

FAMILIENUNTERNEHMEN

Private Equity

Ein Leitfaden für
Familienunternehmen und Mittelstand



Vorwort

Private Investoren erhöhen den Handlungsspielraum für Familienunternehmen und Mittelstand

Die letzten Jahre sind geprägt von einem beständigen Auf und Ab von Wirtschaft und Finanzmärkten. Im Zentrum der Bewegung stehen wiederholt Banken und Finanzinstitute, die zunehmende Risiken und neue gesetzliche Auflagen in Form von oft ungünstigeren Finanzierungsbedingungen an Ihre Kunden – sprich Unternehmer in Deutschland – weitergeben müssen.

Parallel dazu hat sich in den vergangenen Jahren mit Private Equity-Investoren eine Finanzierungsform außerhalb des Kapitalmarkts etabliert, die unabhängig vom klassischen Bankengeschäft Finanzierungsmodelle ermöglicht, die auch für Unternehmer attraktive zusätzliche Handlungsoptionen eröffnen. Dabei sollte die in der Presse häufig negativ zugespitzte Darstellung nicht den Blick auf die möglichen positiven Aspekte einer gut geplanten finanziellen strategischen Partnerschaft verdecken.

Die Anlageklasse bietet für Familienunternehmen und Mittelständler eine gute Antwort auf viele grundsätzliche Unternehmenssituationen – sei es für eine Nachfolgeregelung, ein Spin-off oder dringend benötigtes Wachstumskapital. Für den Unternehmer ist es vor allem wichtig, die Ziele seines Investors zu beachten. Private Equity-Investoren streben nur in Ausnahmefällen operative Aktivität an. Ihr Engagement ist finanzieller Natur und daher mit Mehrwertschaffung und konkreten Wachstumszielen verbunden. Die notwendige Transparenz und die Erfahrung des investierenden Dritten können durchaus positive Auswirkungen auf das Unternehmen haben. Entscheidend ist aber, dass sich die Ziele des Investors, zumindest in finanzieller Hinsicht, mit denen des Unternehmers decken.

Die möglichen Chancen und Auswirkungen für das Unternehmen hängen vor allem von der spezifischen Situation des Betriebs ab: Ist ein Minderheitsinvestor gewünscht oder soll das Unternehmen verkauft oder mittelfristig sogar an die Börse gebracht werden? Wird das Kapital für Wachstum benötigt oder um eine Restrukturierung durchzuführen? Welche besonderen Herausforderungen bringen Branche und Marktumfeld mit sich?

Diese Broschüre dient dazu, einen ersten Überblick über Chancen und Herausforderungen von Private Equity für Familienunternehmen und Mittelstand zu geben. Sie soll Unternehmern, die grundsätzlich Interesse an Beteiligung oder Investitionen haben, einen Einblick in die Bedingungen und die Dynamik von *Private Equity* geben.

Im Falle einer konkreten Investitionsabsicht sollten die hier verständlicherweise eher allgemeiner gehaltenen Darstellungen mit Blick auf die besondere Situation des jeweiligen Unternehmens geprüft werden. Bei Fragen stehen Ihnen die Experten von KPMG natürlich gern zur Verfügung. Sprechen Sie uns einfach an!

Moritz Freiherr Schenck

Dr. Volker Balda

Thomas Dorbert

Dr. Matthias Hogh

Volker Zieske

Inhalt

Vorwort.....	2
1 Private Equity – Ein Überblick.....	4
1.1 Definitionen und Abgrenzung	4
1.2 Welche Ziele verfolgen Private Equity-Investoren?	5
1.3 Welchen Mehrwert erzielen Private Equity-Investoren?	5
1.4 Welcher ist der richtige Private Equity-Investor?.....	6
2 Mehrheitsbeteiligungen	9
2.1 Der Erwerbsprozess	9
2.2 Ausstiegsstrategien und Exit-Möglichkeiten	15
3. Minderheitsbeteiligungen	17
3.1 Der Erwerbsprozess	17
3.2 Ausstiegsstrategien und Exit-Möglichkeiten	19
4 Investment Management.....	20
4.1 Beteiligungsbetreuung	20
4.2 Corporate Governance / Reporting / Controlling	21
Glossar.....	23

1 Private Equity – Ein Überblick

1.1 Definitionen und Abgrenzung

Die Anfänge der Investitionsform *Private Equity* reichen in das Jahr 1946 zurück, als in den USA der erste private Risikokapitalgeber *American Research and Development Corporation* gegründet wurde. In Deutschland sind in den 1970er-Jahren zunächst durch Förderung des Europäischen Wiederaufbauprogramms öffentliche Kapitalbeteiligungsgesellschaften entstanden. 1975 gründete eine Vielzahl von Kreditinstituten die Wagnisfinanzierungs-Gesellschaft mbH. *Private Equity* nach amerikanischem Vorbild gibt es seit den frühen 1980er-Jahren in Deutschland.

Wesentliche Aspekte der Private Equity-Industrie

- Unterschiedliche Investorenklassen
- Differenzierter Investitionsfokus
- Steigerung des Unternehmenswertes
- Überzeugende Investitionshypothese

Private Equity – auch (außerbörsliches) privates Eigenkapital – als eine Unterklasse der Finanzinvestoren gehört zu den alternativen Anlageklassen, die überwiegend in der Form geschlossener Fonds strukturiert sind. Finanzinvestoren haben grundsätzlich als gemeinsames Merkmal, dass sie kein übergeordnetes strategisches Interesse an ihren erworbenen Beteiligungen haben und sie deshalb stets ein starkes und motiviertes Management im Unternehmen benötigen, das die gesetzten Ziele verfolgt und umsetzt. In der Regel wird so die Eigenständigkeit eines Unternehmens oder Unternehmensverbundes beibehalten, allerdings durch Corporate Governance-Strukturen ergänzt. So erfolgt, in Fällen in denen dies noch nicht geschehen ist, die Einrichtung eines Beirats und eines aussagekräftigen Berichtswesens sowie von IT-Systemen, um die Transparenz bei und Nachvollziehbarkeit von unternehmerischen Entscheidungen zu erhöhen. *Private Equity*-Häuser sind in der Regel durch Banken, Versicherungen sowie Investment- und Pensionsfonds finanziert und gingen historisch oftmals aus diesen Sektoren hervor.

Neben der Abgrenzung zu *Public Equity*, dem börslich handelbaren Eigenkapital, und anderen Anlageklassen, muss man *Private Equity* in sich noch einmal unterteilen, um die Beweggründe einzelner *Private Equity*-Gesellschaften bei ihren Entscheidungen besser verstehen zu können. Wirtschaftlich betrachtet, bedeutet *Private Equity* grundsätzlich und in einem weiteren Sinne Erwerb von Eigenkapitalanteilen oder eigenkapitalnahen Instrumenten an nicht börsennotierten Unternehmen. Diese weite Definition lässt Raum, um innerhalb dieser Anlageklasse weiter zu differenzieren. Auf nächster Ebene kann zwischen sogenannter Früh- und Spätphasenfinanzierung unterschieden werden.

Frühphasenfinanzierung – oder besser bekannt unter der englischen Bezeichnung *Seed Financing* und in einer späteren Phase als *Venture Capital* – zeichnet sich durch die Finanzierung von Unternehmen aus, die sich in einem frühen Stadium ihrer Entwicklung befinden oder direkt aus der Gründung kommen.

Die Spätphasenfinanzierung – also die Beteiligung an etablierten Unternehmen – umfasst jene Beteiligungen, die gewöhnlich und durch die öffentliche Diskussion verstärkt als *Private Equity Engagements* tituliert werden. Die in der Öffentlichkeit präsenten Begriffe wie *Management Buyout* („MBO“) und *Leveraged Buyout* („LBO“) – um nur zwei zu nennen – fallen in diese engere Begriffsdefinition von *Private Equity*.

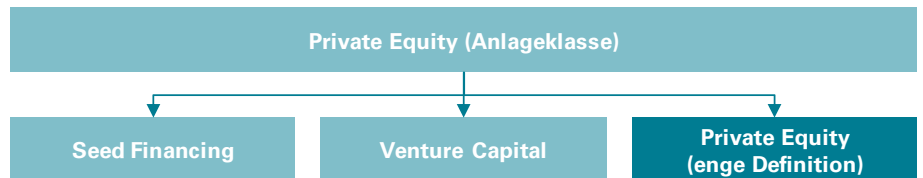


Abbildung 1: Arten des Private Equity

Quelle: KPMG

1.2 Welche Ziele verfolgen Private Equity-Investoren?

Wie eingangs erwähnt, gehört *Private Equity* zu der Klasse der Finanzinvestoren, die sich grundsätzlich dadurch auszeichnen, dass das finanzielle Interesse bei ihren Beteiligungen im Vordergrund steht. Die Rendite bei *Private Equity* wird im überwiegenden Maße durch eine avisierte Wertsteigerung des erworbenen Unternehmens angestrebt, die sich bei der Weiterveräußerung nach Ablauf einer Investitionsphase von drei bis sieben Jahren realisiert. Während der Investitionsphase wird in der Regel auf Auszahlungen an die Eigenkapitalgeber verzichtet. Freie *Cash Flows* werden entweder reinvestiert oder zur Bedienung von Zinsen und Tilgung laufender Kredite verwendet.

Jeder Investition in ein Unternehmen liegt eine Investitionshypothese zugrunde. Diese kann zum Beispiel darauf ausgerichtet sein, im Laufe der Investitionsphase die Internationalisierung des erworbenen Unternehmens voranzutreiben, operative Prozesse zu optimieren, die Nachfolge zu ermöglichen oder einzelne Bereiche zu konsolidieren. Dabei bringt *Private Equity* einen frischen externen Blick in das Unternehmen. In allen Fällen ist es das Ziel, den Eigenkapitalwert durch die angestrebten Maßnahmen signifikant zu steigern. Letztlich sind die Ziele von *Private Equity* durch die Renditeerwartungen der eigenen Kapitalgeber determiniert. So erwarten die Investoren eine Rendite auf ihr eingesetztes Kapital, die auch das höhere Risiko rechtfertigt, das solchen Investitionen innewohnt.



Abbildung 2: Kapitalfluss bei Private Equity

Quelle:KPMG

1.3 Welchen Mehrwert erzielen Private Equity-Investoren?

Private Equity kann auf verschiedene Weisen Mehrwert für ein Unternehmen schaffen. Wie bereits erwähnt, werden Investitionsentscheidungen mit dem Ziel getroffen, Maßnahmen zu ergreifen und umzusetzen, die den Unternehmenswert steigern. Hierbei bringen *Private Equity*-Investoren in der Regel Erfahrungen aus vergangenen Beteiligungen mit, die über einen Beirat dem Unternehmen zur Ver-

fügung gestellt werden. Gleiches gilt für eigene Netzwerke in Industrien und Erfahrung bei der Internationalisierung von Unternehmen, um nur einige Beispiele zu nennen.

Da *Private Equity*-Investoren grundsätzlich nicht selbst operativ im Unternehmen tätig sind, wird großen Wert auf die Transparenz der werttreibenden Faktoren eines Unternehmens gelegt. Dies führt dazu, dass Berichtssysteme häufig an die Informationsbedürfnisse angepasst werden müssen. Für ein Unternehmen bedeutet dies zunächst einen zusätzlichen finanziellen und zeitlichen Aufwand, der sich aber aufgrund der gestiegenen Transparenz auch für die Unternehmensleitung rentiert. Unabhängig von den *Private Equity*-Investoren verlangen kaufpreisfinanzierende Banken ebenso ein großes Maß an Transparenz, um einen laufenden Einblick in die Entwicklung des Unternehmens zu erhalten und die Werthaltigkeit ihrer Kredite insbesondere auch aus regulatorischer Sicht bewerten zu können.

Grundsätzlich ist es das Ziel von *Private Equity*-Investitionen, ein Unternehmen weiterzuentwickeln, operativ zu optimieren oder im Extremfall einer Restrukturierung zu unterziehen.

1.4 Welcher ist der richtige Private Equity-Investor?

Die Frage nach dem richtigen *Private Equity*-Investor lässt sich ohne eine genaue Analyse der eigenen Unternehmenssituation nicht beantworten. Dabei sind verschiedene Aspekte zu beachten, wie zum Beispiel:

- Wollen der / die derzeitigen Anteilseigner eine Mehrheit bis zu 100% abgeben oder besteht nur Interesse an einem Minderheitsinvestor?

