

**Einfluss einer Private Equity Beteiligung auf den
Erfolg von Unternehmen**

Dissertation

zur

Erlangung des akademischen Grades

doctor rerum politicarum (Dr. rer. pol.)

der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät

der Universität Rostock

vorgelegt von

Diplom-Kaufmann Philipp Barthelmess

urn:nbn:de:gbv:28-diss2010-0030-2

Die Arbeit wurde begutachtet von:

Als Erstgutachter:

Herr Professor Dr. Stefan Göbel

Lehrstuhl für ABWL: Unternehmensrechnung und –besteuerung

Wirtschafts- und sozialwissenschaftliche Fakultät der Universität Rostock

Als Zweitgutachterin:

Frau Professor Dr. Susanne Homölle

Lehrstuhl für ABWL: Bank- und Finanzwirtschaft

Wirtschafts- und sozialwissenschaftliche Fakultät der Universität Rostock

Datum der Einreichung: 21.10.2008

Datum der Verteidigung: 29.01.2010

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	VII
Abbildungsverzeichnis	IX
Tabellenverzeichnis	XIII
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung	1
1.2 Gang der Untersuchung	3
1.3 Wissenschaftstheoretische Einordnung der Arbeit	5
2 Das Phänomen des Private Equity	7
2.1 Gegenstand von Private Equity	7
2.2 Marktteilnehmer für Private Equity	14
2.2.1 Grundsätzliches Verständnis	14
2.2.2 Nachfrager von Privat Equity	15
2.2.2.1 Unternehmensgründungen	15
2.2.2.2 Etablierte Unternehmen	20
2.2.3 Anbieter von Private Equity	22
2.2.3.1 Informelle Private Equity-Anbieter	22
2.2.3.1.1 Management-/Mitarbeiterbeteiligung	22
2.2.3.1.2 Aktive Privatinvestoren	23
2.2.3.1.3 Passive Privatinvestoren	24
2.2.3.2 Formelle Private Equity-Anbieter	25
2.2.3.2.1 Institutionelle Finanzinvestoren	25
2.2.3.2.2 Industrieunternehmen	27
2.2.3.2.3 Institutionelle Private Equity Intermediäre	27
2.3 Entwicklung ausgewählter Private Equity-Märkte	31
2.3.1 Deutschland	31
2.3.2 Europa	36
2.3.3 USA	40

3 Institutionenökonomie und Private Equity.....	43
3.1 Unternehmenserfolg als subjektive Größe	43
3.1.2 Unternehmenserfolg aus Sicht des Unternehmers	46
3.1.3 Unternehmenserfolg aus Sicht des Private Equity Investors:	53
3.2 Institutionenökonomische Theorien als Erklärungsansätze	61
3.2.1 Transaktionskostenansatz zur Identifizierung erfolgreicher Unternehmen ...	61
3.2.2 Verhaltensannahmen im Transaktionsprozess	93
3.2.3 Verhalten des Unternehmers und Private Equity Investors in den Prozessphasen	98
3.2.3.1 Anbahnungsphase	98
3.2.3.2 Vereinbarungsphase	101
3.2.3.3 Abwicklungsphase	104
3.2.3.4 Anpassungsphase	106
3.2.3.5 Schlussphase	107
3.2.4 Divergierende Erfolgsauffassungen als Principal-Agency-Problem	108
3.2.5 Merkmale der Prinzipal-Agent-Beziehung von Unternehmer und Private Equity-Investor.....	110
3.2.5.1 Informationsasymmetrie zwischen Unternehmer und Private Equity- Investor.....	111
3.2.5.2 Unsicherheit von Unternehmer und Private Equity-Investor.....	112
3.2.5.3 Interessendivergenzen zwischen Unternehmer und PE-Investor.....	113
3.2.6 Verhaltensrisiken vor und nach Vertragsabschluss	114
3.2.6.1 Hidden Information.....	114
3.2.6.2 Hidden Characteristics	115
3.2.6.3 Hidden Action	116
3.2.6.4 Hidden Intention	117
3.2.7 Reduzierung der Informationsasymmetrie.....	118
3.2.7.1 Vor Vertragsabschluss	119
3.2.7.2 Nach Vertragsabschluss	121
3.3 Vergleichende Betrachtung zwischen der Principal-Agency-Theorie und der Transaktionskostentheorie.....	122

4 Wirkung von Private Equity auf den Erfolg von Unternehmen.....	124
4.1 Identifikation des Erfolgs/Misserfolgs.....	124
4.1.1 Begriffliche Bestimmung von Erfolgs- und Misserfolgswirkungen.....	124
4.1.2 Unternehmensinterne Erfolgs- und Misserfolgswirkungen.....	126
4.1.2.1 Unternehmer / Unternehmerteam.....	126
4.1.2.2 Unternehmenskonzept.....	130
4.1.2.3 Konzeptumsetzung.....	132
4.1.3 Unternehmensexterne Erfolgs- und Misserfolgswirkungen.....	133
4.1.3.1 Finanzielle Unterstützung.....	133
4.1.3.2 Management-Unterstützung.....	135
4.2 Einflussnahme von Unternehmer und Private Equity-Investoren.....	138
4.2.1 Einflussmöglichkeiten innerhalb wichtiger Unternehmensbereiche.....	138
4.2.1.1 Unternehmensführung.....	138
4.2.1.2 Marketing.....	141
4.2.1.3 Beschaffung.....	142
4.2.1.4 Produktion.....	144
4.2.1.5 Forschung und Entwicklung.....	145
4.2.1.6 Rechnungswesen und Controlling.....	146
4.3 Konsequenzen von Private Equity auf den Unternehmenserfolg.....	147
4.3.1 Wirkung der Einflussnahme des PE-Investors.....	147
4.3.2 Transaktionsphasenbezogene Erfolgswirkungen.....	149
4.3.2.1 Anbahnungsphase.....	149
4.3.2.2 Vereinbarungsphase.....	150
4.3.2.3 Abwicklungsphase.....	151
4.3.2.4 Anpassungsphase.....	151
4.3.2.5 Schlussphase.....	152
4.4 Zwischenfazit I.....	153
5 Empirische Erhebung.....	154
5.1 Ziele der empirischen Untersuchung.....	154
5.2 Design der Untersuchung.....	155

5.3 Untersuchungsergebnisse dargestellt für die Prozessphasen einer Private Equity Beteiligung	162
5.3.1 Anbahnungsphase:	162
5.3.2 Vereinbarungsphase	168
5.3.3 Abwicklungsphase	173
5.3.4 Anpassungsphase	178
5.3.5 Schlussphase	183
5.4 Zwischenfazit II	187
6 Gestaltungsempfehlungen für das Private Equity-Investment.....	188
6.1 Anforderungen an Gestaltungsempfehlungen.....	188
6.2 Gestaltungsempfehlungen für die einzelnen Transaktionsphasen	189
6.2.1 Anbahnungsphase	189
6.2.2 Vereinbarungsphase	194
6.2.3 Abwicklungsphase	197
6.2.4 Anpassungsphase	199
6.2.5 Schlussphase	201
7 Schlussbetrachtung.....	202
7.1 Ansätze für weiterführende Forschungen.....	207
Anhang - Fragebögen.....	210
Literaturverzeichnis.....	218
Eidesstattliche Versicherung.....	240
Lebenslauf.....	Fehler! Textmarke nicht definiert.

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
Aufl.	Auflage
BB	Betriebs-Berater (Zeitschrift)
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BVK	Bundesverband deutscher Kapitalanlagegesellschaften
CVC	Corporate Venture Capital
DB	Der Betrieb (Zeitschrift)
DBW	Die Betriebswirtschaft
DStR	Deutsches Steuerrecht (Zeitschrift)
ed.	edition
EVCA	European Venture Capital Association
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FB	Finanz Betrieb (Zeitschrift)
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Hrsg.	Herausgeber
IRR	Internal Rate of Return
Jg.	Jahrgang
LBO	Leveraged buy out
MBI	Management buy in
MBO	Management buy out
NVCA	National Venture Capital Association
o.V.	ohne Verfasser
PE	Private Equity

S.	Seite
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
TVE	Thomson Venture Economics
u.a.	und andere, unter anderem
UmwG	Umwandlungsgesetz
VC	Venture Capital
WiSt	Wirtschaftswissenschaftliches Studium
WISU	Das Wirtschaftsstudium
ZfbF	Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfP	Zeitschrift für Planung

Abbildungsverzeichnis

<i>Abbildung 1: Entwicklung des Beteiligungskapitalmarkts in Deutschland</i>	2
<i>Abbildung 2: Klassifizierung von Private Equity nach Untergruppen</i>	7
<i>Abbildung 3: Anbieter und Nachfrager auf dem Markt für Private Equity</i>	13
<i>Abbildung 4: Formen der Unternehmensgründung</i>	16
<i>Abbildung 5: Entwicklungspfade von Unternehmungsgründungen</i>	20
<i>Abbildung 6: Einbindung eines PE-Investors als Finanzintermediär</i>	28
<i>Abbildung 7: Grundstruktur der Beteiligung eines PE-Intermediärs mittels PE-Fond</i>	29
<i>Abbildung 8: Entwicklung des PE-Investitionen nach Finanzierungsphasen in Deutschland</i>	32
<i>Abbildung 9: Entwicklung der PE-Investitionen nach Branchen in Deutschland</i>	34
<i>Abbildung 10: Entwicklung des PE-Fundraising nach Kapitalgebern in Deutschland</i> .	35
<i>Abbildung 11: Entwicklung der PE-Investitionen in Europa</i>	36
<i>Abbildung 12: Entwicklung der PE-Investitionen nach Finanzierungsphasen in Europa</i>	37
<i>Abbildung 13: Entwicklung des Anteils an den PE-Investitionen nach Branchen in Europa</i>	39
<i>Abbildung 14: Entwicklung des PE-Fundraising nach Kapitalgebern in Europa</i>	40
<i>Abbildung 15: Entwicklung des PE-Fundraising in den USA</i>	41
<i>Abbildung 16: Entwicklung der VC-Investitionen nach Finanzierungsphasen in den USA</i>	42
<i>Abbildung 17: Entwicklung der VC-Investitionen nach Branchen in den USA</i>	43
<i>Abbildung 18: Kontextbetrachtung von Unternehmer, Zielbildungsprozess und Unternehmungserfolg</i>	46
<i>Abbildung 19: Kontextbetrachtung von Unternehmerteam, Zielbildungsprozess und Unternehmungserfolg</i>	50
<i>Abbildung 20: Kontextbetrachtung von Fondmanagement, Zielbildungsprozess und Unternehmungserfolg</i>	55
<i>Abbildung 21: Preisbildung zwischen PE-Investor und Käufer der Unternehmensanteile</i>	59
<i>Abbildung 22: Ebenen der Internal Rate of Return</i>	60

<i>Abbildung 23: Die Beteiligung von Private Equity an Unternehmungsgründungen als Transaktionsprozess</i>	63
<i>Abbildung 24: Matchingprozess zwischen Unternehmer und PE-Investor</i>	64
<i>Abbildung 25: Formelle Suche über das Portal www.unternehmensmarkt.de</i>	68
<i>Abbildung 26: Formelle Suche über das Portal www.nexxt-chance.de</i>	70
<i>Abbildung 27: Betreuungsprozess zwischen junger Unternehmung und PE-Investor</i>	79
<i>Abbildung 28: Ausprägungen der Managementunterstützung von PE-Investoren</i>	81
<i>Abbildung 29: Exitprozess zwischen Unternehmung und PE-Investor</i>	89
<i>Abbildung 30: Principal-Agency-Beziehungen bei PE-Investments</i>	109
<i>Abbildung 31: Determinanten für erfolgreiche Umsetzung des Unternehmungskonzepts</i>	132
<i>Abbildung 32: Idealtypischer Finanzbedarf von Unternehmungen</i>	133
<i>Abbildung 33: Idealtypischer Bedarf an Management-Unterstützung von Unternehmungen</i>	135
<i>Abbildung 34: Einfluss und Wirkung von PE im Kontext</i>	147
<i>Abbildung 35: Verteilung des Alters Bestehen der untersuchen PE-Fonds (n=20)</i> ...	157
<i>Abbildung 36: Fondsvolumen der untersuchten PE-Fonds (n=20)</i>	158
<i>Abbildung 37: Verteilung der Anzahl der gehaltenen Unternehmungen bei den untersuchten PE-Fonds (n=20)</i>	159
<i>Abbildung 38: Verteilung der Art der Beteiligung bei den befragten PE-Fonds (n=20; Mehrfachnennungen möglich)</i>	160
<i>Abbildung 39: Verteilung der Entwicklungsphasen der Unternehmung bei den befragten PE-Fonds (n=20; Mehrfachnennungen möglich)</i>	160
<i>Abbildung 40: Verteilung der Bereitstellungsformen der Finanzmittel durch die befragten PE-Fonds (n=20; Mehrfachnennungen möglich)</i>	161
<i>Abbildung 41: Verteilung der Nettoendite IRR₃ der befragten PE-Fonds (n=29)</i>	162
<i>Abbildung 42: Korrelation der Nettoendite mit der durchschnittlichen Anzahl unterschiedlicher Suchquellen (n=20)</i>	163
<i>Abbildung 43: Korrelation der Nettoendite mit der durchschnittlichen Anzahl unterschiedlicher Informationsquellen (n=20)</i>	164
<i>Abbildung 44: Korrelation der Nettoendite mit der Anzahl untersuchter Qualitätsmerkmale von Unternehmern potentieller Beteiligungsobjekte (n=20)</i>	165

<i>Abbildung 45: Korrelation der Nettoendite mit der Anzahl untersuchter Verhaltensmerkmale von Unternehmern potentieller Beteiligungsobjekte (n=20)</i>	166
<i>Abbildung 46: Nettoendite in Abhängigkeit von der Antizipation der Management-Unterstützung für potentielle Beteiligungsobjekte (n=20)</i>	167
<i>Abbildung 47: Nettoendite in Abhängigkeit von der Intensität der Due Diligence potentielle Beteiligungsobjekte (n=20)</i>	168
<i>Abbildung 48: Korrelation der Nettoendite mit der Anzahl untersuchter Qualitätsmerkmale von Unternehmern in der Due Diligence (n=20)</i>	169
<i>Abbildung 49: Korrelation der Nettoendite mit der Anzahl untersuchter Verhaltensmerkmale von Unternehmern in der Due Diligence (n=20)</i>	170
<i>Abbildung 50: Nettoendite in Abhängigkeit von der Informationsbereitschaft der Unternehmer während der Due Diligence (n=20)</i>	171
<i>Abbildung 51: Abhängigkeit der Nettoendite von der vertraglich fixierten Einflussmöglichkeit des PE-Investors (n=20)</i>	172
<i>Abbildung 52: Abhängigkeit der Nettoendite von der Planungsintensität der Management-Betreuung des PE-Investors (n=20)</i>	173
<i>Abbildung 53: Durchschnittliche Nettoenditen der einzelnen Bereitstellungsformen (Mehrfachnennungen möglich; n=20)</i>	174
<i>Abbildung 54: Abhängigkeit der Nettoendite von der Auslastung der Management-Kapazitäten des PE-Investors (n=20)</i>	175
<i>Abbildung 55: Korrelation der Nettoendite mit der Anzahl der Kontakte zwischen PE-Fond und Beteiligungsobjekt (n=20)</i>	177
<i>Abbildung 56: Korrelation der Nettoendite mit der Anzahl vom PE-Investor initiierten Anpassungsmaßnahmen (n=20)</i>	179
<i>Abbildung 57: Abhängigkeit der Nettoendite von der Umsetzung initiiertes Anpassungsmaßnahmen durch den Unternehmer (n=20)</i>	180
<i>Abbildung 58: Abhängigkeit der Nettoendite vom Einsatz von Anreizmaßnahmen durch den PE-Investors (n=20)</i>	181
<i>Abbildung 59: Abhängigkeit der Nettoendite vom Einsatz von Sanktionsmaßnahmen durch den PE-Investors (n=20)</i>	182

<i>Abbildung 60: Häufigkeit der durchgeführten Exit-Arten bei den befragten PE-Fonds (Mehrfachnennungen möglich, n=20)</i>	<i>184</i>
<i>Abbildung 61: Abhängigkeit der Nettorendite von der Zielerreichung des PE-Fonds (n=20)</i>	<i>185</i>
<i>Abbildung 62: Abhängigkeit der Nettorendite von der Einbeziehung des Unternehmers in den Exit-Prozess (n=20)</i>	<i>186</i>
<i>Abbildung 63: Korrelation der Nettorendite mit der Anzahl von den PE-Fonds bisher durchgeführten Transaktionen (n=20).....</i>	<i>187</i>
<i>Abbildung 64: Kooperationen von PE-Investoren zur gezielten Erschließung von Such- und Informationsquellen</i>	<i>190</i>
<i>Abbildung 65: Formen des Know how- und Erfahrungstransfers innerhalb eines PE- Fonds und Fond-übergreifend (schematisch)</i>	<i>198</i>

Tabellenverzeichnis

<i>Tabelle 1: Entwicklung des durchschnittlichen PE-Investitionsvolumen je Unternehmen nach Finanzierungsphasen in Deutschland</i>	33
<i>Tabelle 2: Entwicklung des PE-Fundraising nach Finanzierungsphasen in Deutschland</i>	33
<i>Tabelle 3: Entwicklung des durchschnittlichen PE-Investitionsvolumen je Unternehmung nach Finanzierungsphasen in Europa</i>	38
<i>Tabelle 4: Entwicklung des PE-Fundraising nach Finanzierungsphasen in Europa</i>	38
<i>Tabelle 5: Lebenszyklusphasenbezogener Unternehmungserfolg aus Unternehmersicht</i>	49
<i>Tabelle 6: Beispiel für dreistufiges Stage Financing</i>	57
<i>Tabelle 7: Korrelation der Nettoendite mit dem Einfluss des PE-Investors auf Unternehmensbereiche der Unternehmung (n=20)</i>	176
<i>Tabelle 8: Korrelation der Nettoendite mit dem Know how- und Erfahrungsaustausch zwischen den Beteiligungsobjekten (n=20)</i>	177
<i>Tabelle 9: Korrelation der Nettoendite mit der Wahrnehmung der Kontrollaktivitäten durch den PE-Fonds (n=20)</i>	178
<i>Tabelle 10: Korrelation der Nettoendite mit dem Einsatz von Anreiz- und Sanktionsmaßnahmen durch den PE-Fonds (n=20)</i>	181
<i>Tabelle 11: Korrelation der Nettoendite mit Änderung der Einflussnahme/Management-Unterstützung des PE-Fonds bei Zielverfehlungen (n=20)</i>	183
<i>Tabelle 12: Korrelation der Nettoendite mit den Exit-Formen der PE-Fonds (Mehrfachnennungen möglich; n=20)</i>	184

1 Einleitung

1.1 Problemstellung

Eine immer komplexer und dynamischer werdende Umwelt, aufgrund von Globalisierung, ökonomischem und ökologischem Wertewandel, demographischen und technologischen Veränderungen, bewirkt, dass Unternehmen in den Industrieländern gezwungen werden, durch strukturelle Veränderungen den Anforderungen der neuen Marktbedingungen zu begegnen.¹ Das für diese Veränderungen benötigte Kapital kann von vielen Unternehmen nicht ohne die Aufnahme von frischem Fremd- oder Eigenkapital bereitgestellt werden. Da strukturelle Veränderungen auch immer ein erhöhtes Risiko des Scheiterns in sich bergen, tun sich die klassischen Fremdkapitalgeber (z.B. Geschäftsbanken) mit der Finanzierung risikoträchtiger Umstrukturierungsmaßnahmen sehr schwer.² Die Beteiligung eines Finanzinvestors kann für nicht börsennotierte Unternehmen eine Möglichkeit sein, Umstrukturierungsmaßnahmen zu finanzieren.

