

# **Finanzierung mit Private Equity und Venture Capital – Investitionsphasen und –situationen für den Einsatz von Risikokapital: Start-up, Early Stage, Later Stage, Buy-out, Public-to-Private –**

*Dr. Oliver Grabherr\**

- I. Executive Summary**
- II. Europäische Unternehmensfinanzierung und Private Equity**
  - A. „Basel II“ oder die Kapitalmarktorientierung in der kontinental-europäischen Finanzierungslandschaft
  - B. Das Umfeld – Facts & Figures für VC und PE
- III. Die Phasen – Unternehmensphasen und Anlassfälle**
  - A. Die Logik für die Einteilung in Wachstumszyklus und Finanzierungsphasen
    - 1. Unternehmensphasen
    - 2. Finanzierungsphasen und -runden
  - B. Das Unternehmensentwicklungsmodell
  - C. Die Wachstumsphasen – Early Stages und Expansion
    - 1. Die „Frühphasen“ oder „Early Stages“
    - 2. Die „Späteren Runden“ oder „Later Stages“ bzw. „Expansion Stages“
  - D. Die Buy-Out-Phasen – Kontrollwechsel – LBO, MBO, MBI und Public-to-Private
    - 1. MBO, MBI, IBO
    - 2. Public-to-Private – PtP
- IV. Die Spieler am Private-Equity-Venture-Capital-Markt**
  - A. Business-Angel
  - B. Inkubator
  - C. Strategischer Investor
  - D. Early Stage Venture Capital
  - E. Venture Capital
  - F. Corporate Venture Capital
  - G. Private Equity
  - H. Mezzanine Capital
  - I. Investment Bank

---

\* Dr. *Oliver Grabherr* ist Co-Founder und Managing Partner der gamma capital partners – The Venturepreneurs.

**V. Die Typologie der Finanzierungsinstrumente**

- A. Einordnung/Kategorisierung des Equity-, Mezzanine- und Fremdkapitals
- B. Equity – Eigenkapital für Wachstum und Eigentümerwechsel
- C. Mezzanine – Brückenbauer zwischen Eigen- und Fremdkapital
- D. Senior – der langfristige Bankkredit – die besicherte Basis

**VI. Die Finanzierungsstrukturen**

- A. Risiko-Ausfalls-Profile und Finanzierungsanteile nach Instrumenten
- B. Strukturen
- C. Ertrag-Risikoprofile und deren Renditeerwartung
- D. Internationale Finanzierungsstrukturen

**VII. Die Business-Cases**

- A. Venture Capital – Wachstumskapital – der Expansion Case
  - 1. Retrograde Praktiker-Methode und die Erst-Finanzierungsrunde
  - 2. Folgefinanzierungen – die Finanzierungsrunden im Wachstum
- B. Private Equity – Kontrollkapital – die Finanzierungsrunden im Wachstum
  - 1. Motivation für einen MBO
  - 2. Das MBO-Team
  - 3. Die Transaktion
  - 4. Der MBO-Case
  - 5. MBO-Finanzierung
  - 6. Wertgenerierung und Exit
  - 7. Performance Ratchets

**Literaturverzeichnis**

# **Finanzierung mit Private Equity und Venture Capital – Investitionsphasen und –situationen für den Einsatz von Risikokapital: Start-up, Early Stage, Later Stage, Buy-out, Public-to-Private –**

*Dr. Oliver Grabherr*

## **I. Executive Summary**

Die Differenzierung der Risikokapital-Finanzierungs-Instrumente und damit der Finanzierung über klassisches Fremdkapital hinaus und deren Einsatz in der Praxis ist Gegenstand dieses Artikels.

Die Eigenkapitalausstattung der österreichischen - wie auch der deutschen - mittelständischen Wirtschaft ist traditionell sehr gering und bedeutet reziprok eine sehr hohe Fremdkapitalquote. Dieser Umstand ist ua darauf zurückzuführen, dass aufgrund des starken Bankenwettbewerbes Fremdkapital seit jeher vergleichsweise leicht und billig auch für „riskantere Projekte“ verfügbar war. Eigenkapitalbeteiligungen (Venture Capital bzw Private Equity) waren durch diese Marktverzerrung und aufgrund der fehlenden „Exit-Märkte“ (Börsen bzw Wachstumsbörsen) weitgehend die Ausnahme.

In einer zunehmend internationaler und dynamischer werdenden Wirtschaft hatte dieser Umstand für Unternehmen in einer Umbruchsphase bzw in einer Phase starker Wachstumsschübe negative Konsequenzen. Das von Banken bereitgestellte Fremdkapital zur Realisierung der ambitionierten Unternehmensziele war nicht mehr ausreichend. Die daraus entstandene Einschränkung des Spielraums für offensive Strategien bedeutet gerade für Wachstumsunternehmen, ds Firmen in stark wachsenden Märkten (20% und mehr Wachstum pa), enorme Wettbewerbsnachteile, denn die Reaktionszeiten übersteigen finanzierungsbedingt jene von „Private Equity“-finanzierten, schneller entscheidenden, ausländischen Konkurrenten.

Die Beschleunigung des Wirtschaftskreislaufes durch neue Technologien und zunehmende Internationalisierung erfordern vom Unternehmer eine neue Entscheidungsqualität. Eine der wesentlichen unternehmerischen Herausforderungen ist damit die Auseinandersetzung mit dem erhöhten Wettbewerbsdruck. Der „internationale“ Wettbewerb ist oftmals – trotz geografischer Distanz – „nur mehr einen Klick entfernt“. Ist aber die Konkurrenz eine internationale, so sind auch die Marktchancen selbst internationale. Dies bedeutet eine vermehrte und rasche „Internationalisierung der Assets“, der aus risikotechnischer Sicht auch mit einer „Internationalisierung der Finanzierungsseite“ begegnet werden sollte.

Ausgehend von den USA (seit Mitte der 1970er Jahre), später Grossbritannien (seit Mitte der 1980er Jahre) und seit den 1990er Jahren in Kontinental-Europa gewinnt die vorbörsliche Eigenkapitalfinanzierung (Private Equity, Venture Capital, Mezzanine Capital) zunehmend an Bedeutung. Spätestens seit „Basel II“ nimmt das Thema „Eigenkapital“ – ob extern oder intern im Unternehmen aufgebracht – einen fixen Platz in der kontinental-europäischen Unternehmensfinanzierungslandschaft ein.

Unter **Private Equity** (PE) wird dabei im weiteren Sinne der gesamte Bereich der ausserbörslichen Eigenkapital- bzw eigenkapitalähnlichen Finanzierung von Unternehmen verstanden. Private Equity im engeren Sinne bedeutet, Beteiligungsfinanzierung in reiferen Unternehmen, bei deren Eigenkapitalfinanzierung zumeist eine mehrheitliche Übernahme der Anteile durch den Investor im Vordergrund steht [sog Buy-outs]. Mit **Venture Capital** (VC) ist das wachstums- und technologieorientierte „Wachstumskapital“ gemeint, das speziell in früheren Unternehmensphasen eingesetzt wird, und dessen Intention auf eine minderheitliche Beteiligung am Unternehmen abzielt [Investor hält unter 50% der Anteile]. **Mezzanine Capital** (MC) bedeutet die eigenkapitalähnliche Finanzierung im Falle von Buy-Outs oder als Wachstumskapital von reiferen, stabileren Unternehmen durch nachrangige Darlehen in Verbindung mit Optionen auf Eigenkapital, um dem Private-Equity- bzw Venture-Capital-Investor ein zusätzliches Leverage-Potential zu ermöglichen.

Generell sollte sich ein Unternehmen als Voraussetzung für eine Risikokapitalfinanzierung in einer Veränderungs- oder Wachstumsphase befinden, bei deren positiver Bewältigung eine signifikante Wertsteigerung für alle Anteilhaber – neben den bisherigen auch die hinzutretenden Risikokapital-Investoren – erzielt werden kann. Derartige Wachstums-/Veränderungsschübe sind idR nicht aus dem laufenden Cash-flow finanzierbar. Die Bereitstellung von zusätzlichem, traditionellem Fremdkapital (Senior Loan) für diese Situationen ist mangels weiterer, notwendiger Sicherheiten nur eingeschränkt oder überhaupt nicht möglich. Die bestehenden Gesellschafter stehen damit vor der Entscheidung, entweder auf Unternehmenswachstum zu verzichten, Marktanteile in einem wachsenden Markt zu verlieren und damit auch erhebliche Unternehmenswertsteigerungspotentiale nicht zu realisieren oder sich Eigenkapital über eine teilweise Abgabe von Anteilen in das Unternehmen zu holen, um die Chancen auf eine überproportionale Steigerung des Shareholder Value – für Alt- und Neu-Gesellschafter – aktiv nutzen zu können.

In Österreich gibt es mittlerweile rund zwei Dutzend nationale Anbieter von Private Equity, Venture Capital und Mezzanine Capital (zur Übersicht [www.avco.at](http://www.avco.at)), dennoch kann in Österreich wie auch in Kontinentaleuropa noch nicht von einem entwickelten Private Equity-Markt gesprochen werden. Dafür sind die Beobachtungsreihen und die Erfahrungsberichte noch zu kurz. Dass sich Österreich durch eine besonders unterentwickelte PE-VC-Szene (im EU-Vergleich) auszeichnet, ist mittlerweile ein wirtschaftspolitischer Tatbestand. Es gilt daher noch grosse politische und wirtschaftliche Anstrengungen zu unternehmen, um der österreichischen PE-VC-MC-Industrie ein gesundes und für die Wirtschaft wichtiges und produktives Fortkommen zu ermöglichen.

Neben der Etablierung wichtiger Rahmenbedingungen für die Eigenkapitalfinanzierung ist in dieser jungen Branche auch innerhalb der „Equity-Finanzierungskette“ eine verstärkte Zusammenarbeit und Professionalisierung notwendig: durch professionelle Zusammenarbeit zwischen Business-Angels, Venture Capitalisten, Private Equity-Investoren, Mezzaninefinanzierer sowie Banken und Förderstellen können erst die vielen positiven Wirkungen für Unternehmen, Beschäftigung und die österreichische Volkswirtschaft in vollem Umfang hervorgebracht werden. Und wie bei jeder Kette gilt: Die Kette ist nur so stark, wie ihr schwächstes Glied!

## **II. Europäische Unternehmensfinanzierung und Private Equity**

### **A. „Basel II“ oder die Kapitalmarktorientierung in der kontinental-europäischen Finanzierungslandschaft**

Der Umbau der Bankenlandschaft in Europa geht seit einigen Jahren auch in Österreich zunehmend schneller. Waren jedoch in der Vergangenheit „Grösseneffekte“ für die Steigerung der Eigenkapitalrentabilität der Banken in Österreich und auch Deutschland ausschlaggebend, so wird künftig mit den Regelungen im aktuellen Baseler Accord [sog „Basel II“], ein stärkeres Gewicht auf die risikoadäquate Bepreisung bei der Kreditvergabe gelegt.

Steuerungsgrösse ist dabei die Eigenkapitalunterlegung von Krediten, die wie viel des „eigenen“ Eigenkapitals einer Bank für die Unterlegung eines Kredites an einen Unternehmenskunden als „für den Zeitraum der Ausleiherung gebunden“ gilt. Dies entspricht einer Schadensrückstellung für mögliche Kreditausfälle.

Historisch gesehen wurde 1988 mit den Bestimmungen einer einheitlichen Haftkapitalunterlegung von 8% für Unternehmenskredite [sog „Basel I“], ein erster Schritt in Richtung Objektivierung der Kreditvergaben zur Sicherung des Bankensystems durchgeführt.

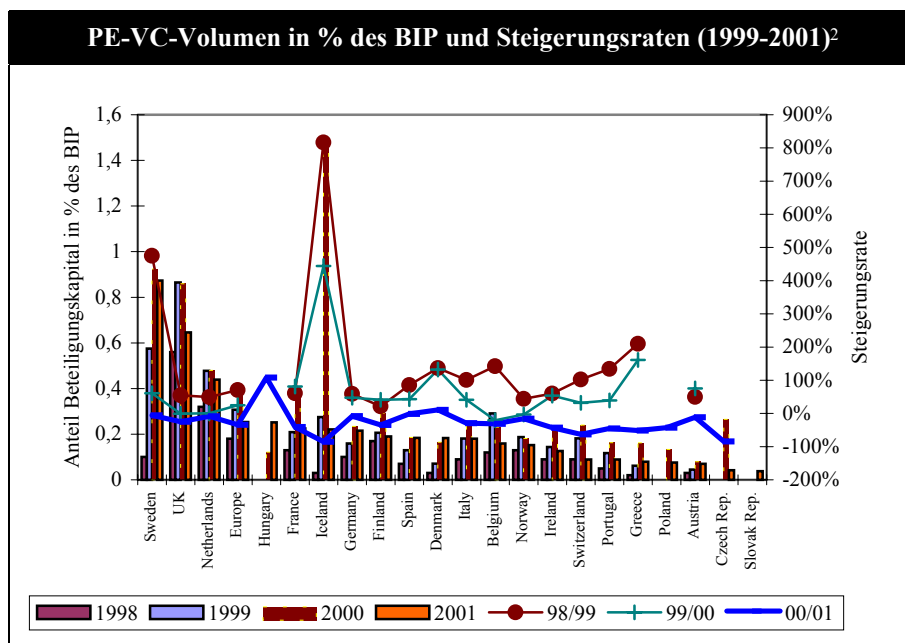
Mit „Basel II“ wird nunmehr die generelle „8%-Pauschalierung“ für Unternehmenskunden aufgehoben. Durch eine feinere Justierung der Eigenkapitalunterlegung nach Risikoklassen [Ratingklassen AAA bis D] wird in einer Abstufung von unter 4% für AAA-Kunden [beste Kunden, beste Bonität] bis zu 40% für CCC-Kunden [Sanierungsfälle] eine „risikoadäquatere Zinsstruktur“ im Kreditportfolio der Banken erzwungen.

Ein wesentlicher Faktor für die Kreditvergabe stellt dabei die Eigenkapitalquote des Unternehmens dar. Damit rücken besonders für kleine bis mittlere Unternehmen (KMU) die Eigenkapitalfinanzierungsinstrumente in das Rampenlicht.

## B. Das Umfeld – Facts & Figures für VC und PE

Der deutschsprachige Raum umfasst mit Deutschland, Österreich und der Schweiz drei<sup>1</sup> der weltweit höchstentwickeltesten Volkswirtschaften mit langer industrieller Tradition, weist aber noch einen grossen Strukturänderungsbedarf auf dem Weg in die Wissens- und Dienstleistungsgesellschaft auf.

Rein statistisch erwirtschaften die rund 26% der Einwohner Westeuropas die im deutschsprachigen Raum wohnen (Deutschland, Österreich, Schweiz) rund 24% des West-Europäischen Bruttosozialproduktes (BSP). Derselbe Raum ist im Hinblick auf Strukturänderung ein relativ unterentwickelter Markt, da lediglich rd. 19% der Buy-out-Aktivitäten Westeuropas in diesem Raum stattfinden. Darüber hinaus ist im deutschsprachigen Raum das PE-Volumen lediglich halb so hoch wie jenes in EU-Europa: Deutschland mit 0,16, Österreich mit 0,04 und die Schweiz mit 0,18, DACH gesamt 0,13 und Europa mit 0,30. Der Europa-Vergleich sieht dabei wie folgt aus:

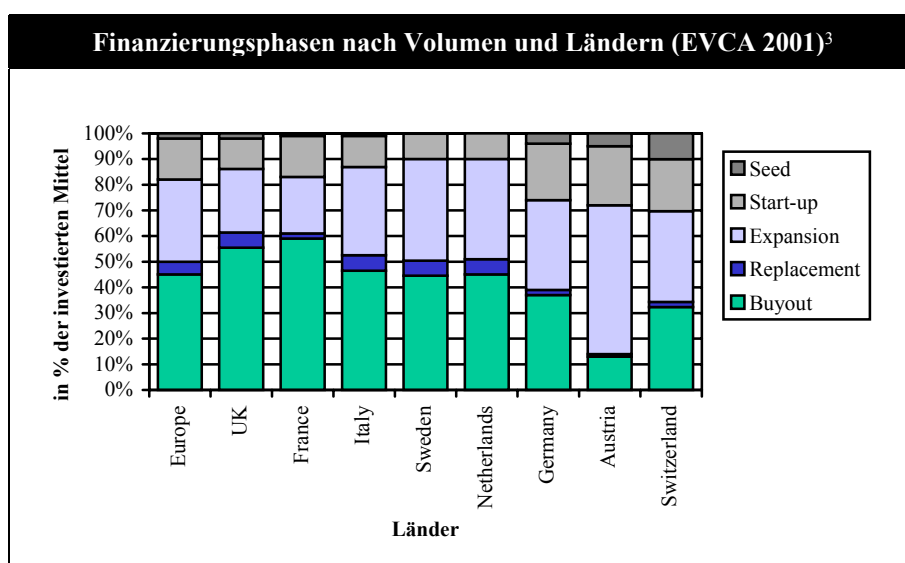


Österreich liegt im Europavergleich leider immer noch auf den hintersten Plätzen gemeinsam mit den meisten EU-Beitrittskandidaten. Deutschland ist im Vergleich seit 2001 das im deutschsprachigen Raum bestentwickelte PE-VC-Land, vor der Schweiz und abgeschlagen Österreich.