Ist der Unternehmer auf der Suche nach Wachstumskapital und hat das Interesse die Entwicklung des Unternehmens weiter zu bestimmen, bietet sich ein Minderheitsinvestor an. Ein Mehrheitsinvestor kommt in Frage, wenn der Unternehmer sich aus seinem Geschäft weitestgehend zurückziehen möchte und die weitere Entwicklung einem neuen Eigentümer überlassen möchte.

- Wird frisches Kapital benötigt oder geht es um einen reinen Verkauf von Anteilen, zum Beispiel im Rahmen einer Nachfolgeregelung?

Gründe für das Einwerben von frischem Kapital können unterschiedlich sein. Wenn es um die Finanzierung von Wachstum geht, wird man einen darauf fokussierten Investor suchen, der Erfahrung hat, Wachstumspläne zu begleiten. Geht es um eine finanzielle und gegebenenfalls operative Restrukturierung, kommen Turnaround Fonds infrage.

- Welche Mitspracherechte können eingeräumt werden?

Diese Frage stellt sich insbesondere, wenn es darum geht, einen Minderheitsinvestor anzusprechen. Hier gibt es durchaus unterschiedliche Herangehensweisen bezüglich eingeforderter Kontrollrechte. Das zeigt sich dann zum Beispiel bei der Höhe für genehmigungspflichtige Investitionen im Unternehmen und der Möglichkeit des Minderheitsgesellschafters, den Verkauf des Gesamtunternehmens auszulösen bis zu Möglichkeiten, den Mehrheitsgesellschafter im Falle der Nichterreichung von Geschäftszielen dazu zu zwingen, Anteile und Kontrolle abzugeben oder die Geschäftsführung auszutauschen.

- Ist das Unternehmen ein Restrukturierungsfall oder steht es gut da?

Wenn es sich um einen Restrukturierungsfall handelt, sind darauf spezialisierte Investoren die richtigen Ansprechpartner. Diese investieren in der Regel nicht nur Geld zur Stabilisierung der Finanzsituation des Unternehmens, sondern bringen meist auch operative Restrukturierungsexpertise ins Unternehmen, die dann im Tagesgeschäft auch ausgeübt wird. Derartige Spezialfonds sind für den Unternehmer beim Verkauf eines gesunden Unternehmens unattraktiv, da sie nicht bereit sein werden, einen adäquaten Kaufpreis zu zahlen.

- Wie viel Kapital wird benötigt bzw. was für ein Kaufpreis wird erwartet?

In Abhängigkeit von der Höhe des aufzubringenden Kapitals sind anzusprechende Investoren auszuwählen. In der Regel darf ein Fonds nicht mehr als 15% bis 20% seines Fondsvolumens in eine Investition stecken. Handelt es sich um eine Investition in ein gesundes Unternehmen, wird der Kaufpreis meist zum Teil (Faustregel 50%) mit Fremdkapital finanziert. Beispielsweise hat ein Private Equity-Fonds mit einem Fondsvolumen von 250 Millionen Euro somit die Möglichkeit einen Kaufpreis von maximal 70 bis 100 Millionen Euro zu bezahlen.

- Ist nach dem Verkauf ein operatives Management Team vorhanden oder nicht? Ob und wie soll es gegebenenfalls beteiligt werden?

In der Regel werden die handelnden Personen bei Private Equity-Fonds nicht in das Tagesgeschäft des erworbenen Unternehmens einsteigen. Sie verlassen sich auf das vorhandene Management. Dies erhält meist eine Beteiligung am Unternehmen zu vergünstigten Konditionen. Ist ein solches Management nach Erwerb nicht vorhanden, muss der Finanzinvestor vorher ein Management Team zusammenstellen. Mit dieser Unsicherheit können nicht alle Investoren umgehen. Andererseits gibt es durchaus Investoren, die bereit sind, für einen überschaubaren Zeitraum in das operative Management zu gehen, um die Zeit bis zur Einstellung eines neuen Management Teams zu überbrücken.

- Welche Wachstumspotenziale stecken in dem Unternehmen?

Umso größer die Wachstumspotenziale sind, umso eher sind Finanzinvestoren bereit, einen hohen Kaufpreis zu bezahlen. Folglich geht es im Rahmen des Verkaufs aus Sicht des Verkäufers unter anderem darum, die Wachstumschancen in aller Klarheit darzustellen.

- Wie viel *Cash Flow* generiert das operative Geschäft?

Umso höher der operative freie Cash Flow ist, den ein Unternehmen erwirtschaftet, umso mehr Fremdkapital kann ein Unternehmen bedienen. Je größer die Fremdkapitalkapazitäten eines Unternehmens sind, je höher kann der mit Fremdkapital finanzierte Kaufpreis sein. Daher ist es wichtig die Finanzierungsstärke des Unternehmens im Rahmen des Verkaufsprozesses klar darzustellen, wenn der Verkäufer vorrangig an einer Kaufpreismaximierung interessiert ist.

- In welchem Industriesektor ist das Unternehmen tätig?

Manche Private Equity-Fonds haben in ihren Investitionskriterien einen klaren Fokus auf einen Sektor, zum Beispiel Software, Telekommunikation, Medien etc. Andere Investoren sind sehr breit aufgestellt und schließen nur Spezialsektoren wie zum Beispiel Biotechnologie aus. Als Unternehmer sollte man bei der Partnerwahl darauf achten, dass man Investoren anspricht, die bereits Erfahrung in relevanten bzw. angrenzenden Sektoren gesammelt haben. Vorhandene Sektor Erfahrung erleichtert das Gespräch über das Geschäftsmodell des Unternehmens

und steigert unter anderem die Wahrscheinlichkeit, dass der Investor bereit ist, einen adäquaten Kaufpreis zu bezahlen.

- Welchen Zyklen unterliegt der Industriesektor, in dem das Unternehmen tätig ist?

Allgemein gesprochen fühlen sich Investoren mit weniger zyklischen Sektoren wohler, da das Unternehmen generell krisenresistenter sein wird. Eine Entwicklung, die leichter vorhersehbar ist, bietet mehr Möglichkeiten zur Aufnahme von Fremdkapital, das unter anderem dazu dient, einen höheren Kaufpreis zu finanzieren bzw. dass Unternehmen nicht so anfällig in Krisenzeiten ist. Positiv bewertet wird auch eine möglichst hohe Flexibilität der Kostenbasis, die es im Abschwung leichter erlaubt, das Profitabilitätsniveau zu halten.

Die Antworten auf diese Fragen zeigen: Es gibt unterschiedlich ausgerichtete *Private Equity*-Investoren, die entweder Mehrheits- oder Minderheitsinvestitionen tätigen, die in intakte Unternehmen oder Restrukturierungsfälle investieren oder die stark wachsende oder sehr stabile Geschäftsmodelle bevorzugen. Auch die eigene Unternehmensgröße oder Branche bestimmt den Kreis der infrage kommenden Investoren.

Auf der Suche nach einem geeigneten Investor bietet es sich an, die Beantwortung der Fragen zunächst in den Vordergrund zu stellen, um dann gezielt die richtigen – für die Interessen der Eigentümer und des Unternehmens optimalen – *Private Equity*-Investoren ansprechen zu können. Der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften ist eine mögliche Anlaufstelle, um auf Basis der Antworten eine Auswahl relevanter Investoren zu treffen. Daneben gibt es natürlich spezialisierte Berater, die interessierten Unternehmern/Gesellschaftern bei der Suche und Auswahl behilflich sein können.

2 Mehrheitsbeteiligungen

2.1 Der Erwerbsprozess

Anbahnung, Anforderungen und Auswahlkriterien

Da sowohl der Markt mit Unternehmen, die für *Private Equity*-Investoren als Investitionsobjekt in Frage kommen, als auch – wie bereits angedeutet – die Gesamtheit der existierenden *Private Equity*-Investoren nicht unbedingt transparent sind, treten *M&A*-Berater gewöhnlich als Intermediär auf, um beide Gruppen zusammenzuführen. *M&A*-Berater können ein Unternehmen bereits bei der Vorbereitung eines Unternehmensverkaufs unterstützen und bei der Investorenauswahl und -ansprache helfen oder auf der Seite von Investoren bei der Suche nach einem geeigneten Investitionsobjekt tätig sein.

Wesentliche Aspekte bei Mehrheitsbeteiligungen

- Kontrollverlust der Altgesellschafter
- Managementbeteiligung
- Fremdfinanzierung (Leverage)
- Umfangreiche Due Diligence
- Steueroptimierte Beteiligungsstruktur
- Exit-Strategie

Private Equity-Investoren haben analog zum Fragenkatalog unter „1.4 Welcher ist der richtige Private Equity Investor“ einen Anforderungskatalog und Auswahlkriterien, um zu entscheiden, an welchen Unternehmen sie sich beteiligen möchten. Üblicherweise beinhaltet ein solcher Katalog von Auswahlkriterien folgende Fragestellungen:

- Liegt das Unternehmen im geographischen Fokus des *Private Equity*-Fonds?
- Entspricht die nötige Eigenkapitalinvestition den Größenanforderungen des *Private Equity*-Fonds?
- Erfüllen Umsatzwachstum, Rentabilität und die (freien) *Cash Flows* die Anforderungen des *Private Equity*-Fonds?
- Gehört die Branche, in der das Unternehmen aktiv ist, zum Fokus des *Private Equity*-Investors?
- Erhält der *Private Equity*-Investor die Kontrolle über das Unternehmen (geht meist auch mit einer formalen Mehrheitsbeteiligung einher)?
- Wie ist die Unternehmenssituation?

Auch dies sind für den Unternehmer/Gesellschafter relevante Fragestellungen bei der Auswahl zur Ansprache passender Investoren. In einem direkten Zusammenhang mit der Frage nach der Kontrolle steht die Überschrift dieses Kapitels: Fokussiert sich der Investor nur auf Mehrheitsbeteiligungen oder ist er auch bereit, eine Position als Minderheitsgesellschafter einzugehen?

Unabhängig von diesen für jeden Investor einzeln zu beantwortenden Fragen stellen sich alle Investoren die Frage, wie viel Kapital aus der Investition zurückfließen wird und ob dieser Erwartungswert mit dem Erwartungswert der eigenen Kapitalgeber in Einklang steht. Diese unabhängigen Fragen sind im Wesentlichen die Fragen nach dem internen Zinsfuß – *Internal Rate of Return* (IRR) – und nach dem

Money Multiple. Letzterer drückt das Verhältnis zwischen Kapitalaufwand zu Beginn und der kumulierten Kapitalrückflüsse bis zur Veräußerung aus.

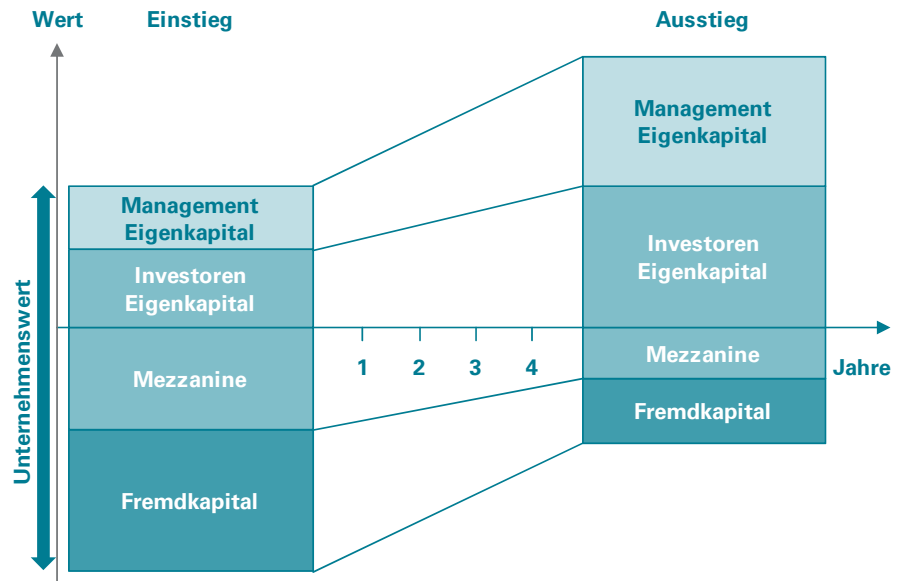


Abbildung 3: Kapitalrückflüsse einer Beteiligung eines Private Equity Investors im Zeitablauf

Quelle: KPMG

Für ein Unternehmen bedeutet dies, dass es als mögliches Investitionsobjekt die Renditeanforderungen des Investors erfüllen sowie zu dem jeweiligen Fokus nach Größe, Branche, Region etc. passen muss. Um entsprechendes Interesse zu wecken, bedeutet das für das Unternehmen, dass in Marketingdokumenten die attraktiven Kernpunkte des Unternehmens darzustellen sind. Dabei kann es sich um spezielle Produkte, eine herausragende Marktposition, besondere finanzielle Stärke etc. handeln.