Der Markt für außerbörsliches Beteiligungskapital (Private Equity) hat in der Vergangenheit eine wechselvolle Entwicklung durchlaufen. Diese verlief, wenn auch nicht so stark ausgeprägt, parallel zum Börsenboom gegen Ende des 20. Jahrhunderts und der anschließenden Baisse an den weltweiten Aktienbörsen zu Beginn des 21. Jahrhunderts. Die Abbildung 1 verdeutlicht die Entwicklung am Beispiel des deutschen Beteiligungskapitalmarkts. Nach dem starken Anstieg bis zum Jahr 2000 und der Konsolidierung in 2001 brach das Investitionsvolumen im Jahr 2002 stark ein. In 2003 ging der Wert noch einmal leicht zurück, bevor im Jahr 2004 ein relativ starker Anstieg zu verzeichnen war. Trotz des anschließenden Rückgangs in 2005 scheinen Investoren wieder Vertrauen zu schöpfen und zeigen zunehmende Risikobereitschaft, in Private Equity suchende Unternehmen zu investieren.

¹ Vgl. Prof. Dr. H.-J. Richter, Liepaja, 2007

² Vgl. Prof. Dr. G. Eilenberger, S.295

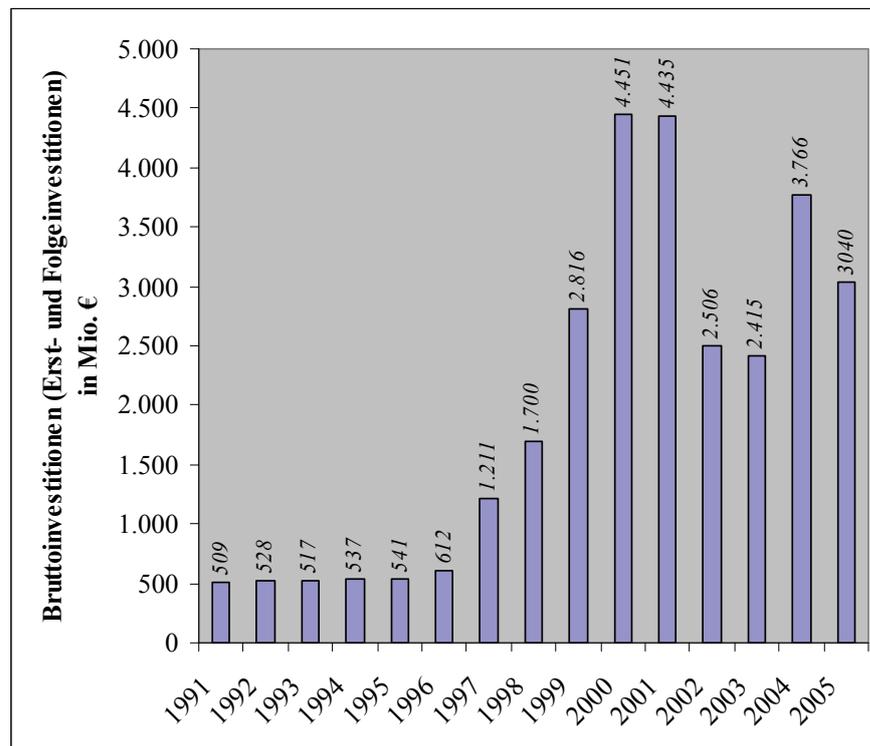


Abbildung 1: Entwicklung des Beteiligungskapitalmarkts in Deutschland

(Quelle: eigene Darstellung, entnommen aus BVK (2006), S. 29)

Anbieter von Private Equity werden nur dann in Unternehmen investieren, wenn das Investment unter Berücksichtigung der Chancen und Risiken auch einen Erfolg verspricht. Dies ist üblicherweise der Fall, wenn mit dem investierten Kapitalbetrag eine risikoadjustierte Rendite erwirtschaftet wird. Das Interesse des Investors liegt daher darin, auf die Realisierung der Renditeforderung durch Einflussnahme auf das Unternehmen hinzuwirken. Demgegenüber steht die Erfolgsauffassung des Unternehmers, die meist anders gelagert ist und auf die Umsetzung seiner Geschäftsidee abzielt, ohne auf die Renditeforderungen der Kapitalgeber zu achten. Unterschiedliche Auffassungen über den Erfolg des Unternehmens bergen somit ein Konfliktpotential.

Vor diesem Hintergrund stellt sich das Problem, den Prozess des Private Equity-Investments sowohl aus Sicht des Unternehmers als auch des Private Equity Investors transparent zu machen, um ihn erfolgreich gestalten zu können. Erfolgreich soll hier bedeuten, dass Nachfrager nach Private Equity und Anbieter von Private Equity in einem angemessenen Zeitraum passend zueinander finden und das Investment zu beider-

seitiger Zufriedenheit abgewickelt und beendet wird. Die Beurteilung des Erfolgs erfordert eine Betrachtung des Investments bzw. Transaktionsprozesses, um möglichst alle relevanten, d.h. den Erfolg beeinflussenden Faktoren einzubeziehen. Für den Private Equity Investor geht es dabei (a) um die Identifizierung von potentiell erfolgreichen Unternehmen in der Matchingphase, (b) um Einflussnahme auf den Unternehmenserfolg in der Betreuungsphase und (c) um die Erfolgsrealisierung in der Exitphase. Beim Unternehmer steht im Vordergrund: (a) das Finden eines geeigneten Private Equity Investors in der Matchingphase, (b) die erfolgreiche Umsetzung des Unternehmenskonzepts und Inanspruchnahme von Management-Unterstützung in der Betreuungsphase und (c) die Sicherstellung des nachhaltigen Unternehmensbestands nach Ausstieg des Private Equity Investors in der Exitphase.

Problemstellung ist somit eine Analyse des Transaktionsprozesses zwischen Unternehmer und Private Equity Investor. Damit wird die Basis geschaffen, um der Fragestellung nachzugehen, wie der Private Equity Investor den Erfolg des Unternehmens bzw. des Investments steigern kann.

Gegenstand dieser Arbeit sollen Unternehmen sein, die wirtschaftlich und rechtlich unabhängig sind oder dazu gebracht werden. Dies können derivate Gründungen in Form der Spaltung sein, oder bereits bestehende Unternehmen mit Kapitalbedarf. Wichtig ist die Voraussetzung, dass solche Unternehmen von Private Equity-Investoren als Wirtschafts- und Rechtseinheit übernommen und als Beteiligungsobjekt entwickelt werden können. Um Wertsteigerungen zu realisieren, müssen die in Betracht kommenden Unternehmen ein hinreichendes Wachstumspotential mit attraktivem Chancen/Risiken-Profil aufweisen.

1.2 Gang der Untersuchung

Ausgehend von der Problemstellung soll es das Ziel dieser Arbeit sein, theoriegeleitet Einfluss und Wirkung von Private Equity auf den Erfolg von Unternehmen zu analysieren. Darauf basierend sollen Maßnahmen zur Gestaltung von Private Equity-Investments für den Private-Equity-Geber abgeleitet werden, die Voraussetzung für erfolgreiche Investitionen bilden.

Nach dem ersten Kapitel mit Darstellung der Problemstellung, der Zielsetzung und des Untersuchungsgangs wird im zweiten Kapitel das Phänomen Private Equity beschrieben. Zunächst ist der Begriff Private Equity inhaltlich zu präzisieren und gegenüber anderen Finanzierungsformen abzugrenzen. Im Anschluss sind die Teilnehmer auf dem relevanten Kapitalmarkt zu identifizieren, indem Nachfrager nach Private Equity und Anbieter von Private Equity differenziert betrachtet werden. Um die Praxisrelevanz von Private Equity aufzuzeigen, erfolgt abschließend eine Darstellung der Entwicklungen ausgewählter Private Equity-Märkte.

Das dritte Kapitel befasst sich mit ausgewählten Theorieansätzen zur Erklärung des Erfolgs von Unternehmen, die mit Hilfe von Private Equity-Beteiligungen am Markt agieren. Damit soll der theoretische Bezugsrahmen für die weiteren Betrachtungen dieser Arbeit geschaffen werden. Zunächst ist auf den Unternehmenserfolg als subjektive Größe aus Sicht des Unternehmers und des Private Equity-Investors einzugehen. Nach Verifizierung verschiedener Theorieansätze auf ihre problembezogene Eignung hin, erweisen sich institutionenökonomische Ansätze – und hier konkret die Transaktionskostentheorie und der Principal Agency-Ansatz – am geeignetsten zur Erklärung und Beschreibung des Phänomens Private Equity. Mit Hilfe der Transaktionskostentheorie lässt sich eine Beteiligung von Private Equity-Investoren an Unternehmen als Transaktion mit einzelnen Transaktionsphasen abbilden. Dadurch kann die Erfolgswirksamkeit von Private Equity entlang der einzelnen Beteiligungsphasen untersucht werden. Die Principal Agency-Theorie ermöglicht es, die Problematik divergierender Erfolgsauffassungen zwischen Unternehmer als Agent und Private Equity-Investor als Prinzipal systematisch abzubilden und zu analysieren. Anhand der Verhaltensmuster von Prinzipal und Agent lassen sich die Erfolgswirkungen auf das Unternehmen beschreiben und erklären. Abschließend wird in einem Zwischenfazit der theoretische Bezugsrahmen zusammenfassend dargestellt.

Gegenstand des vierten Kapitels ist es, auf Basis des theoretischen Bezugsrahmens den Einfluss und die Wirkung von Private Equity auf den Erfolg/Misserfolg von Unternehmen zu konkretisieren. Dazu sind zunächst die relevanten unternehmensinternen und -externen Erfolgsfaktoren von Unternehmen zu identifizieren. Anschließend werden die

Einflussmöglichkeiten von Unternehmer und Private Equity-Investoren auf die Unternehmensbereiche (Unternehmensführung, Marketing, Produktion, Beschaffung, F&E und Rechnungswesen/Controlling) untersucht. Unter Aufzeigen der Wirkungszusammenhänge zwischen Einflussnahme des Private Equity-Investors und Unternehmenserfolg/-misserfolg lassen sich die Wirkungen von Private Equity auf den Erfolg/Misserfolg bestimmen. Dazu sollen die Erfolgswirkungen in den einzelnen Transaktionsphasen konkretisiert werden.

Gegenstand des fünften Kapitels bildet eine eigene empirische Erhebung auf Basis der bisher erarbeiteten theoriegeleiteten Erkenntnisse zu Einfluss und Wirkung von Private Equity auf den Erfolg/Misserfolg von Unternehmen. Dabei werden mittels fragebogen-gestützter Befragung relevante Informationen von Private Equity-Investoren erhoben. Erhebung, Aufbereitung und Auswertung der Informationen erfolgt phasenbezogen, so dass differenzierte Untersuchungsergebnisse für jede Transaktionsphase vorliegen.

Im sechsten Kapitel sollen basierend auf den theoriegeleiteten und empirischen Erkenntnissen Gestaltungsempfehlungen abgeleitet werden, die erfolgreiche Unternehmen durch Private Equity-Investments ermöglichen. Dazu erfolgt im Hinblick auf die institutionenökonomischen Theorieansätze eine differenzierte Betrachtung nach Optionen zur Erfolgssteigerung des Transaktionsprozesses und Maßnahmen zur Vermeidung von Principal-Agency-Problemen. Die Gestaltungsansätze zielen darauf ab, praxistaugliche Empfehlungen zu geben und damit wichtige Voraussetzungen für den Erfolg aus Sicht des Private Equity-Investors in allen Phasen des Transaktionsprozesses zu schaffen.

Das siebte Kapitel fasst die Erkenntnisse und Ergebnisse dieser Arbeit zusammen. Gleichzeitig wird ein Ausblick auf die zukünftige Bedeutung von Private Equity für erfolgreiche Unternehmen gegeben, aus denen sich wiederum weiterführende Forschungsansätze ableiten lassen.

1.3 Wissenschaftstheoretische Einordnung der Arbeit

Die vorliegende Arbeit ist im Bereich der anwendungsorientierten Wissenschaft angesiedelt.

Die Forschungskonzeption folgt dabei einer realitätsorientierten, qualitativen und situativen Forschungslogik. Das Verständnis der Betriebswirtschaftslehre als angewandte Sozialwissenschaft ist Basis für die vorliegende Untersuchung. Die Betriebswirtschaftslehre wird dabei als Führungs- oder Managementlehre aufgefasst, die sich mit den Problemen der Gestaltung, Lenkung und Entwicklung zweckgerichteter sozialer Systeme befasst. Konkrete Fragen und in der Praxis identifizierte Probleme und Herausforderungen, sind Ausgangspunkt für die Untersuchung. Das Erkenntnisziel der vorliegenden Arbeit ist ein Lösungsbeitrag in Form einiger Gestaltungsempfehlungen für die Veränderung der sozialen Wirklichkeit.

Grundsätzlich soll die Arbeit, ausgehend von einer theoriegeleiteten Untersuchung, eine hohe Praxisrelevanz aufweisen. Der im Rahmen der vorliegenden Arbeit verfolgte Forschungsprozess hat demnach nicht eine Überprüfung theoriegeleiteter Hypothesen an der bestehenden Wirklichkeit im Sinne des deduktiv-nomologischen Forschungsansatzes zum Ziel, sondern vielmehr die Konstruktion und Weiterentwicklung in der Praxis brauchbarer wissenschaftlicher Aussagensysteme zur Schaffung neuer Realitäten im Sinne einer anwendungsorientierten Wissenschaftstheorie.

Die vorliegende Arbeit ist der Betriebswirtschaftslehre und dort im Besonderen der Managementlehre zuzuordnen, da Gestaltungsempfehlungen für den Aufbau von erfolgssteigernden Managementprozessen in Verbindung mit Private Equity Investoren entwickelt werden. Anstelle der Prüfung von Hypothesen werden im Sinne der anwendungsorientierten Wissenschaft theoretisch geleitete Fragen an die Realität zum wissenschaftlichen Fortschrittsmedium erklärt.

Ausgangspunkt der Untersuchung ist ein theoretisches (Vor-)Verständnis für die Thematik der Beeinflussung des Managements durch Private Equity Intermediäre, welches durch Literaturanalyse und eigene Erfahrungen, die aus einer früheren Tätigkeit des Verfassers bei durch Private Equity finanzierten Unternehmungen entstanden ist.

Allerdings muss dabei bedacht werden, dass ein solches Vorgehen eine stark subjektive Komponente aufweist.

Ebenfalls sei an dieser Stelle bereits ausdrücklich auf die nicht repräsentativen Ergebnisse der empirischen Untersuchungen (Kapitel 5) hingewiesen. Diese resultieren zum einen aus der geringen Grundgesamtheit der befragten Unternehmen und aus der in der Private Equity Branche üblichen „Verschwiegenheit“ bezüglich eigener Kennzahlen.

Dennoch rechtfertigt der Erkenntnisgewinn aus der Empirischen Untersuchung die Einbindung in die vorliegende Arbeit.

