e.V. (BVK) - treibt Private Equity den technologischen Fortschritt voran und beschleunigt diesen, da traditionelle Finanzierungsinstrumente aufgrund der hohen Risiken in diesen Unternehmen meist nicht einsetzbar sind.

Charakteristika von Private Equity-Fonds

Investments in Private Equity unterscheiden sich deutlich von Investments, die in klassische Anlagen wie beispielsweise Aktien oder Immobilienfonds getätigt werden. Beteiligungsunternehmen wie Carlyle und KKR sind für die Fonds ständig auf der Suche nach interessanten Zielunternehmen. Dazu werden jährlich mehrere hundert Unternehmen betrachtet und geprüft. Aufgrund der hohen Renditeerwartungen der Anleger an ein Investment und vor dem Hintergrund komplexer Finanzierungsstrukturen können nicht alle geprüften Investments durchgeführt oder realisiert werden, was zu einer so genannten Diskontinuität des Investmentstroms führt. Daraus ergibt sich auf der einen Seite eine geringe Planbarkeit des Liquiditätsbedarfs bzw. der Kapitalabrufe und auf der anderen Seite auch nur eine eingeschränkte Liquidierbarkeit der einzelnen Investments. Die eingeschränkte Planbarkeit der Kapitalströme führt dann auch zu Fondslaufzeiten, die zwischen 7 und 15 Jahren liegen können. Zudem stellen Kosten auf der Zielbeteiligungsebene ein zusätzliches Merkmal der Anlageklasse der Dachfonds dar. Diese Kosten für die laufenden Managementgebühren werden aus der Kapitaleinlage der



Alpha Beratung und Professional Management Services

Anleger beglichen bzw. mit den Erträgen des Private Equity-Zielbeteiligungen verrechnet. Der Fonds kann somit für seine Anleger nur dann einen positiven Ertrag erwirtschaften, wenn es ihm gelingt, seine Beteiligungen so erfolgreich zu veräußern, dass über die Laufzeit des Fonds alle Kosten gedeckt sind.

Von den gesamten Erträgen fließen in der Regel 80% an die Anleger sowie 20% an das Managementteam des Private Equity-Zielbeteiligungen, jedoch erst nachdem die Anleger auf ihr eingesetztes Eigenkapital eine (rechnerische) Grundverzinsung in Höhe eines Richtwertes von ca. 6-8% p.a. auf das gebundene Kapital erhalten haben.

Ein weiteres Charakteristikum ist die Tatsache, dass zurzeit der Annahme von Investoren noch keine bzw. erst wenige Investitionsentscheidungen getroffen wurden. Dies resultiert aus dem Mindestvolumen, das erreicht werden muss, um eine hinreichende Risikodiversifikation, im Hinblick auf die Anzahl der zu erwerbenden Unternehmen, zu erreichen. Aus diesem Grund werden viele Private Equity-Fonds auch als "Blind Pools" bezeichnet. Dachfonds versuchen, diesen Blind Pool-Charakter mit Hilfe von so genannten Warehousing-Strategien zu vermeiden.

Dabei werden schon vorab Investitionen in strategiekonforme Zielbeteiligungen getätigt, unter Umständen schon lange bevor ein Dachfonds vertrieben wird. So weiß der Anleger, in welche Zielbeteiligungen er investiert, und kann daneben von dem zeitlich nach vorn verlagerten Liquiditätsverlauf profitieren.

Dachfonds bieten für den Anleger den weiteren Vorteil, dass auch das Risiko diversifiziert werden kann. Eine Studie des European Investment Funds (EIF), der eine Unterorganisation der Europäischen Union ist, untersuchte das Risikoprofil von Direktinvestitionen, Portfoliogesellschaften und Dachfondsgesellschaften, die ihrerseits in Portfoliogesellschaften investieren. Dabei wurden nach einem Zufallsprinzip 50.000 Portfolios von Beteiligungsgesellschaften simuliert und unter anderem auf ihr Ausfallrisiko untersucht. Die Totalausfälle von Direktinvestitionen lagen bei 30%. Private Equity-Beteiligungsgesellschaften mit mindestens 20 Unternehmen im Portfolio wiesen hingegen ein Totalausfallrisiko von nahezu Null auf.

Gründe für eine Investition in Private Equity

Ertragschancen

"Der Gewinn liegt im Einkauf." - Die Erträge bei der Asset-Klasse Private Equity hängen stark vom jeweiligen Einstiegszeitpunkt ab. Derzeit befinden sich die Bewertungen der Investitionsobjekte auf einem interessanten Niveau. Vor allem für Frühphasenbeteiligungen (sog. Early Stage Financing) sind die Einstiegspreise gegenüber den Jahren 1998 bis 2000 attraktiv.