<sup>1</sup> Liechtenstein wird wegen seiner Grösse hier nicht extra aufgeführt [rd 30.000 Einwohner].

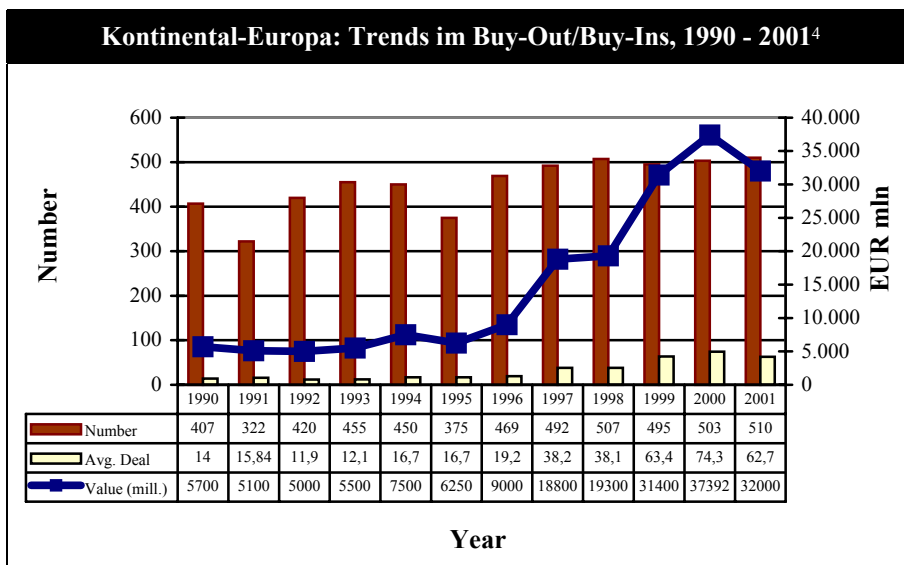
<sup>2</sup> Quelle: EVCA yearbooks.

Dabei sind die unterschiedlichen Segmente – Venture Capital für Wachstumskapital – und Private Equity – für Buy-Outs – im Wesentlichen zu unterscheiden. Gerade der deutschsprachige Markt zeigt hier erhebliche Unterschiede: Während Deutschland bis 2000 auch ein überwiegend VC-dominiertes Wachstumskapitalmarkt mit vielen Technologie- und Start-up-Finanzierungen, hat sich hier seit 2001 der Markt zu einem Gleichgewicht zwischen VC-Expansion und PE entwickelt. In Deutschland springt der Strukturwandel also an. Wesentlich anders sieht die Situation in Österreich aus: hier sind wir immer noch in der Startup und Expansionsfinanzierung als überwiegendem Finanzierungsbereich „hängengeblieben“, ein massgeblicher Strukturwandel durch ein höheres PE-Transaktionsvolumen ist noch ausgeblieben. Benchmark sind für das Verhältnis „entwickelte“ Märkte wie UK.



Obige Darstellung zeigt in welchen Ländern welche Unternehmensphasen am häufigsten mit Risikokapital finanziert werden. Im europäischen Schnitt werden die Mittel zu 45% in Buy-outs investiert, zu 32% in Expansion, zu 16% in Start-ups, zu 2% in Seed-Finanzierung und zu 5% in Replacement. Frankreich und Grossbritannien sind die führenden Buy-Out-Märkte in Europa. Österreich am stärksten, gefolgt von der Schweiz und dann Deutschland sind die führenden Start-up- und Expansions-Märkte. Diese Zahlen sind jedoch in Relation zu sehen: je unterentwickelter ein Markt desto eher tendiert die Mittelallokation in Richtung Start-up- und Expansionsfinanzierung. Viel eher spiegelt sich darin die gering ausgeprägte Wahrnehmung und Verfügbarkeit von Private-Equity und Venture Capital für den wichtigen, industriellen Strukturwandel.

<sup>3</sup> Quelle: EVCA yearbooks.



Die obige Darstellung der Trends im Buy-Out/Buy-Ins zeigt die Anzahl, das Transaktionsvolumen und den durchschnittlichen Deal in Kontinentaleuropa. Die Zahlen für Grossbritannien sind verdoppelt diese nach Anzahl und Volumen. Für den Zeitraum von 1990 bis einschliesslich 2000 zeigt sich, dass die Anzahl der Transaktionen über den Zeitraum lediglich leicht von 400 auf rd 500 Deals pro Jahr gestiegen ist, während seit der Mitte der 1990er Jahre bis 2000 beinahe eine Versiebenfachung der eingesetzten Kapitalien zu verzeichnen war. Für 2001 gab es hier einen leichten Rückgang.

### III. Die Phasen – Unternehmensphasen und Anlassfälle

Im vor- bzw ausserbörslichen Finanzierungsbereich werden im wesentlichen vier Hauptphasen mit mehreren Unter-Entwicklungsphasen unterschieden. Die beiden Hauptphasen im Wachstumsbereich sind die sogenannten „**Early Stages**“ (Frühphasen) und die „**Expansion Stages**“ oder „**Later Stages**“ (reifere Phasen).

Daneben wird der „**Buy-Out-Stage**“ mit Gesellschafter- und Kontrollwechsel im Unternehmen [Management-Buy-Out, -Buy-In] bei bereits etablierten Firmen unterschieden. Generell werden die Kriterien Stabilität, Organisationsentwicklung, Finanzierungsrunden mit Risikokapitalgebern, Verlust- bzw Profitabilitätszone des Unternehmens, zur Differenzierung herangezogen. Nachbörslich wird Private Equity für ein Unternehmen dann wieder interessant, wenn es strategische Fehlbewertungen an der Börse gibt und in einer „**Public-to-Private**“-Transaktion das Unternehmen

<sup>4</sup> Quelle: CMBOR, yearly reports.

mithilfe von Investoren von der Börse genommen wird, die die frei notierenden Aktien (sog „free float“) aus dem offiziellen Handel genommen werden [Public-to-Private-Stage].

### **A. Die Logik für die Einteilung in Wachstumszyklus und Finanzierungsphasen**

Im Rahmen dieses Artikels werden die Unternehmensphasen eines typischen Wachstumsunternehmens im Hinblick auf die Finanzierungsinstrumente eingehend beleuchtet.

Zentrale Fragestellungen sind dabei: Warum gibt es unterschiedliche Unternehmensphasen? Welche Finanzierungsinstrumente werden von welchen Investorentypen den Unternehmen dabei zur Verfügung gestellt?

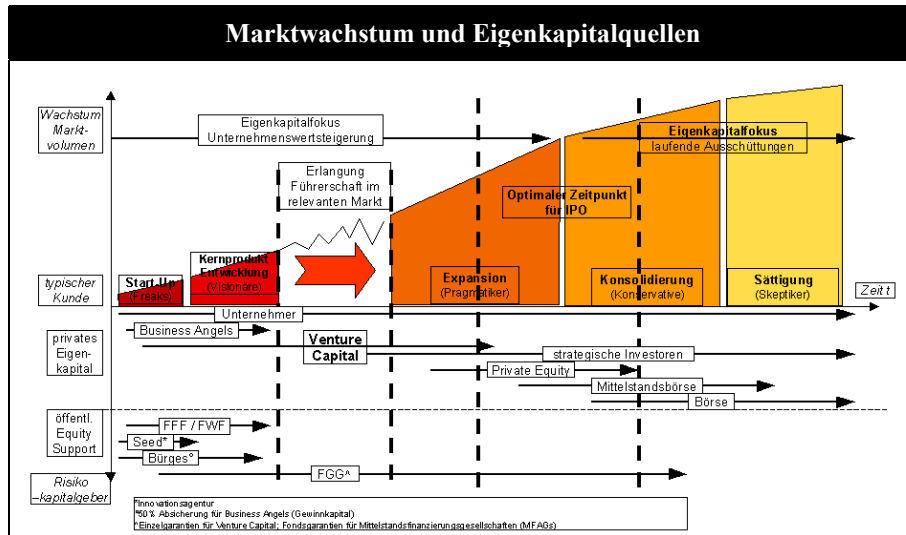
#### **1. Unternehmensphasen**

Die Unternehmensphasen aus der Sicht des Unternehmens werden von einer Vielzahl von Faktoren bestimmt: Markt, Management, Mitarbeiter, Organisation, Produktentwicklung, Technologie, Distribution, Internationalisierung, um hier nur einige Beispiele zu nennen. Und Finanzierung.

Die Unterscheidung der Unternehmensphasen in diesem Beitrag erfolgt nach dem Modell des „Technologieakzeptanz-Lebenszyklus“ (TA-Modell) von Geoffrey Moore. Dabei soll hier abstrahierend davon ausgegangen werden, dass ein Unternehmen in einem Hochwachstumsmarkt mit allen Ressourcen sehr flexibel reagieren muss und auch kann, da es sich noch um ein wendiges kleines Unternehmen (sogenannte „Gazelle“) handelt.

Das TA-Modell basiert auf der Annahme diskontinuierlicher Innovationen. Der durch diese Innovationen ausgelöste technologische Strukturbruch eröffnet neuen Unternehmen die Chance auf Hyperwachstum. Die Internetentwicklung ab Mitte der 1990er Jahre ist wohl das zeitlich naheliegendste Beispiel dafür [davor waren dies die Chipindustrie der 1970er, die IT-Revolution der 1980er und 90er Jahre, die Automobile-Revolution der ersten 3 Jahrzehnte des 20. Jahrhunderts oder die Eisenbahn-Innovation Hundert Jahre vorher].

Das Modell wird von verschiedenen Kundentypen als Technologie-Kunden-segmentierungsmodell dargestellt: Erste Kunden sind die Innovatoren (Freaks), die sehr technologieverliebt und risikofreudig, neueste Produkte bereits im Beta-Test-Stadium erwerben, und sich damit selbst als Testkunden etablieren. Als nächstes kommen die frühen Adoptoren (Early Adopters, Visionäre), die technophil und umsetzungsorientiert einen technologischen Wettbewerbsvorteil suchen. Die frühe Mehrheit (Pragmatiker) stellen die technologische Evolution in den Vordergrund und sehen die pragmatischen Vorteile der neuen, jetzt erprobten, Technologie. Die späte Mehrheit (Konservative) investiert erst unter Zwang in die Innovation, um den Anschluss nicht zu verlieren. Die Nachzügler (Skeptiker) meiden typischerweise Innovationen und umgehen sie wo sie nur können.



In Anteilen am Gesamtmarkt geht Moore davon aus, dass die frühe und die späte Mehrheit jeweils 33% des Marktes dominiert (jeweils 1 Sigma-Abweichung auf der Glockenkurve), die Visionäre und die Nachzügler jeweils rund 15% (jeweils 2 Sigma) und die Innovatoren sich auf rund 2 bis 5% des Marktvolumens belaufen.

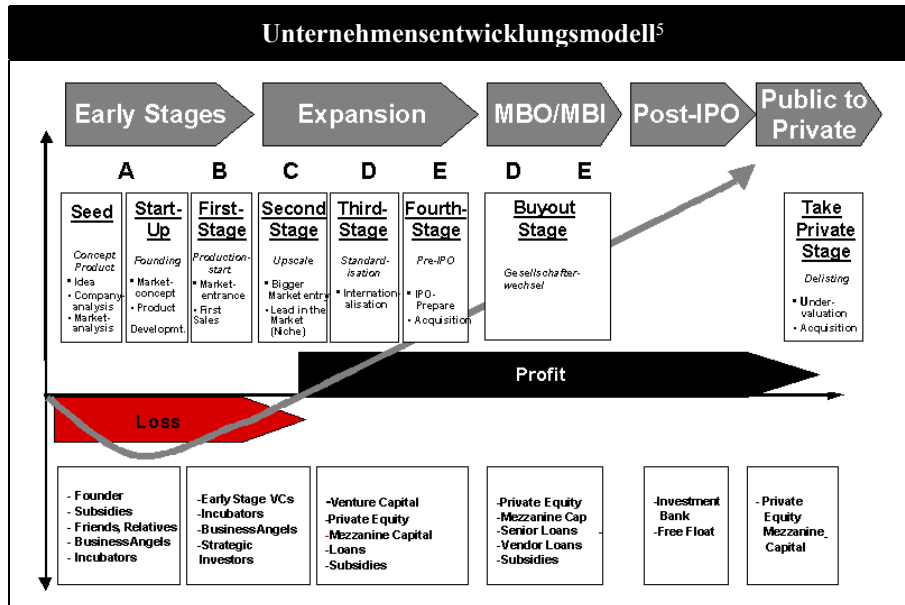
## 2. Finanzierungsphasen und -runden

So wie ein Unternehmen typischerweise auf die Markterfordernisse auf Basis des TA-Modells reagieren muss, und damit notwendigerweise unterschiedliche Phasen durchläuft, hat ein Beteiligungskapitalgeber die Maxime, sein Chancen/Risikenprofil zu seinen Gunsten zu optimieren und zu kontrollieren. Daher werden **zeitliche Kontrollpunkte** auf dem Weg Richtung Börse eingebaut: **die Finanzierungsrounden**.

Diese Finanzierungsrounden haben die Funktion, operationale Meilensteine im Finanzierungsbedarf zu legen, um das Unternehmen nach Ablauf einer Planperiode (üblicherweise Jahresbudgets) durch neu-hinzutretende Beteiligungskapitalinvestoren in der Entwicklung wieder neu bewerten zu lassen. Die Zuzählung von Beteiligungskapital in meilensteinbezogenen Eigenkapitalfinanzierungsrounden ist das stärkste Kontroll- und Disziplinierungsinstrument der Investoren.

## B. Das Unternehmensentwicklungsmodell

Im Folgenden soll der akademische Idealtypus in der Unternehmensentwicklung eines Wachstumsunternehmens von der Idee bis zur erstmaligen Börsemission von Aktien (Initial Public Offering – IPO) anhand einer schematisierten Phasendarstellung erfolgen.



Ein Unternehmen in einem dynamischen Marktumfeld durchläuft im Ablauf der Zeit idealtypischerweise unterschiedliche Phasen:

Vorbörslich:

- (0) Early Stages
  - a. Seed – Ideenentwicklung, Vorproduktentwicklung, Vorbereitungsphase
  - b. Start-Up – Unternehmensgründung
  - c. Early Stage – Produkt-Prototypenentwicklung
- (1) Later oder Expansion Stages
  - a. Second Stage – Erlangung der Markführerschaft im relevanten Markt,
  - b. Third Stage – Expansion, Up-Scaling
  - c. Fourth Stage oder Bridge – Pre-IPO, Börsenvorbereitung; Konsolidierung und
- (2) Buy-out Stages
  - a. MBO, MBI: vorbörslicher Kontroll- und Gesellschafterwechsel (zumeist durch Management)
- (3) Nachbörslich:
  - a. Public-to-Private: nachbörslicher Kontroll- und Gesellschafterwechsel (durch „Herunternehmen von der Börse“ für unterbewertete Unternehmen)

<sup>5</sup> Aus: Grabherr, ÖBA 5/2002.

## C. Die Wachstumsphasen – Early Stages und Expansion

Das 6-Phasen-Wachstumsfinanzierungsmodell – Die Typologie des Unternehmenswachstums in Phasen:

### 1. Die „Frühphasen“ oder „Early Stages“

**Seed:** Die Aufzählung beginnt untypischerweise mit der Zahl 0, da es sich in der Vorphase der Unternehmensgründung ex definitionem nicht um eine Unternehmensphase handeln kann (Vorgründungsphase). Die Ideenentwicklung und die ersten Vorbereitungen sind dennoch ein entscheidender Schritt für den erfolgreichen, späteren Start. Das Investitionsvolumen kann in der Seedphase sehr stark variieren, da hier viel ideelle Vorarbeit und Arbeitszeit des Gründer(teams) vorab einfließt. Generell wird die Seedphase bis EUR 150.000 angesetzt. Während im Internetbereich Seedphasen teilweise nur Wochen, können diese im Biotechnologiebereich teilweise bis zu mehreren Jahren dauern.

**Start-Up:** Während der Gründungsphase sind das „Ersparte“, Nahe-Angehörige oder Freunde die erschließbaren Risikokapitalquellen. Für die Produktentwicklung können bei Technologie-basierten Produkten auch die Forschungsfördertöpfe je nach Bundesland über verlorene Zuschüsse (teilweise auch Risikokapital) angezapft werden. Neben den vorgenannten Kapitalgebern der ersten Stunde sollte sich der Unternehmer auch sehr rasch nach einem branchenversierten Business Angel umsehen, der ihn bei der weiteren Entwicklung stark unterstützen kann. In Österreich ist hier die Business Angels Börse „i<sup>2</sup>“ ([www.business-angels.at](http://www.business-angels.at); ehem. Innovationsagentur) besonders hervorzuheben, in Deutschland das Business Angels Network Deutschland (BAND) und das bayerische Fördernetzwerk neue Technologien (FNT) sowie europaweit der Verband EBAN (European Business Angels Network). Der Referenzkunde sollte hier schon in greifbarer Nähe sein, wobei gerade bei der Findung dieser, Business Angels als Vertrauenspersonen viel Türen öffnen können. In dieser Phase beläuft sich das durchschnittliche Investment EUR 500.000, kann in Einzelfällen auch höher ausfallen, wenn bereits institutionelle VC-Fonds mitfinanzieren.