2 Das Phänomen des Private Equity

2.1 Gegenstand von Private Equity

In Theorie und Praxis wird der Begriff Private Equity (PE) uneinheitlich verwendet. Mitunter werden auch Begriffe wie Beteiligungskapital, Venture Capital, Wagniskapital, Risikokapital oder Chancenkapital synonym verwendet.³

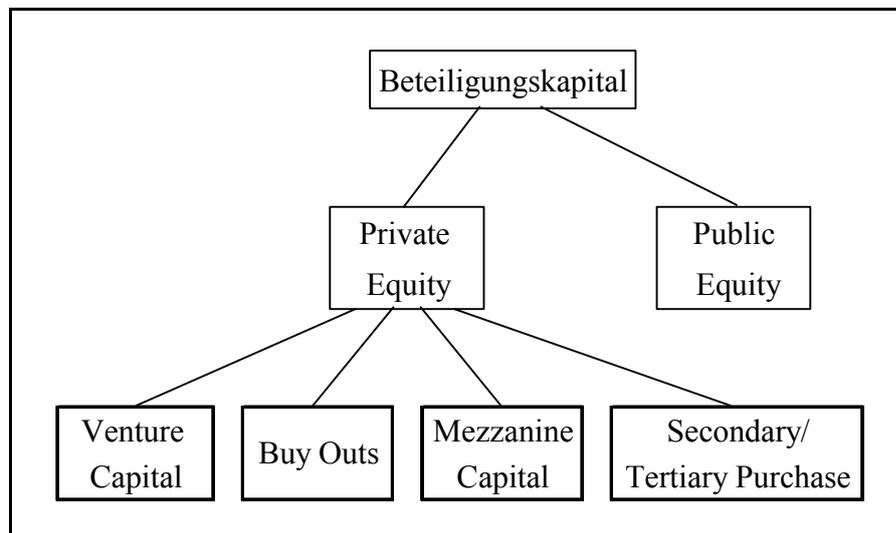


Abbildung 2: Klassifizierung von Private Equity nach Untergruppen

(Quelle: eigene Darstellung)

Private Equity kann zunächst als eine Form der zeitlich begrenzten Bereitstellung von Beteiligungskapital zur Eigenkapitalfinanzierung von kleinen und mittleren Unternehm-

³ Vgl. Groh/Gottschalg (2005), S. 27; Möller (2003), S. 21-22; Nathusius (2003), S. 175-177; Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 3-8; Jessen (2002), S. 53-62; Vater (2002), S. 12-17; Baltzer (2000), S. 8-9.

men umschrieben werden (vgl. Abbildung 2). Zur weiteren Differenzierung lässt sich Private Equity gegenüber Public Equity abgrenzen. Während Private Equity außerbörsliches Beteiligungskapital für nicht börsennotierte Unternehmen bezeichnet, zielt Public Equity auf Beteiligungskapital für börsennotierte Unternehmen ab.⁴

Eine Abgrenzung zwischen Private Equity und Venture Capital (VC) ist angesichts der zunehmenden Konvergenz beider Beteiligungsformen nur noch schwer möglich. Nach dem Platzen der technologiegetriebenen Aktienblasen, sind eine Vielzahl an VC-Investoren vom Markt verschwunden oder finanziell stark beeinträchtigt, weil einerseits die Risikobereitschaft der Kapitalgeber schlagartig abnahm und andererseits die Börse als Exit-Kanal ausfiel. Als Folge des Einbruchs auf dem Markt für Venture Capital konnten VC-Investoren kaum neue Finanzmittel bei Kapitalgebern aufbringen, um diese Unternehmen mit Kapitalbedarf zur Verfügung zu stellen und daraus beim Ausstieg eine möglichst hohe Rendite zu erwirtschaften.⁵

PE-Investoren waren von der weltweiten Börsenbaisse zu Beginn des 21. Jahrhunderts weit weniger betroffen als reine VC-Investoren. Daher haben PE-Investoren in der anschließenden Erholungsphase weniger Probleme als finanziell angeschlagene VC-Investoren, neue Finanzmittel von Kapitalgebern zu beschaffen. Zudem sind Kapitalmärkte inzwischen erfahrener, reifer und professioneller geworden, was gleichermaßen für Kapitalgeber, Investoren und beteiligungswürdige Unternehmen gilt. Somit werden auch wieder Wachstumsunternehmen für Kapitalgeber interessant, wie die im Jahr 2004 erstmals seit 2000 wieder zunehmenden Beteiligungsinvestitionen (= Erst- und Folgeinvestitionen) der PE-Investoren zeigen (vgl. auch Abbildung 1).⁶

Der zunehmende Wettbewerb in der PE-Branche hat die Kaufpreise vor allem etablierter Unternehmen des Mittelstands in jüngerer Vergangenheit stark nach oben getrieben. Der zunehmenden Anzahl an PE-Investoren bzw. -Fonds steht nur ein begrenztes Kontingent zum Verkauf stehender Unternehmen zur Verfügung. Mitunter schließen sich mehrere PE-Investoren zu einem Syndikat zusammen, um größere Übernahmen bewäl-

⁴ Vgl. Nathusius (2003), S. 175.

⁵ Vgl. Maier (2003), S. 21.

⁶ Vgl. BVK (2006), S. 29.

tigen und höhere Kaufpreise aufbringen zu können.⁷ Als interessante Alternative für PE-Investoren bieten sich daher Unternehmensgründungen bzw. noch nicht etablierte Mittelstandsunternehmen an. Aufgrund der bisher relativ schwachen Wettbewerbssituation in diesem PE-Segment sind solche Engagements preislich meist erheblich günstiger.

Insofern wird Venture Capital, neben Buy outs, Mezzanine Capital und Secondary/Tertiary Purchase zu einer von mehreren Untergruppen von Private Equity (vgl. Abbildung 2). Das bereitgestellte Kapital kann somit Unternehmen z.B. dazu dienen, eine Neugründung voranzutreiben, neue Produkte oder Technologien zu entwickeln, Kapazitäten zu erweitern, die Bilanzrelationen zu verbessern oder gar eine Akquisition zu tätigen. Daher eignet sich Private Equity gleichermaßen für Unternehmensgründungen als auch für etablierte Unternehmen des Mittelstands.⁸

Venture Capital umfasst die Bereitstellung von Eigenkapital und/oder eigenkapitalähnlichen Mitteln für junge, innovative Wachstumsunternehmen. Damit soll die Umsetzung ihrer Wachstumsstrategie unterstützt und forciert werden. Üblicherweise werden so Unternehmen aus Hochtechnologiebereichen wie IuK-Technologie, Biotechnologie, Nanotechnologie u.a. finanziell gefördert, da sie über ein sehr hohes Risiken- und Chancenpotential verfügen. Darüber hinaus beinhaltet Venture Capital sämtliche Phasen der Umsetzung der Finanzierungskonzeption, angefangen vom Aufspüren geeigneter Unternehmen als Beteiligungsobjekte über die Begleitung der Finanzierungsabwicklung bis hin zum Abstoßen der Beteiligung. Damit verbunden gewährt der Kapitalgeber i.d.R. vielfältige Managementunterstützung, um – auch im eigenen Interesse – die Strategieumsetzung und mithin die Wachstumsentwicklung des Beteiligungsobjekts voranzutreiben.⁹

⁷ Vgl. o.V. (2005b), S. V52.

⁸ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 6-7; Nathusius (2003), S. 175-176; Vater (2002), S. 15-17.

⁹ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 3-6; Nathusius (2003), S. 176-177; Engelmann/Heitzer (2001), S. 215; Heitzer (2000), S.25.

Buy out-Geschäfte können Leveraged buy out (LBO), Management buy out (MBO), Management buy in (MBI) und Spin-off umfassen. LBOs sind stark fremdfinanzierte Unternehmensübernahmen durch einen PE-Investor, die nur mit einem geringen Eigenkapitalanteil unterlegt werden. Durch den hohen Fremdfinanzierungsanteil kommt der Leverage-Effekt zum Tragen, der die Eigenkapitalrendite nach oben hebt. LBOs sind vor allem für solche Unternehmen geeignet, die eine starke Marktposition, hohe Ertragskraft, geringe Verschuldung und in naher Zukunft einen geringen Investitionsbedarf aufweisen. Beim MBO übernimmt das vorhandene Management und beim MBI ein externes Management das Unternehmen. Anlässe hierfür sind z.B. ein alters-, krankheits- oder todesbedingter Generationswechsel in der Unternehmensführung oder Unternehmensumstrukturierungen. Beim Spin off werden Teile aus einem Unternehmensverbund abgespalten und verselbständigt. Üblicherweise übernehmen die bisher für diesen Unternehmensbereich Verantwortlichen die entsprechenden Unternehmensanteile. In den Fällen eines MBO, MBI und Spin-off kommt ein PE-Investor ins Spiel, wenn das übernehmende Management nicht die erforderlichen Kapitalmittel aufbringen kann, um das Unternehmen zu übernehmen. Der PE-Investor übernimmt dann einen bestimmten Unternehmensanteil. MBO, MBI und Spin-off werden oftmals als LBO konzipiert, um neben der Erzielung einer möglichst hohen Eigenkapitalrendite den Eigenkapitaleinsatz möglichst gering zu halten. Dadurch ist es einem PE-Investor bei begrenzt verfügbaren Fondsmitteln möglich, eine große Anzahl an LBOs einzugehen.¹⁰

Mezzanine Capital ist eine hybride Mischform zwischen einer Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung mit eigenkapitalähnlichem Charakter. Einerseits besteht Vorrangigkeit gegenüber haftendem Eigenkapital, andererseits Nachrangigkeit gegenüber sonstigen Fremdkapitalgebern. Mezzanine Capital vereint die Vorteile einer Eigen- und Fremdfinanzierung. Aus wirtschaftlicher Sicht wird Mezzanine Capital wie Eigenkapital behandelt, was zu einer Stärkung der Eigenkapitalbasis und Erhöhung der Eigenkapitalquote, einer Verbesserung des Unternehmensratings und einer Ausweitung des Spielraums für die Aufnahme von Fremdkapital führt. Aus rechtlicher Sicht ist Mezza-

¹⁰ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 16-17 u. 23-28, Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke (2000), S. 193-194; Schmeisser (2000), S. 190-191.

nine Capital wie Fremdkapital zu behandeln. Damit verbunden können die anfallenden Zinsen i.d.R. als Betriebsausgabe steuerlich geltend gemacht werden.¹¹ Gegenüber einer traditionellen Beteiligungsfinanzierung sind die Mitsprache-, Überwachungs- und Informationsrechte des Kapitalgebers relativ eingeschränkt. Dadurch bleibt auch der unternehmerische Handlungs- und Gestaltungsspielraum des Unternehmens weitestgehend erhalten. Aufgrund der Nachrangigkeit verlangt der Kapitalgeber einen höheren Zins als bei üblicher Bereitstellung von Fremdkapital. Die Risikoprämie fällt umso höher aus, je größer der Kapitalgeber die Marktrisiken einschätzt. Die relativ hohen Zinszahlungen führen zu einem starken Finanzmittelabfluss bei der Unternehmung. Daher kommt Mezzanine Capital weniger für die Gründungsfinanzierung in Betracht als vielmehr für etablierte Unternehmen, die stabile positive Cash Flows erwirtschaften, aus denen die hohen Zinszahlungen geleistet werden können. Die Überlassung des Kapitals ist bei Mezzanine Capital zwar zeitlich befristet, allerdings erstreckt sich die Bereitstellung üblicherweise auf einen längeren Zeitraum (etwa 5 bis 10 Jahre), so dass Unternehmen längerfristig finanzielle Planungssicherheit haben.¹²

Beim *Secondary oder Tertiary Purchase* erwirbt ein PE-Investor ein Beteiligungsobjekt von einem anderen PE-Investor. Mitunter kann ein Beteiligungsobjekt mehrfach zwischen PE-Investoren hin und her geschoben werden. Für einen abgebenden Investor kommt diese Art des Ausstiegs in Betracht, wenn z.B. die Börse als Exit-Kanal ausscheidet oder sich ein höherer Preis durch solche eine Transaktion erzielen lässt. Für den PE-Investor als Käufer besitzt diese Transaktionsform den Vorteil, dass bereits ein PE-Investor die bisherige Entwicklung des Beteiligungsobjekts begleitet und das Unternehmen weiterentwickelt hat. Zudem findet eine Transaktion auf gleicher Investorenebene statt, was die Kauf- bzw. Verkaufsverhandlungen zwischen den Transaktionspartnern erleichtern und beschleunigen kann.¹³

¹¹ Zur steuerlichen Abzugsfähigkeit bei Mezzanine Capital vgl. Elser/Jetter (2005), S. 629-634; Volk (2003), S. 1226.

¹² Vgl. Kamp/Solmecke (2005), S. 618-625; o.V. (2005a), S. 23; Dörscher (2004), S. 161; Dörscher/Hinz (2003), S. 606-610; Volk (2003), S. 1225-1226.

¹³ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 177-178; Heitzer (2000), S. 52; Kußmaul/Richter (2000b), S. 1197-1199.

Insgesamt betrachtet kann Private Equity über die reine Bereitstellung von außerbörslichem Beteiligungskapital in Verbindung mit der Übernahme eines Beteiligungsobjekts hinausgehen. Sofern erforderlich gewährt der PE-Investor Managementunterstützung, um die Weiterentwicklung des Beteiligungsobjekts zu forcieren. Dies ist vor allem dann der Fall, wenn das Beteiligungsobjekt nicht in quantitativer und/oder qualitativer Hinsicht über die erforderlichen Managementkapazitäten verfügt. Werden verschiedene Beteiligungsobjekte gehalten, kann der PE-Investor quasi als Know how-Drehscheibe fungieren. Die einzelnen Unternehmen profitieren dann über den PE-Investor vom Know how aller anderen Beteiligungsobjekte, sofern dadurch keine Rechte verletzt werden. Unternehmensgründungen können so aus den Fehlern der etablierten Unternehmen lernen, während letzt genannte wiederum Impulse von innovativen Unternehmensgründungen erhalten. Damit ist es dem PE-Investor möglich, einen Added Value zu generieren.¹⁴

In der vorliegenden Arbeit soll der Begriff „Private Equity“ als außerbörsliches Beteiligungskapital verstanden werden, das dem Kapitalgeber einen maßgeblichen Einfluss in strategischen und operativen Fragen der Geschäftsführung sichert. Mezzanine-Kapital gehört nach dieser Definition nicht zu den in dieser Arbeit untersuchten Beteiligungsformen.

¹⁴ Vgl. Groh/Gottschalg (2005), S. 26-29; Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 6-8; Nathusius (2003), S. 176-177:

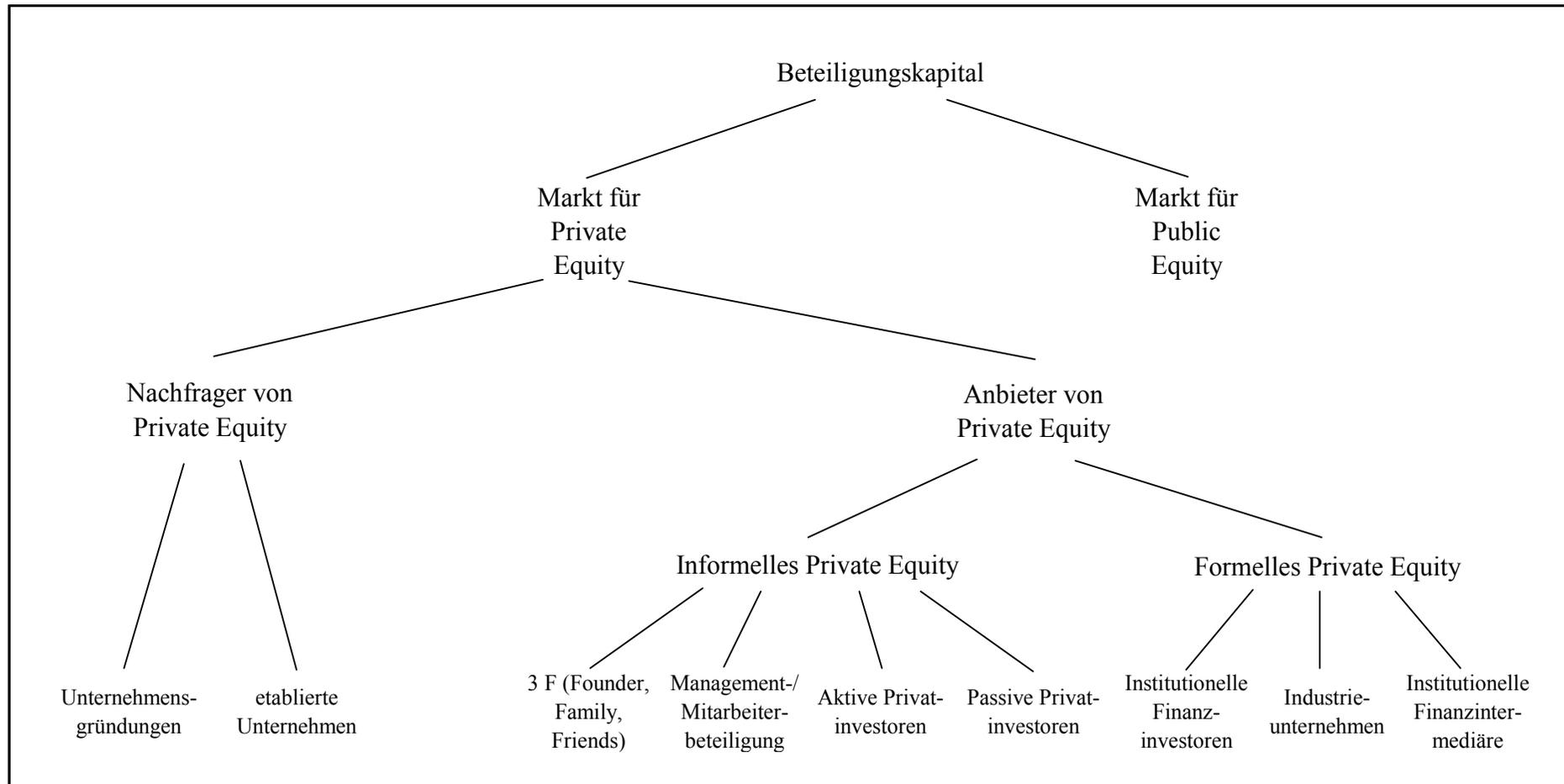


Abbildung 3: Anbieter und Nachfrager auf dem Markt für Private Equity

(Quelle: eigene Darstellung)

2.2 Marktteilnehmer für Private Equity

2.2.1 Grundsätzliches Verständnis

Auf dem PE-Markt treffen Nachfrager und Anbieter von Private Equity aufeinander. Sowohl PE-Anbieter als PE-Nachfrager können unterschiedliche Ausprägungen aufweisen (vgl. Abbildung 2). So kommen auf der Nachfrageseite von Private Equity prinzipiell Unternehmensgründungen und etablierte Unternehmen in Betracht. Auf der Anbieterseite von Private Equity lässt sich eine Differenzierung nach formellen und informellen PE-Anbietern vornehmen.