Erwerb und vertragliche Ausgestaltung

Nach einem erfolgreichen Abgleich der Auswahlkriterien, was das Unternehmen bietet, und was ein spezifischer *Private Equity*-Investor fordert, erfolgt im Rahmen der Transaktion eine genauere Prüfung (*Due Diligence*), ob sich der Investor tatsächlich beteiligen möchte. Dieser Prozess unterscheidet sich grundsätzlich nicht von einem Unternehmenserwerb, an dem strategische Investoren beteiligt sind. Da diese Transaktionen jedoch auch durch Fremdkapital mitfinanziert werden (*Leveraged Buyout*), ist aus prozessualer Sicht eine frühzeitige Einbindung der finanzierenden Banken notwendig, um ein entsprechendes Finanzierungspaket für den zu zahlenden Kaufpreis gestalten zu können.



Abbildung 4: Zeitpunkte der Unternehmensauswahl im Erwerbsprozess

Quelle: KPMG

Von der frühzeitigen Einbindung der Banken abgesehen ist das wesentliche Unterscheidungsmerkmal im Vergleich zu einem Prozess, in dem final ein strategischer Investor das Unternehmen kaufen wird, die Ausgestaltung des Kaufvertrags. Häufig erwirbt ein *Private Equity*-Investor ein Unternehmen zusammen mit dem bisherigen oder neuem Management – ein sogenannter *Management Buy-out*. Auch eine Rückbeteiligung der Altgesellschafter – was bei einem Unternehmen mit geschäftsführenden Gesellschaftern einem *Management Buyout* gleichkommt – ist möglich. Dabei hält der Investor üblicherweise einen Anteil, der 75% des stimmberechtigten Eigenkapitals übersteigt und sichert sich dadurch wesentliche Rechte (beispielsweise die Möglichkeit der Satzungsänderung, Kapitalerhöhung und -herabsetzung und Beherrschungs- sowie Ergebnisabführungsverträge).

Da das Risiko, proprietäres Wissen an einen Wettbewerber zu verlieren, im Prozess mit *Private Equity*-Investoren sehr gering ist und um eine solide Vertrauensbasis für eine zukünftige Zusammenarbeit zu schaffen, ist es notwendig, dass sich das Unternehmen einem *Private Equity*-Investor gegenüber offen präsentiert. Je mehr Informationen bereitgestellt werden, desto besser „fühlt sich der Erwerber“ bei der Transaktion und desto weniger Unsicherheiten müssen dann im Kaufvertrag über Garantien und Gewährleistungen abgedeckt werden.

Finanzierungsformen

Eine wesentliche Rolle bei Unternehmensübernahmen durch *Private Equity*-Investoren spielt die Finanzierung des Kaufpreises, da durch deren Strukturierung eine Maximierung der IRR des Investors erzielt werden kann. So kann durch den Einsatz von Fremdkapital mit fester Verzinsung die Eigenkapitalrendite soweit optimiert werden, solange der Gesamtertrag des Unternehmens über den Kosten für die Fremdfinanzierung liegt. Dieser Vorgang wird üblicherweise als Hebel- oder *Leverage*-Effekt bezeichnet. Für einen rückbeteiligten Alteigentümer bzw. ein beteiligtes Management ergibt sich der gleiche Effekt in Bezug auf die Verzinsung des Eigenkapitals.

Kauf ohne Fremdkapital		Kauf mit Fremdkapital	
Kaufpreis	100.000	Kaufpreis	100.000
FK	0	FK	50.000
EK	100.000	EK	50.000
<ul style="list-style-type: none"> ■ Verkauf nach 3 Jahren ■ Unternehmenswert 150.000 ■ 30.000 liquide Mittel generiert 		<ul style="list-style-type: none"> ■ Verkauf nach 3 Jahren ■ Unternehmenswert 150.000 ■ 30.000 FK / Zins durch Operating Cash Flow zurückgezahlt¹ 	
Verkaufspreis	150.000	Verkaufspreis	150.000
Zuzüglich liquide Mittel	30.000	Abzüglich Schulden	(30.000)
EK-Geber erhalten	180.000	EK-Geber erhalten	120.000
Eigenkapital IRR: 21,6%		Eigenkapital IRR: 33,9%	

¹Mit dem Operating Cash Flow in Höhe von 30.000 wurden 20.000 Fremdkapital getilgt und 10.000 Zinsen bedient

Abbildung 5: Leverage-Effekt beim Kauf mit Fremdkapital

Quelle:KPMG

Es liegt also sowohl im Interesse des *Private Equity*-Investors als auch im Interesse des Alteigentümers/Managements, ein vernünftiges Verhältnis von Fremdkapital zu Eigenkapital zu finden, damit einerseits die Finanzierungskosten nicht die Unternehmensrendite übersteigen oder der laufende Schuldendienst zu einer kritischen Unternehmenssituation führt und andererseits eine adäquate Eigenkapitalrendite erwirtschaftet wird. Demzufolge sollten besonders in zyklischen Branchen ein Kapital- sowie Cash Flow-Puffer vorhanden sein, um auch einen konjunkturellen Abschwung abfedern zu können. Branchenüblich finanzieren *Private Equity*-Investoren in Deutschland die erworbenen Unternehmen mit ca. 40% bis 50% Eigenkapital. Auch die am Prozess beteiligten Banken sind an einer sicheren Bedienung ihrer ausgereichten Kredite interessiert. Die im Rahmen von Mehrjahresplanungen prognostizierten freien *Cash Flows* des Unternehmens sollten folglich den ihnen gegenüberstehenden vertraglichen Schuldendienst des jeweiligen Jahres decken.

Bei der Strukturierung des Fremdkapitals wird verschiedenen Aspekten Rechnung getragen. Neben einer risikoadäquaten Verzinsung sind verschiedene Tilgungsstrukturen möglich bis hin zu endfälligen Darlehen. Diese sogenannten Seniorekredite verfügen über ein umfangreiches Sicherheitenpaket (Anteils- und Kontoverpfändung, Forderungsübereignung etc.) und sind gegenüber anderen Darlehen vorrangig. Sowohl die Laufzeiten als auch die Zinskonditionen unterliegen Markttrends, welche durch den Wettbewerb der beteiligten Banken und deren Interesse beeinflusst werden.

Bei größeren Transaktionen ergibt sich regelmäßig die Möglichkeit, weitere Fremdmittel in Form von Nachrangkapital, sogenanntes Mezzanine-Kapital, einzuwerben. Neben Banken werden diese Mittel üblicherweise durch spezialisierte Mezzanine Fonds gestellt. Neben einer längeren Laufzeit zeichnet sich Mezzanine durch den Rangrücktritt gegenüber den erstrangig besicherten Krediten, sogenannten Seniorekrediten, hinsichtlich der Sicherheitenverwertung aus (Subordination). Weiterhin fällt zusätzlich zu einer laufenden Zinsmarge ein kapitalisierender sogenannter PIK-Zins (*Pay-in-kind*) an, der mit Laufzeitende fällig wird. Die Verzinsung erfolgt jährlich, führt aber nicht zu einer Auszahlung während der Laufzeit, sondern zu einer kumulierten Auszahlung am Laufzeitende. Optionale Ausgestaltungen wie *Equity-Kickers/Warrants* (Optionsscheine), welche in Abhängigkeit des Verkaufserlöses weitere Zahlungen hervorrufen, machen Mezzanine besonders für Fonds interessant.

Ergänzend zu den beschriebenen Finanzierungsmitteln stellen Verkäuferdarlehen und Kapitalmarktprodukte – hier vor allem Unternehmensanleihen, sogenannte *High Yield Bonds*, – weitere am Markt übliche Finanzierungsinstrumente dar.

Allen Kapitalgebern ist gemeinsam, dass sie für eine tiefgreifende Risikobewertung des zu finanzierenden Unternehmens ein umfangreiches Informationspaket (*Due Diligence*-Berichte) benötigen, was wiederum einen strukturierten Prozess voraussetzt. Bei *Private Equity*-Transaktionen wird die Risikoeinschätzung vollständig auf das zu kaufende Unternehmen – und nicht auf einen sich beteiligenden Investor – abgestellt. Eine besondere Herausforderung stellt in diesem Zusammenhang vor allem die Tatsache dar, dass sich im Rahmen der Transaktion die Bilanz- und Konzernstruktur deutlich verändert und folglich keine verwertbare Historie zur Verfügung steht. Diese Unterschiede im Risikoprofil werden durch die verhältnismäßig hohen Kreditmargen und umfangreichen Sicherheitenpakete widerspiegelt. Zusätzlich wird durch sogenannte *Financial Covenants*, im Kreditvertrag vereinbarte einzuhaltende Schwellenwerte (Beschränkung von Akquisitionen und Verkäufen, einzuhaltende Finanzkennzahlen etc.), versucht, den

Geschäftsbetrieb gemäß dem Business Plan zu kontrollieren. Übliche qualitative *Financial Covenants* sind

- das Verhältnis von vorrangig besichertem Fremdkapital (Seniorkredite) zum EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibung),
- das Verhältnis aller Finanzverbindlichkeiten zum EBITDA,
- die Schuldendienstquote (freier Cash Flow zu Tilgung und Zinsaufwand) sowie
- der Zinsdeckungsgrad (EBITDA zu Zinsaufwand).

Auch hier kommt für das Unternehmen wieder der Vertrauensaspekt ins Spiel. Spätestens im Zusammenhang mit der Finanzierung wird auch ein fundierter, belastbarer und detailreicher *Business Plan* notwendig. Dieser ist vor einem Verkaufsprozess durch das Unternehmen zu erstellen. Es handelt sich um eine integrierte Mehrjahresplanung (drei bis fünf Jahre) mit Bilanz, GuV und Cash Flow Rechnung, die häufig über das im Unternehmen vorhandene hinausgeht.

Gesellschafts- und steuerrechtliche Ausgestaltung

Im Mittelpunkt einer klassischen *Private Equity*-Beteiligung, bei der der *Private Equity*-Investor über eine Kapitalbeteiligung in die Zielgesellschaft einsteigt, steht die Beteiligungsvereinbarung. Die Beteiligungsvereinbarung ist ein Vertrag zwischen dem vom *Private Equity*-Investor benutzten Akquisitionsvehikel, den Altgesellschaftern sowie gegebenenfalls Co-Investoren und der Zielgesellschaft. Regungsgegenstand der Beteiligungsvereinbarung ist zunächst die eigentliche Beteiligung des *Private Equity*-Investors, zumeist im Wege einer Kapitalerhöhung, gegebenenfalls kombiniert mit nachrangigen Fremdkapitalinstrumenten (Gesellschafterdarlehen, patriarchische Darlehen, stille Beteiligung) sowie Regelungen zu weiteren Zahlungspflichten (*Milestone Payments*).

Daneben werden in der Beteiligungsvereinbarung typischerweise auch die Beziehungen zwischen der Zielgesellschaft und den Gesellschaftern geregelt. Im Mittelpunkt stehen hier detaillierte Bestimmungen zur *Corporate Governance*, insbesondere im Hinblick auf die Besetzung des Managements und der Aufsichtsgremien (Beirat), sowie die Erweiterung der gesetzlichen Informations- und Zustimmungspflichten zugunsten des Investors. Darüber hinaus sichert die Beteiligungsvereinbarung die Gesellschafterstruktur der Zielgesellschaft durch Verfügungsbeschränkungen der Anteile einschließlich der Vereinbarung von Andienungs- und Vorkaufsrechten zugunsten des Investors ab.