**First oder Early Stage:** Diese Phase ist im Vergleich zur vorhergehenden hauptsächlich durch die Kernproduktentwicklung gekennzeichnet. Der Unternehmer versucht in dieser Phase auch die Marktrelevanz vorab zu testen – Testinstallationen, Pilotanlagen – und wendet sich für die weitere erfolgreiche Entwicklung an Early Stage orientierte Venture Capital Fonds, die ihm gerade in der nächsten sehr entscheidenden Phase zur Führerschaft im relevanten Markt verhelfen können. In dieser Phase werden die Pilotkunden vorbildlich betreut und die Probleme im Alltagsbetrieb getestet, sodaß am Ende dieser Phase die Pilotkunden mit maßgeschneiderten, visionären Lösungen ein Benchmarking für die künftigen Kunden darstellen können. In dieser Phase löst zumeist der institutionell-organisierte Venture Capitalist den nicht-institutionellen Business Angel als Lead-Investor ab. Ein Überblick über die in Österreich aktiven Risikokapitalgeber findet sich auf der Dachverbands-Webseite ([www.avco.at](http://www.avco.at)). Typisches Finanzierungsvolumen ist hier rd EUR 1,500.000.

## 2. Die „Späteren Phasen“ oder „Later Stages“ bzw „Expansion Stages“

**Second Stage oder Expansion 1:** Am Ende der Produktentwicklung und der Führerschaft im relevanten Markt sollte ein skalierbares, vermarktbares und vor allem ausgereiftes Produkt, das auf einen wachsenden Markt trifft, stehen. Penetration des Heimatmarktes wird hier angestrebt. Hier kann die Expansionsfinanzierung zur Ausnutzung der „economies-of-scale“ in der Produktion ansetzen. Die Expansionsphase wird typischerweise noch von Venture-Capital mitgetragen, allerdings unter wachsender Bedeutung von zunehmend auf reine Expansionsrisikofinanzierung ausgerichteter Private-Equity-Fonds. In dieser Runde erhält das Unternehmen erstmals eine grosse Finanzierung, typischerweise bis zu EUR 5,000.000.

**Third Stage oder Expansion 2:** In dieser zweiten Expansionsphase wird üblicherweise der erste Internationalisierungsschritt gesetzt. Angrenzende oder leichter zu bearbeitende, chancenreiche Märkte werden als erste internationale Testballons gewählt. Für Unternehmen bieten sich hier oft in Zeiten des EU-Binnenmarktes die angrenzenden EU-Staaten mit einem bedeutenden Marktvolumen an. Der Third Stage ist die erste große Finanzierungsrunde im Unternehmen und wird daher oft von den grossen Private Equity Fonds oftmals in Kombination mit Mezzaninkapital finanziert. Typische Finanzierungsvolumina belaufen sich hier bis auf EUR 7,500.000.

**Fourth Stage oder Pre-Exit oder Pre-IPO:** Die Pre-IPO-Phase kennzeichnet sich oft durch einen „Bridge-artigen“ Charakter, der sich aus der Konsolidierung des bisherigen Geschäftes des Unternehmens gepaart mit dem eigentlichen Story-Building Richtung Investment Bank geprägt ist. Typische Pre-IPO-Investoren sind sehr versiert in der Aufbereitung der Unterlagen und der Auswahl der richtigen Investment Bank. In der Pre-IPO-Phase wird oft über den wahren Erfolg und Misserfolg einer späteren Börsemission entschieden. Die letzten Checks sind hier noch möglich, die es dem Unternehmen ermöglichen sollen, der späteren grossen Bühne der Öffentlichkeit mit guter Informationspolitik entgegenzutreten zu können. Durch den Brückencharakter der Finanzierung ist diese Runde zumeist nicht ganz so groß wie die vorhergehende: EUR 5,000.000.

**IPO, Exit oder Unternehmensverkauf:** Das Üblicherweise wird von den Risikokapitalgebern der Verkauf (Exit) der Unternehmensanteile über die Börse (Initial Public Offering – IPO), an einen technologisch-interessierten strategischen Investor (Industriekonzerne) oder zurück an den Unternehmer angestrebt. Mit dem Exit wird die bisher erzielte Unternehmenswertsteigerung realisiert.

**Post-IPO oder Konsolidierungsphase:** Durch den IPO ändert sich die Investorenstruktur des Unternehmens dahingehend, das nunmehr das Hauptaugenmerk auf laufende Dividendenzahlungen und hohe Erträge gerichtet wird und weniger auf hohe Sprünge im Unternehmenswert. Die Konsolidierungsphase ist durch die Etablierung der Technologie am Markt und der Notierung an einer/mehrer Börsen gekennzeichnet. Das Unternehmen versucht durch starke Diversifikation und Internationalisierung für die Aktionäre attraktive Dividenden und Wachstumsperspektiven zu bieten.

## **D. Die Buy-Out-Phasen – Kontrollwechsel – LBO, MBO, MBI und Public-to-Private**

Steht bei den vorher näher erläuterten Wachstumsphasen die Wahrnehmung der Wachstumspotentiale durch organisch-akquisitorisches Wachstum im Mittelpunkt, sind die Buy-Out-Phasen durch Stabilität, geringeres Wachstum und Neuausrichtung bestehender Strukturen in zumeist gesättigten oder zumindest entwickelten Märkten gekennzeichnet.

Sowohl bei MBO/MBI als auch beim Public-to-Private übernimmt ein Private-Equity-Fonds als Finanzinvestor zumeist die Mehrheit der Firmenanteile und unterstützt damit den organisatorisch operativen Kontrollwechsel im Unternehmen.

Durch die überwiegende Fremdkapitalfinanzierung innerhalb der Transaktionsstruktur wird der Überbegriff des „Leveraged Buy-Out“ (LBO) international für diesen Bereich verwendet. Der hohe Leverage, d. h. ein hoher Fremdkapitalanteil, ist induziert, da

- das bestehende Management als Käufer zumeist zu wenig persönliches Eigenkapital beibringen kann
- jedenfalls wird das Management sein persönliches Commitment limitieren wollen
- das Management wird auch nicht wollen, dass ein Eigenkapitalgeber die gesamte Kontrolle über die Firma erwirbt
- Fremdkapital jedenfalls „billiger“ als Eigenkapital ist.

Auch institutionelle Eigenkapitalfonds sehen gerne einen hohen Leverage, um die Rendite zu verbessern.

### **1. MBO, MBI, IBO, ...**

MBO und MBI sind im weiteren Begriff, eine Firmenübernahme durch Finanzinvestoren unter massgeblicher Beteiligung des Managements. Die beiden Szenarien unterscheiden sich nach der Herkunft der Managementbeteiligung: beim MBO oder Management Buy-Out wird das bisherige Management beteiligt, bei einem Management Buy-In (MBI) handelt es sich um ein externes Management. Die Gewichtung liegt bei rd zwei Drittel MBOs und ein Drittel MBIs.

#### **Management-Buy-Out (MBO)**

Beim MBO wird das bisherige Management eines Unternehmensbereiches bzw eines Tochterunternehmens zum Mitunternehmer oder Alleinunternehmer. Die wesentliche Änderung ist diejenige, vom leitenden Angestellten zum Unternehmer zu werden. Die Übergewichtung der MBOs gegenüber den MBIs ergibt sich aus der Informationsasymmetrie, da hier die einzige Situation eintritt, in der der Käufer über einen Informationsvorsprung vor dem Verkäufer verfügt. Die leitenden Angestellten kennen idR den zu übernehmenden Betrieb am besten. Sie kennen die Kunden, die Produkte, die Ressourcen, die Erfolgsfaktoren, den Wettbewerb und damit eigentlich alle Stärken und Schwächen sowie die Potentiale und Bedrohungen. Dies weiss auch der Verkäufer.

Bisher hat das MBO-Team also zumeist alle operativen Erfahrungen für seinen Bereich, ausser dem Finanzierungsbereich, der ja bisher immer von der Muttergesellschaft beigestellt worden ist. Damit ist ein professioneller Finanzpartner für einen erfolgreichen Start unbedingt notwendig. Dies muss nicht immer ein Private-Equity-Fonds sein, sondern kann auch ein sehr guter Corporate-Finance-Berater sein, wenn der Kaufpreis seitens der Muttergesellschaft in bewältigbaren Regionen liegt. Als Daumenregel kann gelten, dass wenn mehr als zwei Drittel der MBO-Finanzierung der neuen Gesellschaft über Fremdkapital bzw Verkäuferdarlehen darstellbar ist und/oder der Kaufpreis unter dem 3-fachen EBIT-Multiple zu liegen kommt, kann ein MBO auch ohne zusätzliches Private-Equity durchgeführt werden [Die ausführliche Darstellung der Finanzierungsstrukturen findet sich unter Punkt „Strukturen“ in diesem Artikel]. Demgegenüber ist jedoch immer zu bedenken, dass professionelle PE-Investoren nicht nur Geld sondern ein massives Netzwerk und Know-How mitbringen, die gerade in strömischen Zeiten erfolgskritisch und überlebenswichtig sind.

#### **Management-Buy-In (MBI)**

Beim MBI lässt sich ein überwiegend externes Management auf die Aufgabe ein, einen Unternehmensbereich oder ein Tochterunternehmen als Unternehmer zu übernehmen. Das externe Management kann damit auf keinen Informationsvorsprung wie im Falle des MBO aufbauen und hat allerhöchstens den selben Einblick wie ein professioneller Finanzinvestor. Im Falle eines MBI verfügt der Verkäufer den Informationsvorsprung. Dies macht die Ausgangsbasis für die Preisbestimmung unsicherer, wenngleich im Wesentlichen die obigen Finanzierungsstrukturen für MBIs gelten.

#### **IBO, BIMBO, ...**

Im Folgenden werden noch einige der wesentlichen Spielarten im Bereich der Buy-Outs kurz charakterisiert. Gerade der anglo-sächsische Sprachraum kennt hier eine fast unerschöpfliche Kreativität der Wortschöpfungen:

**Investor-Driven oder Institutional-Buy-Out (IBO):** Neben dem MBO und MBI, bei denen das Management massgebliche Anteile am neuen Unternehmen hält und die treibende Kraft in der Transaktion darstellt, gibt es noch die Spielart des Institutional Buy-Outs (IBO), bei dem die gestaltende Rolle dem PE-Investor zukommt und der Management-Anteil unter 10% der Anteile fällt. Diese Kategorie wird auch als „bought deals“ charakterisiert.

**Buy-in Management Buy-out (BIMBO):** Dies ist eine Kombination aus MBI und MBO. Das Management-Team des neuen Unternehmens besteht teilweise aus bisherigen leitenden Angestellten und teilweise aus extern dazugestossenem Management.

**Employee Buy-out (EBO):** Dies ist ein Buy-out durch die Arbeitnehmer des Unternehmens, unter Umständen in Form von (in manchen Staaten steuerlich begünstigten) Leveraged Employee Stock Ownership Plans (ESOPs).

**Owner Buy-out (OBO):** Darunter versteht man einen Buy-out eines/mehrerer Altgesellschafter durch die anderen Altgesellschafter durch einen zusätzlichen Leverage im dann alleine eigenen Unternehmen.

**Vendor Initiated Management Buy-out (VIMBO):** Dies ist ein vom Verkäufer (oft multinationale Konzerne, die Nicht-Kernkompetenz-Bereiche abstossen) initiiertes Buy-out.

**Partial Management Buy-out (PAMBO):** Ein insofern nur teilweiser MBO, als der/die Altgesellschafter am neuen Unternehmen beteiligt bleiben und somit nur einen Teil ihrer Anteile veräußern (zumeist dann, wenn er/sie gemeinsam mit dem Management noch einige Zeit im Unternehmen verantwortlich mitwirken). Diese Bezeichnung trifft dann zu, wenn es einerseits noch massgebliche wirtschaftliche Verflechtungen und Abhängigkeiten im Leistungsprozess gibt und wesentliche Teile der Transaktion über erfolgsabhängige Abschichtungen in einem längeren Zeitraum erst getätigt werden (sog. „Earn-Out“).

**Secondary Management Buy-out (SEMBO):** Bei dieser Art von Buy-out nach einem bereits erfolgten „First“-Buy-out wird lediglich der Finanzinvestor gewechselt, das Management dagegen bleibt und wird allenfalls verstärkt. Mitunter spricht man auch von Re-engineered Buy-out.

**Secondary Buy-in Buy-out (SIMBO):** Bei dieser Variante eines Buy-outs nach einem bereits erfolgten „First“-Buy-out erwirbt ein neuer Finanzinvestor das Unternehmen und bringt ein neues, externes Management mit.

**Leveraged Build up (LBU):** Darunter versteht man einen sequentiellen Erwerb von Unternehmen, bei dem zunächst ein sog. Plattformunternehmen erworben wird, das als Vehikel fungiert, um eine Reihe weiterer Unternehmen aus derselben, idR sehr fragmentierten Branche zu erwerben und schliesslich das Gesamtunternehmen via IPO oder Trade Sale, uU auch über einen Secondary Buy-out (SIMBO oder SEMBO) gewinnbringend zu veräußern.

**Leveraged Acquisitions** können auch im Zusammenhang mit Buy-outs vorkommen: Dies ist der Erwerb eines operativen Unternehmens durch ein anderes operatives Unternehmen überwiegend mittels Fremdkapital. Hierbei stehen allerdings nicht wie beim klassischen LBO der reine Finanzinvestor (Hauptsponsor) und dessen Beweggründe im Mittelpunkt, sondern es spielen zahlreiche, zT völlig anders gelagerte Aspekte eine zentrale Rolle: Der rein strategische Investor, dh das kaufende Unternehmen bzw dessen Eigentümer, will zB zumeist das Target gar nicht nach drei bis fünf Jahren gewinnbringend wieder veräußern, sondern dieses in seinem Konzern/Unternehmensverbund belassen, um dauerhaft Synergien mit den anderen operativen Unternehmen zu erzielen. Daher wird dieser mögliche Anwendungsfall eines LBOs hier nicht näher behandelt (häufig wird er in der Literatur von vorneherein gar nicht bei den LBO-Transaktionen erwähnt).

## 2. Public-to-Private – PtP

**Leveraged Buy-Outs** sind im US amerikanischen Sinne, Public-to-Private-Transaktionen, die in den 1980er Jahren mit hohem finanziellem Leverage, dem

damals neuen Instrument der Junk-Bonds, durchgeführt wurden. Public-to-Private („going private“, „Privatisierung“) ist der Kauf eines börsennotierten Unternehmens, womit in den meisten Fällen ein öffentliches Angebot an die Aktionäre verbunden ist.

Public-to-Private-Transaktionen (PtP) finden meist in der Form eines MBOs oder eines IBOs statt. Target für das PtP sind unterbewertete, börsennotierte Unternehmen, die über einen mehrheitlichen kontrollierbaren Freefloat an der Börse verfügen.

PtP ist das Instrument für liquiditätsschwache Kapitalmarktsituationen, in denen Unternehmen die weitere Aufnahme von Kapital über den geregelten Kapitalmarkt unmöglich bzw ökonomisch nicht sinnvoll wäre. Ziel ist jedoch zumeist, das Unternehmen von der Börse zu nehmen, es wieder neu auszurichten und möglicherweise zu einem späteren Zeitpunkt mit einer neuen, besseren „Equity-Story“ wieder an die Börse zu führen.