Den informellen PE-Anbietern können Founder, Family und Friends (3F), die Management-/Mitarbeiterbeteiligung sowie aktive und passive Privatinvestoren zugeordnet werden. Der informelle PE-Markt ist kaum institutionalisiert und daher sehr anonym. Merkmale sind ein relativ schwacher Organisationsgrad und eine geringe Markttransparenz. Transaktionen laufen weniger nach vorgegebenen Verhaltensregeln und formalisierten Ablaufprozessen, sondern vielmehr individualisiert und spontaner ab. Die vielen Teilnehmer auf dem informellen PE-Markt sind untereinander und in der Öffentlichkeit nur wenig bekannt. Daher kommen potentielle Anbieter von informellem PE meist aus dem persönlichen oder sozialen Umfeld eines Unternehmers.¹⁵

Zu den formellen PE-Anbietern gehören vor allem institutionelle Finanzinvestoren, Industrieunternehmen und institutionelle Finanzintermediäre. Gegenüber dem informellen PE-Markt ist der formelle PE-Markt mehr institutionalisiert. Kennzeichen des formellen PE-Marktes sind ein relativ starker Organisationsgrad und eine hohe Markttransparenz. Die Transaktionsprozesse zwischen den Marktteilnehmer laufen sehr formal ab, wobei bestimmte Verhaltensregeln, Richtlinien, Rechtsnormen u.ä. einzuhalten sind. Durch die Institutionalisierung ist der Bekanntheitsgrad (a) zwischen den Marktteilnehmern und (b) der formellen PE-Anbieter in der Öffentlichkeit relativ hoch.¹⁶

¹⁵ Vgl. Engelmann/Heitzer (2000), S. 217; Just (2000), S. 23; Steiner/Tebroke (2000), S. 287; Hemer (1999), S. 185.

¹⁶ Vgl. Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke (2000), S. 107; Just (2000), S. 23; Hemer (1999), S. 185.

Grundsätzlich ist je nach Ausprägung von PE-Anbieter und PE-Nachfrager eine Vielzahl von Anbieter-Nachfrager-Kombinationen vorstellbar. Allerdings suchen in der Praxis PE-Anbieter und -Nachfrager meist gezielt nach bestimmten Typen von Nachfragern bzw. Anbietern, so dass sich die Kombinationsanzahl praktisch reduziert. Zudem hat einerseits ein PE-Anbieter die Möglichkeit, sich an mehreren PE-Nachfragern parallel zu beteiligen. Andererseits kann ein PE-Nachfrager gleichzeitig Investments mit mehreren PE-Anbietern eingehen.

2.2.2 Nachfrager von Privat Equity

Nachfrager von Private Equity sind typischerweise mittelständische Unternehmen in den westlichen Industrieländern. Für die vorliegende Arbeit soll Mittelstand so definiert werden, dass es sich um Unternehmen handelt, bei denen die Inhaberschaft und Unternehmensleitung in einer Person oder in einer exakt definierbaren Gruppe von Personen vereinigt sind.¹⁷ Diese, im folgenden Unternehmer genannten Personen, fragen Kapital nach, um Neu- und Umstrukturierungsmaßnahmen zu finanzieren.

2.2.2.1 Unternehmensgründungen

Die Anlässe für Unternehmensgründungen können verschiedener Art sein. Mit Bezug auf *Freier* können zunächst folgende drei Grundformen unterschieden werden (vgl. Abbildung 4)¹⁸:

- Scheingründungen
- Umgründungen
- (echte) Neugründungen

¹⁷ Vgl. Prof. Dr. Richter, Rostocker Hefte zur Unternehmensführung Bd 16

¹⁸ Vgl. Freier (2000), S. 18.

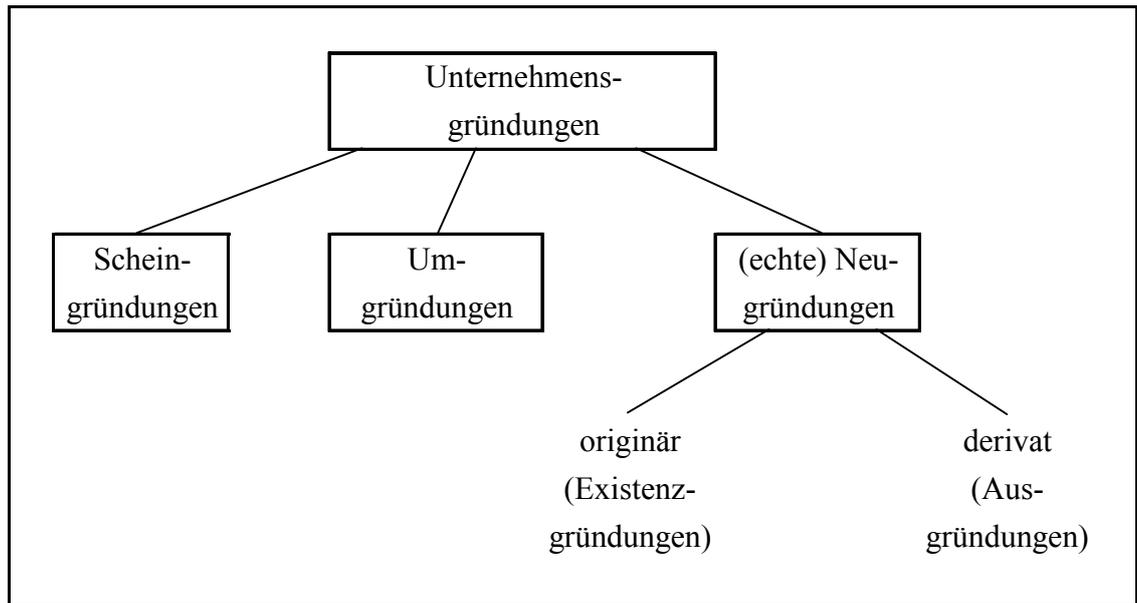


Abbildung 4: Formen der Unternehmensgründung

(Quelle: eigene Darstellung; nach der Differenzierung von Freier (2000), S. 18)

Scheingründungen haben nicht das Ziel, eine unternehmerische Leistung zu erstellen und zu vermarkten. Vielmehr dienen sie anderen Zwecken, die ausschließlich auf die Inanspruchnahme von Vergünstigungen wie Subventionen, Zuschüssen, Sozialleistungen oder Steuervorteilen, ausgerichtet sind.¹⁹ Beispiel hierfür ist die Gründung einer Ich-AG mit dem alleinigen Ziel des laufenden Bezugs von Gründungszuschüssen und der staatlichen Übernahme von Beiträgen zur Krankenversicherung oder sog. Briefkastenfirmen in Niedrigsteuerländern, über die internationale Finanztransaktionen abgewickelt werden. Scheingründungen bewegen sich nicht selten am Rande der Legalität, wobei gezielt Gesetzeslücken ausgenutzt werden.

Bei einer Umgründung handelt es sich lediglich um den Formwechsel einer bestehenden Unternehmung. Ein Formwechsel liegt vor, wenn ein bereits existierendes Unternehmen in eine andere Rechtsform umgewandelt wird.²⁰ Die Gründung des neuen Rechtsträgers ist ein rein formaler Vorgang, für den nach deutschem Recht das Umwandlungsgesetz

¹⁹ Vgl. Freier (2000), S. 18.

²⁰ Vgl. Freier (2000), S. 18.

(§§ 190-304 UmwG) Anwendung findet. Anlässe für Formwechsel sind vielfältig und können z.B. steuerliche Gründe, Änderungen im Gesellschafterkreis, ein bevorstehender Börsengang oder das Entgehen der Publizitätspflichten sein.

Eine (echte) Neugründung kann originär oder derivat ausgeprägt sein. Kennzeichnend für beide Gründungsarten ist das Entstehen neuer Unternehmens- bzw. Organisationsstrukturen.

Originäre, d.h. unabhängige Neugründungen sind regelmäßig Existenzgründungen. Bei einer Existenzgründung wird ein Unternehmen von einer oder mehreren Personen gegründet, ohne dass vorher Unternehmensstrukturen bestanden haben. Der oder die Gründer wollen sich mit einer Unternehmensgründung meist eine selbständige unternehmerische Existenz aufbauen. Ziel ist üblicherweise die Erwirtschaftung eines Erwerbseinkommens, um daraus den Lebensunterhalt bestreiten zu können. Ein Merkmal von Existenzgründungen ist oftmals, dass der oder die Gründer vorher noch nicht (erfolgreich) selbständig und unternehmerisch tätig gewesen sind. Als Gründer kommt ein relativ weiter Personenkreis wie (leitende) Angestellte, Arbeiter, Schüler, Studenten, Hochschulabsolventen oder Arbeitslose in Betracht.

Voraussetzung für eine erfolgreiche Existenzgründung ist das Vorhandensein einer Intention (Idee, Erfindung, Inspiration oder Fiktion), indem neues Wissen, das mit bereits vorhandenem Wissen kombiniert werden kann, zu generieren ist. Mit der erstmaligen wirtschaftlichen Nutzung einer Intention entsteht eine Innovation in Form einer vermarktungsfähigen Leistung (Produkte, Dienstleistungen, Verfahren, Prozesse u.ä.). Hierbei wird das generierte Wissen dahingehend genutzt, mit kombiniertem Einsatz bestehender Produktionsfaktoren eine Leistung zu erstellen, die am Markt platziert werden kann. Mit zunehmender räumlicher Marktausbreitung der Innovation kommt es zur Diffusion, die wiederum eine Adoption voraussetzt. Eine Adoption liegt vor, wenn (potentielle) Nutzer die Innovation durch Käufe akzeptieren. Die Adoption einer weiteren ansteigenden Zahl von Nutzern führt zur Marktdurchdringung der Innovation. Eine erfolgreiche Marktausbreitung und -durchdringung bedeutet gleichzeitig erhöhte Gefahr

durch Nachahmer im Markt, die Imitate oder ähnliche Leistungen anbieten. Daher sind frühzeitig Schutzrechte anzumelden und Anschlussinnovationen zu initiieren.²¹

Der Kapitalbedarf von originären Neugründungen ergibt sich vor allem aus dem Aufbau von Strukturen und Kapazitäten in den Bereichen Führung, Produktion, F&E, Beschaffung, Marketing, Controlling/Rechnungswesen und Verwaltung. Für PE-Investoren sind vor allem solche innovativen Existenzgründungen interessant, die ein hohes Wertsteigerungspotential mit entsprechend hohen Renditechancen und -risiken bieten. Diese müssen nicht unbedingt aus dem Hochtechnologiebereich stammen, sondern können auch traditionellen Branchen, wie Elektrotechnik, Maschinenbau, Konsumgüter oder Handel zugehörig sein.²²

Derivate, d.h. abhängige Neugründungen können durch Spaltung oder Verschmelzung entstehen.²³

Bei einer Spaltung wird aus einem bestehenden Unternehmensverbund ein bestimmter Teil abgespalten und zumindest rechtlich verselbständigt. Dies kann in Deutschland gemäß dem Umwandlungsgesetz ((§§ 123-173 UmwG) durch Aufspaltung, Abspaltung und Ausgliederung erfolgen. Ob der abgespaltene Teil auch wirtschaftlich selbständig und damit unabhängig wird hängt davon ab, inwieweit der verbleibende Unternehmensverbund anteilmäßig beteiligt bleibt. Spaltungen nehmen vor allem Großunternehmen vor. Größere Konzerne, die sich auf ihre Kernkompetenzen konzentrieren wollen, gründen bestimmte Teile als Tochtergesellschaft mit der Option aus, diese später zu veräußern oder mit anderen Unternehmen zu verschmelzen. Bei derivativen Neugründungen durch Abspaltung kann es sich gleichzeitig um eine Art Existenzgründung handeln, wenn das bestehende oder ein externes Management Anteile an dem abgespaltenen Unternehmensteil übernimmt. Gegenüber einer originären Neugründung sind jedoch bereits Unternehmens- und Organisationsstrukturen vorhanden, die durch die Abspaltung separiert und verselbständigt werden müssen.

Eine Verschmelzung, die nach den Vorschriften der §§ 2-122 UmwG zu erfolgen hat, entsteht durch Aufnahme oder Neugründung. Bei Verschmelzung durch Aufnahme

²¹ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 17-21; Roling (2001), S. 8; Hauschildt (1993), S. 16.

²² Vgl. Vater (2002), S. 57-62.

²³ Vgl. Freier (2000), S. 18.

werden ein oder mehrere zu verschmelzende Unternehmen auf das aufnehmende Unternehmen übertragen. Dadurch entsteht eine neue Unternehmenseinheit, die Merkmale einer Neugründung aufweist. Im Fall einer Verschmelzung durch Neugründung gehen alle zu verschmelzenden Unternehmungen in ein neu zu gründendes Unternehmen auf. Da bei Verschmelzungen größere Unternehmenseinheiten gebildet werden, sind solche Neugründungen als Beteiligungsobjekte für PE-Investoren weniger interessant, da das erforderliche Investitionsvolumen die aufzubringenden Kapitalmittel meist weit übersteigt.

Im Laufe ihrer Entwicklung durchschreiten Unternehmensgründungen einen unternehmensspezifischen Entwicklungspfad. Dieser kann durch eine erfolgreiche, weniger erfolgreiche oder erfolglose Entwicklung gekennzeichnet sein (vgl. Abbildung 5). Ziel von PE-Investoren wird es sein, dass sich ein als Beteiligungsobjekt übernommenes junges Unternehmen erfolgreich entwickeln soll und zwar bis hin zu einem etablierten Unternehmen des Mittelstands, das mit konkurrenzfähigen Leistungen eine starke Position im Wettbewerb einnimmt. Die so generierte Wertsteigerung kann der PE-Investor dann durch Verkauf des Beteiligungsobjekts realisieren.

Gegenstand dieser Arbeit sollen Unternehmen sein, die wirtschaftlich und rechtlich unabhängig sind oder dazu gebracht werden. Dies können nach der oben vorgenommenen Systematik originäre Unternehmensgründungen und derivate Gründungen in Form der Spaltung sein. Damit ist die Voraussetzung geschaffen, dass solche Unternehmensgründungen von PE-Investoren als Wirtschafts- und Rechtseinheit übernommen und als Beteiligungsobjekt entwickelt werden können. Um Wertsteigerungen zu realisieren müssen die in Betracht kommenden Unternehmen ein hinreichendes Wachstumspotential mit attraktivem Chancen/Risiken-Profil aufweisen. Voraussetzung hierfür sind innovative Produkte, Dienstleistungen, Prozesse, Verfahren o.ä., die ein Alleinstellungsmerkmal gegenüber Wettbewerbern besitzen. Dabei können innovative Unternehmen sowohl aus dem Hochtechnologiebereich als auch aus traditionellen Branchen stammen, sofern die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Unternehmensentwicklung gegeben sind.

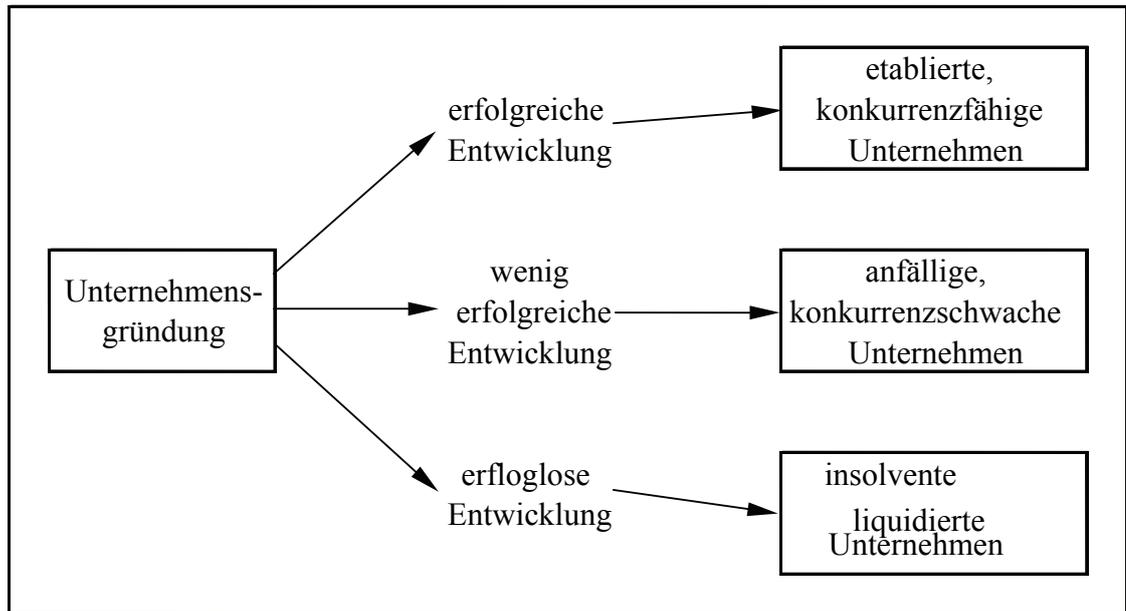


Abbildung 5: Entwicklungspfade von Unternehmensgründungen

(Quelle: eigene Darstellung)

2.2.2.2 Etablierte Unternehmen

Als etablierte Unternehmen kommen für PE-Investoren solche des Mittelstands und Konzerntochtergesellschaften in Betracht, die noch ein Entwicklungs- und Wachstumspotential besitzen. Gegenüber Unternehmensgründungen fallen das Wertsteigerungspotential und mithin die Renditechancen und -risiken geringer aus, zumal bereits gewachsene Unternehmens- und Organisationsstrukturen bestehen.