Ein weiterer zentraler Bereich der Beteiligungsvereinbarung sind Garantien, die sich der *Private Equity*-Investor sichern möchte, um einen Schutz vor in der Gesellschaft liegenden Risiken aus der Zeit vor dem Beteiligungserwerb zu erlangen. Üblicherweise werden diese Garantien von den Altgesellschaftern abgegeben und decken umfangreich die rechtliche, finanzielle und wirtschaftliche Situation der Zielgesellschaft ab. Soweit bei einer Verletzung einer Garantie die Wiederherstellung des vereinbarten Zustandes nicht möglich ist, sind die Garantiegeber typischerweise zum Schadenersatz gegenüber dem *Private Equity*-Investor verpflichtet. Soweit der *Private Equity*-Investor beim Einstieg in die Zielgesellschaft nur Anteile von Altgesellschaftern übernimmt, werden Garantien mitunter nur von den abgebenden Altgesellschaftern im Rahmen des dann zwischen den Altgesellschaftern und dem *Private Equity*-Investor abzuschließenden Kaufvertrags (*SPA*) gewährt. Eine Verletzung der Garantien kann zu kostspieligen Rückzahlungen an den neuen Eigentümer führen. Um dies zu vermeiden ist daher aus Unternehmer-sicht darauf zu achten, dass man nicht zu großzügig Garantien einräumt, da der

Unternehmer nach Vollzug der Transaktion in der Regel keinerlei Einfluss mehr auf die Geschicke des Unternehmens hat.

Ein rückbeteiligter Alteigentümer muss im Rahmen einer Transaktion darauf achten, sich auch weiterhin entsprechende Mitspracherechte zu sichern – korrespondierend zur Höhe seiner Beteiligung. Darüber hinaus ist darauf zu achten, dass die abgegebenen Garantien durch den Garantiegeber getragen werden können und diese auch nur in so wenigen wie möglichen Fällen abgegeben werden. Auch hier gilt wieder: je genauer ein möglicher *Private Equity*-Investor das Unternehmen im Rahmen der *Due Diligence* kennengelernt hat, desto weniger Risiken hat er aus dem Erwerb und desto weniger Garantien sind notwendig.

Da *Private Equity*-Beteiligungen regelmäßig nur für einen Zeithorizont von drei bis sieben Jahren eingegangen werden, ist es für den Investor von zentraler Bedeutung, bereits in der Beteiligungsvereinbarung auch Regelungen zum *Exit* vorzusehen. Hierzu gehören zumeist neben allgemeinen Pflichten zur Unterstützung des *Exits* Mitverkaufspflichten (*Drag Along*) zugunsten des Investors, Mitverkaufsrechte (*Tag Along*) zugunsten der Mitgesellschafter sowie Vorschriften über eine bevorzugte Erlösverteilung zugunsten des *Private Equity*-Investors (*Liquidation Preference*). Der rückbeteiligte Alteigentümer/das Management hat somit nicht nur das Recht, sondern auch die Pflicht im späteren Verkaufsfall die Anteile mitzuverkaufen.

Bei der steuerrechtlichen Ausgestaltung des Erwerbs wird in der Regel als erster Schritt die Risikolage des *Private Equity*-Investors im Hinblick auf steuerliche Nachforderungen für die Vergangenheit ermittelt. Die Risikolage kann sich insbesondere in Abhängigkeit von der Form der Unternehmensakquisition unterscheiden. Bei einem sogenannten *Share Deal* übernimmt der Käufer der Anteile an dem Zielunternehmen grundsätzlich sämtliche steuerlichen Verpflichtungen und Risiken des Zielunternehmens. Hier wird sich der *Private Equity*-Investor um eine umfassende Steuerklausel im Kaufvertrag bemühen. Dem Kaufvertrag geht in der Regel eine umfassende *Tax Due Diligence* voraus.

Erfolgt der Erwerb im Wege eines sogenannten *Asset Deals* (Erwerb von betriebsnotwendigen Vermögensgegenständen ohne die Übernahme der rechtlichen Hülle), so tritt der Erwerber grundsätzlich nicht in die steuerlichen Verpflichtungen des zu erwerbenden Unternehmens ein. Neben den zivilrechtlichen Regelungen (z.B. §25 HGB) können sich jedoch auch aufgrund steuerlicher spezieller Regelungen Haftungstatbestände für bestimmte Steuerarten und Zeiträume für den Erwerber ergeben (z.B. nach §75 AO und §13c UStG). Bei einem *Asset Deal* erfolgt in der Regel nur eine eingeschränkte *Tax Due Diligence*.

Wie oben bereits beschrieben, wird der Erwerb durch *Private Equity*-Investoren in der Regel auch durch Fremdkapital finanziert. Bei der (Akquisitions-) Strukturierung ist insbesondere darauf zu achten, dass die Zinsaufwendungen auf die Akquisitionsfinanzierung steuerlich abzugsfähig sind, um ein steueroptimiertes Ergebnis der Beteiligung zu erhalten. Dies wird dadurch erreicht, dass die Zinsen mit den operativen positiven Ergebnissen der Zielgesellschaften verrechnet werden (beispielsweise durch eine ertragsteuerliche Organschaft) und steuerliche Abzugsbeschränkungen (wie z.B. die Zinsschranke in Deutschland) vermieden werden.

Weiterhin wird bei der Akquisitionsstruktur darauf geachtet, dass eine zukünftige Veräußerung möglichst steuerfrei erfolgt und Gewinnrepatriierungen möglichst zu keinen Quellensteuern führen (z.B. durch Implementierung einer Personengesellschaft).

Weitere Aspekte der steuerlichen Optimierung sind unter anderem die Nutzung von Verlustvorträgen, Vermeidung von (mehrmals anfallender) Grunderwerbsteuer, Abzugsfähigkeit von Transaktionskosten und Vorsteuerabzug auf Ebene der Erwerbsgesellschaften.

Die steuerliche Ausgestaltung einer Beteiligung ist für *Private Equity*-Investoren von wesentlicher Bedeutung, da sich die Rentabilität einer Beteiligung durch entsprechende Steueroptimierung positiv beeinflussen lässt, ohne dass es Veränderungen des operativen Ergebnisses bedarf. Da die Wahrscheinlichkeit einer Beteiligung ohne entsprechende Maßnahmen äußerst gering ist, ist es wichtig, diese zu verstehen und der rückbeteiligte Alteigentümer/das Management muss sich auf entsprechende Beteiligungsstrukturen einstellen. In ausgewählten Fällen ist es möglich, vor Veräußerung das Unternehmen so zu strukturieren, dass ein Erwerber daraus steuerliche Vorteile erzielt. Diese steuerlichen Vorteile kann sich der Alteigentümer dann über den Kaufpreis zumindest teilweise bezahlen lassen.

Wie der erhaltene Kaufpreis auf Ebene der Altgesellschafter versteuert wird, hängt von der individuellen Situation ab. Auch hier gilt es im Vorfeld mögliche steueroptimierte Strukturen aufzusetzen. Dies sollte rechtzeitig vor Start eines Verkaufsprozesses vorgenommen werden, um den Verkaufsprozess nicht mit Strukturierungsmaßnahmen zu belasten bzw. komplexer zu machen.

Bei Erwerben durch *Private Equity*-Investoren wird oft das Management der Zielgesellschaften über ein Managementbeteiligungsprogramm (indirekt) an der Zielgesellschaft beteiligt. Hier sollten insbesondere mögliche lohnsteuerliche Folgen auf Ebene der Zielgesellschaften berücksichtigt bzw. vermieden werden.

2.2 Ausstiegsstrategien und Exit-Möglichkeiten

Insbesondere in Abgrenzung zu einem Prozess mit strategischen Investoren stellen sich *Private Equity*-Investoren bereits während des Erwerbsprozesses die Frage nach einer möglichen Ausstiegsstrategie.

Für den Ausstieg bieten sich gewöhnlich folgende mögliche Vorgehensweisen an:

- Verkauf an einen strategischen Investor
- Börsengang
- Verkauf an einen *Private Equity*-Investor (*Secondary/Tertiary Buyout*)
- Verkauf an das Management
- Ausübung von Rückkaufoptionen (sofern vereinbart)

Unter den fünf aufgezählten Möglichkeiten sind die ersten drei die häufigsten und werden im Folgenden näher beleuchtet.

Bei einem Verkauf an einen strategischen Investor wird das Unternehmen nach einer gewissen Zeit an ein Unternehmen veräußert, dessen Interesse in der vertikalen oder horizontalen Integration, geographischen Expansion oder in dem Erwerb von Marktanteilen liegt. Diese Art der Veräußerung stellt die klassische Ausstiegsstrategie dar und zeichnet sich im Vergleich zum Börsengang durch geringeren Formalismus und die Möglichkeit einer schnellen Transaktion aus. Eine weitere Beteiligung der Altgesellschafter ist bei dieser Form der Veräußerung ungewöhnlich, eine Weiterbeschäftigung des Managements aber möglich.

Bei einem Börsengang muss das Unternehmen eine Reihe von Merkmalen erfüllen, um an die Börse gebracht werden zu können. Abgesehen von einer notwendigen Unternehmensgröße ist für das *Initial Public Offering* (IPO) auch eine sogenannte *Equity Story* erforderlich, die die zu erwartende Kursentwicklung argumentativ unterlegt und ein belastbares Geschäftsmodell voraussetzt. Der Börsengang stellt von den möglichen *Exit*-Strategien die wohl aufwendigste als auch kostenreichste Möglichkeit dar. Bei einem Börsengang bleibt den Altgesellschaftern die Möglichkeit, weiterhin beteiligt zu sein.

Bei einem *Secondary/Tertiary Buyout* wird das Unternehmen an den nächsten *Private Equity* Investor weitergereicht. Auch in diesem Falle gilt für den neu erwerbenden *Private Equity*-Investor grundsätzlich der oben dargestellte Kriterienkatalog. Ganz allgemein wird in diesem Falle der Grund sein, dass das Unternehmen die Ziele des originären Investors im Investitionszeitraum erreicht hat, aber es noch weitere Entwicklungsmöglichkeiten gibt, die ein neuer *Private Equity*-Investor umsetzen kann und die aufgrund des Investitionshorizonts des ersten Investors nicht mehr in dessen Investitionszyklus passen.

3. Minderheitsbeteiligungen

3.1 Der Erwerbsprozess

Anbahnung, Anforderungen und Auswahlkriterien

Der Anbahnungsprozess unterscheidet sich bei Minderheitsbeteiligungen zum Prozess bei Mehrheitsbeteiligungen. So ist in der Regel eine Beratungsgesellschaft seitens des Unternehmens beauftragt, einen Kapitalgeber zu finden, der bereit ist, gegen eine Minderheitsbeteiligung eine gewisse Menge Eigenkapital zur Verfügung zu stellen. Selten werden hier limitierte und strukturierte Auktionen durchgeführt.

Wesentliche Aspekte bei Minderheitsbeteiligungen

- Kontrollerhalt der Alteigentümer
- Umfangreiche Mitspracherechte für Private Equity-Investor
- Keine strategische Kaufpreisprämie beim Erwerb
- Wachstumsfinanzierung
- Beteiligungserwerb rein eigenkapitalfinanziert

Unabhängig von der Beteiligungshöhe fragt jedoch auch der *Private Equity*-Investor, der sich als Minderheitsgesellschafter engagiert, einen Kriterienkatalog ab, inwieweit die entsprechende Beteiligung zu ihm passt. Dabei unterscheiden sich die Fragen grundsätzlich nicht von denen, die sich ein Mehrheitsgesellschafter stellt. Allerdings muss ein Minderheitsgesellschafter ein größeres Augenmerk auf die vertraglich zugesicherten Kontrollrechte legen, um zumindest einen gewissen Einfluss auf die Verwendung seines Kapitals zu haben.

Ein typischer Fall einer Minderheitsbeteiligung durch einen *Private Equity*-Investor ist die Bereitstellung von zusätzlichem Kapital zur Erweiterung des Geschäftsbetriebes; sei es geographisch, die Einführung neuer Produkte oder die Erweiterung von Produktionskapazitäten. Für das Unternehmen eröffnet sich die Möglichkeit, eine Weiterentwicklung schneller oder überhaupt durchführen zu können.

Grundsätzlich ist die Identifikation eines *Private Equity*-Investors, der sich mit einer Minderheit beteiligt, schwieriger als die klassische Veräußerung einer Mehrheitsbeteiligung. Dies ist im Prozess ggf. zeitlich mit einzuplanen.

Da bei einer Minderheitsbeteiligung darüber hinaus sowohl eine mögliche Kontrollprämie beim Kaufpreis entfällt als auch eine Fremdfinanzierung des Kaufpreises nur schwerlich möglich ist, muss der Veräußerer auch damit rechnen, dass er im Vergleich zur Veräußerung einer Mehrheitsbeteiligung einen überproportional geringeren Kaufpreis für die Minderheitsbeteiligung erhält.