Für die Transaktion sind erfolgskritische Faktoren, dass die Kontrolle über eine qualifizierte Minderheit erlangt werden kann und das öffentlich abzugebende Pflicht-Übernahmeangebot von den freien Aktionären angenommen wird, um eine mindestens 75% ige Aktionärsmehrheit für die entscheidende Hauptversammlung der AG für den Delisting-Beschluss erreicht werden kann. Der PtP-betreibende PE-Investor hat die Aufgabe, bereits vor dem Pflichtangebot die gesamte Transaktions-Finanzierung für das formale Delisting sicherzustellen, sowie die weitere Finanzierung des neuen, dann nicht mehr börsennotierten Unternehmens zu ermöglichen. Die Hauptschwierigkeit bei PtP-Transaktionen liegt in der nach Börse-Regeln unmöglichen Due-Diligence vor der Transaktion, da das börsennotierte Unternehmen zwar eine höhere Informationspflicht als private Firmen hat, aber auch sicherstellen muss, dass alle Informationen allen Aktionären sowie der Öffentlichkeit in vollem Umfang zur Verfügung stehen. Die Strukturierung der Finanzierung erfolgt nach den internationalen Strukturen.<sup>6</sup>

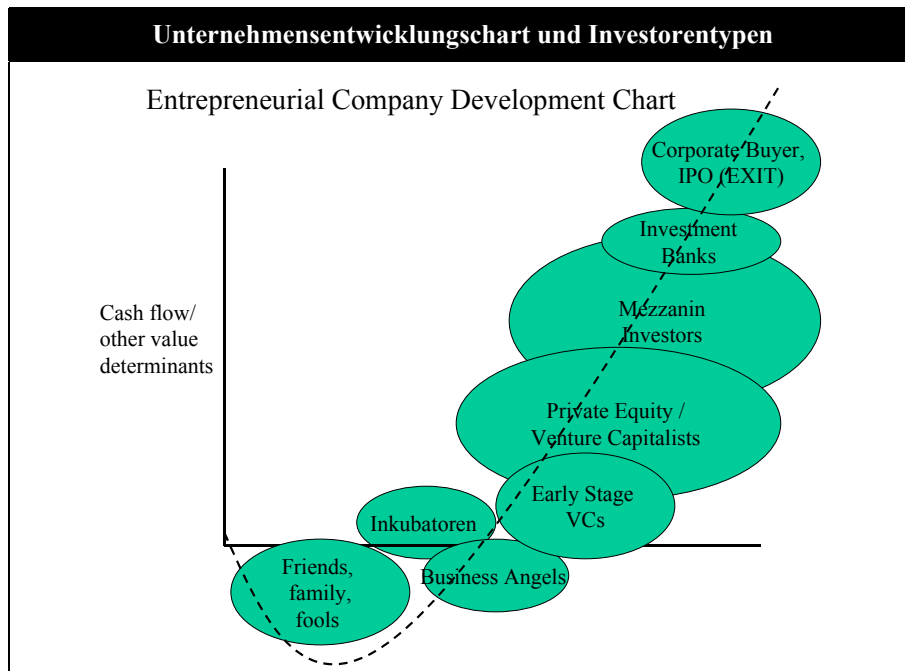
#### **IV. Die Spieler am Private Equity und Venture Capital-Markt**

Generell benötigt ein erfolgreiches, wachstumsorientiertes Unternehmen typischerweise je nach Wachstumsphase einen risikotragenden Mitfinanzier, der für diese Phase maßgeschneiderte „added values“ einbringen kann. Hervorzuheben ist dabei die Tatsache, daß es sich im Finanzierungsbereich „Beteiligungsfinanzierung (Private Equity)“ um ein sehr personenorientiertes Geschäft handelt (people's business) und daher maßgebliche Parameter einer erfolgreichen Zusammenarbeit zwischen Unternehmen und Beteiligungsgeber in den persönlichen Bereichen der agierenden Personen zu suchen sind.

---

<sup>6</sup> Siehe dazu Kapitel VI.

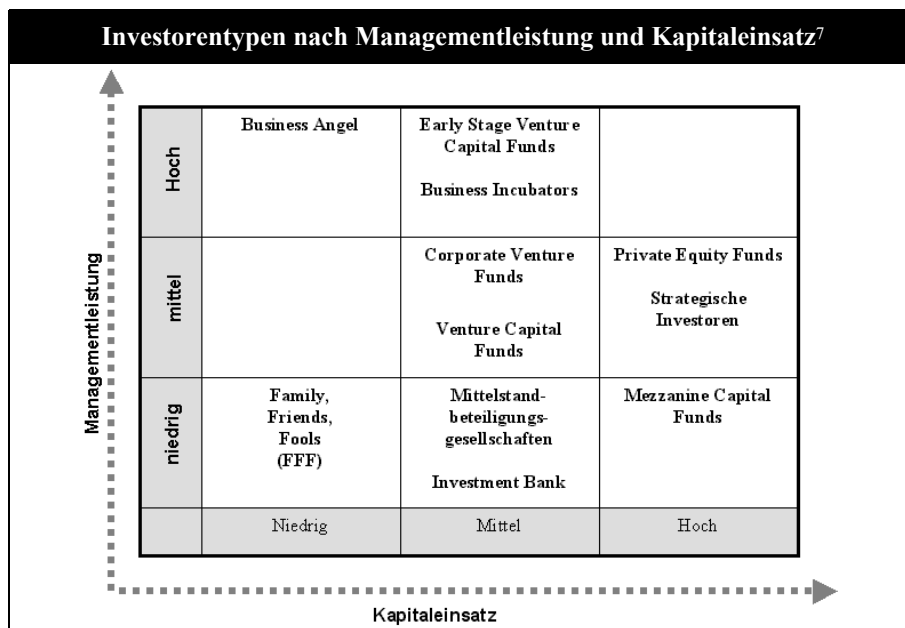
## Unternehmensentwicklungschart und Investorentypen



Es gelten einige generelle Regeln für die Einordnung der Investoren:

- Je früher die Investitionsphase, desto „physisch“-näher wird sich der Investor befinden (geographischer Aktionsradius)
- Je früher die Investitionsphase, desto tiefer wird sich der Investor im Technologie- oder Industriebereich der Portfoliofirma auskennen (Fokus, Beurteilungskompetenz und Added-Value)
- Je früher die Investitionsphase, desto notwendiger ist das operative „Smart-Money“ (Unternehmerische Kompetenz, Know-How, Financial Engineering, Technologische Kompetenz)
- Ein Mitziehen in Folgefinanzierungsrunden wird grundsätzlich von allen institutionellen PE-VC-Investoren zur Vertrauensbildung gefordert
- Je später die Investitionsphase, desto grösser ist der geographische Investitionsfokus der Investoren
- Je später die Investitionsphase, desto geringer die Nähe zum Portfolio-Unternehmen
- Je später die Investitionsphase, desto „runder“ muss das Management-Team und die Organisationsreife des geldsuchenden Unternehmens sein

Die Investorentypen lassen sich auch anhand von Kapitaleinsatz und Managementleistung charakterisieren, die teilweise erheblich voneinander abweichen können.



Die einzelnen Investorentypologien werden in den folgenden Punkten eingehend dargestellt. Generell gilt, dass es sich hier um idealtypische Charakterisierungen und Merkmale handelt, die im Einzelfall erheblich abweichen können bzw nur teilweise zutreffen.

### A. Business Angel

„Capital is critical, but it’s not just venture capital ... Probably [in the start up phase] much more important [than Venture Capitalists] are angels, the wealthy individuals who understand the process.“ (*William Bygrave*).

Business Angels können gerade in der Frühphase des unternehmerischen Aufbauprozesses eine sehr wichtige Rolle spielen. Grundvoraussetzung für eine erfolgreiche Zusammenarbeit ist das Prozessverständnis des Business Angels und die Einbringung eines Mehrwertes in der Form „wirklicher“ aktiver Aufbauarbeit, also ein sogenannter „Hands-on-Investor“. Business Angels sind üblicherweise reiche Privatpersonen, zumeist ehemalige Unternehmer, die Ihr Wissen, Ihr Netzwerk und Know-how gebündelt mit Kapital, derart einsetzen wollen, um einem jungen Unternehmen am Anfang des Wachstumsprozesses mit Rat, Tat und Risikokapital zur Verfügung zu stehen.

Zu unterscheiden von den „guten“ Business-Angels sind die sogenannten „Business-Devils“, Glücksritter, die kein echtes Interesse am Unternehmen haben

<sup>7</sup> Aus: *Grabherr in Stadler* (Hrsg), *Private Equity und Venture Capital* (2000).

und die mit wenig Kapital die Gesellschafterstellung in einem kleinen Unternehmen nur zum persönlichen Vorteil zumeist jedoch nicht im Sinne des Unternehmens missbrauchen. Der Business Devil kann auch mögliche Folgefinanzierungen durch institutionelle VCs gefährden oder verhindern.

Ein Business Angel wird idR zwischen 3 bis 6 Investments zur selben Zeit betreuen. Die Investmententscheidung des Business Angels ist weit subjektiver als jene der institutionellen Risikokapitalgeber, er ist sich ja lediglich für sein eigenes Geld Rechenschaft schuldig.

Wie *William Bygrave* im zitierten Artikel bereits in der Einleitung andeutet, liegt hier eine erfolgskritische Grösse für junge Unternehmen. Die rd 3 Millionen Business Angels alleine in den USA stellen nach Schätzungen zwischen dem 2 bis 4 Fachen an Risikokapital im Vergleich zu institutionellen VC-Fonds zur Verfügung. Dies zeigt die volkswirtschaftliche Bedeutung einer funktionierenden Business-Angels-Kultur für eine fruchtbare Bodenaufbereitung Richtung VC- und PE-Fonds. Generell wird von einem Business Angel in Folgefinanzierungsrunden kein signifikantes Mitziehen innerhalb eines Syndikates erwartet. Verantwortungsvolle Business Angels begnügen sich im Unternehmen mit verträglichen, geringeren Anteilen, zumeist zwischen 10 und 25%, Business Devils hingegen versuchen beeinflussende grössere Anteile oder Mehrheiten zu erlangen, um daraus Kapital zu schlagen. Den Exit suchen die Business Angels entweder über einen Verkauf an einen institutionellen VC zu erreichen (eher geringer) oder aber durch Begleitung auch nach dem Einstieg eines VC Richtung Börsegang oder Trade-Sale.

## **B. Inkubator**

In den USA sind die sogenannten Business Incubators schon seit mehreren Jahren sehr erfolgreich tätig. Das Konzept eines Inkubators ist eine konsequente Weiterentwicklung der typischen Innovations-, Technologie- und Gründerzentren. Der Inkubator stellt dem wachstumsstarken Jungunternehmer dabei nicht nur Infrastruktur und Umfeld zur Verfügung, sondern bietet gegen Abgabe von Anteilen auf engem Raum Beratung und Finanzierung an.

Inkubatoren benötigen dabei zu „inkubierende“ Unternehmen, die ein Hyperwachstum aufweisen und dabei auch einen hohen, personalintensiven Input benötigen, ohne vorab hohe Skalierungseffekte zu haben. Internet-Firmen sind dafür eine beinahe idealtypische Erscheinung für Inkubatoren. Limitierender Faktor des externen Inputs ist dabei die Begrenzung auf 100%, dh im engeren Sinne sollte ein Inkubator-gestütztes Unternehmen mit rd 100 gleichbedeutenden Personen das auslangen finden können.

In den Zeiten des „New-Economy-Hypes“ 1997-2000 wurden auch in Europa die Inkubatorenmodelle mit geringer Zeitverzögerung von privaten Gesellschaften aufgegriffen. In Österreich wurde das Modell von stage1 und iLab24 2000 implementiert, aber bereits 2002 in klassische Early-Stage-Investoren umgewandelt. Übersehen wurde in den Hype-Phase, dass auch im Mutterland der Risikokapitalfinanzierung, den Vereinigten Staaten von Amerika, 80% der Inkubatoren, regionalen

Non-Profit-Charakter haben, und damit dem österreichischen Technologie- und Gewerbe-Park sehr nahe kommen. Fehler bei der Konzeption der Business Incubators war die starke Abhängigkeit von einem sehr raschen Exit – zumeist über die Börse. Dieses Zeitfenster war in Wirklichkeit nur eine kurze Zeit offen, danach sind die übrigen Inkubatoren auf ihren Beteiligungen sitzengeblieben, haben zumeist wegen überhöhter Bewertungen keine Folgefinanzierungen zulassen können und hatten in den eigenen Fonds zu wenig Geld, die „Inkubees“ wenigstens bis zu einem Break-Even bringen zu können.

### **C. Strategischer Investor**

Der strategische Investor ist idR flexibel bezüglich der Unternehmensphase seines möglichen Einstieges. Für diesen Investor stehen zumeist keine reinen Finanzinteressen im Vordergrund, sondern abweichend industriell, strategische und/oder technologische Zielsetzungen.

Während strategische Investoren oft nicht nur mit Geld und Betreuung sondern auch mit Ressourcen (Produktion, Vertrieb) zur Verfügung stehen, sind diese Eingriffe stets auch eine „strategische“ Bedrohung der Eigenständigkeit des zu finanzierenden Unternehmens.

Die Mitbestimmung wird damit zum eigentlichen Bestimmungsgrad, ob für ein Wachstumsunternehmen ein strategischer Investor sinnvoll ist.

Strategische Investoren gründen typischerweise keine eigenständigen VC-Vehikel, die mit einem bestimmten Kapital ausgestattet sind (siehe Corporate VC), sondern investieren auf „Ihr eigenes Balance-Sheet“. Dies bedeutet, dass die zur Verfügungstellung von Kapital an die wirtschaftliche Entwicklung und die Geldreserven des strategischen Investors direkt gekoppelt ist. Dies kann dazu führen, dass das Portfolio-Unternehmen zwar Geld benötigt, es aber derzeit nicht vom strategischen Investor kommen kann.

Der strategische Investor ist nicht derart Exit-getrieben wie andere Finanzinvestoren, da der Exit auch durch Kauf durch den Strategen selbst zustande kommen kann.

### **D. Early Stage Venture Capital**

Early Stage VC (ESVC) zeichnet sich durch eine hohe Ressourcen-Zurverfügungstellung seitens der Managementgesellschaft aus. Während Business Angels zwischen 3 bis 6 Investments betreuen, wird ein Investment Manager eines Early Stage VC höchstens zwischen 2 bis 4 Investments betreuen. Dies bedeutet, dass der ESVC generell sehr nahe am Unternehmen dran ist und auch eine hohe Interaktionsdichte zwischen Fondsmanagement und Unternehmensmanagement stattfindet. Dazu gehört auch eine gewisse räumliche Nähe. Und ein hohes Mass an industrieller, technologischer und sozialer Kompetenz der ESVC-Investment-Manager.

Im Gegensatz zu einem Business Angel muss sich der ESVC sehr intensiv mit dem Unternehmen im Hinblick auf rasche Entwicklung und einer baldigen Vorbereitung auf weitere Finanzierungsrunden sowie dem Aufstellen von öffentlichen Geldern befassen.

Von einem institutionellen VC-Investor wird in den Folgerunden fast immer ein „Mitziehen“ gefordert – also auch von einem ESVC. Das bedeutet, dass sich gerade Early Stage Fonds die Investitionsplanung hinsichtlich der Verfügbarkeit von Fondskapital auch über mehrere Runden so einteilen müssen, dass sie für die Vertrauensbildung weiterfinanzieren können.

ESVC sind Minderheitsinvestoren und nehmen idR in der ersten Finanzierungsrunde zwischen 20 bis 40% der Anteile.

### **E. Venture Capital**

Institutionelle VC-Fonds sind üblicherweise Beteiligungskapitalinvestoren ab einer 2. Finanzierungsrunde. Die Unternehmen haben die Gründung und die ersten Gehversuche am Markt hinter sich und sind bereits durch einen Business Angel, einen Inkubator oder einen ESVC auf die weiteren Wachstumsschritte vorbereitet worden. Investment Manager eines VC betreuen hier idR zwischen 3 bis 7 Investments, zumeist in unterschiedlichen Phasen.

VC-Fonds sind generell nicht mehr so spezialisiert auf Technologie- bzw. Industrie-Bereiche, sondern mehr auf geographische Abdeckung des Fokusgebietes. Hier spielt die internationale Einbindung von grösserer Bedeutung.

In dieser Phase bereitet der VC das Unternehmen auf den ersten Internationalisierungsschritt vor, indem für die weitere Finanzierung bereits internationale Syndikatspartner gesucht werden. VC-Fonds sind typische Minderheitsinvestoren, zumeist in Folgerunden 2 bis 4. Dennoch kann es durch diesen Investor bereits zu einem Mehrheitsübergang vom Management-Team zum VC-Syndikat kommen, wengleich der einzelne Investor Minderheitsanteile hält.

Der VC strebt vorab den Börsengang an, wengleich jedem Finanzinvestor die Zyklizität der Kapitalmärkte bewusst sind und lange nicht jedes Unternehmen auch die kritische Emissions-Grösse erreicht oder erreichen kann.

### **F. Corporate Venture Capital**

Ein Corporate Venture Capital Fonds (CVC) ist eine dedizierte Fondsaktivität, die durch einen industriellen Hauptsponsor aufgesetzt wird (idR sind Banken die Initialsponsoren von PE- und VC-Fonds). Daher ist auch der Investitionsfokus von der Branche und dem Technologie-Interesse des industriellen Sponsors geprägt.

Corporates bauen ihre CVC-Aktivitäten zumeist im Konjunkturaufschwung bei vollen Kassen auf, um eine Möglichkeit zu finden, Zukunftstechnologien oder Branchenentwicklungen früher als üblich sehen zu können. Es wird als „Technologie-Monitoring-Vehikel“ verwendet. Die CVCs wachsen zumeist aus den M&A-

Abteilungen dieser Industriellen heraus, wo strategische Akquisitionen und deren Beurteilung zum Tagesgeschäft gehört.

Die CVC-Aktivität hängt aber natürlich immer sehr stark mit der wirtschaftlichen Entwicklung der Muttergesellschaft zusammen und es kann daher für die Portfolio-Unternehmen auch zu überraschenden Wendungen kommen.

Durch die mögliche strategische Interessensprägung des CVC ist die Exit-Frage auch seitens des Portfolio-Unternehmens sehr stark zu stellen. Bei reinen Finanzinvestoren sind die Incentivestrukturen klar, bei CVC-Aktivitäten können diese verwischt werden.

