

Gepflogenheiten

ANTEILSVERKAUF In der Praxis kommt es öfter anders, als man denkt. Das Ziel, die eingegangene Beteiligung später gewinnbringend zu veräußern, wird nicht immer erreicht.

Es ist noch nicht lange her, daß der Begriff Private Equity hierzulande ein „richtiges“ Fremdwort war. Leider ist es allerdings auch heute noch so, daß die Klarheit über den Begriffsinhalt zu wünschen übrig läßt. Private Equity ist als privates in der Unternehmensfinanzierung zum Einsatz kommendes Eigenkapital – also außerbörsliches zum Unterschied von öffentlichem an der Börse per Aktienemission akquiriertem Eigenkapital – zu verstehen. Kapitalgeber sind regelmäßig Fonds, die von institutionellen Investoren (Banken, Versicherungen, Industrieunternehmen und Pensionskassen) oder vermögenden Privatpersonen dotiert und von Beratern in deren Auftrag gemanaged werden. Diese Berater selektieren auch die Unternehmen, in die dann die Fonds entweder minderheitlich oder mehrheitlich investieren. Dabei übernehmen meist auch die Berater Anteile und dokumentieren so ihr volles Engagement.

Die Fonds sind mit Geld prall gefüllt, es ist weit mehr Geld vorahnden als es gute Kaufgelegenheiten gibt.

Private Equity Anbieter, deren Geschäftspolitik die mehrheitliche Übernahme von Unternehmen ist und die in dieser Funktion auch Buy-Out-Fonds oder Finanzkäufer genannt werden, sind in den letzten Jahren sehr zahlreich geworden, haben sich neben den klassischen

Beteiligungsgesellschaften sowie Venture Capitalgesellschaften fest etabliert und treten als ernstzunehmende Konkurrenten zu strategischen Käufern auf.

Finanzkäufer erwerben Mittelständler, Konzerntöchter und Staatsbetriebe in der Absicht, sie anschließend umzubauen und später gegen ein möglichst „sattes“ Aufgeld wieder zu verkaufen. Das paßt gut in eine Landschaft, in der mittelständische Familienbetriebe mit ungelösten Nachfolgeproblemen, Konzerne mit nicht mehr zum Kerngeschäft passenden Randbereichen und die öffentliche Hand mit ihren Privatisierungskandidaten nach Käufern suchen.

Finanzkäufer rechnen mit Renditen, die jährlich schon zwischen 15 und 40 % liegen sollten. Dabei geht es ihnen nicht um laufende Verzinsung, sondern um Wertsteigerung

So rechnet sich eine Investition

Ein Finanzkäufer erwirbt eine Firma für 50 Millionen EURO, das Sechsfache des EBIT (Earnings before interest and taxes = Gewinn vor Zinsen und Steuern) von rd. 8,3 Millionen EURO. Er finanziert den Kaufpreis mit 15 Millionen Eigenkapital, 10 Millionen nachrangigen Darlehen zu 8 Prozent Zinsen und 25 Millionen Bankkrediten zu 5 Prozent Zinsen). Bereits vor der tatsächlichen Investition kalkuliert er die möglichen auf ihn nach dem Kauf zukommenden Erfolgsszenarien.

► Szenario 1: Es gelingt nicht, den EBIT zu steigern. Der Cashflow wird voll zur Tilgung der Bankkredite eingesetzt. Der Finanzkäufer veräußert das Unternehmen fünf Jahre später für den Einstandspreis von 50 Millionen (6 X EBIT), zahlt alle Schulden zurück. Rendite: gut 14 Prozent.

► Szenario 2: EBIT-Steigerung um 10 Prozent jährlich. Der Finanzkäufer kann daher für 73 (6 X EBIT) statt 50 Millionen verkaufen. Rendite: 30 Prozent.

► Szenario 3: Die Börse boomt. Der Investor verkauft für 110 Millionen (9 X EBIT). Rendite: über 40 Prozent.



über den mittel- bis längerfristig ausgelegten Investitionszeitraum (Zeitraumen von 3 bis 8 Jahren). Es sind auch selten synergetische Effekte, mit denen die Wertsteigerung erzielt wird. Vielmehr kommt hier in erster Linie eine Finanztechnik zum Einsatz, bei der die Hebelwirkung des Fremdkapitals genutzt wird. Dieser sog. Leverage-Effekt erklärt sich dadurch, daß - unter Ertragsgesichtspunkten - eine Fremdfinanzierung so lange vorteilhaft ist, wie die aus der Akquisition erwarteten Erträge über den Kosten des Fremdkapitals liegen. Mit anderen Worten: Die Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital erhöht sich mit steigendem Fremdkapitalanteil der Akquisitionsfinanzierung, weshalb in großem Umfang Fremdmittel zum Einsatz kommen. Ein Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital von 50:50 gilt als konservativ, meist liegt der Fremdkapitalanteil deutlich höher.

Die von den Finanzkäufern angestrebten hohen Renditen entstehen durch den beschriebenen Leverage-Effekt in Verbindung mit einem stabilen Cashflow des Zielunternehmens, geringem Investitionsbedarf, moderatem Wachstum, nicht ausgenutzten Beleihungsgrenzen des Anlagevermögens, erfahrener Management und nicht zuletzt einem überzeugenden Gesamtkonzept.

Angesichts der mit beachtlichen Mitteln ausgestatteten und personell durchwegs knapp besetzten Private Equity Gesellschaften haben deren Zielunternehmen meist eine bestimmte Mindestgröße, die nicht unterschritten werden soll. Deshalb ist der Kreis der Investoren für kleine und mittlere Unternehmen eng, was letztlich darauf hinaus läuft, daß es für Unternehmen mit Umsät-

zen unter 10 Millionen EURO kaum Finanzkäufer gibt.

Unternehmensverkäufer sollten bei der Auswahl von Finanzkäufern sehr genau hinsehen, denn die von den Finanzkäufern an sich selbst gestellten Ansprüche sind zwar hoch, lassen sich aber sehr häufig nicht erfüllen. Die Rede ist von strategischer Weiterentwicklung der Zielunternehmen und von ausgeprägtem Branchenknowhow und Professionalität der das Engagement betreuenden Beteiligungsmanager. Doch in der Realität wird die strategische Neuausrichtung selten geschafft, es sind ebenso junge wie unerfahrene Beteiligungsmanager am Werk und es fehlt immer wieder das nötige Branchenverständnis. Außerdem nutzen nicht wenige Finanzkäufer jede Gelegenheit für einen günstigen Ausstieg aus dem Engagement, oft ohne Rücksicht auf die Interessen des Zielunternehmens zu nehmen. Auch belasten übertriebene Preise das übernommene Unternehmen, denn das für die Akquisition eingesetzte Fremdkapital muß aus dem Cashflow des übernommenen Unternehmens zurückgezahlt werden – zuzüglich Zinsen. Sinken die Gewinne, wird der hohe Schuldendienst zur ernsthaften Belastung. Vor diesem Hintergrund ist es sinnvoll und deshalb ratsam, auf diesem Gebiet sachkundige und langjährig erfahrene Berater einzubeziehen. Denn wie jede Sache kann man auch den Verkauf an einen Finanzkäufer gut, schlecht oder in einer Qualität dazwischen erledigen – hier steht allerdings sehr viel auf dem Spiel. ■

Dr. Karl Seiler,
Geschäftsführender
Gesellschafter,
Seiler & Partner, München