Erwerb und vertragliche Ausgestaltung

Auch bei Minderheitsbeteiligungen erfolgt eine genauere Prüfung (*Due Diligence*), bevor eine Investition getätigt wird. Dieser Prozess unterscheidet sich grundsätzlich nicht von dem beim Erwerb einer Mehrheitsbeteiligung. In der Regel handelt es sich hier um reine Eigenkapitalinvestitionen, die auf Ebene des Investors nicht noch einmal mit Fremdkapital finanziert werden, sodass der *Due Diligence*-Prozess ausschließlich an den Bedürfnissen des *Private Equity*-Investors ausgerichtet wird.

Ein Minderheitsinvestor wird sich Minderheitenrechte im Rahmen einer Gesellschaftervereinbarung einräumen lassen, um Möglichkeiten zu haben, seine Investition bei schlechter Geschäftsentwicklung zu sichern. Übliche Rechte sind zu-

stimmungspflichtige Geschäfte, zusätzliche Zugriffsrechte bei schlechter Geschäftsentwicklung und ähnliches.

Als Altgesellschafter muss man sich darauf einstellen, dass die dem *Private Equity*-Investor vertraglich zugesicherten Rechte durchaus weitergehen können als es die Höhe der erworbenen Geschäftsanteils vermuten lässt. Dabei kann es sich zum Beispiel um folgende Rechte handeln:

- Zustimmung bei größeren Investitionen nur mit qualifizierter Mehrheit der Gesellschafter, zum Beispiel 75% und mehr
- Das Recht die Geschäftsführung auszutauschen, wenn vereinbarte Profitabilitätsziele nicht erreicht werden
- Die Möglichkeit, nach Ablauf einer gewissen Investitionsperiode einen Verkauf des Gesamtunternehmens auszulösen bzw. die Minderheitsanteile zu einem vorher festgelegten Preis dem Mehrheitsgesellschafter anzudienen

Finanzierungsformen

Die Finanzierung von Minderheitsanteilen erfolgt meist ausschließlich mit Eigenkapital. In Ausnahmefällen ist eine teilweise Fremdkapitalfinanzierung auf Ebene des Investors möglich. Sie orientiert sich dann grundsätzlich an der Finanzierungsstruktur von Mehrheitsanteilen. Allerdings unterscheidet sich das Sicherheitenpaket maßgeblich. So ist eine Kontoverpfändung beispielsweise nicht möglich. Außerdem ist eine Einflussnahme auf den laufenden Geschäftsbetrieb des zu kaufenden Unternehmens über Financial Covenants nicht oder nur in sehr beschränktem Umfang gegeben. Ein struktureller Nachrang gegenüber den Krediten auf Ebene des Akquisitionsobjekts stellt einen weiteren Nachteil gegenüber der klassischen Struktur dar.

Aufgrund der beschriebenen Nachteile für Fremdkapitalgeber hinsichtlich eines Minderheitsanteilserwerbs schließen viele akquisitionsfinanzierende Banken die Finanzierung dieser Form einer Akquisition vollständig aus. Andere Banken finanzieren Minderheitstransaktionen nur in Fällen von etablierten Zielunternehmen mit gutem Risikoprofil. Grundsätzlich wird der höheren Unsicherheit und schlechteren Besicherung durch kürzere Laufzeiten, geringere Kreditvolumen und höhere Margen Rechnung getragen.

Gesellschafts- und steuerrechtliche Ausgestaltung

Die rechtliche Strukturierung von Minderheitsbeteiligungen unterscheidet sich – abgesehen von dem mitunter abweichenden Kräfteverhältnis bei der Verhandlung der Einstiegsbedingungen – im Grundsatz nicht wesentlich von der Strukturierung einer Mehrheitsbeteiligung. Abweichungen bestehen bei kleineren Minderheitsbeteiligungen indes typischerweise bei den *Exit*-Regelungen. Mitverkaufspflichten zugunsten des Investors sind hier in der Regel nicht zu finden. Im Übrigen kann auf die Ausführungen oben unter Punkt „2.2 Ausstiegsstrategien und Exit-Möglichkeiten“ verwiesen werden.

Bei Erwerb eines Minderheitenanteils an einer Zielgesellschaft ist eine umfassende *Tax Due Diligence* oft nicht möglich, da dem Veräußerer die notwendigen Dokumente nicht vorliegen. Diese können auch nicht angefordert werden, wenn die anderen Gesellschafter der Zielgesellschaft oder die Zielgesellschaft selbst nicht über die Veräußerungsabsicht des Verkäufers informiert werden sollen.

Wenn keine *Tax Due Diligence* möglich ist, kann ein latentes Steuerrisiko oft nur pauschal mit einem Kaufpreisabschlag abgegolten werden.

Der Erwerb einer Minderheitsbeteiligung hat jedoch weniger Auswirkungen auf die Zielgesellschaften als ein Erwerb aller Anteile an der Zielgesellschaft. Insbesondere sollte in der Regel keine Grunderwerbsteuer auf Ebene der Ziel-(Personen-)Gesellschaft entstehen und Verlust- und Zinsvorträge sollten nicht oder nur partiell untergehen.

Hinsichtlich einer optimalen Akquisitionsstrukturierung sind die Möglichkeiten eingeschränkt. Es sollte jedoch darauf geachtet werden, dass eine spätere Veräußerung steuerfrei erfolgen kann.

3.2 Ausstiegsstrategien und Exit-Möglichkeiten

Bei entsprechender vertraglicher Ausgestaltung mit Tag Along/Drag Along-Klauseln in den Beteiligungs- und Konsortialverträgen stehen auch einem Minderheitsgesellschafter grundsätzlich die gleichen Ausstiegsstrategien wie einem Mehrheitsgesellschafter offen. Darüber hinaus kann der Minderheitsgesellschafter seinen Anteil auch an einen anderen Investor weiterveräußern, sofern sich jemand findet, der bereit ist, ebenfalls in diese Minderheitsposition zu gehen und der Transfer der Anteile konsortialvertraglich möglich ist. Darüber hinaus existiert seitens der Altgesellschafter noch die Möglichkeit des Rückkaufs der Anteile. Der Rückkauf erfolgt dann häufig aufgrund einer beim Einstieg vertraglich festgelegten Bewertungsformel, um eine Bewertungsdiskussion zum Zeitpunkt des Ausstiegs möglichst auszuschließen.

Insbesondere bei jüngst durch *Private Equity*-Investoren eingegangenen Minderheitsbeteiligungen an Familienunternehmen steht ein möglicher Börsengang im Fokus. Hier wird durch den Einstieg eines Private Equity Investors aus Familiengesellschaftssicht die Chance gesehen, sehr kurzfristig die erforderlichen Strukturen für einen Börsengang im Unternehmen zu etablieren ohne die komplette Kontrolle oder die Anteilsmehrheit aus Familiensicht abzugeben, sodass sich dies für beide Seiten vorteilhaft darstellen kann.

4 Investment Management

4.1 Beteiligungsbetreuung

Ziel des *Private Equity*-Investors ist es, während der Laufzeit seiner Investition den Wert des Unternehmens nachhaltig zu steigern, um dann bei Veräußerung eine entsprechende Rendite zu erzielen. Ein Einstieg erfolgt deshalb basierend auf der Festlegung auf wesentliche Maßnahmen, die während der Investitionsphase umgesetzt werden sollen.

Da *Private Equity*-Investoren in der Regel nicht im operativen Geschäft tätig werden, werden zu Beginn der Investitionsphase die Investitionsziele und die korrespondierenden, zum Teil längerfristigen Maßnahmen mit dem operativen Management abgestimmt. Die Umsetzung erfolgt im Wesentlichen durch das operative Management, welches in der Regel dann auch am Unternehmen beteiligt ist. *Private Equity*-Investoren unterstützen die Entwicklung des Unternehmens über Beiratspositionen und stehen beratend zur Seite. Im Beirat sitzen häufig sowohl Vertreter des *Private Equity*-Investors als auch von diesem eingebrachte Experten, häufig Personen mit einer langen beruflichen Laufbahn und entsprechender Erfahrung in einem für das Unternehmen relevanten Umfeld.

Folgende Maßnahmen werden sehr häufig bei mittelständischen Unternehmen aufgesetzt:

- Verbesserung der Transparenz durch Einführung neuer Steuerungsinstrumente
- Ausbau von Vertriebsaktivitäten, häufig verbunden mit einer Internationalisierungsstrategie
- Verstärktes externes Wachstum durch Zukauf von Unternehmen, die eine regionale oder produktseitige Ergänzung darstellen
- Optimierung des *Working Capital Managements*, um zusätzliche liquide Mittel zu generieren
- Ausrichtung des Unternehmens auf Kernbereiche und Veräußerung/ Einstellung von Randbereichen

Beirat und Management besprechen in regelmäßigen Abständen (meist quartalsweise) den Fortschritt der Umsetzung der vereinbarten Maßnahmen bzw. erörtern, inwieweit ein Anpassungsbedarf (gegebenenfalls aus geänderten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen) bestehen könnte. Neben diesen turnusmäßigen Besprechungen, ist auch ein regelmäßiges Finanzreporting zu erstellen, nicht zuletzt, um entsprechenden Verpflichtungen in den Kreditverträgen nachzukommen, die zur Finanzierung des Erwerbs abgeschlossen wurden.

Für rückbeteiligte Alteigentümer bedeuten die initiierten Maßnahmen einen positiven Effekt, da sie entsprechend ihrer Beteiligungshöhe ebenso profitieren wie der *Private Equity*-Investor.

Wesentliche Aspekte im Investment Management

- Private Equity-Investor übernimmt keine operative Rolle
- Steuerung über Beirat
- Aufbau von Corporate Governance-Strukturen
- Fokus auf Erhöhung des Cash Flow-Potenzials
- Erhöhung der Transparenz durch Einführung/Ausbau der Reporting und Controlling-Systeme

4.2 Corporate Governance / Reporting / Controlling

Gute *Corporate Governance* ist für *Private Equity*-Investoren wesentlich. Ein *Private Equity*-Investor wird nur in ein Unternehmen investieren, in dem sichergestellt ist, dass die Investition nicht durch die Folgen von Nicht-Einhalten („*Non-Compliance*“) oder dolose Handlungen („*Fraud*“) gefährdet ist und dadurch, neben der finanziellen Beteiligung, auch die eigene Reputation bedroht sein könnte. Somit ergibt sich die Anforderung an die *Corporate Governance*, solche Risiken im Vorfeld zu adressieren. Weiterhin signalisiert eine gute bereits existierende *Corporate Governance* einem potenziellen Investor schon vor dem Investment, dass Prozesse effizient und sicher ablaufen und bietet Hilfestellung, Optimierungspotenziale zu erkennen und umzusetzen.

Die folgende Darstellung zeigt beispielhaft die Bestandteile der *Corporate Governance*, über die ein Unternehmen verfügen sollte. Die Ausprägung der einzelnen Bausteine variiert in Abhängigkeit von der Größe des betrachteten Unternehmens:

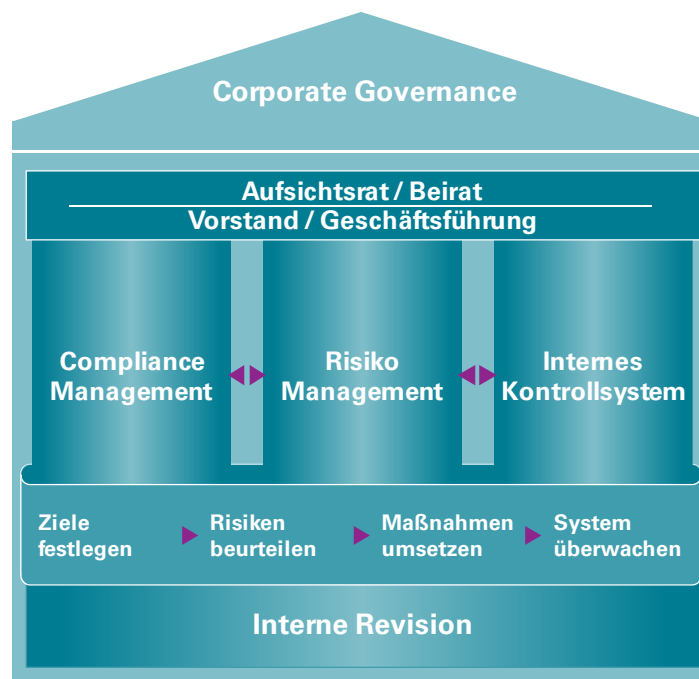


Abbildung 6: Aufbau einer Corporate Governance

Quelle: KPMG

Gute *Corporate Governance* dient einem potenziellen Investor nicht nur als Argument für seine Beteiligung, es erleichtert auch die Zeit nach dem Einstieg, da der Auf- und Ausbau von *Corporate Governance* Strukturen die Weiterentwicklung und Wertsteigerung des Unternehmens nachhaltig positiv beeinflusst und beim *Exit* ein werttreibendes Argument darstellt.