In der Vergangenheit zeichneten sich Beteiligungen in diesem Segment durch überdurchschnittlich hohe Erträge aus. Gemessen an der Schwankungsbreite haben sich Private Equity-Beteiligungen erheblich stabiler gezeigt als Aktien. Dies spricht gegen die landläufige Meinung, dass Private Equity eine übermäßig hoch spekulative Anlageklasse sei. Die positiven Ergebnisse der Vergangenheit sind das Hauptargument für eine Investition in Private Equity und entschädigen die Anleger für die Nachteile, wie zum Beispiel die fehlende Liquidität und die mangelnde Planbarkeit der Ein- und Auszahlungsströme, die mit dieser Anlageklasse per se verbunden sind. Die Vergangenheitsrenditen stellen keine Garantie für die Zukunft dar, sind jedoch kein Produkt des Zufalls, sondern resultieren aus den folgenden besonderen Rahmenbedingungen der Private Equity-Branche:



Alpha Beratung und Professional Management Services

- Im Vergleich zu börsennotierten werden nicht-börsennotierte Unternehmensbeteiligungen vielfach zu erheblich günstigeren Bewertungen erworben.
- Private Equity-Portfoliogesellschaften haben in der Regel durch ein detailliertes Beteiligungscontrolling die Unterstützung des Managements sowie durch die Wahrnehmung von Beirats- und Aufsichtsratsmandaten einen hohen Informationsstand über die Entwicklung ihrer Portfoliounternehmen.
- Das Topmanagement von Portfoliounternehmen ist in der Regel mit einem nennenswerten Anteil am Unternehmen beteiligt und hat damit den Anreiz, die gleichen Ziele wie die Private Equity-Investoren zu erreichen, nämlich die Wertsteigerung des Unternehmens.

Risiko-/Renditeprofil Aufgrund der relativ geringen Korrelation zu anderen Anlageklassen, wie z.B. Aktien- und Immobilienfonds, ergibt sich aus einem Investment in Private Equity eine sinnvolle Ergänzung des klassischen Portfolios. Vor allem die Risikodiversifikation und die Verringerung der Volatilität kann so optimiert werden.

Gemäß der Portfoliotheorie ergibt sich so eine höhere Renditeerwartung bei gleichem Risikoniveau, bzw. ein geringeres Risikoniveau bei konstanter Renditeerwartung. Ein Anleger kann durch Private Equity-Investitionen die Risiko-Rendite-Struktur seines Portfolios verbessern. Das haben auch die großen Pensionskassen und Versicherungen erkannt und stocken daher, nach den schlechten Börsenergebnissen in den Jahren 2000/2001, ihren noch kleinen einstelligen Anteil von Private Equity in ihrem Kapitalanlagenportfolio erheblich auf.

Darüber hinaus werden durch die Investition in eine Private Equity-Beteiligungsgesellschaft in der Form eines Dachfonds, der seinerseits wieder in separate Portfoliogesellschaften (Zielbeteiligungen) investiert, die marktüblichen Risiken eines Private Equity-Engagements gemindert.

Phasen des Private Equity

Identifikation und Akquisition

Ziel der Zielbeteiligungen ist es, ständig neue Unternehmen und Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren, um auf diese Weise einen kontinuierlichen "Deal Flow" zu erzeugen. Dazu werden in der Regel viele Unternehmen durch die Zielbeteiligungen geprüft, bevor es zu einer Investition kommt. Eckpunkte dieser Prüfung sind die Größe des Unternehmens, die Attraktivität der Branche, die strategische Positionierung im Marktumfeld und vor allem die Wachstumspotentiale, die während der Haltephase bzw. Investitionsphase ausgeschöpft werden können. Um die Renditeerwartungen ihrer Investoren erfüllen zu können, werden zumeist im Marktverhältnis unterbewertete Zielunternehmen akquiriert. Durch die Institutionalisierung der Private Equity-Branche versuchen Unternehmen, die aktiv an einem Verkauf interessiert sind, teilweise eine so genannte Auktion aufzusetzen, an der mehrere strategische Bieter auf der einen und Finanzinvestoren auf der anderen Seite beteiligt sind. So soll ein möglichst hoher Verkaufspreis erzielt werden. Da dies auf den ersten Blick die Renditeerwartung der Investoren verringert, sind die Beteiligungsunternehmen primär an exklusiven so genannten "proprietären" Transaktionsverhandlungen interessiert.