Etablierte Unternehmen haben bereits eine erfolgreiche Entwicklung durchlaufen. In Sie konnten bereits Innovationen erfolgreich umsetzen und verfügen über ein konkurrenzfähiges Leistungsangebot und eine starke Marktposition.²⁴

Das Entwicklungspotential etablierter Unternehmen des Mittelstands kann auf unterschiedlichen Faktoren basieren. Beispiele hierfür sind eine Internationalisierung des Geschäfts durch Vermarktung, Produktion oder Beschaffung in ausländischen Märkten oder die Realisierung von Innovationen in immer kürzeren Zeitabständen. Können die

²⁴ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 8-9

Unternehmen bzw. die Gesellschafter die dafür erforderlichen Finanzmittel nicht aufbringen, bieten sich für PE-Investoren interessante Einstiegsmöglichkeiten. Aber auch Turnarounds bei vorübergehend in Schwierigkeiten geratenen Unternehmen sind lohnende Gelegenheiten, wenn es der PE-Investor schafft, bisher nicht genutzte Entwicklungspotentiale zu realisieren. Schließlich bieten Nachfolgeprobleme, Erb-, Todes- und Krankheitsfälle oder persönliche Anlässe für das Ausscheiden von Gesellschaftern bei Familiengesellschaften (ggf. in Verbindung mit einem MBI/MBO) interessante Beteiligungsgelegenheiten.²⁵

Etablierte Tochtergesellschaften von größeren Konzernen sind seinerzeit selbst ausgegründet (spin off) oder einst erworben worden. Einstiegsmöglichkeiten für PE-Investoren ergeben sich, wenn z.B. die Geschäftsfelder einer Konzerntochter nicht mehr zum Kerngeschäft gehören oder sich in Schwierigkeiten befinden, welche die Muttergesellschaften nicht mehr bewältigen will oder kann. Durch Erwerb etablierter Tochtergesellschaften (ggf. in Verbindung mit einem MBI/MBO) kann der PE-Investor vorhandene Wertsteigerungspotentiale realisieren und dabei auf im Konzern gewachsene Strukturen zurückgreifen.²⁶

Bisher haben sich PE-Investoren stark auf etablierte Unternehmen fokussiert. Vor allem institutionelle PE-Investoren verfügen über hohe Kapitalzuflüsse, die entsprechend hohe PE-Fondsvolumina zulassen. Zusätzlich können durch Aufnahme von Fremdkapital auch größerer Transaktionen durchgeführt werden. Die zunehmende Konkurrenz unter den PE-Investoren bei gleichzeitig begrenztem Angebot an Erfolg versprechenden, etablierten Unternehmen ließ die Kaufpreise auf dem PE-Markt stark steigen, was letztlich bei späterer Veräußerung einer Beteiligung die Rendite mindert.²⁷ Daher soll der Fokus der vorliegenden Arbeit auf jungen Unternehmen liegen, die eine interessante Alternative für PE-Investoren sein können.

²⁵ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 22-23; Vater (2002), S. 65-67.

²⁶ Vgl. Frommann (2005), S. 535.

²⁷ Vgl. Schäfer (2005), S. V52; Tykvová (2005), S. 466.

2.2.3 Anbieter von Private Equity

2.2.3.1 Informelle Private Equity-Anbieter

Die Gruppe der Founder, Family and Friends (3F) stammt aus dem persönlichen Unternehmerumfeld. Üblicherweise kommen Unternehmer, Familien- und Freundeskreis als außerbörslicher Beteiligungskapitalgeber nur in der Gründungsphase von Unternehmen in Betracht. Zur Beschaffung von Private Equity nutzten Unternehmer ihre privaten Beziehungen innerhalb des familiären Umfeldes sowie des Freundes- und Bekanntenkreises. Die Motive für 3F-Investoren können sowohl renditeorientiert sein als auch soziale Beweggründe haben. Letzteres lässt sich z.B. darauf zurückführen, dass ein starker familiärer Zusammenhalt vorliegt, der 3F-Investor dem Gründer einen Freundschaftsdienst erweist oder dem Gründer noch einen Gefallen schuldig ist. Der Kapitalbereitstellung für die Unternehmensgründung ist somit stark abhängig von den sozialen Motiven, der persönlichen Einkommen- und Vermögenssituation der in Betracht kommenden Investoren sowie deren Bereitschaft, die hohen Unternehmungsrisiken in der Gründungsphase zu tragen. Da die Kapitalbeschaffung auf das private Umfeld des Unternehmensgründers limitiert ist, bleibt jedoch das Potential für die Aufbringung von Private Equity beschränkt.²⁸

2.2.3.1.1 Management-/Mitarbeiterbeteiligung

Bei der Management-/Mitarbeiterbeteiligung als Form der Kapitalbereitstellung erwerben das Management und/oder die Mitarbeiter Unternehmensanteile im Rahmen einer Kapitalerhöhung. Eine Beteiligung von Management/Mitarbeiter erfordert ein bestimmtes Maß an Risikobereitschaft, weil im Fall einer Unternehmensinsolvenz die erworbenen Gesellschaftsanteile aufgrund der Haftung i.H.d. Eigenkapitaleinlage ihren Wert verlieren können. Bei Unternehmensgründungen gehen Management/Mitarbeiter aufgrund der Unsicherheit des Geschäftsmodells höhere Risiken und Chancen ein, während bei etablierten Unternehmen mit einem bewährten Geschäftsmodell die Risiken und Chancen geringer ausfallen. Die Bereitschaft von Management/Mitarbeiter, sich an dem

²⁸ Vgl. Niederöcker (2001), S. 281; Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke (2000), S. 87; Heitzer (2000), S. 32; Hemer (1999), S. 186.

eigenen Unternehmen zu beteiligen, steigt mit zunehmender Stabilität der Geschäftsentwicklung. Der Finanzierungseffekt hängt von der Anzahl und der Einkommens- bzw. Vermögenssituation der beteiligten Manager und Mitarbeiter sowie von deren Bereitschaft ab, mit ihrem Einkommen bzw. Vermögen Gesellschaftsanteile zu erwerben. Neben dem Finanzierungseffekt entsteht auch ein Motivationseffekt bei den Managern/Mitarbeitern, indem sie unmittelbar am Erfolg des Unternehmens durch Gewinnausschüttungen oder Wertsteigerungen ihrer Gesellschaftsanteile teilnehmen. Dadurch kann das Wertsteigerungspotential des Unternehmens zusätzlich erhöht werden.²⁹

3.2.3.1.2 Aktive Privatinvestoren

Zu den aktiven Privatinvestoren zählen wohlhabende Privatpersonen, die sich außer der Bereitstellung von Private Equity auch aktiv an der Entwicklung des Beteiligungsobjekts durch Anbieten von Managementberatung beteiligen. Dazu gehören insbesondere Business-Angels, die unmittelbar Beteiligungen an Unternehmen eingehen. Damit gehen aktive Privatinvestoren auf der einen Seite sehr hohe Ausfallrisiken ein, partizipieren aber auf der anderen Seite im Erfolgsfall von den sehr hohen Renditechancen. Der Finanzierungseffekt für ein Beteiligungsobjekt hängt von der Einkommens- bzw. Vermögenssituation eines aktiven Privatinvestors ab und der Höhe des Einkommens- bzw. Vermögensanteils, den er bereit ist zu investieren. Neben Kapitalbereitstellung bringen Business-Angels eigenes Know how und Erfahrungswissen, das sie im Laufe ihres Berufslebens bzw. ihrer unternehmerischen Selbständigkeit generiert haben, in das Beteiligungsobjekt ein und leisten somit einen Added Value. Verfügt ein Business-Angel zudem über bestehende, aufrechterhaltene oder aktivierbare berufliche Kontakte aus seiner bisherigen Management- bzw. Unternehmertätigkeit, wie z.B. zu Geschäftskunden, Vertriebs- und Produktionspartnern, Banken oder Rechtsanwälten, kann er diese dem Beteiligungsobjekt vermitteln und damit den Unternehmenswert steigern.³⁰

²⁹ Vgl. Perridon/Steiner (2003), S. 353-354; Bussiek (1996), S. 228-229.

³⁰ Vgl. Nittka (2000), S. 79-81; Osnabrugge/Robinson (2000), S. 116-119; Steiner/Tebroke (2000), S. 289-290; Hemer (1999), S. 186.

Motive für das Investment von Business-Angels können sowohl finanzieller als auch nicht finanzieller Art sein. Finanzielle Motive zielen auf die Erwirtschaftung einer dem Risiko-/Chancen-Profil entsprechenden Rendite ab. Als nicht-finanzielle Ziele spielen, wie empirische Studien ergeben haben, Hedonismus und Altruismus eine entscheidende Rolle für die Beteiligung an einem Unternehmen. Danach sind hedonistische Motive vor allem die Freude an unternehmerischer Aktivität und die Wahrnehmung einer mitbestimmenden Rolle im Entwicklungsprozess einer Unternehmung. Altruistische Motiven umfassen vorrangig die beratende Unterstützung von Jungunternehmern und Weitergabe von Know how und Erfahrungswissen.³¹

Die Erzielung einer risikoadäquaten Rendite in Verbindung mit hedonistischen und altruistischen Motiven spricht für ein starkes Engagement eines Business-Angel bei der Managementberatung des Unternehmens. Eine unmittelbare Einflussnahme auch auf das Management des Beteiligungsobjekts birgt jedoch ein Konfliktpotential, wenn unterschiedlichen Auffassungen über die Führung der Geschäfte mit den Unternehmern bzw. geschäftsführenden Gesellschaftern bestehen. Andererseits bringt ein Business Angel meist ein breites Spektrums an externem Managementwissen ein, indem er betriebswirtschaftliches und technologisches Branchen-Know-How sowie Führungserfahrung bzw. unternehmerische Erfahrungen dem Jungunternehmer bereitstellt. Dadurch kann er den Jungunternehmer auf (bevorstehende) Führungsprobleme aufmerksam machen, so dass sich Führungsfehler von vornherein vermeiden lassen.³²

2.2.3.1.3 Passive Privatinvestoren

Passive Privatinvestoren sind ebenso wie Business-Angels vermögende Privatpersonen. Für eine Beteiligung an einem Unternehmen kommen mit der Erzielung risikoadäquater Renditen primär finanzielle Motive zum Tragen. Passive Privatinvestoren investieren entweder allein oder schließen sich mit anderen, z.B. befreundeten oder bekannten passiven Privatinvestoren zusammen. Mit der direkten Beteiligung an einem Unternehmen

³¹ Vgl. Stedler/Peters (2002), S. 2-5; Brettel/Jaugey/Rost (2000), S. 144-146; Just (2000), S. 80-82; Osnabrugge/Robonson (2000), S. 119-123.

³² Vgl. Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke (2000), S. 91-93; Just (2000), S. 6-8; Engelmann/Heitzer (1999), S. 457-458.

gehen passive Privatinvestoren einerseits sehr hohe Ausfallrisiken ein, profitieren aber andererseits im Erfolgsfall von den sehr hohen Renditechancen. Der Finanzierungseffekt für ein Beteiligungsobjekt hängt von der Einkommens bzw. Vermögenssituation des oder der beteiligten passiven Privatinvestoren ab und der Höhe des Einkommens- bzw. Vermögensanteils, den er oder sie bereit sind zu investieren. Gegenüber aktiven Privatinvestoren bieten passive Privatinvestoren einem Beteiligungsobjekt keine Managementberatung an und können somit außer der Bereitstellung von Finanzmitteln keinen Added Value bieten. Da passive Privatinvestoren keine Managementberatung anbieten und einen relativ geringen Einfluss auf das Management des Beteiligungsobjekts nehmen, ist im Unterschied zur Beteiligung von Business-Angels das Konfliktpotential im Fall divergenter Auffassungen über die Führung der Geschäfte geringer. Allerdings ist dann die Gefahr von Managementfehlern des Unternehmers größer als bei aktiver Managementberatung.³³

2.2.3.2 Formelle Private Equity-Anbieter

2.2.3.2.1 Institutionelle Finanzinvestoren

Zu den institutionellen Finanzinvestoren zählen insbesondere Kreditinstitute (Privatbanken, Genossenschaftsbanken und öffentlich-rechtliche Banken), Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds. Sie beteiligen sich direkt – etwa über unternehmenseigene Kapitalbeteiligungsgesellschaften³⁴ – oder bedienen sich eines unabhängigen Finanzintermediärs, der wiederum direkt über Fonds in Beteiligungsobjekte investiert. Gegenüber einzelnen oder einer Gruppe von informellen PE-Anbietern können institutionellen Finanzinvestoren regelmäßig wesentlich höhere Kapitalmittel bereitstellen. Je nach Typ eines institutionellen Finanzinvestors sind die Motive für eine Beteiligung verschieden.³⁵

³³ Vgl. Brettel/Jaugey/Rost 2000, S. 105-108; Just (2000), S. 8; Hemer (1999), S.185-186.

³⁴ In Deutschland etwa sind es die Kapitalbeteiligungsgesellschaften der Banken und Versicherungen der Sparkassen sowie der Volksbanken und Raiffeisenbanken. Vgl. Amador (1999), S. 61-62; Wupperfeld (1994), S. 37-38.

³⁵ Vgl. Baltzer (2000), S. 89-92; Wupperfeld (1994), S. 36.

Öffentlich-rechtliche Finanzinvestoren verfolgen mit einer Beteiligung an Unternehmen neben der Renditeorientierung oftmals wirtschaftspolitische Ziele, die in Verbindung mit öffentlichen Förderprogrammen zur Gründer-, Branchen- oder Regionalförderung stehen.³⁶ Die Förderung ist auf die Bereitstellung von Beteiligungskapital beschränkt, so dass Managementberatung selten oder nur in geringem Umfang angeboten wird. Dementsprechend nehmen öffentlich-rechtliche Finanzinvestoren relativ geringen Einfluss auf das Management des Beteiligungsobjekts und leisten kaum einen Added Value.³⁷

Privatwirtschaftliche Finanzinvestoren verfolgen primär finanzielle Ziele, wobei sich die Beteiligung an einem Unternehmen an der vorher festgelegten Anlagepolitik orientiert. Allerdings sind Beteiligungen an Unternehmen (rechtliche) Grenzen gesetzt. So müssen Versicherungen bestimmte Sicherheits- und Liquiditätsanforderungen des Versicherungsgeschäfts beachten, die ein Investment in solche Beteiligungsobjekte beschränken. Pensionsfonds sind üblicherweise auf permanent stabile Erträge aus den Beteiligungsobjekten angewiesen, um ihren (rechtlichen) Verpflichtungen in Form von laufenden Pensionsleistungen nachzukommen. Insofern kommen Unternehmensgründungen als Beteiligungsobjekt primär für die Abrundung bzw. zur Risikodiversifizierung des Beteiligungsportfolios in Betracht. Ein weiteres Beteiligungsmotiv ist darin zu sehen, dass Beteiligungsobjekte gleichzeitig potentielle Firmenkunden für Banken und Versicherungen darstellen. Wegen der primär renditeorientierten Beteiligungsmotive nehmen privatwirtschaftliche Finanzinvestoren kaum Einfluss auf das Management von Beteiligungsobjekten, sofern die Renditeforderungen der Investoren erfüllt werden. Managementunterstützung wird üblicherweise nicht angeboten, weil die dafür anfallenden Kosten meist in keinem angemessenen Verhältnis zu dem erreichten Added Value stehen.³⁸

³⁶ Vgl. etwa die vielfältigen öffentlichen Förderprogramme der KfW Mittelstandsbank (www.kfw-mittelstandsbank.de).

³⁷ Vgl. Vater (2002), S. 70; Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke 2000, S. 62-63; Kußmaul/Richter (2000b), S. 1199-1204.

³⁸ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 165-166; Vater (2002), S. 69-71; Baltzer (2000), S. 91-92; Wupperfeld (1994), S. 35-37.

2.2.3.2.2 Industrieunternehmen

Industrieunternehmen können sich als Anbieter von PE unmittelbar oder mittelbar – meist über eigens dafür gegründete Konzerntöchter (sog. Corporate Venture Capital-Gesellschaften)³⁹ – an Unternehmen beteiligen. Außer rein finanziellen Motiven sind strategische Beteiligungsmotive von großer Bedeutung. Dazu gehören vor allem:

- Zugang zu innovativen Technologien
- Nutzung von im Konzern nicht eingesetzten gewerblichen Schutzrechten (Patenten, Gebrauchs- und Geschmacksmuster)
- Beobachtung des Technologiemarktes

Zudem können kleinere Konzerneinheiten als autonome innovative Gesellschaften ausgründet werden (Spin-off), die kostengünstiger, schneller und flexibler als die konzern-eigenen F&E-Bereiche arbeiten. Bei strategisch motivierten Beteiligungen bietet das Industrieunternehmen dem Beteiligungsobjekt meist umfangreiche Managementunterstützung an und leistet so einen Added Value. Dadurch nimmt der PE-Anbieter jedoch relativ starken Einfluss auf das Management des Beteiligungsobjekts, was zu einer Beeinträchtigung der Unabhängigkeit und unternehmerischen Gestaltungsfreiheit einer innovativen Unternehmensgründung führen kann.⁴⁰

2.2.3.2.3 Institutionelle Private Equity Intermediäre

Neben der unmittelbaren Beteiligung von Kapitalgebern an Beteiligungsobjekten können solche PE-Investoren auch indirekt durch Einschaltung von Finanzintermediären Investments eingehen. Institutionelle PE-Intermediäre übernehmen die Funktion eines

³⁹ Zur Darstellung des CVC-Programms innerhalb des Siemens-Konzern vgl. Schuster (2002), S. 55-61..

⁴⁰ Vgl. Schuster (2003), S. ; Vater (2002), S. 71-72; Lorenz/Seeliger (2000),S. 659-662; Schween (1996), S. 78-89.

Vermittlers zwischen den Kapitalgebern und den Beteiligungsobjekten, ohne dass beide Parteien dabei miteinander in Kontakt treten (vgl. Abbildung 6).

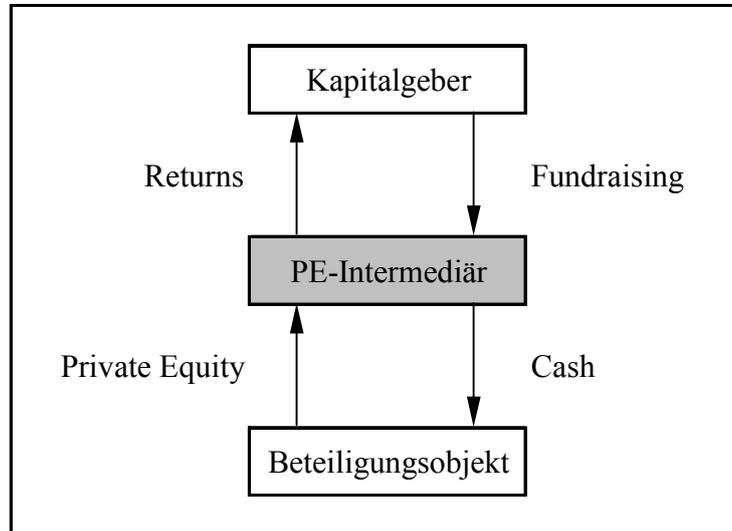


Abbildung 6: Einbindung eines PE-Investors als Finanzintermediär

(Quelle: leicht verändert übernommen aus Gompers/Lerner (2004), S. 11)

PE-Gesellschaften zahlen die ihnen von Kapitalgebern zufließenden Finanzmittel üblicherweise in geschlossene PE-Fonds ein, die i.d.R. mit einer vorher festgelegten Fondslaufzeit von den PE-Gesellschaften selbst aufgelegt werden. Die mit ausreichend (Eigen-)Kapital ausgestatteten PE-Fonds beteiligen sich unmittelbar an den in Betracht kommenden Unternehmen. Durch zusätzliche Aufnahme von Fremdkapital, das oftmals den Beteiligungsobjekten aufgebürdet wird, können auch größere Übernahmen getätigt werden, bei gleichzeitiger Schonung der Eigenmittel des PE-Fonds für andere Investments.⁴¹ Die PE-Fonds halten und entwickeln die erworbenen Beteiligungsobjekte, bis das Wertsteigerungspotential durch Veräußerung realisiert werden kann. Die Haltedauer der PE-Fonds liegt je nach Realisierungsgeschwindigkeit üblicherweise in einem Bereich von drei bis zehn Jahren.⁴²

⁴¹ Vgl. auch die entsprechenden Ausführungen in Abschnitt 3.1.3.