Je nach Ausgangslage im Unternehmen bedeutet dies auch, dass vor einer Marktansprache möglicher *Private Equity*-Investoren gegebenenfalls mit Hilfe entsprechender Berater Grundzüge einer *Corporate Governance* implementiert werden müssen, um einen entsprechenden Erfolg am Transaktionsmarkt zu haben.

Risikomanagement

Gut gestaltetes Risikomanagement orientiert sich an der Unternehmensstrategie. Die relevanten Risiken sollten erkannt und ihre Auswirkungen auf das Geschäfts-

modell, die Ergebnisse und die Reputation der Unternehmung zuverlässig bewertet werden können. Hieraus sollten angemessene Mess- und Kontrollinstrumente zur Früherkennung, Überwachung und Steuerung der Risiken abgeleitet werden. Zentral sind die Nachweisbarkeit der Wirksamkeit des Risikomanagements sowie regelmäßiges unterjähriges *Reporting* über die getroffenen Maßnahmen an die Geschäftsführung bzw. die Gesellschafter.

Compliance Management

Ähnlich dem Risikomanagement liegt auch dem Compliance Management System eine risikoorientierte Erfassung der gesetzlichen und internen Pflichten zugrunde. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse sollten in einen Verhaltenskodex und externe Regelungen in die internen Richtlinien des Unternehmens überführt werden. Prozesse und Kontrollen sollten präventiv gestaltet werden. Ein angemessenes Compliance Management erfordert auch eine regelmäßige Berichterstattung an die Geschäftsführung.

Internes Kontrollsystem

Ein angemessenes Internes Kontrollsystem ist an der Komplexität und Größe der Unternehmung ausgerichtet. Zentrale Aufgabe ist die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit der Organisation und der Prozesse. Hierzu werden Unternehmens- und Prozesskontrollen eingeführt. Die Unternehmenskontrollen umfassen Zuordnung von Verantwortlichkeiten, Autorisierungsrichtlinien, Controlling Instrumente oder ähnliches. Die Prozesskontrollen tragen beispielsweise durch Funktionstrennungen und *Quality Gates* Sorge für Prozesssicherheit. Das Interne Kontrollsystem sollte gut dokumentiert sein und die Wirksamkeit der Kontrollen ist regelmäßig anhand eines festgelegten Nachweisprozesses zu überprüfen.

Interne Revision

Die interne Revision wird als Überwachungsinstanz für die Wirksamkeit der drei Elemente der Corporate Governance eingebunden. Hier gilt es in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße eine sinnvolle Ausgestaltung zu finden, um die interne Revision als Integrationselement aller Corporate Governance-Elemente zu nutzen.

Eine nach diesen Empfehlungen aufgebaute Corporate Governance erfüllt die Anforderungen des BilMoG und erleichtert den Einstieg eines *Private Equity*-Investors, unterstützt die Weiterentwicklung des Unternehmens nachhaltig und trägt zu einem erfolgreichen *Exit* bei.

Glossar

Add-on	Wachstumsstrategie für ein Zielunternehmen durch Akquisition weiterer Unternehmen.
Asset Deal	Eine Unterart des Unternehmenskaufs – der Kauf vollzieht sich durch den Erwerb sämtlicher Wirtschaftsgüter die einzeln übertragen werden. Nur Güter, die der Gesellschaft gehören, werden übertragen. Gesonderte vertragliche Regelungen bestimmen, ob der Erwerber für Unternehmensverbindlichkeiten haften soll.
Back-to-Back	Vertragliche Vereinbarung zwischen Verkäufer und Käufer zur Klärung des Verhaltens bei Haftungsfragen, wie sie beispielsweise im Falle von Umweltrisiken entstehen können. Danach wird zur Vermeidung von ungleich verteilten Anreizwirkungen vereinbart, dass der Käufer bis zu einer bestimmten Höhe haftet, danach der Verkäufer und ab einer weiteren Grenze wieder der Käufer usw.
BadCo	Im Falle von Umweltthemenstellungen gegründete Gesellschaft, auf die Umweltrisiken ausgelagert werden. Durch diese Art der Strukturierung können spezielle haftungsrelevante Umweltthemenstellungen von der NewCo separiert werden.
Beherrschungsvertrag	Der Beherrschungsvertrag ist eine Abart des Unternehmensvertrags. Eine (Aktien-)Gesellschaft unterstellt damit die Leitung des Unternehmens einem anderen Unternehmen.
BilMoG	Das Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz) ist ein deutsches Artikelgesetz zur Reform des Bilanzrechts, Ziele unter anderem: Deregulierung und Kostensenkung, Verbesserung der Aussagekraft des Jahresabschlusses, Umsetzung europarechtlicher Vorgaben.
Bridge Financing	Überbrückungsfinanzierung. Finanzielle Mittel, die einem Unternehmen zur Vorbereitung des Börsengangs vor allem mit dem Ziel der Verbesserung der Eigenkapitalquote zur Verfügung gestellt werden.
Buffer / Headroom	Puffer. Ausdruck für ungenutzte Kreditlinien oder Barreserven.
Bullet Payment	Tilgung eines Kredits mit einer Zahlung im Gegensatz zu ratierlicher Tilgung.
Buy-and-Build-Strategy	Zukauf von mehreren Unternehmen zwecks Aufbau einer größeren Gruppe/Holding.
Buy Back	Ausstiegsstrategie, bei der die Anteile durch die Altgesellschafter zurückgekauft werden.

Business Plan	Bezeichnet ein Dokument, das eine Geschäftsmöglichkeit sowie Maßnahmen beschreibt, die zu ergreifen sind, um diese Chance zu nutzen. Ein Business Plan ist sowohl zur Unternehmensgründung als auch zur strategischen und operativen Planung bestehender Unternehmen notwendig.
Capital Gain	Veräußerungsgewinn für den Finanzinvestor aus dem Verkauf von Unternehmensteilen.
Capital under Management	Fundsvolumen. Gesamtheit des verwalteten Kapitals eines Finanzinvestors. Es schließt sowohl bereits investiertes Kapital als auch noch für weitere Beteiligungen zur Verfügung stehendes Kapital ein.
Captive Fund	Bezeichnet den Fund eines Finanzgebers, der Teil einer größeren Finanzinstitution ist oder ihr gehört.
Carried Interest	Gewinnbeteiligung der Managementgesellschaft eines Finanzinvestors und deren Manager am Erfolg der verwalteten Funds; zum Beispiel 20% für Managementgesellschaft und 80% für Investoren meist nach dem Überschreiten einer vertraglich festgelegten Hurdle Rate.
Cash Flow	Der Cash Flow (Kapitalfluss) ist die Differenz zwischen Einzahlungen und Auszahlungen einer Periode. Der Cash Flow stellt eine Maßgröße für den aus dem leistungswirtschaftlichen (Realgüter-) Prozess erwirtschafteten Zahlungsüberschuss dar. Er kann direkt aus der Finanzrechnung oder indirekt aus dem Jahresabschluss ermittelt werden.
Cash Flow Deals	Traditionelle Form von MBO, die weitgehend auf der Basis der erwirtschafteten flüssigen Mittel eines Unternehmens finanziert wird. Schlüsselgröße ist der Cash Flow, aus dem die Rückführung der aufgenommen Fremdkapitalmittel und der Zinsdienst für die Finanzierung eines Buy-out getragen werden muss.
Closing Date	Datum des endgültigen Abschlusses der Transaktion und Übergang der Finanzmittel.
Compliance	Compliance bzw. Regeltreue (auch Regelkonformität) ist in der betriebswirtschaftlichen Fachsprache der Begriff für die Einhaltung von Gesetzen und Richtlinien in Unternehmen, aber auch von freiwilligen Kodizes.
Confidentiality Agreement	Vertraulichkeitserklärung zwischen zwei Parteien, normalerweise handelt es sich hierbei um einen vom Verkäufer initiierten und mit dem Käufer geschlossenen Vertrag über die vertrauliche Behandlung von Informationen bezüglich des Verkaufsprozesses.
Controlled (or Public) Auction Strategy	Eine Veräußerungsmethode in Form einer Auktion, mit der ein großer Kreis von potenziellen Käufern angesprochen werden kann.
Convertible Debt	Anleihen oder Schuldverschreibungen eines Unternehmens, die in Aktien bzw. Anteile umgewandelt werden können.

Corporate Governance	Corporate Governance (deutsch: Grundsätze der Unternehmensführung) bezeichnet den Ordnungsrahmen für die Leitung und Überwachung von Unternehmen.
Covenants	Finanzkennzahlen, die Bestandteil des Kreditvertrags sind und regelmäßig vom Unternehmen an den Fremdkapitalgeber gemeldet werden müssen. Bei einer Verletzung hat der Fremdkapitalgeber in der Regel das Recht die Kreditverträge zu kündigen.
Drag Along	Mitverkaufsverpflichtung der Gesellschafter: Die Pflicht eines Gesellschafters, seine Beteiligung zu verkaufen, wenn ein anderer Gesellschafter seine Beteiligung veräußert.
Due Diligence	Due Diligence (DD) bezeichnet die „gebotene Sorgfalt“, mit der beim Kauf bzw. Verkauf von Unternehmensbeteiligungen oder Immobilien oder einem Börsengang das Kaufobjekt im Vorfeld der Akquisition oder des Börsengangs geprüft wird. Due Diligence Prüfungen (sinngemäß übersetzt als „im Verkehr erforderliche Sorgfalt“) analysieren Stärken und Schwächen des Objekts sowie die Risiken des Kaufs oder Börsengangs und sie bewerten das Objekt.
EBITDA	„Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization“, operatives Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen.
EBITDA – Zinsdeckungsgrad	Misst die Überdeckung des Zinsaufwandes durch das operative Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen.
Earn-out	Ein Earn-out ist die Vereinbarung zwischen dem Käufer und dem Verkäufer eines Unternehmens. Beim Earn-out zahlt der Käufer dem Verkäufer einen Teil des Kaufpreises sofort und verpflichtet sich gleichzeitig einen weiteren Teil zu zahlen, wenn vereinbarte Erfolgsziele in einem bestimmten Zeitraum erreicht werden.
Effective Date (Signing Date)	Datum der Unterzeichnung. Mit diesem Datum werden die Managementrechte und Eigentümerrechte – unter Vorbehalt der Übertragung der Finanzmittel (Closing Date) – übertragen.
Equity Kicker, Mezzanine Strip	Möglichkeit des Mezzanine-Anbieters, Anteile an der zu finanzierenden Personen- oder Kapitalgesellschaft zu erwerben. Oftmals ist dies am Ende der Vertragslaufzeit zu Sonderkonditionen möglich.
Equity Story	Die Equity Story formuliert die Schlüsselkompetenzen, Erfolgsfaktoren und Perspektiven des Unternehmens.
Ergebnisabführungsvertrag	Verpflichtet eine Aktiengesellschaft oder eine Kommanditgesellschaft auf Aktien (§ 291 AktG) ihren gesamten Gewinn an das beherrschende Unternehmen abzuführen (auch: Gewinnabführungsvertrag).