Buy and Build

Neben dem Ziel der Steigerung der Effektivität und Produktivität eines Unternehmens, was sich im Idealfall in gestiegenen Umsätzen, geringeren Kosten und einem höheren Profit widerspiegelt, gibt es auch noch die Möglichkeit, das organische Wachstum eines



Alpha Beratung und Professional Management Services

Unternehmens zusätzlich durch den Zukauf und die Integration von direkten Wettbewerbern zu fördern. Die verbesserte strategische Marktposition durch größere Marktanteile und die Realisierung von Synergiepotentialen führt - vor dem Hintergrund des europäischen und globalen Wettbewerbs - in der Regel zu höheren Unternehmenswerten.

Diese Strategie wird "Buy and Build" genannt, kann aber auch die gezielte Des-Investition einzelner Unternehmensteile beinhalten. Exemplarisch für eine Buy and Build-Strategie ist die Vorgehensweise des englischen Finanzinvestors Terra Firma. Dieser erwarb im Jahr 2000 64.000 Wohnungen durch den Kauf der "Deutsche Annington". Kontinuierlich wurde der vorhandene Wohnungsstock durch Akquisitionen weiterer Wohnungsunternehmen, wie z.B. Viterro (bis dato der größte Private Equity-Deal in Deutschland), auf heute über 230.000 Wohnungen aufgebaut, wodurch die mit Abstand größte Immobiliengruppe Deutschlands entstand.

Rückflüsse und Exit

Der Zeithorizont für Investitionen eines klassischen Private Equity-Zielbeteiligungen, der im Rahmen der vorab definierten Strategie Investments tätigt, beträgt in der Regel fünf Jahre, wobei stets die 10-Jahresperspektive des Emittenten berücksichtigt werden sollte. Rückflüsse für den Emittenten lassen sich aus der Ausschüttung von Unternehmensgewinnen, aber vielmehr noch aus dem Exit bzw. Verkauf eines Unternehmens erzielen.

Diese Exits setzen in der Regel ca. 4-7 Jahre nach dem ursprünglichen Investitionszeitpunkt ein. Obwohl bis zum Jahr 2000 verschiedene spektakuläre Exits über Börsengänge erzielt werden konnten, waren und sind die Exitkanäle "Trade Sale" und "Secondary Purchase" volumenmäßig wesentlich größer. Hieran ist auch eine gewisse Unabhängigkeit vom Verlauf der Börsenkonjunktur zu erkennen.

Bei einem Trade Sale wird das Zielunternehmen an einen strategischen Investor, wie z.B. einen direkten Wettbewerber, veräußert, der durch den Zukauf die Erhöhung von Marktanteilen verfolgt und Synergieeffekte nutzen will. Die Übernahme von youtube.com durch Google im Jahr 2006 gehörte in diesem Zusammenhang zu den spektakulärsten Verkäufen. Für den Spezialfall eines Secondary Purchase wird ein Unternehmen in der Regel durch einen weiteren Finanzinvestor übernommen, der weiteres Wachstumspotential in dem Unternehmen sieht. Ein europäisches Beispiel hierfür ist der italienische Mischkonzern Avio, der zunächst von der Carlyle Group erworben und später an den europäischen Finanzinvestor Cinven weiterverkauft wurde.

Langfristig betrachtet bieten alle Exitkanäle ausreichende Möglichkeiten, interessante und wettbewerbsfähige Unternehmen am Markt zu platzieren. Aufgrund der ca. drei- bis fünf jährigen Investitionsdauer der Zielbeteiligungen müssen sich Private Equity-Investoren auf einen Anlagehorizont von ca. zehn Jahren für ein Investment einstellen, wobei die ersten Rückflüsse nach ca. drei bis vier Jahren erfolgen sollen. Um die Rendite eines Fonds zu optimieren, rufen die Zielbeteiligungen die Mittel in der Regel erst dann ab, wenn sie für ein Investment benötigt werden, sodass die Kapitalbindung für den Investor nicht nur unter Rendite-, sondern auch unter zeitlichen Aspekten optimiert wird.

Ein Private Equity-Dachfonds wird aufgrund seiner "nachgelagerten Investitionsstrategie" in der Tendenz noch etwas langsamer hinsichtlich seiner Investments abgerufen, bzw. er wird auch etwas später die Ausschüttungen von den Zielbeteiligungen erhalten und an die Anleger weitergeben. Eine gute Warehousing-Strategie kann die zeitverzögerten Liquiditätseffekte jedoch erheblich verbessern.