⁴² Vgl. Tykvová (2005), S. 465; Watrin/Gocksch (2002), S. 341.

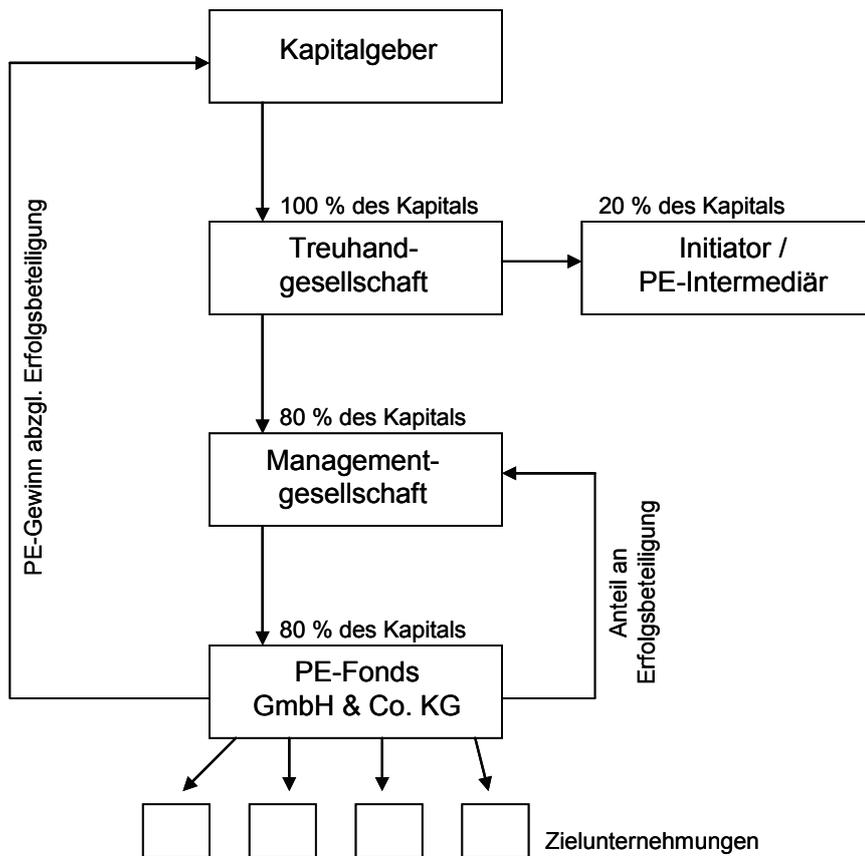


Abbildung 7: Grundstruktur der Beteiligung eines PE-Intermediärs mittels PE-Fond

(Quelle: Eigene Darstellung)

In Deutschland werden PE-Fonds aus steuerlichen und haftungsrechtlichen Gründen in der Rechtsform der GmbH & Co. KG geführt (vgl. Abbildung 7). Kommanditisten einer solchen PE-Fond-Gesellschaft sind die Kapitalgeber. Die Managementgesellschaft übernimmt die Beteiligungsverwaltung des PE-Fonds und die Geschäftsführung des PE-Fonds. Dafür erhält die Managementgesellschaft eine Vergütung in Form einer Gewinnbeteiligung. Die Gewinne aus dem PE-Fonds erhalten die Kapitalgeber, die zusammen 100 % des Kapitals der PE-Fond-Gesellschaft halten

Je nach Fondskonzept können PE-Fonds unspezifiziert oder differenziert in Beteiligungsobjekte investieren. Im letzt genannten Fall erfolgen Investitionen z.B. nur in bestimmte Branchen, Regionen, Technologien, Lebenszyklusphasen und Unternehmens-

größen. Mit zunehmendem Spezialisierungsgrad profitiert der PE-Fonds einerseits von den speziellen Chancen. Andererseits ist der PE-Fonds aufgrund der fehlenden Risikostreuung den speziellen Risiken ausgesetzt.⁴³

Die Managementunterstützung, welche die Managementgesellschaft den Beteiligungsobjekten anbietet, kann allgemeiner und/oder spezifischer Art sein. Die Intensität, d.h. Art und Umfang der Managementberatung hängt von den vorhandenen Managementressourcen ab. Im Allgemeinen erstreckt sich die Beratung z.B. auf die Unternehmensstrategie, die Organisation, das Rechnungswesen, das Controlling oder das Personalwesen. Spezifische Unterstützung, z.B. bezogen auf die Technologie oder das spezifische Know-how der Beteiligungsobjekte, kann angeboten werden, wenn ein hoher Spezialisierungsgrad des PE-Fonds vorliegt und entsprechende Managementkapazitäten in der Managementgesellschaft vorhanden sind.⁴⁴

Über die Höhe der Beteiligung können PE-Fonds mehr oder minder Einfluss auf die Beteiligungsobjekte nehmen. Abhängig vom erworbenen bzw. gehaltenen Anteil erhält ein PE-Fonds in bestimmten Umfang Weisungs-, Mitsprache-, Überwachungs- und Informationsrechte. Dadurch besteht die Möglichkeit der unmittelbaren Einflussnahme auf die Unternehmensführung eines Beteiligungsobjekts. Dem PE-Fonds stehen so Instrumente zur Verfügung, um eine Handlungsorientierung nach dessen Vorstellungen beim Beteiligungsobjekt durchzusetzen. Die Bandbreite reicht von Minderheitsbeteiligung bei innovativen Neugründungen bis hin zu Mehrheits- oder Komplettübernahmen bei MBOs. Üblicherweise werden bei jungen innovativen Unternehmen Minderheitsbeteiligungen eingegangen, so dass eine ausreichende Selbständigkeit und die damit verbundene Eigeninitiative und Motivation des Unternehmerteams erhalten bleiben. Mehrheitsbeteiligungen gehen PE-Fonds meist nur temporär ein, etwa wenn Mitglieder des Managements ausscheiden und eine Übergangslösung zu suchen ist oder wenn kurzfristig eine Situation eintritt, welche die Existenz des Beteiligungsobjekts gefährdet. Mehrheits- oder Komplettübernahmen finden sich z.B. beim Erwerb ganzer Tochtergesellschaften von Konzernen oder im Zusammenhang fehlender Unternehmensnachfolge. Das unternehmenseigene Management übernimmt meist aufgrund limitierter Finanzmit-

⁴³ Vgl. Schefczyk (2000), S. 18.

⁴⁴ Vgl. Engelmann/Heitzer (2001), S. 215; Schefczyk (2000), S. 18.

tel zunächst eine Minderheitsbeteiligung, die später – i.V. mit dem Rückzug des PE-Fonds – ausgebaut werden kann.⁴⁵

2.3 Entwicklung ausgewählter Private Equity-Märkte

2.3.1 Deutschland

Die Entwicklung der PE-Investitionen im Zeitablauf wurde bereits bei der Darstellung der Problemstellung in Abschnitt 1.1 aufgezeigt (vgl. Abbildung 1). Bei differenzierter Betrachtung nach Finanzierungsphasen zeigt sich im zeitlichen Ablauf ein uneinheitliches Bild (vgl. Abbildung 8). Investitionen in der Seed, Start-up und Later Stage stabilisieren sich ab dem Jahr 2003, seit 2000 der Abwärtstrend einsetzte, und bieten noch ein erhebliches Potential für PE-Investoren. Für die Expansion Stage ist seit 2003 sogar eine Aufwärtstendenz zu erkennen. Bei den Buy outs, die vom Volumen den Großteil der PE-Investitionen darstellen, zeigen sich starke Schwankungen. Verantwortlich hierfür sind meist einzelne Buy out Transaktionen mit einem relativ hohen Investitionsvolumen, die nur punktuell eintreten und so das Jahresergebnis maßgeblich beeinflussen.⁴⁶

⁴⁵ Vgl. Hammermann/Maser (2004), S. 543-545; Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 17-30; Baltzer (2000), S. 9; Schefczyk (2000), S. 18.

⁴⁶ Vgl. BVK (2005), S. 7..

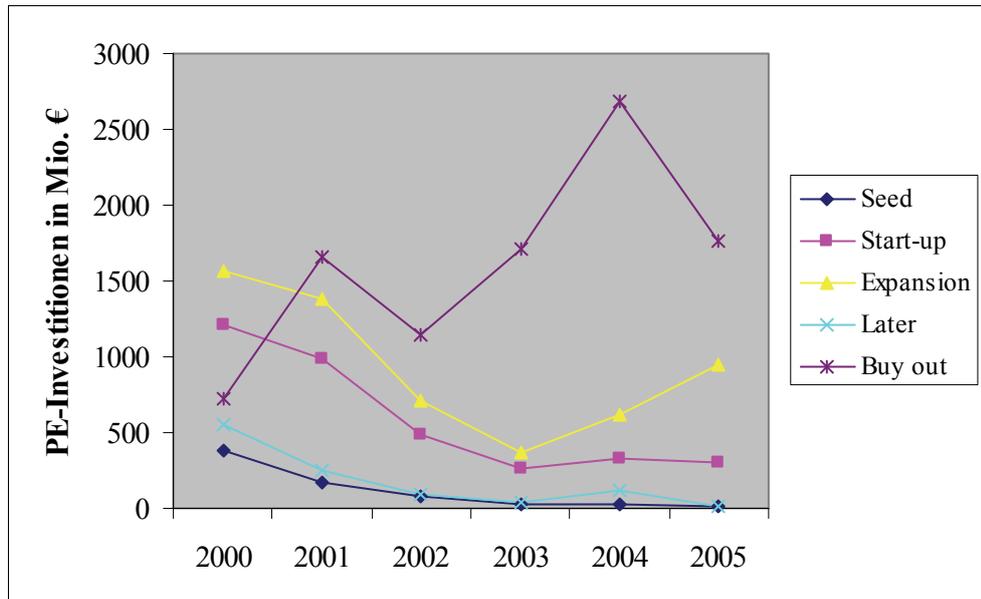


Abbildung 8: Entwicklung des PE-Investitionen nach Finanzierungsphasen in Deutschland

(Quelle: eigene Darstellung; Daten entnommen aus BVK (2006), S. 29)

Dies wird auch deutlich, wenn man die durchschnittlichen PE-Investitionen je Unternehmen betrachtet (vgl. Tabelle 1). So liegen die Werte bei Buy outs um das Mehrfache über dem der anderen Finanzierungsphasen. Während in der Seed Stage das durchschnittliche Investitionsvolumen weiter rückläufig ist, stabilisiert es sich in der Start-up stage. In der Expansion Stage steigen die Werte seit 2003 sogar stetig an. Mit zunehmender Entwicklung von Unternehmenszyklen stellen die PE-Investoren im Durchschnitt höhere Finanzmittel je Investment zur Verfügung.

	Mio. € je investiertem Unternehmen					
	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Seed	1,43	1,67	0,81	0,96	0,84	0,33
Start-up	1,63	1,34	0,76	0,82	1,00	0,92
Expansion	1,74	1,55	0,88	0,85	1,25	1,82
Later	3,32	1,64	0,97	1,30	2,59	0,49
Buy out	9,48	17,96	13,95	33,48	44,78	21,56

Tabelle 1: Entwicklung des durchschnittlichen PE-Investitionsvolumen je Unternehmen nach Finanzierungsphasen in Deutschland

(Quelle: eigene Darstellung, berechnet aus Daten in BVK (2006), S. 29 u. 30)

Beim Fundraising als Indikator für zukünftige Investitionen von PE-Fonds zeigt sich eine zunehmende Bedeutung der Early und Expansion Stage bezogen auf das gesamte Fundraising-Volumen (vgl. Tabelle 2). Der Anteil der bei PE-Kapitalgebern neu aufgebrauchten Fondsmittel für diese Finanzierungsphasen stieg von 30,9 % in 2004 auf 34,6 % in 2005. In verstärktem Maße profitieren hiervon Unternehmensgründungen aus dem High Tech-Bereich, die sich üblicherweise als besonders innovationsstark erweisen.

	2003	2004	2005
High Tech-Early Stage	2,9%	8,5%	9,8%
Sonstige Early Stage	0,6%	2,1%	3,2%
High Tech-Expansion	1,3%	3,7%	6,6%
Sonstige Expansion	4,9%	16,6%	15,0%
Buy-outs	88,0%	49,0%	65,2%
Sonstige	2,3%	20,1%	0,2%
Fundraising gesamt	100,0%	100,0%	100,0%

Tabelle 2: Entwicklung des PE-Fundraising nach Finanzierungsphasen in Deutschland

(Quelle: eigene Darstellung; Daten entnommen aus BVK (2006), S. 4; BVK (2005), S. 4; BVK (2004), S. 4)

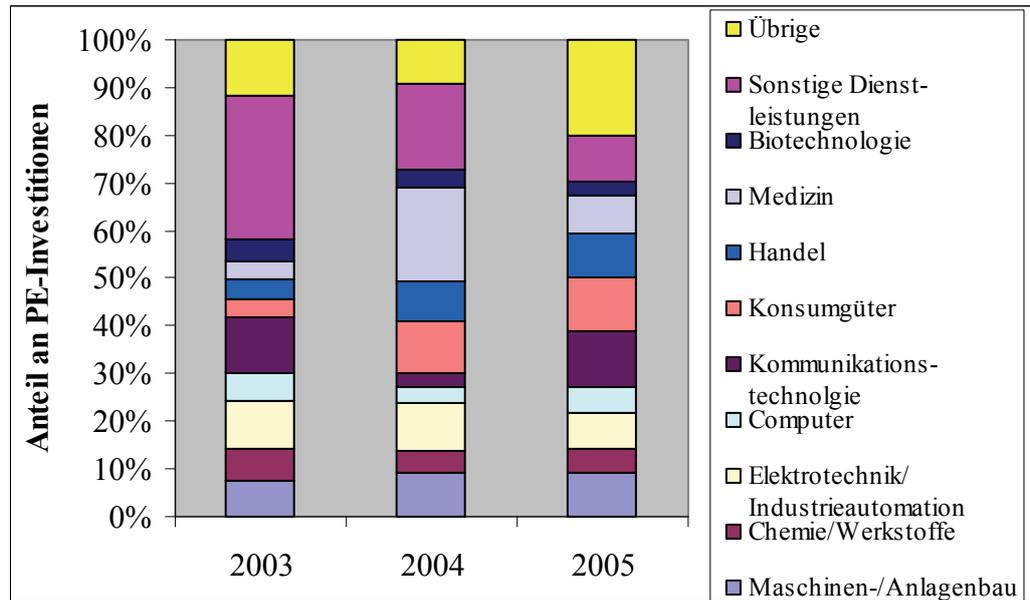


Abbildung 9: Entwicklung der PE-Investitionen nach Branchen in Deutschland

(Quelle: eigene Darstellung; Daten entnommen aus BVK (2006), S. 10; BVK (2005), S. 9; BVK (2004), S. 9)

Eine differenzierte Betrachtung der PE-Investitionen nach den einzelnen Branchen zeigt ein uneinheitliches Bild (vgl. Abbildung 9). So war etwa der Medizin-Bereich im Jahr 2004 durch einige Großtransaktionen geprägt. Gleiches galt in den Jahren 2003 und 2005 für die Kommunikationstechnologie. Relativ stabil blieben die PE-Investitionen im Maschinen- und Anlagenbau, Handel, in der Computerbranche, der Biotechnologie, der Chemie und Werkstofftechnologie sowie der Elektrotechnik und Industrieautomation. Stark an Bedeutung hat der Konsumgüterbereich gewonnen, so dass PE-Investoren in innovativen und kundenorientierten Konsumgütern ein attraktives Marktpotential sehen.