Escrow Account	Bankkonto (Treuhandkonto), das auf den Namen des Verkäufers eröffnet wurde und auf dem die verzinslichen Finanzmittel gehalten werden. Die Finanzmittel können vom Verkäufer nur mit der Zustimmung des Käufers abgerufen werden. Die Zustimmung ist an bestimmte Transaktionskonditionen gebunden.
Exclusivity Arrangement	Eine exklusive Vereinbarung des Verkäufers, nur mit einem speziellen Käufer in einem bestimmten Zeitraum zu verhandeln. Während dieser Zeit sieht der Verkäufer davon ab, mit anderen potenziellen Käufern zu verhandeln.
Exit	Ausstieg eines Finanzinvestors aus einer Beteiligung durch Veräußerung seines Anteils im Wege von: (1) Trade Sale, (2) IPO, (3) Secondary Buy-out, (4) Erwerb durch das Management oder (5) Buy Back.
Financial Covenants	Financial Covenants sind bestimmte Kennzahlen in Bezug auf Eigenkapital, Verschuldung, Ertrag oder Liquidität. Diese Finanzkennzahlen werden zwischen dem Kreditgeber und dem Kreditnehmer vereinbart und in regelmäßigen Abständen kontrolliert.
Funds invested	Volumen der gesamten Finanzmittel, die ein Finanzinvestor in Portfoliounternehmen investiert hat.
Gewinn-repatriierung	Transfer von Gewinnen der Auslandsgesellschaften ins Stammhaus (bei internationalen Unternehmen).
Greed / Envy ratio	Management-Incentivierungsfaktor. Das PE-Haus zahlt neben Stammkapital auch ein nachrangiges Gesellschafterdarlehen (Mezzanine) ein, sodass ein Anteil an der NewCo für das Management deutlich weniger kostet als für das PE-Haus.
Hands Off-Management	Nach Bereitstellung von Eigenkapital lässt der Finanzinvestor das Management des Portfoliounternehmens relativ frei agieren. Die Betreuung des Unternehmens erfolgt eher passiv durch Mitwirkung in Beiräten, Aufsichtsräten etc.
Hands On-Management	Gegensatz zu Hands Off-Management. Der Finanzinvestor zielt auf eine Wertsteigerung durch aktive Unterstützung des Managements und geht dabei gegebenenfalls auch in die Geschäftsführung.
Heads of Agreement	Vorvertrag für den späteren Kaufvertrag, der bereits die wichtigsten Eckdaten festhält.
High Yield Bonds	Als High Yield Bonds bezeichnet man Anleihen, die eine überdurchschnittlich hohe Verzinsung bei gleichzeitig überdurchschnittlich hohem Risiko aufweisen. High Yield Bonds werden von Unternehmen ausgegeben, die aufgrund ihrer bereits bestehenden hohen Verschuldung keine weiteren Bankdarlehen aufnehmen können bzw. denen auch keine Emission von "normalen" Anleihen (mehr) möglich ist. Deshalb werden High Yield Bonds oft auch als Junk Bonds (wörtlich: Ramsch-, Schrott oder Abfallanleihen) bezeichnet.

Hurdle Rate	Vor Wirksamwerden der Gewinnbeteiligung (Carried Interest) der Managementgesellschaft des Finanzinvestors bzw. deren Management erhalten deren Investoren zunächst eine Basisrendite auf das investierte Kapital.
IBO	Institutional Buy-out. Übernahme eines Unternehmens durch einen Private Equity Investor ohne wesentliche Berücksichtigung des Managements. Das Transaktionsvolumen eines IBO ist in der Regel wesentlich höher als das eines MBO.
Indemnity	Eine vertragliche Vereinbarung, etwaige Schadensersatzverpflichtungen zu begleichen, die beim Vertragsabschluss noch nicht zu erkennen waren bzw. offen lagen.
Independent Fund	Gegensatz zu Captive Fund. Die Fonds des Finanzinvestors werden aus einer Vielzahl unterschiedlicher Investoren gespeist.
Information Memorandum	Information Memorandum ist ein Dokument, welches sowohl Inhalte zur Vertragsgestaltung und zum Unternehmensprofil enthält. Ein Information Memorandum wird oft im Zuge einer Corporate Finance Transaktion erstellt und enthält ebenfalls Informationen über das Geschäft, welches die Transaktion beinhaltet.
IPO (Initial Public Offering)	Initial public offering. Erstmalige Platzierung der Aktien eines Unternehmens an einem Börsenplatz.
IRR (Internal Rate of Return)	Internal Rate of Return, interner Zinsfuß. Finanzmathematische Methode zur Berechnung der Rendite einer Investition.
LBO (Leveraged Buyout)	Leveraged Buy-Out. Überwiegend fremdkapitalfinanzierte Unternehmensübernahmen.
Leverage-Effekt	Hebelwirkung der Kapitalstruktur / des Verschuldungsgrades / des Fremdkapitals: Änderung der erwarteten Eigenkapitalrendite aufgrund der Substitution von Eigen- durch Fremdkapital.
Lol	Letter of Intent, schriftliche Absichtserklärung eines Käufers über den Erwerb eines Unternehmens (ähnlich einem Heads of Agreement).
Liquidation Preference	Bevorrechtigte Verteilung im Falle des Veräußerungs- oder Liquidationserlöses. Die Liquidation Preference ist eine asymmetrische Verteilung des Erlöses beim Exit (im Wege der Veräußerung oder Liquidation) zugunsten vorher als bevorzugt vereinbarter Eigenkapitalinvestoren.
M&A-Berater	Mergers and Acquisitions (M&A, deutsch: Fusionen und Übernahmen) wird als Überbegriff für Unternehmenstransaktionen benutzt. M&A-Berater, vorrangig Investmentbanken, Wirtschaftsjuristen, Wirtschaftsprüfer und spezialisierte Berater, steuern den gesamten Verkaufs- und Fusionsprozess und alle verbundenen Dienstleistungen.
MBI	Management Buy-in. Übernahme eines Unternehmens durch ein externes Management.

MBO	Management Buy-out. Übernahme eines Unternehmens durch das bestehende Management.
Mezzanine Debt (auch Sub-ordinated Debt)	Nachrangiges Fremdkapital. Die Nachrangigkeit bezieht sich auf die Rangfolge der Fremdkapitalgeber untereinander für den Insolvenz-/ oder Liquidationsfall.
Mezzanine (Money)	Finanzierungsmittel, die die Finanzierungslücke zwischen Fremd- und Eigenkapital in der Kapitalstruktur bei einem Buy-out füllen.
Mezzanine Fonds	Fonds die Mezzanine Finanzierung zur Verfügung stellen.
Milestone Payment	Zahlungen eines Kunden, Mandanten o.ä. im Verlauf eines Projektes / einer Entwicklung bei erfolgreicher Erreichung / Fertigstellung eines fest definierten Ziels (Milestone).
Money Multiple	Multiplikator für das eingesetzte Eigenkapital. Wird eine Million Eigenkapital bei einer Transaktion eingesetzt und der Investor realisiert zwei Millionen beim Verkauf, liegt der Money Multiple bei zwei.
NewCo	Zweckgesellschaft. Im Rahmen eines MBO gegründete Gesellschaft, die nach Durchführung des MBO je nach steuerlichen Gesichtspunkten als aufnehmende oder zu verschmelzende Gesellschaft mit dem Zielunternehmen zusammengelegt wird.
Non-Recourse Term Debt	Eine Schuldverschreibung eines Emittenten, die nur mit einem speziell definierten Vermögensteil des Emittenten abgesichert wird. Verwendung findet die Finanzierungsform u.a. bei mangelnden Garantien seitens der Unternehmensführung, der Anteilseigner oder der Unternehmen.
Pay Back	Investierte Finanzmittel zuzüglich Capital Gain, realisiert beim Exit.
PE-Haus	Auch PE-Fonds oder PE-Gesellschaft: Geldgeber von Eigenkapital (PE, Private Equity, siehe unten).
PIK-Zins	Ein PIK (Pay(ment)-in-Kind)-Kredit, ist die Extremform eines Darlehens, bei dem der Kreditnehmer zwischen dem Zeitpunkt der Kreditinanspruchnahme und der Kreditfälligkeit bzw. dem Refinanzierungsdatum an den Gläubiger keine Zahlungen (weder Zins- noch Tilgungsleistungen) leistet. PIK-Zinsen sind daher auflaufende Zinsen.
Private Equity (PE)	Oberbegriff für alle Eigenkapital-Anlageformen: Venture Capital, Mezzanine und Buy-outs. Auch als Beteiligungskapital im weitesten Sinne bezeichnet.
Process Letter	Begleitschreiben zum Informationsmemorandum des Unternehmens, das über den weiteren Verkaufsprozess informiert und den potentiellen Käufern die jeweilige Ausgangslage erläutert. Beispielsweise werden die zu verwendenden Parameter bei der Abgabe eines Lol beschrieben.

Quality gates	Quality Gates sind Punkte im Ablauf eines (Entwicklungs-) Projekts, bei denen anhand von im Voraus bestimmten Qualitätskriterien über die Freigabe des nächsten Schrittes entschieden wird.
Ratchet	Bonusvereinbarung, bei der abhängig von der Zielerreichung des Unternehmens vom Management Eigenkapitalanteile zu Vorzugskonditionen erworben werden können.
Reporting	Unter dem Begriff Reporting (auch betriebliches Berichtswesen) versteht man die Einrichtungen, Mittel und Maßnahmen eines Unternehmens zur Erarbeitung, Weiterleitung etc. von Informationen über den Betrieb und seine Umwelt in Form von Berichten.
Retention amount	Betrag, den der Käufer zurückbehält (oft während der Garantiezeit) zur Absicherung zukünftiger Verbindlichkeiten, die unter die Garantie fallen. Oft begleitet von dem Recht der Gegenrechnung von Forderungen.
Secondary Buy-out	Exitvariante. Ein Finanzinvestor verkauft seine Anteile an einem Portfoliounternehmen an einen anderen Finanzinvestor.
Seed-Financing	In der frühen Phase der Risikokapitalanlage werden die finanziellen Mittel wie Startkapital in der Regel für Forschung und Entwicklung benötigt, um ein Produkt oder eine Dienstleistung zur Marktreife zu führen. Diese Phase ist durch ein sehr hohes Risiko gekennzeichnet, da der mögliche kommerzielle Erfolg in diesem Stadium nur sehr schwer schätzbar ist.
Seller's Notes	Kaufpreisstundung. "Stehen gelassene" Kaufpreisforderungen seitens der Verkäufer, quasi ein Verkäuferdarlehen.
Senior Debt (Seniorkredit)	Bankkredit, der im Insolvenzfall vor Eigenkapital und Mezzanine bedient werden muss.
SPA	Kaufvertrag („Sales and Purchase Agreement“). Eine Vereinbarung, die beim Kauf bzw. Verkauf von Unternehmen abgeschlossen werden muss. Deckt alle Rechte und Verpflichtungen der gegenüberstehenden Parteien ab.
Spin-Off	Bei einem Spin-Off gliedert eine bestehende Firma einen Teil des Unternehmens als eigenständige Firma aus. Als Ausgleich für die Abgabe dieses Firmenteils erhalten die alten Aktionäre Aktien des neuen Unternehmens gratis bzw. zumindest das Recht diese neuen Aktien zu kaufen. Macht der Aktionär von diesem Recht keinen Gebrauch, so kann er das Kaufrecht ebenfalls an der Börse verkaufen (Bezugsrechthandel).

Sweet Equity	Management-Incentivierung. Leistungsanreize für eine wertorientierte Unternehmensführung durch das Management in einem Buy-out. Dem Management wird die Möglichkeit gegeben, Eigenkapitalanteile beim Einstieg des PE-Hauses zu vergünstigten Konditionen zu erwerben bzw. bei Erreichen von Erfolgszielen zu äußerst günstigen Konditionen zu erhöhen.
Syndication	Durch Zusammenschluss mehrerer Finanzgeber bzw. Banken können größere Finanzierungsvolumina zusammengestellt werden.
Tag Along	Die Tag Along Rechte stellen fest vereinbarte Mitveräußerungsrechte eines Gesellschafters dar: Ein Gesellschafter darf seine Anteile am Unternehmen mitveräußern, wenn andere Gesellschafter ihre Anteile an einen Dritten veräußern. In der Regel werden Tag Along Rechte in Verbindung mit Drag Along Pflichten vereinbart.
Tax Due Diligence	Due Diligence Prüfung der steuerlichen Verhältnisse des Zielunternehmens: maßgebende steuerliche Einflussfaktoren, umwandlungs- und konzernsteuerliche Analyse, Risikoanalyse, Strukturierung des Erwerbs (Abschreibung des Kaufpreises, steuerschonende Finanzierung, Organschaft, Verlustvorträge, Verkehrssteuern).
Terms sheet	Unverbindliches Finanzierungsangebot inklusive Konditionen von Fremdkapital- und Mezzaninbietern.
Tertiary Buy-Out	Dritter Private Equity Eigner. Siehe auch Secondary Buy-Out.
Trade Sale	Veräußerung der Unternehmensanteile an einen industriellen Investor.
Turnaround Fonds	Private Equity-Fond mit der Spezialisierung auf Unternehmen in finanziellen bzw. operativen Sondersituationen.
Vendor Due Diligence	Vom Verkäufer beauftragte Due Diligence, deren Ergebnisse den potenziellen Käufern zur Verfügung gestellt werden. Dadurch kann simultan mit mehreren potenziellen Käufern verhandelt und der Zeitplan des Verkaufsprozesses verkürzt werden. Die endgültige Beauftragung erfolgt durch den Erwerber des Unternehmens. Die Kosten werden vom Verkäufer getragen.
Vendor Loan	Darlehen des Verkäufers zur Mitfinanzierung des Kaufs. Alternativ kommt eine stufenweise Zahlung des Kaufpreises infrage.
VIMBO	Vendor initiated MBO. Ein vom Verkäufer des Zielunternehmens initiiertes MBO.
Warranty	Garantievereinbarungen zwischen Käufer und Verkäufer, dass der Käufer Anspruch auf Schadensersatz hat, wenn die Fakten und Umstände des Kaufs nicht den Tatsachen entsprechen.