CVC können Mehrheits- oder Minderheitsinvestoren sein.

### **G. Private Equity**

Private Equity Fonds sind die typischen Beteiligungskapitalinvestoren ab einer 3. Finanzierungsrunde oder bei MBO/LBO-Transaktionen. Private Equity in seiner engeren Form investiert höhere Volumina als Venture Capital und nimmt dafür oftmals auch Mehrheitsbeteiligungen am Unternehmen. Diese Anreizstrukturen sind jedoch zumeist nur für stabile Old-Economy-Firmen gut möglich. Bei Private Equity Häusern ist die kontinuierliche Bindung an das Unternehmen eher über Teams und Berater gegeben, denn über den strengen Investment Manager Approach.

### **H. Mezzanine Capital**

Mezzanine Capital-Investoren als eigenständig-gemanagte Fonds sind in Kontinentaleuropa eine neuere Erscheinungsform in der Finanzierung. Bisher war im Bank-dominierten Deutschsprachigen Raum diese Finanzierungsform eher ein nicht strategisch eingesetztes Finanzierungsinstrument von Sonderabteilungen in den Banken.

Ein typischer – Private-Equity-ähnlich geführter – Mezzaninfonds tritt zumeist als Co-Investor zu Venture Capital/Private Equity Fonds im Beteiligungsprozess auf, vor allem dort wo die flexiblere Handhabung des Instrumentes Mezzaninkapital den Equity Investoren und dem Unternehmen hilft eine sinnvolle Win-Win-Situation herzustellen.

Der Mezzanin-Investor gibt sein Geld typischerweise in der Form nachrangiger Darlehen mit einem Equity-Kicker, sodass über das nachrangige Darlehen eine laufende Verzinsung sowie Rückführung gestaltet werden kann und über den Equity Kicker eine Abgeltung der Eigenkapitalprämie im Erfolgsfall möglich ist. Mezzaninkapital setzt daher voraus, dass das Unternehmen bereits eine hohe operative Stabilität und Profitabilität aufweist, um die Verdünnung der Gesellschafter (Gründer, Management, Venture Capital, Private Equity) möglichst gering halten zu können. Die zweite Möglichkeit ein noch nicht Cash-Flow positives Unternehmen mit Mezzaninkapital zu finanzieren, ist der bereits absehbare Exit innerhalb der nächsten 12 bis 18 Monate beispielsweise als Pre-IPO-Brückenfinanzierung.

Mezzanin-Investoren benötigen eine geringere Rendite als PE-VC-Investoren, daher ist als Exitversion für den Finanzinvestor auch bei guter Unternehmensentwicklung ein Rückkauf der Anteile darstellbar.

## I. Investment Bank

Investment Banken beteiligen sich teilweise auch mit Risikokapital bereits in der Vorphase zum Börsegang, um hier eine gewisse Rendite sichern zu können. Für diesen Investor ist dabei die Möglichkeit zumeist sehr interessant sich einerseits das Unternehmen bereits frühzeitig genauer anzusehen und andererseits darüber hinaus eine höhere Rendite als im Emissionsgeschäft selbst erzielen zu können. Im deutschsprachigen Raum ist derzeit ein starker Trend der Investment Banken zu Early Stage Investments zu erkennen, um sich auch frühzeitig Leads für die spätere Börseneinführung zu sichern. Dies dürfte allerdings keine nachhaltige Entwicklung sein, sondern eher die Erscheinung der Phasen-überspringenden Internetstartups.

## V. Die Typologie der Finanzierungsinstrumente

Folgen wir *Modigliani/Miller* mit ihrer bahnbrechenden Arbeit von 1958 über die Finanzierungsstruktur von Unternehmen, so hat die Finanzierungsstruktur keinerlei Auswirkung auf die Unternehmensentwicklung.

Nun kann jedoch sehr einfach in der realen Welt beobachtet werden, dass es zwei extreme Klassen von Unternehmensfinanzierungsinstrumenten gibt: Eigenkapital und Fremdkapital.

Eigenkapital kommt definatorisch vom Eigentümer, Gesellschafter, Aktionär der Firma. Fremdkapital sind dagegen Mittel, die von einem unbeteiligten Fremden, idR Banken, der Firma zur Verfügung gestellt wird. Eigenkapital kennt keine zeitliche Beschränkung und muss der Firma notwendigerweise ohne Auflagen und Bedingungen der laufenden Verzinsung bzw Tilgung zur Verfügung stehen. Im Gegenzug beansprucht der Eigenkapitalgeber jeden Gewinn aus der durch sein Eigenkapital finanzierten Firma.

Der Fremdkapitalgeber dagegen gibt sein Geld wiederum lediglich auf eine bestimmte Zeit in die Firma, wobei von vornherein ein genauer Rückzahlungsplan vereinbart wird. Der Fremdkapitalgeber hat keinerlei Anspruch auf einen Gewinn, erhält im vereinbarten Zeitraum sein Kapital zurück und kann in der Zwischenzeit auf Jahresbasis zumeist den aktuellen Zinssatz dem Unternehmen verrechnen. Hat der Eigenkapitalgeber die „Sicherheit“, dass ihm jeder Gewinn aus dem Unternehmen zusteht, so lässt sich der Fremdkapitalgeber zumeist Sicherstellungen (Hypothek, Verpfändung, Zession) für sein Kapital geben, die im Falle einer wirtschaftlichen Schiefelage des Unternehmens das Kapital wieder hereinbringen können.

Eigenkapital und Fremdkapital sind damit die Extrempositionen auf einer Achse zwischen voller Information über die Firma (Unternehmer), teilweiser, eigentümnaher Information (nicht im Unternehmen arbeitender Eigenkapitalgeber) und

nur unzulänglicher Information (Bank, Fremdkapitalgeber). In der Literatur wird dieses Problem als Principal-Agent behandelt, aus dem eine Adverse Selection oder Informationsasymmetrie resultiert.

Finanzierungsinstrumente sind damit generell ein Instrument zum Interessens- und Risikoausgleich bei der Unternehmensfinanzierung. Die Überbrückung der in verschiedenen Unternehmenssituationen gegebenen divergierenden Interessen zwischen Eigenkapital und Fremdkapital ist oftmals die Funktion des „Verbindungsinstrumentes“ Mezzaninkapital.

### A. Einordnung/Kategorisierung des Equity-, Mezzanine- und Fremdkapitals

In der folgenden Tabelle werden exemplarisch die verschiedenen Instrumente der Finanzierungskategorien Eigen-, Mezzanin- und Fremdkapital dargelegt:

<b>Instrumente der Finanzierungskategorien Eigen-, Mezzanin- und Fremdkapital</b>		
<b>Eigenkapital</b>	<b>Mezzaninkapital</b>	<b>Fremdkapital</b>
<u>Kapitalmarktinstrumente</u>	<u>Kapitalmarktinstrumente</u>	<u>Kapitalmarktinstrumente</u>
Aktienkapital/Grundkapital	Zerobonds mit gewinnabhängiger Verzinsung	Commercial Paper
Stammkapital	Gewinnschein auf Genussrechte	Corporate Bonds
	Wandelschuldverschreibungen	Certificates of Deposit
	Gewinnschuldverschreibung	
	Optionsanleihen	
	Optionsscheine	
<u>sonstige Instrumente</u>	<u>sonstige Instrumente</u>	<u>Sonstige Instrumente</u>
Agio/Aufgeld	Unbesicherte Kredite	Anleihe
Echtes Gesellschafterdarlehen	nachrangige Kredite	Besicherte Darlehen
Stille Gesellschaftereinlage	Cash-flow indizierte Kredite	Besicherte Bankkredite
	partiarische Darlehen	Lieferantenkredite
	typisch stille Gesellschaftereinlagen	sonstiges Fremdkapital
	Besserungskapital	

In der folgenden Übersicht sind die wesentlichen Unterscheidungsmerkmale zwischen Eigenkapital und Fremdkapital herausgearbeitet:

### Unterscheidungsmerkmale zwischen Eigenkapital und Fremdkapital<sup>8</sup>

	Eigenkapital	Mezzaninkapital	Fremdkapital
<b>Haftung</b>	Haftung zumindest in Höhe der Einlage; Mitunternehmerschaft	Nur im Ausmass des gewandelten Anspruches (Wandeldarlehen)	Keine Haftung; Gläubigerstellung
<b>Erfolgsbeteiligung</b>	Aliquot an Gewinn und Verlust	Erfolgsabhängige Verzinsungsanteile	Nein; Fixer Zinsanspruch; erfolgsunabhängig
<b>Vermögensbeteiligung</b>	Aliquot	Ja; Equity Kicker (Optionen auf Anteile)	Nein; Nominalanspruch in Höher der Gläubigerforderung
<b>Geschäftsführung</b>	Im Regelfall dazu berechtigt (Mitsprach, Stimm-, Kontrollrechte)	Stimm- und Kontrollrechte möglich	Nein, ausgeschlossen
<b>Zeitliche Verfügbarkeit</b>	unbefristet	Befristetes Eigenkapital	IdR befristet (Tilgungsplan)
<b>Besicherung</b>	Keine	Keine	Kreditsicherheit
<b>Liquiditätsbelastung</b>	Nicht fix; nur bei Gewinnausschüttung	Geringe laufende Verzinsung	Fix; (Zinsen- und Kapitaldienst)
<b>Steuerbelastung</b>	Gewinnbesteuerung	Zinsen steuerlich absetzbar	Zinsen steuerlich absetzbar

### B. Equity – Eigenkapital für Wachstum und Eigentümerwechsel

Vorab sollen kurz *Begriffsverwirrungen* vermieden werden: Private Equity, Venture Capital, Beteiligungskapital, Wagniskapital, Wachstumskapital, Chancenkapital, Innovationskapital, Mezzaninkapital sind damit Ausdrücke mit teilweise sehr ähnlichem Inhalt. Private Equity und Venture Capital sind die anglosächsischen Begriffe für Beteiligungskapital, wobei Private Equity als Überbegriff gesehen werden muss.

*Private Equity im weiteren Sinne* umfasst sämtliche Finanzierungsinstrumente, die mit dem direkten oder indirekten Erwerb von Anteilen oder Erwerb von Optionen auf Anteile verbunden sind. Der entsprechende funktionale Begriff im Deutschen ist Beteiligungskapital, wobei dieser Begriff nicht wie im Englischen zwischen Mehrheits- und Minderheitsgesellschafter unterscheidet.

*Private Equity im engeren Sinne* beschäftigt sich mit der Eigenkapitalfinanzierung von späteren Unternehmensphasen bei Wachstumsunternehmen sowie grossvolumigen Unternehmenstransaktionen (in UK zB über GBP 10 Mio.), wobei die Private Equity Geber zumeist als Hauptgesellschafter der Portfoliofirma auftreten.

*Venture Capital* ist jener Teil der Beteiligungsfinanzierung, der sich auf frühere Unternehmensphasen mit einer Minderheitsgesellschafterstellung konzentriert.

<sup>8</sup> Nach *Topritzhofer/Moser*, Investition und Finanzierung (1988); Eigenergänzung Mezzaninkapital.

*Mezzaninkapital* ist Risikokapital, das dem Unternehmen als unbesichertes Darlehen mit Optionen auf Anteile zur Verfügung gestellt wird. Mezzaninkapital steht damit in einer Hybridstellung zwischen Eigen- und Fremdkapital, kann aber in unbesicherter, nachrangiger Form jedenfalls als erweitertes Eigenkapital im Unternehmen angesehen werden.

*Wagniskapital, Wachstumskapital, Chancenkapital* und *Innovationskapital* sind im engeren Sinne keine funktionalen Definitionen von Finanzierungsinstrumenten, sondern vielmehr „politische“ Überbegriffe für die strategische Bedeutung.

Die Kombination von starker Technologiegetriebenheit und hohen Wachstums gebündelt mit einem immer höheren Anteil an „intangible assets“, verstärkter Investitionen in Humankapital sowie höherer Geschwindigkeit führt jedenfalls dazu, daß Unternehmen keinesfalls alleine aus den „nicht-Anteilsverdünnenden“ Kapitalquellen Innenfinanzierung (ie operativer [Free-] Cash-Flow) und Kreditfinanzierung, die sich am Markt bietenden Chancen nutzen können. „Time-to-market“ ist im neuen Wettbewerb der weltweiten Vernetzung, wo die Konkurrenz auch in klassischen Industrien teilweise „lediglich noch einen Klick entfernt“ ist, nunmehr zu dem entscheidenden Wettbewerbsfaktor geworden.

Eine ausreichende Selbstfinanzierungskraft setzt ein bedeutendes Umsatzwachstum voraus, wobei die Marge auf die zusätzlichen Umsätze gleichbleibend hoch sein muss, ie darüber kein Preiskampf für Marktanteilsgewinne geführt werden muss. In den meisten Fällen der Old Economy, aber besonders in der hyperwachstumsgetriebenen New Economy, sind diese idealtypischen Voraussetzungen für eine auch nur annähernde Selbstfinanzierung nicht gegeben.

Die klassische Kreditfinanzierung setzt im Vergleich dazu auf dem statischen Element des Besicherungspotentiales auf. Besicherungspotential bedeutet aber, dass bereits Kapital in besicherbaren Assets, wie Gebäude, Maschinen oder Infrastruktur gebunden ist. In Zeiten beschleunigten Wachstums haben viele Unternehmen kaum die Möglichkeit sich aus vergangenen Cash-Flows Besicherungspotentiale für die Zukunft aufzubauen. Dazu sind die meisten relevanten Assets der New Economy intangible assets und werden nicht als besicherbar anerkannt. Wenn notwendig werden Assets geleast oder gemietet, um sich wegen des starken Wachstums nicht den Einschränkungen von Raum und Zeit auszusetzen.

Markt- und Wachstumschancen zu nützen ist damit der wesentliche Ansatzpunkt für Beteiligungskapital. Generell hat sich das begleitende Potential einer Beteiligungsfinanzierung bisher in Deutschland beeindruckend rasch über die letzten 5 Jahre entwickelt. In Österreich selbst folgt die Entwicklung dem deutschen Muster mit rund 2jähriger Verzögerung.

### **C. Mezzanine – Brückenbauer zwischen Eigen- und Fremdkapital**

Mezzaninkapital (österreichisch; Deutschland: Mezzanine-Kapital, engl.: Mezzanine Capital) umfaßt sämtliche Mischformen an Finanzierungsinstrumenten, die in der Kapitalstruktur eines Unternehmens zwischen dem direkten Eigenkapital und dem besicherten Fremdkapital angesiedelt sind. Generell kann Mezzaninkapital

sowohl eigenkapitalnahe, in der Form von Equity Mezzanine Capital (EMC), als auch fremdkapitalnahe, in der Form von Debt Mezzanine Capital (DMC), ausgestaltet werden. Synonym für Mezzaninfinanzierungen wird auch die Bezeichnung hybride Finanzierungsinstrumente oder Hybridkapital verwendet.

Der Equity-Mezzanine-Investor versteht sich als klarer Risikokapitalgeber oder Equity-Mezzanine-Investor, der Unternehmen mit nachrangigen Darlehen verbunden mit Optionen auf Eigenkapital (Equity-Kicker), finanziert und sieht sich damit im Verbund als Spieler der Private Equity- und Venture Capital-Industrie, indem der Unternehmenswertsteigerungskomponente ein starkes Augenmerk zukommt. Der Debt Mezzanine-Investor hingegen verbleibt in einer sehr banknahen Veranlagungsstrategie, in der die Zinsenertragskomponente im Vordergrund steht.

### Typen der Mezzaninfinanzierung

Die Unterscheidung, ob das Mezzaninkapital im Einzelfall als Equity Mezzanine Capital (EMC) oder als Debt Mezzanine Capital (DMC) klassifiziert werden kann, ist weder in der Literatur noch in der Praxis scharf gezogen, und damit fließend. Mezzaninkapital nimmt damit gerade in grossen Transaktionen eine wichtige Rolle als „**diplomatisches Eigenkapital**“ oder „**Unternehmerisches Fremdkapital**“ in der Finanzierungsstruktur ein.

Generell liegt eigenkapitalnahes Mezzaninkapital dann vor, wenn der Mezzanininvestor über Optionen einen Anspruch auf Eigenkapitalanteile mit dem Investment erwirbt und somit im wesentlichen ein erhöhtes Parallelinteresse an einer hohen Unternehmenswertsteigerung besitzt. Der EMC-Investor sitzt damit mit der Eigenkapitalseite im Unternehmen in einem Boot. Im Gegensatz dazu sieht sich der fremdkapitalnahe Mezzanine-Investor eher in der Rolle eines die höhere Verzinsung realisierenden Fremdkapitalgebers, der sich an der zumeist zweitrangigen Sicherheit orientiert, aber an einer überproportionalen Unternehmenswertentwicklung nicht parallel partizipiert. Der DMC-Investor orientiert sich stark an der Fremdkapitalseite des Unternehmens.