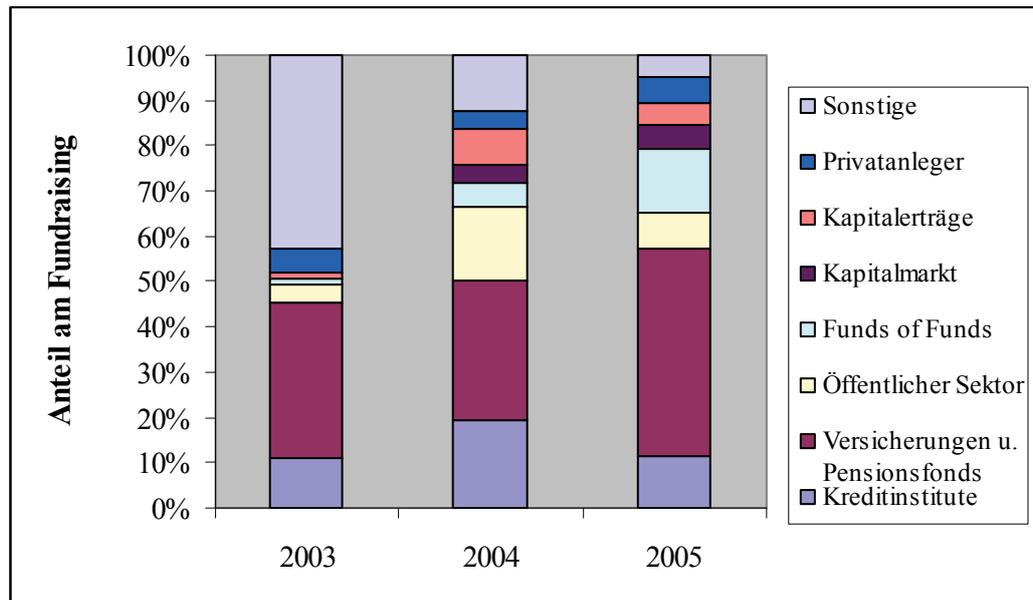


Abbildung 10: Entwicklung des PE-Fundraising nach Kapitalgebern in Deutschland

(Quelle: eigene Darstellung; Daten entnommen aus BVK (2006), S. 3; BVK (2005), S. 3; BVK (2004), S. 3)

Hinsichtlich der einzelnen Kapitalgeber fällt auf, dass verstärkt Versicherungen und Pensionsfonds sowie Funds of Funds als Kapitalgeber auftreten (vgl. Abbildung 10). Bei Funds of Funds werden Investitionen in andere PE-Fonds getätigt, ohne selbst einen eigenen Fonds zu managen. Der Fokus liegt vielmehr darauf, die Risiken der einzelnen Fonds zu streuen, was gleichzeitig aber auch die Chancen schmälert. Unter Gesichtspunkten einer breiteren Risikostreuung sind Funds of Funds auch für Privatanleger geeignet.⁴⁷ Versicherungen und Pensionsfonds sind vor allem an stabilen Erträgen aus etablierten Unternehmen interessiert (vgl. Abschnitt 2.2.3.2.1), was sich im hohen Fundraising-Volumen der Buy out-Fonds niederschlägt. Hingegen ist das Engagement der Kreditinstitute und des öffentlichen Sektors rückläufig. Zum letzt genannten zählen

⁴⁷ Vgl. Mittendorfer (2001), S. 52.

die öffentlichen mittelständischen Beteiligungsgesellschaften und öffentliche Co-Investment- und Refinanzierungsprogramme.⁴⁸

2.3.2 Europa

Nach Angaben der EVCA kam es im Unterschied zu Deutschland bereits in 2001 zu einem Einbruch bei den PE-Investitionen. Allerdings stiegen die Investitionen in den Folgejahren wieder stetig an. Während in Deutschland der Rückgang noch bis ins Jahr 2003 anhielt, überstiegen in Europa die PE-Investitionen in 2004 den bisherigen Höchststand des Jahres 2000. Deutschland hat den bisherigen Rekordwert aus dem Jahr 2000 noch nicht wieder erreicht. Dies spricht im Vergleich zu Deutschland für eine höhere Dynamik und Flexibilität der europäischen PE-Investoren, da sie einerseits ihre Investitionen schneller zurückfahren und andererseits eher wieder bereit sind, stärker zu investieren.

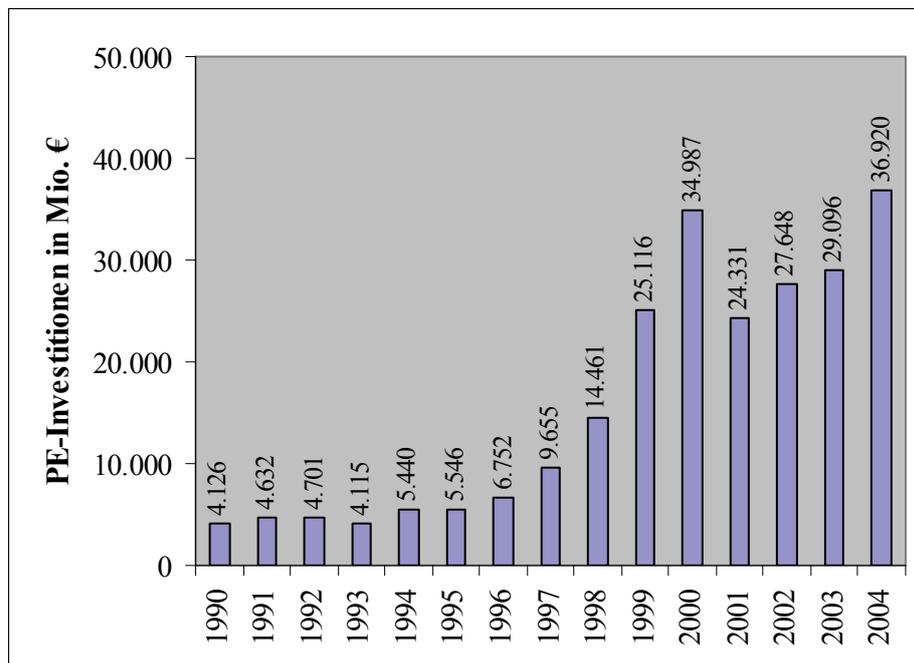


Abbildung 11: Entwicklung der PE-Investitionen in Europa

(Quelle: eigene Darstellung, Daten entnommen aus EVCA (2005))

⁴⁸ Vgl. BVK (2006), S. 3.

In Bezug auf die Finanzierungsphasen zeigt sich im Zeitablauf in Europa eine starke Zunahme der PE-Investitionen bei den Buy outs (vgl. Abbildung 9). Auch die Investitionen in der Later und Expansion Stage zeigen aufsteigende Tendenz. Die Gründungsphasenfinanzierung hingegen stagniert, wie auch in Deutschland mehr oder minder auf relativ niedrigem Niveau. Insofern besteht hier noch erhebliches Potential für PE-Investoren.

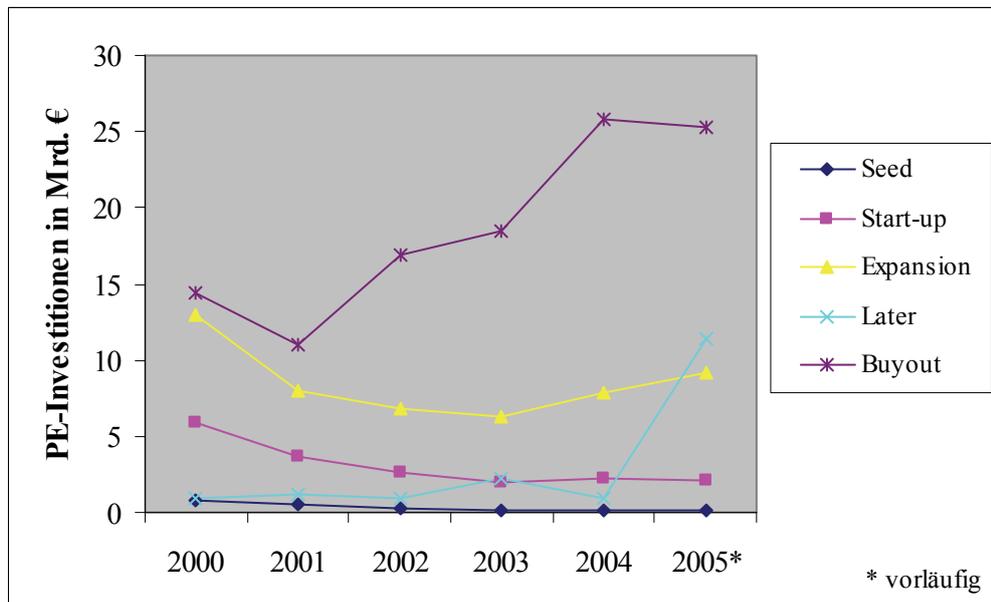


Abbildung 12: Entwicklung der PE-Investitionen nach Finanzierungsphasen in Europa
(eigene Darstellung; Daten entnommen aus EVCA (2005) u. EVCA (2006))

	Mio. € je investiertem Unternehmen				
	2001	2002	2003	2004	2005*
Seed	1,10	0,90	0,81	0,37	0,49
Start-up	1,55	1,06	0,81	0,65	0,88
Expansion	2,74	1,72	1,43	1,36	2,11
Later	2,24	3,20	2,33	6,44	2,97
Buyout	14,48	9,35	10,75	10,04	11,82

Tabelle 3: Entwicklung des durchschnittlichen PE-Investitionsvolumen je Unternehmen nach Finanzierungsphasen in Europa

(Quelle: eigene Darstellung, berechnet aus Daten in EVCA (2006) u. EVCA (2005))

Bei den durchschnittlichen PE-Investitionen je Unternehmen liegen die Werte für die Buy outs um ein Mehrfaches über denen der anderen Finanzierungsphasen (vgl. Tabelle 2). In der Seed Stage, Start-up Stage und Expansion Stage sind die Durchschnittswerte im Jahr 2005 erstmals seit 2001 wieder gestiegen, was für eine Erholung in diesen Finanzierungsphasen spricht.

	2003	2004	2005*
High Tech-Early Stage	5,9%	4,9%	5,9%
Sonstige Early Stage	2,2%	2,3%	1,1%
High Tech-Expansion	3,5%	4,1%	3,7%
Sonstige Expansion	10,8%	20,6%	10,2%
Buy-outs	76,5%	64,9%	76,6%
Sonstige	1,1%	3,3%	2,1%
Fundraising gesamt	100,0%	100,1%	99,6%

* vorläufig

Tabelle 4: Entwicklung des PE-Fundraising nach Finanzierungsphasen in Europa

(Quelle: eigene Darstellung; Daten entnommen aus EVCA (2006))

Gegenüber Deutschland ist in Europa die Entwicklung des PE-Fundraising, nach Finanzierungsphasen betrachtet, unterschiedlich (vgl. Tabelle 4). Die Bedeutung des Fundraising sowohl der Early Stage und Expansion Stage als auch speziell der High Tech-Bereich bleibt relativ stabil. Insofern besteht in Europa, außerhalb Deutschlands noch

Aufholbedarf. Den mit Abstand größten Anteil am PE-Fundraising machen die Buy outs aus, wobei in Deutschland die Bedeutung rückläufig ist und in Europa der Anteil stabil bleibt.

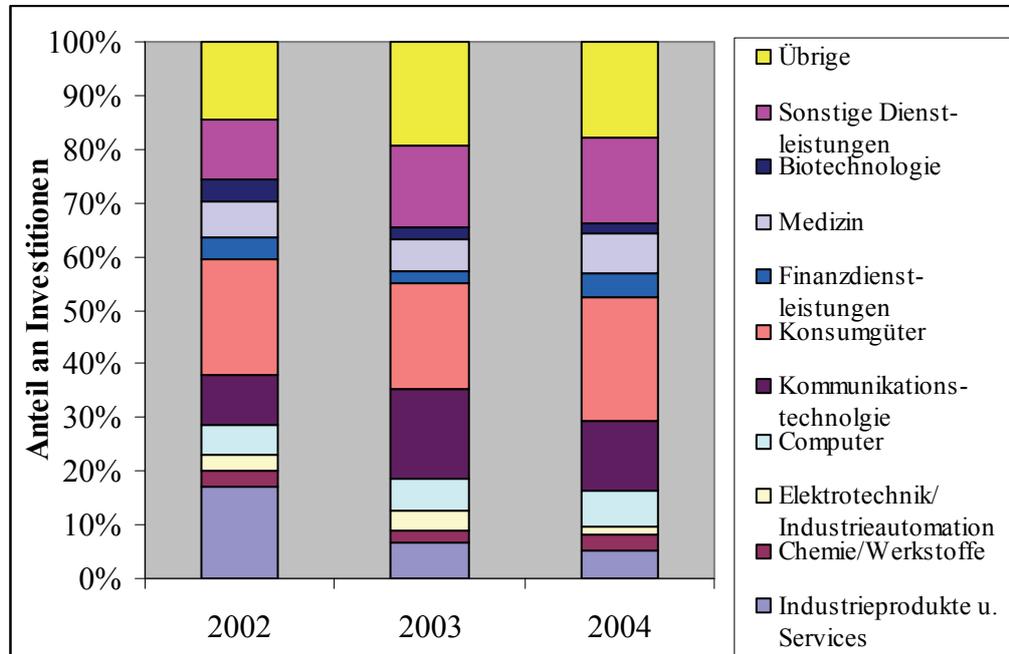


Abbildung 13: Entwicklung des Anteils an den PE-Investitionen nach Branchen in Europa

(Quelle: eigene Darstellung; Daten entnommen aus EVCA (2005))

Bei branchenbezogener Betrachtung der PE-Investitionen ist ähnlich wie in Deutschland ein differenziertes Bild zu erkennen (vgl. Abbildung 13). Relativ stabil geblieben sind – allerdings auf unterschiedlichem Niveau – die Bereiche Konsumgüter, Kommunikationstechnologie, Computer, Medizin, Chemie/Werkstoffe und Biotechnologie. Industrieprodukte und industrielle Services hingegen haben ebenso wie Elektrotechnik und Industrieautomation stark an Relevanz verloren. Offenbar scheint der industrielle Sektor zumindest in Westeuropa weniger attraktiv für PE-Kapitalgeber zu werden. Auffällig ist auch, dass innovative Finanzdienstleistungen einen in Europa nicht unbedeutenden Anteil an den PE-Investitionen ausmachen, wohingegen diese in Deutschland kaum von Bedeutung sind.

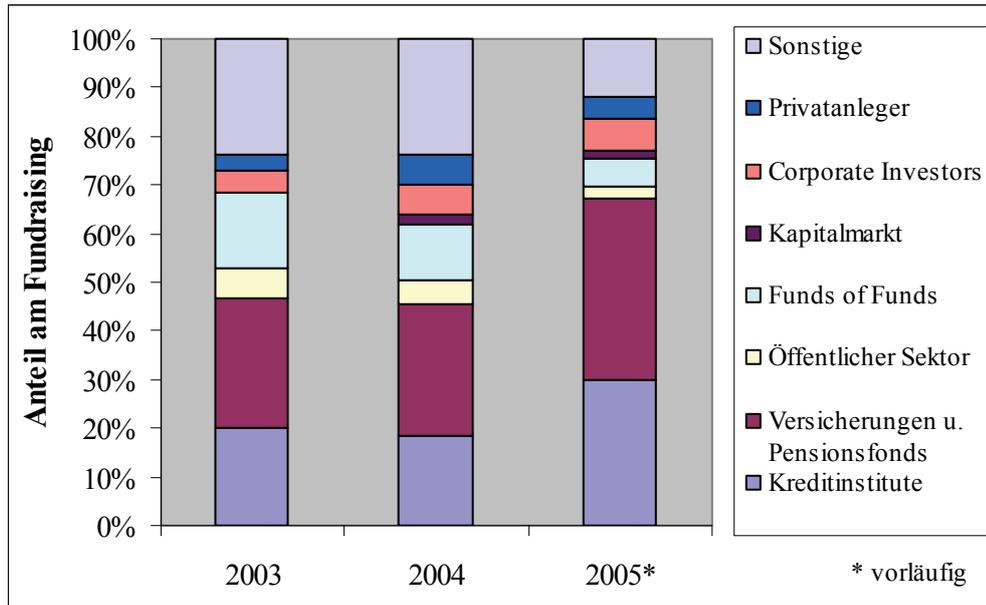


Abbildung 14: Entwicklung des PE-Fundraising nach Kapitalgebern in Europa

(Quelle: eigene Darstellung; Daten entnommen aus EVCA (2006) u. EVCA (2005))

Im Unterschied zu Deutschland nimmt in Europa die relative Bedeutung der Fund of Funds tendenziell ab (vgl. Abbildung 14). Zudem treten neben Versicherungen und Pensionsfonds auch Kreditinstitute verstärkt als PE-Kapitalgeber auf. Offenbar nutzen die größeren europäischen, meist global aufgestellten Banken außerhalb Deutschlands PE-Investments zunehmend zur Renditestärkung bei gleichzeitiger Streuung der Risiken.

2.3.3 USA

In den USA setzt seit 2002 eine Erholung im PE-Fundraising ein. Sowohl die neu eingesammelten Fondsmittel für Venture Capital als auch für Buy outs und Mezzanine Capital sind nach dem Einbruch zu Beginn des Jahrtausends kontinuierlich gestiegen (vgl. Abbildung 15). Dies gilt besonders für Buy outs und Mezzanine Capital, wo der Wert erstmals den bisherigen Höchstwert aus dem Jahr 2000 wieder überschritten hat. Insofern ergibt sich hier für Venture Capital noch ein erhebliches Aufholpotential.

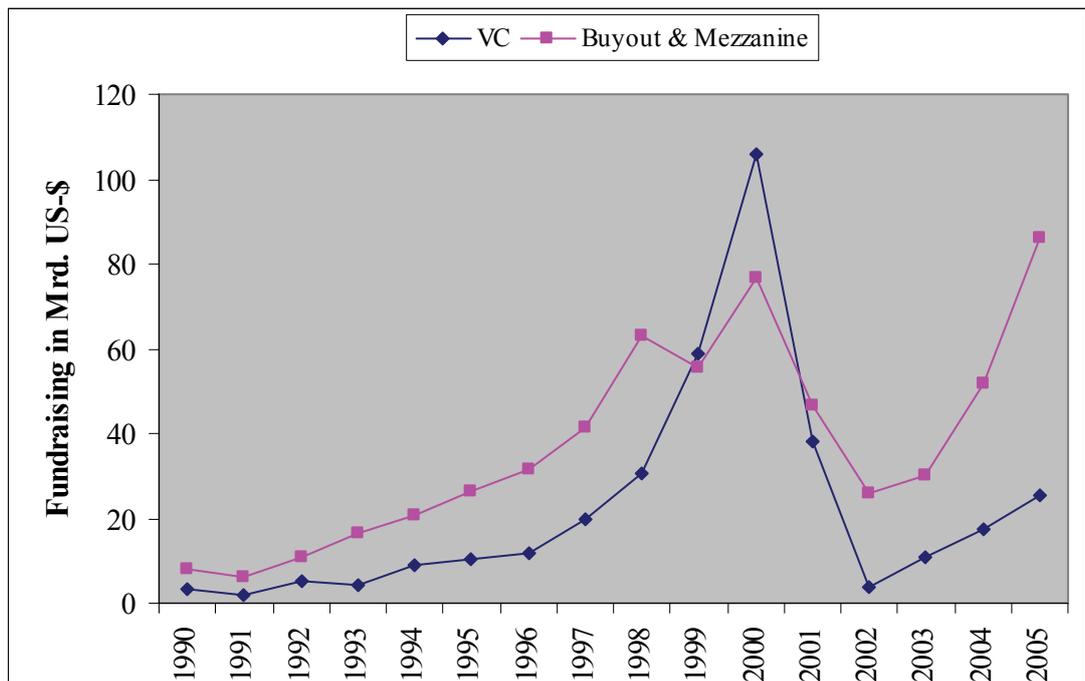


Abbildung 15: Entwicklung des PE-Fundraising in den USA

(Quelle: eigene Darstellung; Daten entnommen aus NVCA/TVE (2006) und NVCA (2005))

Bei den Finanzierungsphasen der VC-Investitionen hat sich die relative Bedeutung der Start-up und Seed Stage auf niedrigem Niveau stabilisiert (vgl. Abbildung 16). Eine stabile Entwicklung ist auch, allerdings auf erheblich höherem Niveau, bei den Finanzierungen in der Early und Expansion Stage zu beobachten. Hingegen hat sich der Anteil der Later Stage kontinuierlich erhöht, was auf eine höhere Risikoscheu der Investoren schließen lässt, die nunmehr verstärkt in etablierte Unternehmen mit einem bereits bewährten Geschäftskonzept investieren. Allerdings bieten die Frühphasen den Investoren ein erheblich höheres Chancenpotential, um sich frühzeitig an potentiell erfolgreichen Unternehmen zu beteiligen. Durch geeignete Streuung der Investments kann das Risikopotential entsprechend begrenzt werden.