Working Capital Management

Maßnahmen zur Steigerung der Kapitaleffizienz durch Optimierung der Kapitalbindung im Working Capital (Nettoumlaufvermögen), in Beständen, Forderungen, Verbindlichkeiten, liquiden Mitteln etc.

Moritz Freiherr Schenck



Partner, Corporate Finance – M&A

Nach dem Abschluss seines Betriebswirtschaftsstudiums an der Otto-Friedrich Universität Bamberg hat Moritz Freiherr Schenck 1997 im Prüfungsbereich von KPMG in Frankfurt seine berufliche Karriere gestartet. Im Jahr 2000 wechselte er in den Bereich Corporate Finance – M&A in Frankfurt. Dort hat er bis 2006 Mandanten sowohl beim Erwerb als auch beim Verkauf von Unternehmen beraten. Dabei kamen seine Mandanten aus verschiedenen Industriesektoren und verstärkt aus der Private Equity-Industrie.

Im Jahr 2007 war Freiherr Schenck für KPMG in China als M&A-Berater aus dem KPMG-Büro Shanghai heraus tätig. Dabei hat er sowohl internationale Mandanten bei Akquisitionen in China beraten als auch chinesische Unternehmen beim Einwerben von Wachstumskapital bzw. beim Kauf von Unternehmen in Europa.

Freiherr Schenck wechselte Anfang 2008 als Partner zu Granville Baird, einem Finanzinvestor mit Fokus auf den Erwerb von mittelständischen Unternehmen im deutschsprachigen Raum. Dort begleitete er verschieden Kaufprojekte und unterstützte Portfoliounternehmen, unter anderem auch als Beirat, bei Wachstumsstrategien in neue Märkte.

Seit Ende 2009 ist Freiherr Schenck als Partner im Bereich Corporate Finance – M&A von KPMG zuständig für den Bereich Finanzinvestoren. Darüber hinaus ist er der Ansprechpartner bei Transaktionen von und nach China.

Moritz Freiherr Schenck ist Wirtschaftsprüfer und hat das CPA Examen erfolgreich abgelegt.

Der Bereich Corporate Finance – M&A von KPMG ist einer der führende M&A Berater für das Mittelstandssegment in Deutschland mit 44 abgeschlossenen Transaktionen im Jahr 2011. Mit einem Team von über 40 Mitarbeitern stehen neben dem Private Equity Sektor insbesondere folgende Sektoren im Fokus: Automobil, Chemie, Transport & Logistik, Business Services, Technologie, Medien und Telekommunikation sowie Gesundheit, Konsumgüter und erneuerbare Energien.

KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
THE SQUAIRE / Am Flughafen
60549 Frankfurt
T +49 69 9587-4040
mschenck@kpmg.com

Volker Zieske



Partner, Internal Audit, Risk and Compliance Services

Nach dem Abschluss seines Maschinenbaustudiums mit Schwerpunkt Produktionstechnik an der Universität Bremen hat Volker Zieske seine berufliche Laufbahn 1989 bei der Mercedes-Benz AG in Stuttgart begonnen. Dabei lag sein Tätigkeitsschwerpunkt zunächst in der Produktionssteuerung. 1990 wurde er in die interne Revision der Mercedes-Benz AG berufen. Dort war er bis 1994 für die Betreuung von Revisionsprojekten im Bereich der Computer Integrated Manufacturing (CIM), zuletzt als Teamleiter, verantwortlich.

Im Jahr 1994 wechselte Volker Zieske als Prüfer zur Hellinger Hahnemann Schulte-Gross und Partner Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (HHS). Nach dem Bestehen des Wirtschaftsprüferexamens 2000 wurde er 2002 zum Geschäftsführer der HHS bestellt, die seit 2000 eine Tochtergesellschaft der KPMG AG in Deutschland ist.

In dieser Funktion war Volker Zieske für die Betreuung von Abschlussprüfungen bei Gesellschaften aller Rechtsformen bis hin zur börsennotierten AG mit Rechnungslegung nach IFRS Standards verantwortlich. Darüber hinaus betreute er sowohl Mandanten in steuerlicher Hinsicht, als auch im Bereich von Corporate Governance Dienstleistungen insbesondere Interne Revision und Optimierung bzw. Einführung von Internen Kontrollsystemen, Risikomanagementsystemen und Compliance Systemen.

Im Oktober 2006 wurde Volker Zieske zum Partner der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bestellt. Seit 2008 ist er in dieser Funktion insbesondere für den Bereich Corporate Governance Dienstleistungen in den Niederlassungen Stuttgart und München verantwortlich.

In dieser Funktion hat er sowohl bei mittelständischen Unternehmen als auch bei DAX Konzernen Corporate Governance Projekte unterschiedlicher Größenordnung betreut. Er begleitete insbesondere auch die Würdigung von Governance Strukturen im Vorfeld von M&A Transaktionen und die Ausrichtung dieser Strukturen in der Postmerger Integration Period.

Der Bereich Internal Audit von KPMG hat über 100 Mitarbeiter, die deutschlandweit an den Standorten Berlin, Stuttgart, München, Frankfurt, Düsseldorf, Köln und Bremen Governance Projekte betreuen. Darüber hinaus besteht die identische IARCS Organisation in allen bedeutenden Wirtschaftsräumen.

KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Theodor-Heuss-Str.5
70174 Stuttgart
T+49 711 9060-41736
vzieske@kpmg.com

Dr. Matthias Hogh



Partner, M&A Tax

Dr. Matthias Hogh ist Partner im Bereich M&A Tax der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Er studierte Betriebswirtschaftslehre und promovierte 1999 an der Georg-August-Universität in Göttingen. Matthias Hogh ist seit 2001 als Steuerberater tätig und verfügt über mehr als 13 Jahre Erfahrung im Bereich steuerlicher Beratung und Begleitung nationaler und grenzüberschreitender M&A-Transaktionen. Dazu zählen auch die steuerliche Beratung in- und ausländischer Unternehmen jeder Größe bei Reorganisationsprojekten sowie die Begleitung von Integrationsprozessen nach Transaktionen. Er verfügt darüber hinaus über umfangreiche Erfahrungen im Bereich Due Diligence und steuerliche Strukturierung von Unternehmenstransaktionen und Finanzierung.

Matthias Hogh berät überwiegend deutsche und europäische Private-Equity-Häuser, deutsche Familienunternehmen und Unternehmen, welche an deutschen Börsen gelistet sind. Er betreute außerdem Unternehmen aus anderen europäischen Ländern, Nordamerika, Indien, China und Mittelasien.

Darüber hinaus verfügt er über eine weite Expertise in der steuerlichen Beratung in den Bereichen Private Equity, Gesundheits-, Pharma-, Automobil- und Einzelhandelsbranche sowie in der Maschinenbaubranche.

KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
THE SQUAIRE / Am Flughafen
60549 Frankfurt
T +49 69 9587-040
mhogh@kpmg.com

Thomas Dorbert



Partner, Debt Advisory

Thomas Dorbert ist Partner bei der KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft in Frankfurt und koordiniert seit Januar 2011 als Leiter Debt Advisory die Finanzierungsberatung von KPMG in Deutschland. Zuvor leitete er das Leveraged / Structured Finance & Debt Advisory der Mediobanca und war seit 2007 Mitglied des Seniormanagementteams der Mediobanca in Deutschland.

Nach einem Betriebswirtschaftsstudium an der Otto-Friedrich Universität Bamberg hatte Thomas Dorbert seine berufliche Laufbahn im Corporate Lending der Dresdner Bank begonnen. Anschließend baute er den German Desk der BNP Paribas für die Region Paris auf. Im Jahr 2000 kehrte er zur Dresdner Bank in das Debt Origination Team der Dresdner Kleinwort zurück. 2003 wurde Thomas Dorbert Leiter Structured Debt Finance und später Leveraged Finance in Deutschland.

Der Bereich Debt Advisory bei KPMG umfasst ein Team von europaweit über 30 Beratern mit durchschnittlich 15 Jahren Expertise bei führenden nationalen und internationalen Banken und umfassendem Überblick über Märkte, Produkte und Kapitalanbieter. Das deutsche Team ist sowohl für große, börsennotierte Konzerne aktiv, als auch für mittelständische Familienunternehmen und Private Equity-Gesellschaften tätig. Es begleitet Refinanzierungen, Projekt- und Akquisitionsfinanzierungen sowie Carve-outs und Kapitalmarkttransaktionen. Oberstes Ziel ist es, Transparenz zu schaffen, Managementkapazitäten qualitativ zuverlässig zu entlasten und gemeinsam mit dem Mandanten eine optimierte Finanzierungslösung zu erzielen.

KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
THE SQUAIRE / Am Flughafen
60549 Frankfurt
T +49 69 9587-4040
tdorbert@kpmg.com

Dr. Volker Balda



Partner, Legal Services – M&A, Private Equity/Venture Capital

Dr. Volker Balda ist Rechtsanwalt und Partner der KPMG Rechtsanwaltsgesellschaft mbH. Volker Balda hat Rechtswissenschaften an den Universitäten Augsburg, Bonn und München studiert. Nach Promotion und Abschluss des zweiten Staatsexamens im Jahr 1998 hat er über neun Jahre in den Frankfurter Büros zweier internationaler Kanzleien im M&A und Private Equity Bereich gearbeitet. Seit 2007 ist er Partner der KPMG Rechtsanwaltsgesellschaft und Leiter der Practice Group M&A, Private Equity/Venture Capital. Volker Balda verfügt über umfassende Erfahrung bei der Beratung von Finanzinvestoren, strategischen Investoren und des Managements im Zusammenhang mit (grenzüberschreitenden) Unternehmenskäufen und -verkäufen, öffentlichen Übernahmen, Joint Ventures und Private Equity-Transaktionen. Weitere Tätigkeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen Restrukturierung und Gesellschaftsrecht.

KPMG Rechtsanwaltsgesellschaft mbH
THE SQAIRE / Am Flughafen
60549 Frankfurt am Main
T +49 69 951 195-551
vbalda@kpmg-law.com

Kontakt

KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft
Klingelhöferstraße 18
10785 Berlin

T +49 30 2068-0

www.kpmg.de

Die enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und nicht auf die spezielle Situation einer Einzelperson oder einer juristischen Person ausgerichtet. Obwohl wir uns bemühen, zuverlässige und aktuelle Informationen zu liefern, können wir nicht garantieren, dass diese Informationen so zutreffend sind wie zum Zeitpunkt ihres Eingangs oder dass sie auch in Zukunft so zutreffend sein werden. Niemand sollte aufgrund dieser Informationen handeln ohne geeigneten fachlichen Rat und ohne gründliche Analyse der betreffenden Situation. Unsere Leistungen erbringen wir vorbehaltlich der berufsrechtlichen Prüfung der Zulässigkeit in jedem Einzelfall.

© 2012 KPMG AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, eine Konzerngesellschaft der KPMG Europe LLP und Mitglied des KPMG-Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, die KPMG International Cooperative („KPMG International“), einer juristischen Person schweizerischen Rechts, angeschlossen sind. Der Name KPMG, das Logo und „cutting through complexity“ sind eingetragene Markenzeichen von KPMG International.