Idealtypisch werden EMC und DMC wie folgt charakterisiert:

Typen von Mezzaninkapital	
EMC	DMC
Junior Mezzanine	Senior Mezzanine
„strukturiertes Eigenkapital“	„strukturiertes Fremdkapital“
Sweet Equity	Smart Loan
„Unternehmenswertorientiert“	„Rückzahlungsorientiert“

Neben dieser Charakterisierung über den generellen Zugang des Mezzanin-Investors zu seinem Investment, lassen sich einige wesentliche Merkmale für die Unterscheidung der beiden Kategorien wie folgt herausarbeiten:

### Merkmale für die Unterscheidung von EMC und DMC

EMC	DMC
Mitunternehmerstellung (Gewinn-, Verlust- u. Geschäftswertbeteiligung)	fixer Zins
Covenants orientiert	Betriebsausgabenanrechnung
Equity Kicker (Optionen auf Anteile, Unternehmenswertsteigerungskomponente)	Erfolgsabhängiger Zins (Cash Settlement oder Roll-Up)
Non-Equity Kicker (As-If-Opt.)	

Neben der Typisierung und den Merkmalen, die eine Einteilung in die Investmentkategorien eigenkapitalähnlich und fremdkapitalähnlich ermöglichen, sind folgende Voraussetzungen von den Unternehmen zu erfüllen, um eine Mezzaninfinanzierung in der jeweiligen Qualität überhaupt zu ermöglichen:

### Voraussetzungen

EMC	DMC
Kaum Liquidität für Zins und Tilgung vorhanden	Hoher freier Cash Flow für Zins und Tilgung notwendig
Wachstumsunternehmen (high growth)	Unternehmen in stabilen, cash-flow starken Branchen
Meist Co-Investoren-Stellung in Venture Capital und Private Equity Syndikaten	Meist Co-Investor zu Management oder Unternehmer selbst
Equity getriebene Finanzierungsrunden	Bankgetriebene Finanzierungsrunden

Ziel des Mezzanine-Investors ist es, Unternehmen unbesichertes Mezzanine Capital in der Form nachrangiger Darlehen mit Eigenkapitalcharakter, die Equity Mezzanine Capital, in Ergänzung zu Venture Capital und Private Equity zur Verfügung zu stellen. Der Equity-Mezzanine-Investor versteht sich dabei als Co-Investor zu Beteiligungsgesellschaften in späteren Unternehmensphasen, der Debt-Mezzanine-Investor eher als Co-Investor zum Senior-Finanzier.

Generell können Mezzaninfinanzierungen sowohl ergänzend zu einer Beteiligungsfinanzierung als auch in jenen Bereichen eingesetzt werden, die sich mangels Exitmöglichkeiten und/oder Wertsteigerungspotentials nicht für Private Equity-Finanzierungen eignen.

#### **D. Senior – der langfristige Bankkredit – die besicherte Basis**

Der klassische, langfristige Bankkredit zur Investitionsfinanzierung stellt nach wie vor – gerade im Deutschsprachigen Raum – den Grossteil der Unternehmensfi-

finanzierung dar. Geschätzte Anteile in der gesamten Unternehmensfinanzierung sind hier 70 – 80% der langfristigen Finanzierung.

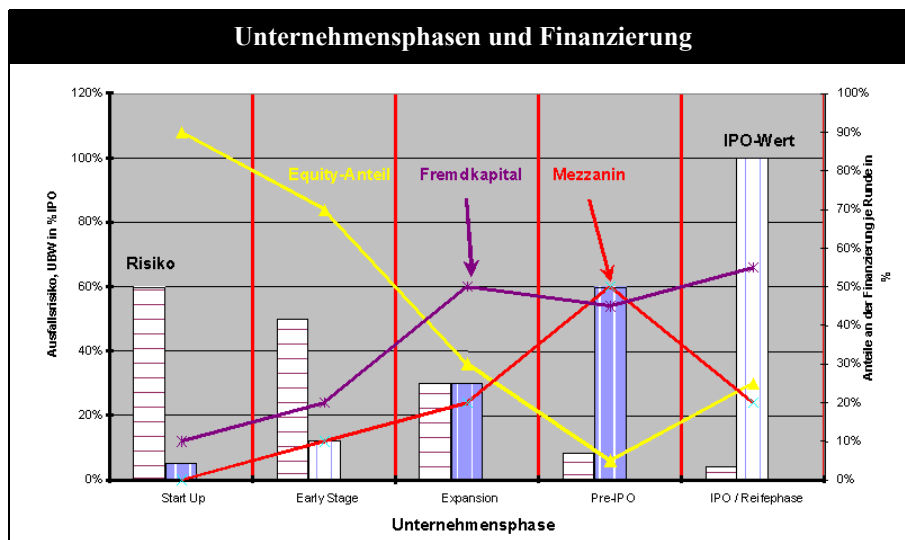
Die Kreditfinanzierung baut auf dem Prinzip der Geldausleihung auf besicherter Basis auf, sodaß die kreditgebende Bank im schlechtesten Falle jedenfalls einen verwertbaren Vermögensgegenstand besitzt, den sie nach eigenem Gutdünken veräußern oder selbst erfolgreich bewirtschaften kann.

Durch die Sicherheitsbasis erhält der Kreditgeber lediglich eine geringe laufende Verzinsung, die sich im wesentlichen an seinen Refinanzierungskosten (EURIBOR – Europäischer Interbanken-Zinssatz) zuzüglich einer Betriebsmarge, die sich zwischen 30 bis 175 Basispunkte (ds 0,3 bis 1,75%) idR je nach Bonität des Kunden bewegt. Ein Kreditgeber denkt nicht in Unternehmensanteilen Exit-orientiert, sondern er erhält seinen Exit über die laufenden Tilgungen.

## VI. Die Finanzierungsstrukturen

### A. Risiko-Ausfalls-Profil und Finanzierungsanteile nach Instrumenten

Im folgenden wird die Gewichtung der verschiedenen Chancen-Risiken-Profile in den unterschiedlichen Unternehmensphasen dargestellt. Im idealtypischen Falle wird davon ausgegangen, das ein Unternehmen im Gründungsprozess eine statistische Überlebenschance nach 5 Jahren von rd 40% hat, dh das in den ersten 5 Jahren 60% der Unternehmen wieder verschwinden. Dies ist der Ansatzpunkt für ein Ausfalls-/Ertragsprofil das in der folgenden Grafik abgebildet ist. In diese Darstellung wurden auch die typischen Finanzierungsanteile von Eigen-, Mezzanin- und Fremdkapital in % der Gesamtfinanzierung über die einzelnen Phasen abgetragen.



Dem hohen Ausfallsrisiko zu Beginn eines Unternehmens wird mit einem hohen Eigenmittelanteil entgegen gewirkt. Mit zunehmender Entwicklung des Unternehmens spielen auch Mezzaninfinanzierung und klassisches Fremdkapital eine stark wachsende Bedeutung. Beide Instrumente haben für die bereits bestehenden Gesellschafter den angenehmen Effekt, dass die Verdünnung der bisherigen Gesellschafter mit zunehmender Entwicklung immer geringer wird.

## **B. Strukturen**

Die langfristigen Unternehmensfinanzierungsinstrumente Equity, Mezzanine und Senior sind idR die hauptsächlichsten langfristigen Bausteine auf der Finanzierungsseite des Unternehmens.

Im weitesten Sinne werden 3 Finanzierungssituationen unterschieden: Wachstum (Early-Stage und Expansion), Buy-out und Turnaround. Equity dominiert aus Risikogründen die Wachstumsstages. Senior wird – als Altgläubiger – in Turnaround eine grosse Rolle spielen. Mezzanine wird generell bei Wachstum (eher Expansion) und überwiegend bei Buy-Out eingesetzt werden.

Im Buy-Out-Bereich [LBO, MBO, MBI] können Mezzanine und Senior generell den grösseren Teil der Finanzierung darstellen, da hier idR bereits wesentlich stabilere Cash-flows in etablierteren Unternehmen vorfinanziert werden. Dadurch kann hier Mezzanine einen unbesicherten Kredit-Teil mit teilweise beinahe demselben Volumen in der Transaktion beisteuern, wie dies durch den Equity-Investor beigebracht wird.

Umgekehrt ist dieses Verhältnis in Wachstumsphasen. Bei Wachstumsfinanzierung in frühen Phasen ist kaum eine Mitwirkung von Mezzanine sinnvoll, Senior nur in dem Ausmass in dem besicherbare Assets angeschafft werden oder banktechnisch Working Capital zur Verfügung gestellt werden kann. Wachstumsfinanzierungen im Expansion-Bereich, also die Teilnahme an Folgefinanzierungsrunden, in denen das Unternehmen bereits durch institutionelle Venture Capital-Fonds erfolgreich betreut worden ist, und sich damit bereits einen „track record“ in der Risikokapital-Community erarbeiten konnte, wird bereits wieder der Einsatz von Mezzanine und Senior in grösserem Ausmass möglich sein.

Im Turnaround oder Workout-Bereich, wo es um die Fortführung bzw Sanierung destabilisierter Firmen in Krisensituationen geht, kann Mezzaninkapital auch eine Rolle bei der Neufinanzierung spielen, in dem das neu investierte Eigenkapital aufgebessert wird, nachdem die bestehenden Kreditgeber grossteils auf ihre Forderungen– zumeist gegen Besserungsschein – verzichtet haben.

Strukturelle Anteile von Finanzierungen <sup>9</sup>				
Anteile	Wachstum Early Stage	Wachstum Expansion	Buy-out/PtP	Turnaround
Equity	45-60%	40-60%	30-45%	60-80%
Mezzanine	10-20%	10-20%	15-25%	20-40%
Senior	10-20%	10-20%	45-65%	-
Finanzierung	100%	100%	100%	100%
Anmerkung	wegen Hoch-Risiko Equity überwiegender Anteil; Mezzanine nur gefördert	wegen Hoch-Risiko Equity überwiegender Anteil	Mezzanine stellt den Leverage für das Equity dar	Mezzanine hebt den Besserungsschein bzw das Equity

Die Finanzierungsstrukturen sind sehr abhängig von der aktuellen Wirtschafts- und Konjunkturlage sowie den kurz- bis mittelfristigen Aussichten der jeweiligen Firma wie auch der relevanten Industrie.

Im Hinblick auf die Finanzierbarkeit einer Struktur sollte die Entscheidung – vor allem des „in der Mitte sitzenden“ Mezzanine-Gebers - immer auf Basis eines pessimistisch-realistischen Szenarios [sog Downside-Szenario] getroffen werden, wo ein Teil der operativen Überschüsse [vor Zinsen und Steuern und betriebsnotwendigen Investitionen, evtl Abschreibungen; Free-Cash-Flow; EBIT/EBITDA] um einen Risikopuffer vermindert wird, da bei Rückgängen infolge der Nachrangigkeit zuerst die Bedienung der Mezzanindarlehen ausgesetzt werden muss. Üblicherweise sind damit Größenordnungen von rund 15 bis 25% des EBIT und damit gut die Hälfte für die Bedienung des Mezzaninkapitals zur Verfügung stehenden operativen FCF aus Vorsichtsgründen zu veranschlagen.

Dies führt zu der in der Praxis anzutreffenden „Rule of Thumb“, dass das besicherte Fremdkapital einschliesslich Mezzaninkapital bis zu maximal dem 5,5-fachen des EBIT/EBITDA (bzw des operativen FCF) ausmachen sollte. Die korrespondierenden Anteile sind für den besicherten Fremdkapitalanteil 3,5 bis 4,5-mal EBIT/EBITDA. Werden bei Unternehmenstransaktionen EBIT/EBITDA-Multiples von über 5,5 bezahlt, typischerweise 6 bis 9 mal EBIT/EBITDA, so sollte die Differenz zwischen dem Kaufpreismultiple und dem über Senior und Mezzanine aufbringbaren Volumen entweder vom Käufer als Equity getragen werden bzw teilweise vom Verkäufer als Verkäuferdarlehen, das erfolgsabhängig zurückzuzahlen ist, oder stehengelassen werden.

<sup>9</sup> Tabelle: Schätzungen des Autors auf Basis von Erfahrungswerten.

Unternehmenskaufpreise in EBIT/EBITDA-Multiples und Finanzierung <sup>10</sup>							
EBIT/DA-Multiple	<=3,5x	4x	5,5x	6x	7x	8x	10x +
Equity	-	-	0,1-1,5	1,0-1,5	1,5-2,0	1,5-2,5	2,0-4,0
Mezzanine	-	0,5-1,0	0,1-1,5	1,0-1,5	1,0-1,5	1,0-1,5	1,0-2,0
Senior	<=3,5	3,0-4,0	3,0-4,5	3,0-4,5	3,5-4,5	3,5-4,5	3,5-4,5

Der tatsächlich bezahlte Kaufpreis für einen Unternehmenserwerb, ist damit sehr stark von der finanziellen Darstellbarkeit geprägt, und wird über die Kaufpreisfinanzierung zu einer wesentlichen Determinante der Kapitalstruktur des gesamten Unternehmens. Würde beispielsweise bei einem klassischen Leveraged-Buy-Outs (LBO) von einem etablierten Industrieunternehmen in einem reifen Markt mit einem Kaufpreis vom 10-fachen EBIT ausgegangen, so müsste die Eigenkapital-Unterlegung des Kaufpreises rund 45% bis 50% betragen, während diese bei 8-fachem EBIT auf rund 30% bzw auf ca 25% bei einem 6-fachen EBIT sinken könnte. Die Aufteilungen zwischen Equity, Mezzanine und Senior sind idealtypisch zu sehen, haben sich aber in der Weise langjährig im angelsächsischen Raum als Transaktions-Multiples bewährt. Nach Erhebungen des englischen Pionier-Mezzanine-Anbieters Mezzanine Management haben sich die Finanzierungsstrukturen im LBO Bereich wie folgt entwickelt:

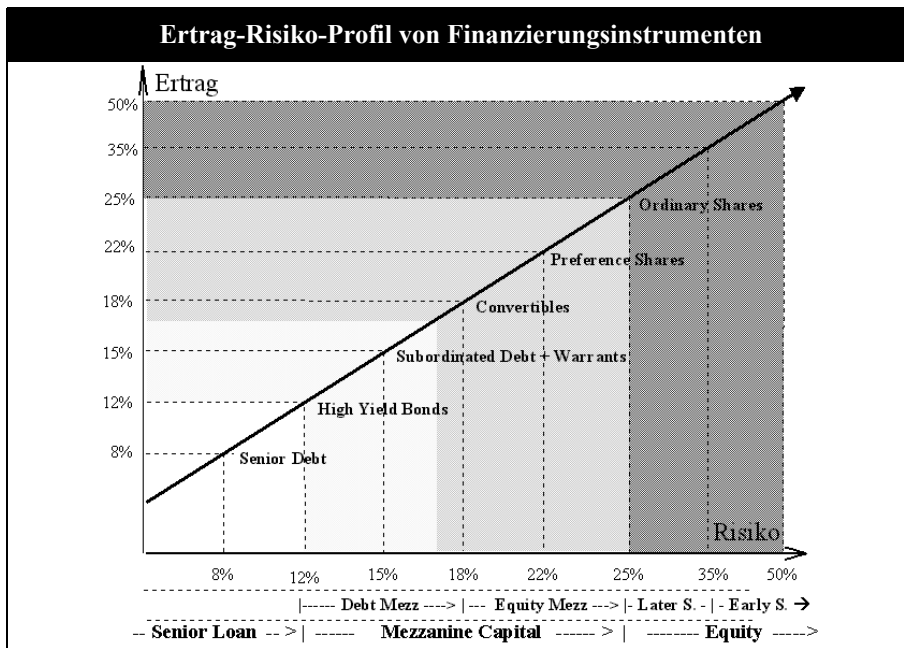
Unternehmensphasen und Finanzierung <sup>11</sup>		
Typische LBO-Struktur	1988-1992	1993-2000
Senior Debt	57,3%	53,3%
Mezzanine	16,1%	16,7%
Equity	26,6%	30,0%

### C. Ertrag-Risikenprofile und deren Renditeerwartung

Sehr stark beeinflusst die oa Strukturierung das Ertrag-Risiko-Profil des jeweiligen Investors. In folgender Abbildung sind im Wesentlichen die Instrumente nach diesen Parametern dargestellt:

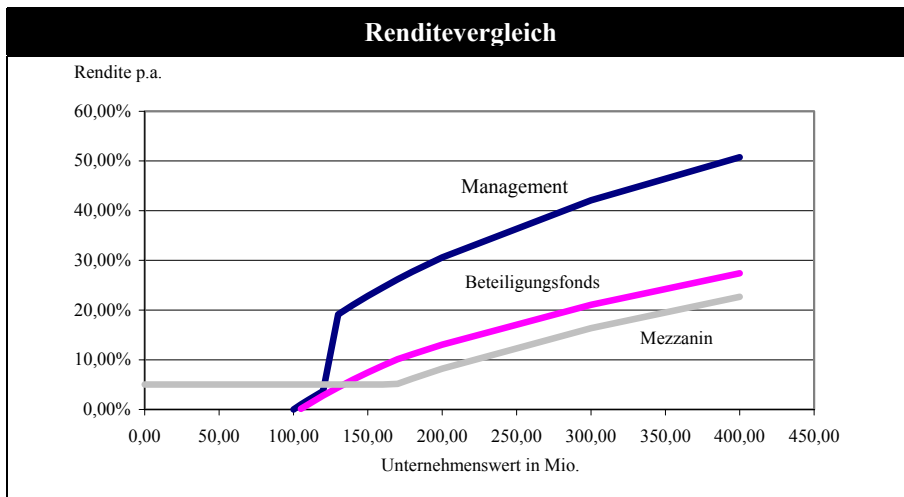
<sup>10</sup> Tabelle: Schätzungen des Autors auf Basis von Erfahrungswerten.

<sup>11</sup> Quelle: Mezzanine Management.



Im Ertrag-Risiko-Profil wird ersichtlich mit welchen Instrumenten ein Investor welche Zielrendite-Erwartungen verbinden sollte. Die obige Darstellung ist idealtypisch und damit als Einordnungsschema gedacht, keineswegs als universell gültig.

Im Renditevergleich schneiden die Instrumente typischerweise unterschiedlich je nach Performance-Szenario der Unternehmensentwicklung ab:



Generell sollte gelten: Je besser das Unternehmen sich entwickelt, desto höher ist der Renditeabstand zwischen Unternehmer/Management, Beteiligungsfonds (Private Equity im engeren Sinne) und Mezzanin-Investor (Private Equity im weiteren Sinne). Je geringer die Unternehmenswertentwicklung ist, desto robuster zeigt sich die Mindestrenditeforderung (laufende Verzinsung) von Mezzanin, dessen Rendite dann durchaus über jener der anderen Eigenkapitalinvestoren liegt.

Hier ist auch zu sehen, dass das unausgesprochene Gesetz aus dem angelsächsischen Raum gilt, „Before mezzanine loses anything, equity loses everything!“

#### D. Internationale Finanzierungsstrukturen

In der folgenden Übersicht finden sich die wesentlichen Merkmale der verschiedenen Unternehmensfinanzierungsarten wie besicherter Kredit (Senior Debt), Mezzaninkapital (Mezzanine Loan), Hochzinsanleihe (High-Yield Bond) und Beteiligungskapital (Equity Capital).

Typische europäische Finanzierungsstrukturen				
	Senior Debt	Mezzanine	High Yield	Equity
Sicherheiten	Erstrangig	zweitrangig	Keine üblich	Keine
Rangfolge	Senior	vertraglich nachrangig	Strukturell nachrangig	Junior
Covenants	Übliche	Oft parallel zu senior covenants	Wenig restriktiv	Keine
Dauer in Jahren	5 – 9	6 - 10	7 – 10	Nicht definiert
Laufende Belastung	Laufende Verzinsung, variabel	Laufende Verzinsung, variabel	Laufende Verzinsung, fix	Dividenden, wenn möglich
Spread über Refinanzierung (in Basispunkten)	200 – 325	300 – 400 lfd. + 300 – 400 Roll-up oder Kicker	450 – 700	Nicht definiert
Optionen auf Eigenkapital	Keine	oft	Nicht üblich	Zusätzlich möglich
Vorzeitige Rückführung	Moderat (~1%)	Moderat (~2%)	Erst nach 5 Jahren, hohe Prämie	Nicht möglich, ausser durch Vereinbarung mit Gesellschafter
Funding	Volles Underwriting	Volles Underwriting	Nach Marktgegebenheiten	Sicher

## VII. Die Business-Cases

### A. Venture Capital - Wachstumskapital – der Expansion Case

Vor der Entwicklung von Venture Capital, also Risikokapital für gerade gegründete bzw junge Wachstumsfirmen, war es für die Unternehmensgründer bzw Jungunternehmer, über kleine Bankfinanzierungen bzw öffentliche Förderungen hinaus, unmöglich zusätzliche Finanzierungen zu bekommen, um kostenintensive Produktentwicklungen und Markteinführungen zu finanzieren.

Bei bestehenden Unternehmen ist eine Unternehmensbewertung idR wesentlich einfacher und auf gesicherteren Daten – auch aus der Vergangenheit – durchzuführen. Hier finden die Methoden der klassischen Unternehmensbewertung wie Discounted-Cash-Flow etc ihre Anwendung. Im Falle junger, dynamischer Unternehmen ist dies zumeist nicht möglich, da der Cash-Flow ständig für das Wachstum gebraucht wird und daher sogar ein negativer Free-Cash-Flow vorliegt.

#### 1. Retrograde Praktiker-Methode und die Erst-Finanzierungsrunde

Hier kommt die sogenannte „Praktiker-Methode“ in der Unternehmensbewertung zum Tragen. Diese Praktiker-Methode versucht anhand von Erfahrungswerten und Branchenvergleichen eine vom möglichen künftigen Exit-Wert abgeleitete retrograde Unternehmenswertfeststellung zu bestimmen.

##### Die erste Finanzierungsrunde mit einem Venture-Capitalisten

Der Zukunftswert für das Jahr 4 eines Unternehmens wird im Jahr 0 mit EUR 50 Mio angenommen. Der der Risikosituation (siehe Ertrag-Risiko-Profile) entsprechende Abzinsungsfaktor beträgt 60% pa. Durch diese Annahmen errechnet sich der retrograde Zeitwert für den Einstiegszeitpunkt auf einen gesamten Unternehmenswert von EUR 7,6 Mio einschliesslich der Finanzierung von EUR 2,5 Mio Venture-Capital, die dem Unternehmen zufließen.

Der Unternehmenswert für 100% der Anteile nach erfolgter Finanzierung wird im Fachkreisen als „Post-Money“-Bewertung bezeichnet. Diese Post-Money-Bewertung impliziert eine wirklich bezahlte Bewertung der bereits vorhandenen Assets: Post-Money-Bewertung abzüglich zugeführtes Eigenkapital ergibt den „Pre-Money“-Unternehmenswert vor Finanzierung. Dies bedeutet im gegenständlichen Fall:  $7,6 - 2,5$  ergibt EUR 5,1 Mio Pre-Money-Bewertung.

### VC-Beispiel Start-up-Bewertung („retrograde Praktiker Methode“)<sup>12</sup>

	Werte in Mio EUR
Unternehmenswert im Jahr 4	50,0
Abzinsungsfaktor (Rendite-Erwartung VC)	60% pa
VC-Finanzierung (erste Runde)	2,5
Unternehmenswert im Jahr 0	
- nach Finanzierung („Post Money“)	7,6 = $(50,0/1,6^4)$
- vor Finanzierung („Pre-Money“)	5,1 (= 7,6 – 2,5)
- notwendige Anteile VC-Geber	32,7% (=2,5/7,6)

Damit wird den Unternehmern angesichts der frühen Phase des Unternehmens – hier gibt es zumeist nur einen Prototypen, kaum Kunden, keinen Umsatz – ein hohes Anerkenntnis der bisherigen Wertentwicklung bereits zuerkannt – EUR 5,1 Mio an geschaffenen Werten.

Das obige Bewertungsbeispiel wird in der Folge zumeist auf Jahresbasis wiederholt, sodaß dem Unternehmen in Zwischenschritten Richtung Börse jeweils wieder Neu-Bewertungen des bereits Geschaffenen und Erreichten zuerkannt werden – die Finanzierungsrunden.

## 2. Folgefinanzierungen – die Finanzierungsrunden im Wachstum

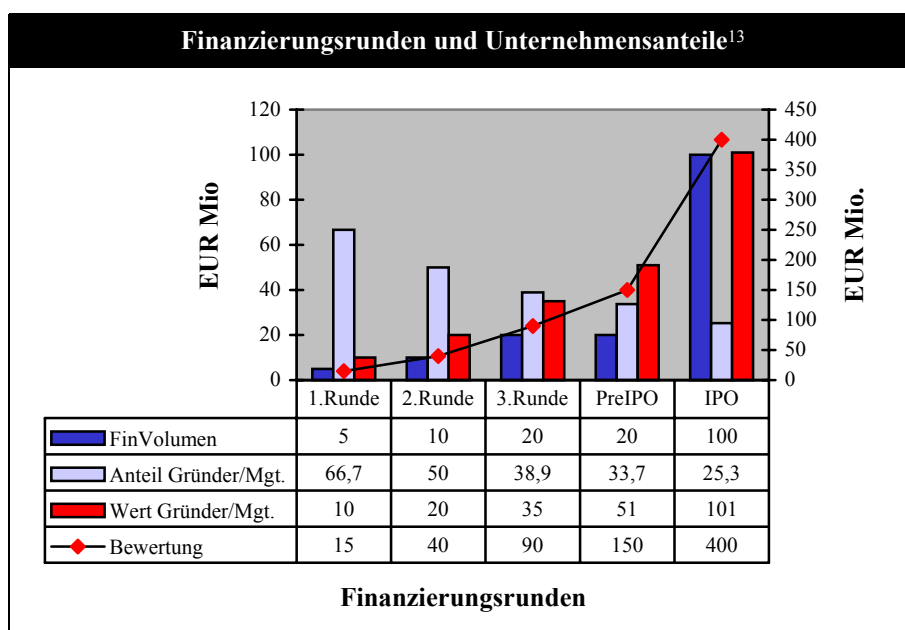
Die Finanzierungsrunden haben im wesentlichen zwei positive Effekte, die es notwendig und ökonomisch sinnvoll machen, Finanzierungen nicht komplett in einer Finanzierungsrunde zu Beginn der Unternehmer-VC-Partnerschaft zu tätigen:

- Der gesamte Finanzierungsbedarf von idR EUR 20 bis 50 Mio müsste in einer Frühphase für ein Unternehmen kommittiert werden, dass vielleicht über 10 Mitarbeiter, zwei Gründer, und vielleicht einen potentiellen Referenzkunden hat.
- Die Unternehmer würden durch diese Konstellation auf ein Minimum ihrer Anteile verdünnt, sie wären nur noch bessere Angestellte.
- Der VC-Geber hätte ein überproportionales Risiko.
- Ein VC-Geber alleine könnte die Finanzierung nicht darstellen, es müsste in langwieriger Sndizierungsarbeit ein sehr grosses Konsortium zusammengestellt werden; dies würde das Unternehmen meist nicht mehr „erleben“.

Die Logik hinter den Finanzierungsrunden ist damit eindeutig: Der VC-Geber kann sich flexibel zeigen, wenn er mit limitiertem Mitteleinsatz dem Unternehmen die Chance gibt, sich bis zu einem gewissen Zeitpunkt erfolgreich zu entwickeln. Dann kann wieder über eine neue – weitere, zumeist auch grössere – Finanzierungsrunde, zu dann aber wesentlich höheren Bewertungen und damit geringerer Verdünnung, sinnvoll mit neuen VC-Investoren verhandelt werden.

<sup>12</sup> Nach: *Strascheg in Stadler* (Hrsg), *Private Equity und Venture Capital* 89 ff.

Damit bewegt sich eine solche Finanzierungsrunden-Kette in folgender Weise:



Das Beispiel zeigt die von Finanzierungsrunde zu Finanzierungsrunde steigende Post-Money-Bewertung, die dem Gründer/Management-Team noch vertretbare Anteile am Unternehmen belassen, obwohl sich das Finanzierungsvolumen pro Runde gewaltig steigert. Evident ist die Wertentwicklung der Gründer/Management-Anteile: Obwohl diese von 66,7% auf knapp über 25% beim IPO fallen, erzielen Sie dabei eine Verzehnfachung des absoluten Wertes von EUR 10 Mio auf über EUR 100 Mio.

## B. Private Equity – Kontrollkapital - der MBO-Case

Im Gegensatz zum Wachstumskapital, das auf Finanzierungsrunden aufgebaut ist, zielt das Private Equity im MBO-Case auf eine einmalig durchzuführende Transaktion ab – den Buy-Out- oder Eigentümerwechsel. In der Transaktion sollte zumeist die gesamte Finanzierung für die kommenden Jahre bis zum Exit dargestellt werden können.

### 1. Motivation für einen MBO

Unternehmertum ist eine interessante Auffassung beruflicher Herausforderung. Viele Führungskräfte verspüren nach einiger Zeit den Drang, persönlich vom leitenden Angestellten zum eigenständigen Unternehmer zu werden. Gleichzeitig sind

<sup>13</sup> Quelle: *Strascheg in Stadler* (Hrsg), Private Equity und Venture Capital 89 ff.

auch Unternehmen keine stabilen, gleichbleibenden Einheiten, sondern als soziale Gebilde den unterschiedlichen Anreizen und Interessenssystemen ihrer Organisations- und Eigentumsstrukturen ausgesetzt. Gerade in Zeiten erhöhten Wandels ergeben sich durch Umbrüche und Wachstumsphasen und -zyklen auch erhöhte Chancen für den Erwerb von Anteilen an Unternehmen bzw der Gesamtübernahme von Unternehmen oder Teilbereichen von Unternehmen.

Ein interessantes Übergabe bzw Weiterführungskonzept stellen hier der Management-Buy-Out (MBO) bzw der Management-Buy-In (MBI) dar. Werden beim MBO die Unternehmensanteile in einem maßgeblichen Ausmaß durch das bestehende Management übernommen, geschieht dies beim MBI durch ein neues, externes Managementteam. Zumeist werden dadurch Angestellte zu Unternehmern.

## **2. Das MBO-Team**

MBOs – wie im übrigen auch herkömmliche Unternehmensgründungen – sollten jedenfalls immer in Teams erfolgen. Teams reduzieren die Investitionshürden für Investoren durch eine erhebliche Risikoreduktion auf der Management-Seite: es hängt nicht alles an einer Person!

Das Team ermöglicht eine Arbeitsverteilung des aufwändigen Prozesses aber auch der späteren Unternehmensführung auf mehrere Schultern und damit sollte von Stunde 0 kein Ressourcenengpass auf Managementebene entstehen. Die Teammitglieder sollten sich idealerweise in den Stärken optimal ergänzen, sich gegenseitig schätzen – sowohl beruflich als auch menschlich – und idealerweise bereits gemeinsame Arbeitserfahrung haben.

Jedenfalls notwendig für derartige MBO-Teams sind der Vertriebler (CSO – Chief Sales Officer), der Finanzer (CFO – Chief Financial Officer) und der Techniker/Produktionsleiter (CTO – Chief Technical Officer).

## **3. Die Transaktion**

MBOs zeichnen sich im wesentlichen dadurch aus, dass es sich um die Übernahme eines bereits laufenden Geschäftes handelt. Damit ist eine idR standardgemäße Unternehmensbewertung nach den gängigen Verfahren (Discounted-Cash-Flow, ...) möglich, da es eine erhebliche Vergangenheit gibt, die mit den Produktions- und Human-Ressourcen dieses Geschäftes verbunden ist.

Aus diesem Grunde sollte auch von externen Experten nach Feststehen der Transaktionsstruktur im Sinne eines „Binding Letter-of-Intent“ (LOI) im Namen des MBO-Teams vor der endgültigen Vertragsunterzeichnung eine Sorgfaltsprüfung der wesentlichen finanziellen und rechtlichen Rechte, Pflichten, Lasten und Risiken durch eine Due Diligence-Prüfung erfolgen. Nur so kann gewährleistet werden, dass die neu, zwecks Übernahme gegründete Gesellschaft (engl „NewCo“ für New Company) und alle an Ihr beteiligten Parteien über die wesentlichen Punkte neutral informiert sind.

#### 4. Der MBO-Case

In der folgenden sehr schematischen Darstellung ist das Rendite- und Gewinnpotential für ein Buy-Out Team dargestellt:

<b>Rendite- und Gewinnpotential für ein Buy-Out-Team (MIMBO Case GmbH)</b>						
<b>Mittelherkunft</b>	<b>Mittel €Mio</b>	<b>Aktien %</b>	<b>Finanz. %</b>	<b>Mittelver- wendung</b>	<b>Mittel €Mio</b>	<b>Mittel %</b>
<b>Eigenkapital ieS.</b>				<b>Preis (an Verkäufer)</b>	<b>9,0</b>	<b>90%</b>
'A'-Aktien (Management)	0,3	27,0	3%			
'B'-Aktien (Equity-Investoren)	0,7	63,0	7%			
EK ieS	1,0	90,0	10%			
<b>Eigenkapital iwS</b>						
Gesellschafter-Darlehen	2,7	6,0	27%			
Mezzanine-Darlehen	1,8	4,0	18%			
EK iwS	4,5	10,0	45%			
<b>Eigenkapital</b>	<b>5,5</b>	<b>100,0</b>	<b>55%</b>			
<b>Fremdkapital</b>						
Senior Debt						
Term loan	4,0		40%	Kosten (für MBO)	0,5	5%
Working Capital	0,5		5%	Working Capital	0,5	5%
<b>Fremdkapital</b>	<b>4,5</b>		<b>45%</b>			
<b>Total Sources</b>	<b>10,0</b>		<b>100%</b>	<b>Total Uses</b>	<b>10,0</b>	<b>100%</b>

Typischerweise wird durch das Managementteam eine neue Gesellschaft (NewCo) gegründet, die als Kaufgesellschaft (Buying Vehicle) dient. Der Preis von EUR 9,0 Mio bedeutet ein 9-faches EBIT, das sich auf EUR 1,0 Mio beläuft.

Angenommen, das Managementteam, das nach Einstieg der Eigenkapitalinvestoren – Private Equity Fonds und Mezzanine Capital-Fonds – noch über die qualifizierte Minderheit mit 27% der Unternehmensanteile hält, kann die beim Buy-Out versprochenen Maßnahmen derart umsetzen, dass sich die Gesellschaft plangemäss

entwickelt. Die Gesellschaft genießt nach 5 Jahren bessere Zukunftsaussichten und einen nachhaltig starken Cash-flow gesteigert auf EUR 1,75 Mio jährlich, sodass die gesamten Fremdkapitalverbindlichkeiten getilgt werden konnten.

<b>MIMBO Case GmbH (in EUR Mio)</b>					
<b>GuV</b>	<b>Jahr 1</b>	<b>Jahr 2</b>	<b>Jahr 3</b>	<b>Jahr 4</b>	<b>Jahr 5</b>
Umsatz	9,00	9,90	10,89	11,98	13,18
Wachstum		10%	10%	10%	10%
EBIT	1,00	1,15	1,32	1,52	1,75
EBIT-Marge		15%	15%	15%	15%

Die Gesellschaft wird hier nach 5 Jahren an einen Dritten verkauft, der auf Basis der positiven Entwicklung und der verbesserten Zukunftsaussichten einen Kaufpreis von EUR 16,625 Mio auf Basis eines 9,5fachen EBITs für 100% der Unternehmensanteile zu zahlen bereit ist. Nach Abzug der Kosten und der Rückzahlung der Gesellschafterdarlehen sowie der Mezzanine-Darlehen verbleiben EUR 11,625 Mio für die Anteilseigner, ds das Management-Team, der Private Equity- und der Mezzanine Capital-Fonds. Das Management erhält davon 27% oder rd EUR 3,13 Mio und somit ca das 10,5-fache der eingesetzten EUR 0,3 Mio. Der Private Equity Fonds erzielt mit EUR 8,0 Mio auf das gesamte eingesetzte Kapital von EUR 3,4 Mio (ds 0,7 Grundkapital zzgl 2,7 Gesellschafterdarlehen) oder das 2,34fache.

Leider funktionieren MBO/MBIs nicht immer derart reibungslos, wie im obigen Beispiel angeführt. In der Realität besteht natürlich ein erhebliches Verlustrisiko oder zumindest ein Risiko einer niedrigeren Unternehmensbewertung im späteren Verkauf als beim Auskauf des Unternehmens. Im allgemeinen geht der Trend dahin, dass sich MBOs gut entwickeln, da das Management zumeist die Stärken und Schwächen der Firma am besten kennt. Bei MBIs ist die Erfolgswahrscheinlichkeit signifikant geringer, weil sich hier ein externes Management in eine ihm nicht so gut bekannte Firma einkauft. Finanzielle Motive sind aber im weitesten Sinne nicht die wichtigsten für die Durchführung für eines MBO:

- Die Chance auf Eigenständigkeit, entweder durch die Initiative des Management Teams oder der Muttergesellschaft
- Glaube an hohes Zukunftspotential
- Selbstständigkeit
- Jobverlust befürchtet bei Verkauf der Muttergesellschaft an einen Dritten (Kontrollwechsel)

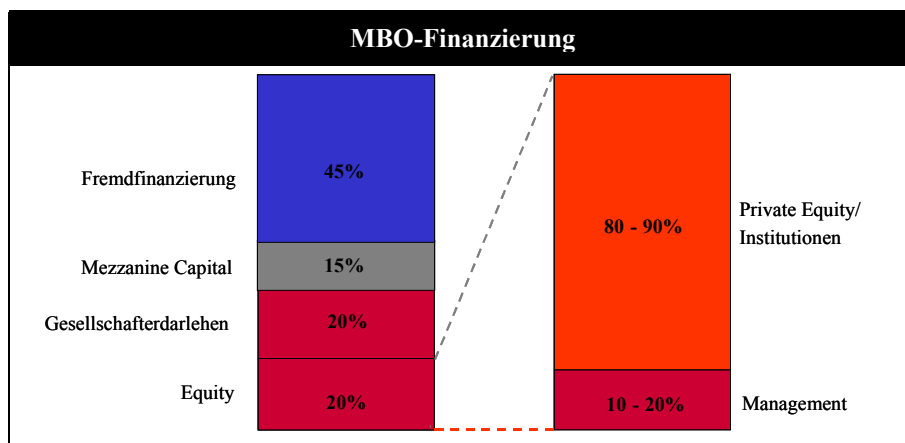
Positive Motivation ist das stärkste Argument für einen MBO, da diese gerade Personen im riskanten Umfeld eines MBO zu Höchstleistungen anspornt. Darüberhinaus kann es gerade in Firmengruppen, in denen einzelne „Business Units“ wegen zu wenig Unterstützung durch die zentral Leitung „under-performen“, nach dem MBO zu diesen Unterstützungen erst kommen und damit die Entwicklung des gesamten erheblich verbessert werden.

Es gibt aber auch ganz andere Umstände die zur Initialzündung eines MBO führen. MBOs sind in Familienunternehmen am gängigsten. Typischerweise handelt es sich dabei um Nachfolgeprobleme im Zusammenhang mit der Pensionierung der Gründer/Unternehmer, die einen Teil der Unternehmenswertsteigerung die sie bisher erwirtschaftet haben, auch realisieren möchten, ohne dass sie die Weiterführung des Unternehmens gefährden wollen. Kontinuität spielt hier gerade im Familienumfeld eine wichtige Rolle, wo die Erhaltung des Namens, der Marke und der Arbeitsplätze für langjährig loyale Mitarbeiter wesentliche „Abschlussfaktoren“ für den ausscheidenden Unternehmer darstellen. Der Prozess ist hier zumeist sehr komplex und erfordert von den Beteiligten die Involvierung sehr verschiedener Disziplinen, die üblicherweise vom Management-Team nicht gebraucht werden. Moderation und Koordination sind hier wesentliche Erfolgsfaktoren, um ein „ausgewogenes“ Chancen-Risiken-Portfolio für Übergeber und Übernehmer zu gewährleisten.

Gespräche mit MBO-MBI-erfahrenen Corporate-Finance Experten, engagierten Teams in fokussierten Banken bzw erfahrenen Private Equity- und Mezzanine-Investoren können gerade in der Vorphase die Komplexität sehr reduzieren. Der Übernehmer kann sich schon auf Basis eines unverbindlichen Vorgesprächs ein Bild machen, auf was er sich hier einlässt und ob die Lösung wirtschaftlich sinnvoll ist. Das Gute an den Gesprächen ist darüber hinaus, dass der Übernehmer einen Partner findet, der ihn mit sehr differenzierten Leistungen in diesem Prozess sehr erfolgsorientiert coachen und unterstützen kann. Der Pfad eines MBO ist teilweise sehr steil und risikoreich, Unternehmer zu sein mit guten Partnern sollte jedenfalls fast immer ein grosser „Gewinn“ an Freiheit und Vision für das Team sein.

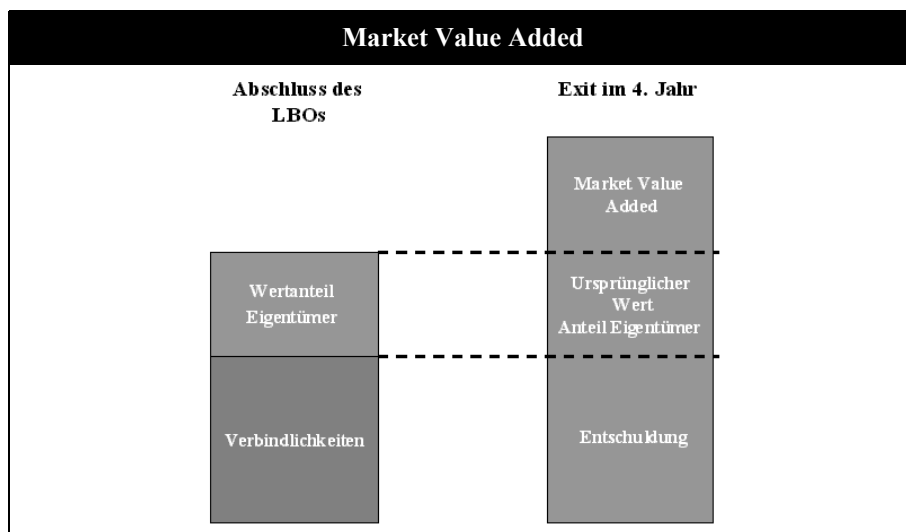
### 5. MBO-Finanzierung

Vom MBO-Team selbst erwartet der Finanzinvestor üblicherweise zumindest den Einsatz von 2 oder mehr Jahresbruttogehältern in das neue Unternehmen, um den übrigen Investoren auch das Gefühl zu geben, wenn es schief geht, schmerzt dies auch finanziell das MBO-Team.

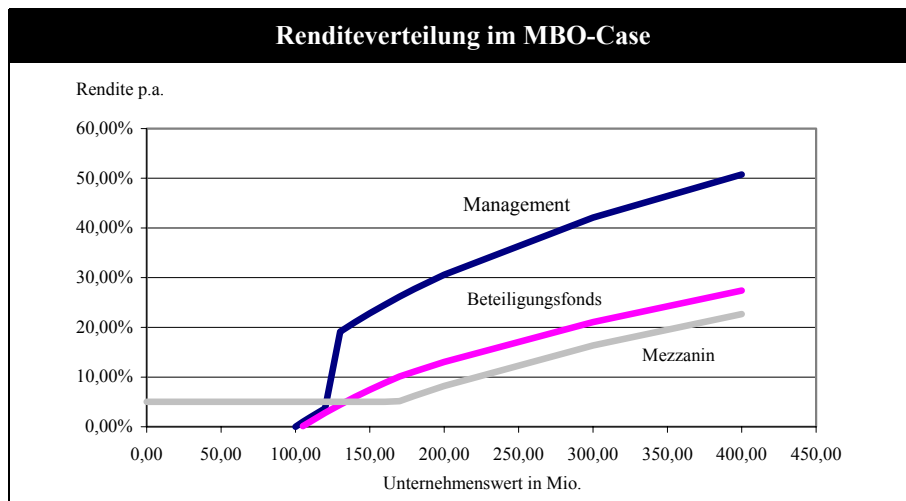


## 6. Wertgenerierung und Exit

Wo geschieht nun die Wertgenerierung und was kann im Exit-Fall erlöst werden? Beginnt das Unternehmen mit einem Wertanteil für den Eigentümer, so kann durch die Eigenkapitalfinanzierung ein wesentlicher Wertanstieg durch einen zusätzlichen Wachstumseffekt („Market Value Added“) und einen Entschuldungseffekt erzielt werden. Diese beiden Unternehmenswerttreiber sollten beim Exit sich in einem Mehrfachen der ursprünglichen Unternehmensbewertung widerspiegeln.



Im MBO-Case bspw. würde sich eine Renditeverteilung wie folgt ergeben:



Das Management erzielt bei Erfüllung des Businessplanes die höchste Rendite, der Private-Equity-Fonds eine wesentlich geringere, der Mezzanine die geringste. Dies spiegelt auch die Risikopositionen in der Finanzierung wieder.

### **7. Performance Ratchets**

Performance Ratchets sind ein beliebtes Instrument seitens der Private Equity-Investoren, in einem Bereich eine teilweise Umverteilung von Anteilen bei positiver bzw negativer Entwicklung im Vergleich zum Business Plan durchzuführen.

Diese Nachbesserungen ermöglichen es sehr konservativ planenden MBO-Teams bei erheblicher Planübererfüllung weitere Anteile – zumeist zu Nominale – zu erhalten. Zu optimistisch geplante Business Pläne werden jedoch für die ursprüngliche Bewertung dann zum Boomerang, wenn der Private-Equity-Investor die Möglichkeit hat, durch die erhebliche Planabweichung seine Anteile am Unternehmen auch dementsprechend zu erhöhen.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> Eine detaillierte Darstellung zur Unternehmensbewertung finden Sie in diesem Band bei *Bernegger/Haimberger*.

## Literaturverzeichnis

- Anglo-Irish-Bank (AIB)*, Buyout – A special finance unit's guide to MBO/MBI, Broschüre, 25 Seiten, oJ, Downloadable: [www.aib.ie](http://www.aib.ie).
- Bascha, A./Walz, U.*, Hybride Finanzierungsinstrumente als Anreiz- und Kontrollmechanismen bei Venture Capital, *Finanzbetrieb* 6/2000.
- Bousek, H./Ehringer, G.*, Wertsteigerung durch Private Equity, in: *Stadler, W.* (Hrsg), *Private Equity und Venture Capital*, Wien/Köln, 12/2000, 97 – 106.
- Bygrave, William D.*, Univ.-Prof., Babson College Massachusetts and INSEAD, Fontainebleau, in einem 1995 auf einer BVK Fachkonferenz in Berlin gehaltenen Vortrag „Conditions for success of venture capital – What can German Venture Capital Companies learn from the American Experience?“
- Centre for Management Buy-out Research (CMBOR)*, European Management Buy-Out-Reviews, 1999 bis 2001, quarterly reports, [www.cmbor.org](http://www.cmbor.org).
- Elkemann-Reusch, M./Zickenrott, W.*, Die Praxis der Expansionsfinanzierung des Mittelstands: Direktbeteiligung und Mezzanine-Kapital, in: *Stadler, W.* (Hrsg), *Private Equity und Venture Capital*, Wien/Köln, 12/2000, 107-116.
- European Venture Capital Association (EVCA)*, EVCA Yearbooks 2001, 2000, 1999, Brüssel/Zaventem.
- Garner, D./Owen, R./Conway, R.*, *The Ernst & Young Guide to Financing for Growth*, John Wiley, 1994.
- Gladstone, D.*, *Venture Capital Investing*, Prentice Hall, New Jersey, 1988.
- Golland, F.*, Equity Mezzanine Capital, *Finanzbetrieb* 1/2000.
- Gompers, P./Lerner, J.*, *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge/Mass., 1999.
- Grabherr, O.*, Mezzaninefinanzierung in Österreich, *Österreichisches Bankarchiv* 5/2002.
- Grabherr, O.*, Risikokapitalinstrumente im unternehmerischen Wachstumszyklus, in: *Stadler, W.* (Hrsg), *Private Equity und Venture Capital*, Wien/Köln, 12/2000, 29 – 42.
- Grabherr, R.*, Investors Fit, in: *Stadler, W.* (Hrsg), *Private Equity und Venture Capital*, Wien/Köln, 12/2000.
- Lake, R./Laeke, R.* (ed.), *Private Equity and Venture Capital – A practical guide for investors and practitioners*, Euromoney Books, 2000.
- Link, G./Reichling, P.*, Mezzanine Money – Vielfalt in der Finanzierung, *Die Bank* 4/2000.
- Mills, K. G.*, LBO returns in the US: what will it take to succeed in the new era of LBOs?, in: *Lake, R./Laeke, R.* (ed.), *Private Equity and Venture Capital – A practical guide for investors and practitioners*, Euromoney Books, 2000.
- Mittendorfer, R.*, Finanzierungsmodelle von Leveraged Buy-Outs, in: *Stadler, W.* (Hrsg), *Private Equity und Venture Capital*, Wien/Köln, 12/2000, 141 – 184.
- Moore, G.*, Das Tornado Phänomen, Gabler, Wiesbaden, 1996.
- oV*, Adventurous Venture Capital, *The Economist*, May 27<sup>th</sup> 2000.
- oV*, Venture Capital – Money to Burn, *The Economist*, May 27<sup>th</sup> 2000.
- Rams, A./Remmen, J.*, Perspektiven der Venture Finanzierung in Deutschland, *Die Bank* 10/99.
- Schefczyk, M.*, *Finanzieren mit Venture Capital*, Handelsblatt Bücher bei Schäffer Poeschl, 2000.
- Stadler, W.* (Hrsg.), *Beteiligungsfinanzierung*, 2. Auflage, Manz-Verlag, Wien, 1999.
- Stadler, W.* (Hrsg.), *Venture Capital und Private Equity – Erfolgreich Wachsen mit Beteiligungskapital*, Deutscher Wirtschaftsdienst, Wien/Köln, 12/2000.
- Strascheg, F.*, Die Venture-Capital-Praxis in: *Stadler, W.* (Hrsg), *Private Equity und Venture Capital*, Wien/Köln, 12/2000, 89 – 96.

- Stringfellow, M.*, Mezzanine-Finanzierung für Wachstumsunternehmen, in: *Stadler, W.* (Hrsg), *Venture Capital und Private Equity*, 2000, 117 – 122.
- Sturgess, B./Leen, C.*, *Mezzanine Finance*, IFR Books, 1991.
- Weimerskirch, P.*, *Finanzierungsdesign bei Venture Capital Verträgen*, 2. Auflage, Deutscher Universitätsverlag Gabler Vieweg, 1999.
- Wright, M./Robbie, K.* (ed.), *Management Buy-Outs and Venture Capital*, Edward Elgar, Cheltenham/UK, 1999.
- Zider, B.*, *How Venture Capital Works*, *Harvard Business Review*, November-Dezember 1998.