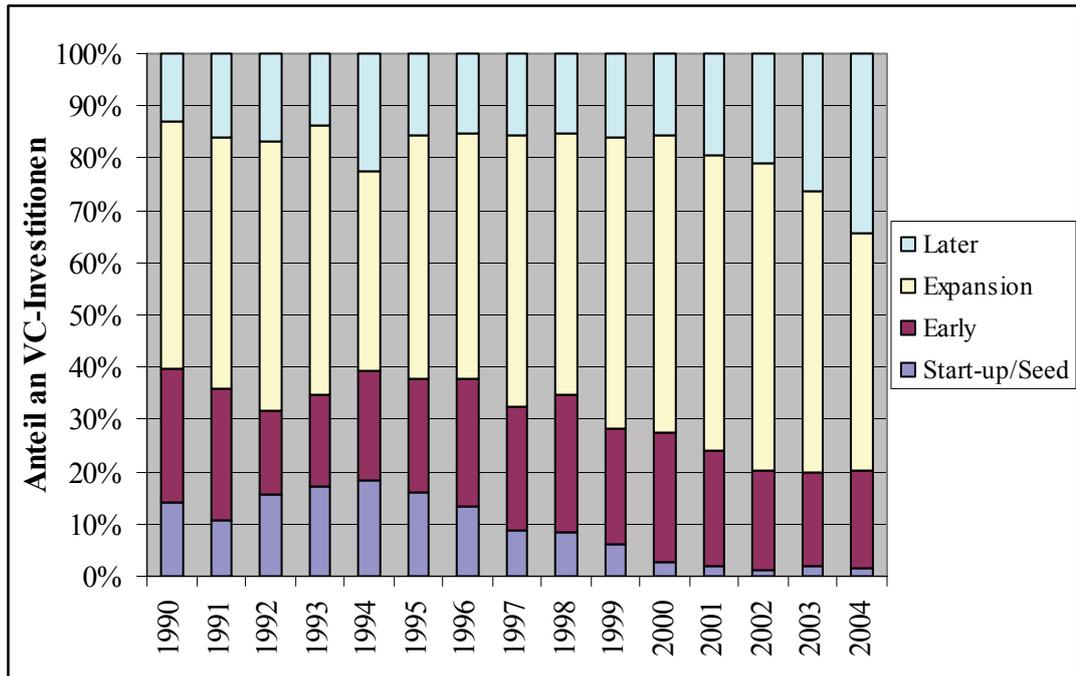


Abbildung 16: Entwicklung der VC-Investitionen nach Finanzierungsphasen in den USA

(Quelle: eigene Darstellung, berechnet aus Daten in NVCA (2005))

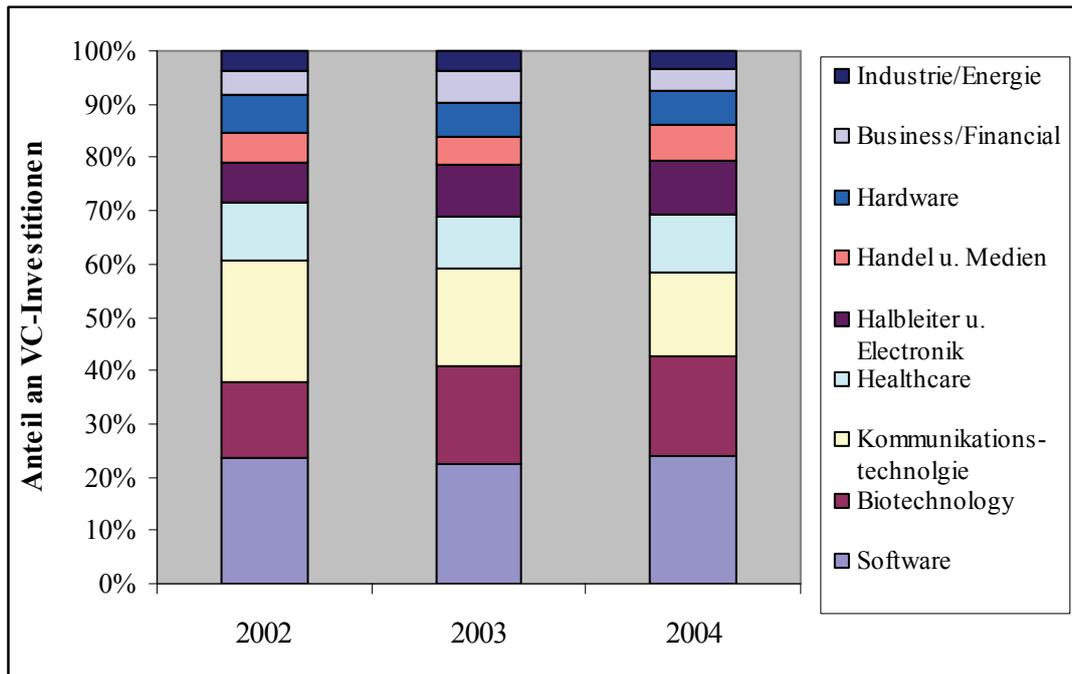


Abbildung 17: Entwicklung der VC-Investitionen nach Branchen in den USA

(Quelle: eigene Darstellung berechnet aus Daten in NVCA (2005))

Die branchenbezogene Entwicklung der VC-Investitionen in den USA zeigt, dass die relative Bedeutung gemessen am Anteil des Investitionsvolumens in vielen Branchen annähernd gleich geblieben ist (vgl. Abbildung 17). Ein relativ starker Rückgang ist in der Kommunikationstechnologie zu beobachten, dem Zuwächse in der Biotechnologie sowie bei Halbleitern und Elektronik gegenüberstehen.

3 Institutionenökonomie und Private Equity

3.1 Unternehmenserfolg als subjektive Größe

Der Erfolg eines Unternehmens ist grundsätzlich subjektiver Art und vom jeweiligen Betrachter abhängig. Es gibt nicht „den“ Unternehmenserfolg, ebenso wenig wie es

„den“ Unternehmenswert gibt.⁴⁹ Vielmehr bestimmen individuelle Erfolgsvorstellungen, ob ein Unternehmen als erfolgreich bezeichnet werden kann. Für das eine Individuum ist bereits das wirtschaftliche Überleben des jungen Unternehmens oder das Erreichen der Gewinnzone ein Erfolg, während für ein anderes Individuum nur die Erreichung einer vorgegebenen Zielrendite als erfolgreich gewertet wird.⁵⁰

Voraussetzung für die Beurteilung des Unternehmenserfolgs aus Sicht des Betrachters ist das Vorhandensein eines individuellen Zielsystems, das aus mindestens einem Erfolgsziel besteht. Anhand der Festlegung eines oder mehrerer Erfolgsziele kann der Betrachter beurteilen, ob ein Unternehmen erfolgreich ist (Zielerreichung bzw. -übertreffung) oder nicht (Zielverfehlung). Jedes Erfolgsziel hat eine bestimmte Zielpräferenz innerhalb des Zielsystems, indem einzelne Erfolgsziele unterschiedlich gewichtet werden. Die Relevanz der Erfolgsziele kann hierarchisch im Zielsystem abgebildet werden, wobei zwischen Zielen komplementäre, konkurrierende oder indifferente Zielbeziehungen bestehen können. Zielkomplementarität liegt vor, wenn die Erfüllung eines Ziels die Erfüllung eines oder mehrerer anderer Ziele als Folge hat. Bei Zielkonkurrenz bestehen zwischen bestimmten Erfolgszielen Zielkonflikte. Die Erreichung eines Erfolgsziels geht zu Lasten eines oder mehrerer anderer Erfolgsziele. Zielindifferenz liegt vor, wenn die Erreichung eines Erfolgsziels keinen Einfluss auf ein anderes oder andere Erfolgsziele hat. Jedoch dürfte es innerhalb eines Zielsystems kein Erfolgsziel geben, dass nicht in bestimmter Art und Weise komplementär oder konkurrierend in Bezug auf ein anders Erfolgsziel ist. Praktisch kann von Indifferenz gesprochen werden, wenn komplementäre oder konkurrierende Zielbeziehungen aufgrund des Ausmaßes der Beeinflussung zu vernachlässigen sind.⁵¹

Zur Formulierung von Erfolgszielen sind die Erfolgsdimensionen Inhalt, Ausmaß und Zeitraum relevant. Mit dem Zielinhalt wird sachlich festgelegt, was erreicht werden soll. Dabei handelt es sich um beeinflussbare Variablen, die durch den Betrachter infolge direkter oder indirekter Einflussnahme auf das Unternehmen veränderbar sind. Mit dem Zielausmaß wird das hinsichtlich des Zielinhaltes zu erreichende Anspruchsniveau be-

⁴⁹ Vgl. zum sog. Subjektivitätsprinzip in der Unternehmensbewertung Moxter (1990), S. 23-24.

⁵⁰ Vgl. Freier (2000), S. 49-51.

⁵¹ Vgl. Macharzina (2003), S. 192-194; Heinen (1966), S. 94-95.

stimmt. Dies kann in absoluter oder relativer Form geschehen. Der zeitliche Bezug legt fest, innerhalb welchen Zeitraums bzw. bis zu welchem Zeitpunkt ein Erfolgsziel zu erreichen ist.⁵²

Für eine Operationalisierung des Unternehmenserfolgs bietet sich bei der Formulierung der Erfolgsziele eine Differenzierung an. So kann etwa zunächst nach finanziellen und nicht-finanziellen bzw. monetären und nicht-monetären Erfolgszielen des Betrachters unterschieden werden. Hierbei fließen in bestimmtem Maße persönliche Motive ein, die in komplementärer, konkurrierender oder indifferenter Beziehung zum Erfolg des Unternehmens stehen. Der Zielbildungsprozess des Betrachters ist somit grundsätzlich ein individueller Vorgang. So kann z.B. ein Betrachter unternehmensübergreifend Synergien realisieren, die einem anderen Betrachter nicht möglich sind. Gleichzeitig sind nur qualitativ messbare, d.h. nicht quantifizierbare Erfolgsziele, objektiv nur relativ schwer zu erfassen, was die intersubjektive Nachvollziehbarkeit bzw. -prüfbarkeit mindert. Zudem ist der zukünftig erwartete Unternehmenserfolg von den individuellen Vorstellungen des Betrachters über zukünftige Umwelt- und Unternehmensentwicklungen abhängig. Dabei spielt die Risikoeinstellung des Betrachters, d.h. Risikoaversion, -indifferenz oder -freude, eine erfolgsentscheidende Rolle. Denn je mehr Risiken eingegangen werden, desto größer sind auch die Erfolgchancen des Unternehmens et vice versa.⁵³

Für die Erfolgsbeurteilung ist es erforderlich, dass der Betrachter über die erfolgsrelevanten Informationen verfügt. Diese gilt es zu beschaffen, aufzubereiten, zu verknüpfen, zu bewerten und zu speichern. Üblicherweise verfügen Individuen nicht über den gleichen Informationsstand. So kann es bei unterschiedlichen Informationsständen vorkommen, dass trotz identischer Zielsysteme keine übereinstimmende Erfolgsbeurteilung vorliegt. Vor allem für Außenstehende ist es schwierig, an die erfolgsrelevanten Informationen zu gelangen, weil der Aufwand dafür zu hoch ist oder bestimmte Informationen z.B. aus Geheimhaltungsgründen bzw. Verschwiegenheitspflichten nicht bereitgestellt werden können. Zugleich kann die Bereitschaft zur Informationsbereitstellung sehr

⁵² Vgl. Macharzina (2003), S. 190.

⁵³ Vgl. Macharzina (2003), S. 194-195.

eingeschränkt sein, wenn durch Preisgabe von Informationen ein Informationsvorsprung verloren geht und damit ein Verlust an Informationsmacht eintritt.⁵⁴

3.1.2 Unternehmenserfolg aus Sicht des Unternehmers

Beim Unternehmer ist der Unternehmenserfolg durch seine persönliche Motivstruktur gekennzeichnet. Durch die starke personelle Verbundenheit mit dem Unternehmen treten persönliche Motive stark in den Vordergrund. Dies kann im Rahmen des Zielbildungsprozesses und bei der Formulierung der Erfolgsziele zu Zielkonflikten führen, die das Zielsystem des Unternehmers und mithin den Unternehmenserfolg maßgeblich beeinträchtigen (vgl. Abbildung 18). Dominieren nicht finanzielle Erfolgsziele gegenüber finanziellen Erfolgszielen, kann die Existenz des Unternehmens eher gefährdet sein. Dies wiegt umso schwerer, je mehr der Unternehmer negative Entwicklungen nicht wahrnimmt bzw. wahrnehmen will. Eine Konfliktregelung durch den Unternehmer findet dann kaum statt.

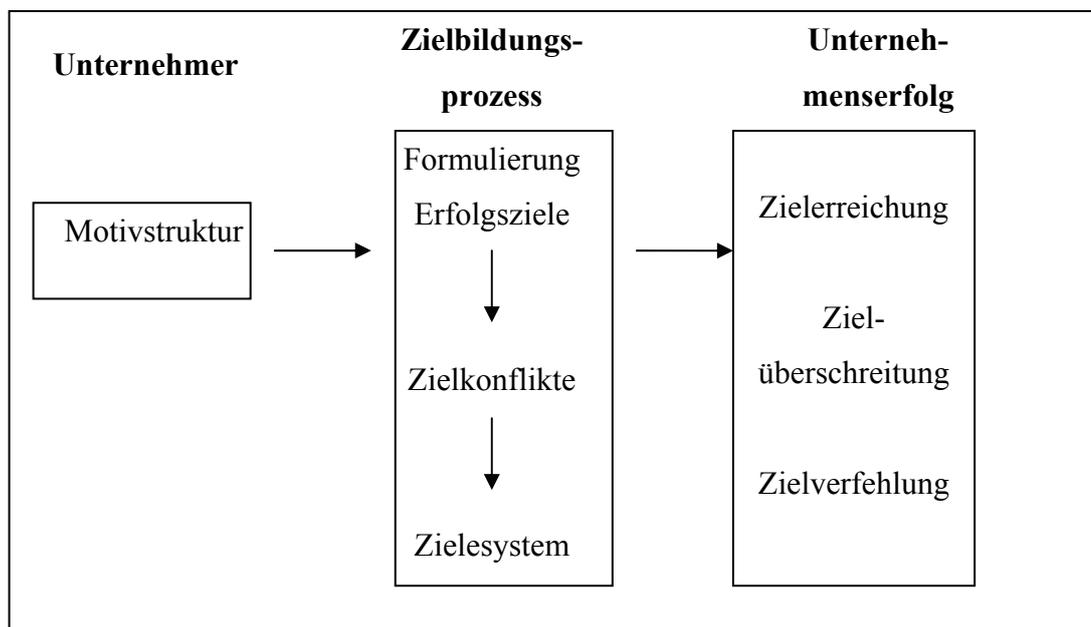


Abbildung 18: Kontextbetrachtung von Unternehmer, Zielbildungsprozess und Unternehmenserfolg

(Quelle: eigene Darstellung)

⁵⁴ Vgl. Hirsch (2004), S. 57; North (2001), S. 49; Bea (2000), S. 362.

Allerdings müssen stark persönlichkeitsbezogene Erfolgsziele nicht zwangsläufig negativ auf den Unternehmenserfolg wirken. Persönliche Erfolgsziele des Unternehmers sind z.B.⁵⁵:

- Selbständigkeit
- Unabhängigkeit
- Entscheidungsfreiheit
- Eigenverantwortliches Handeln
- Pioniergeist
- Selbstbestätigung
- Selbstverwirklichung

Die starke persönliche Motivation liefert Antrieb zur Erhöhung der Leistungs- und Innovationsbereitschaft i.V.m. einer Verbesserung der Leistungs- und Innovationsfähigkeit. Der Unternehmenserfolg dient dann in hohem Maße der Befriedigung der persönlichen Motive. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Erfolgsziele in Abhängigkeit von der erreichten Phase im Lebenszyklusprozess von Unternehmen zu betrachten sind (vgl. Tabelle 5).

Mit zunehmender Entwicklung des Unternehmens werden die unternehmensbezogenen Erfolgsziele des Managements ambitionierter und stellen neue Herausforderungen dar. Dabei hängt die Erreichung zukünftigen Erfolgsziele von der Erfüllung der in den vorangegangenen Lebenszyklusphasen gesetzten Erfolgsziele ab. So lässt sich etwa die Produktions- und Marktreife nur auf Basis eines vorher entwickelten Prototyps erreichen. Das Verfehlen eines Erfolgsziels bedeutet entweder eine Verlängerung der erreichten Lebenszyklusphase oder im schlechtesten Fall, d.h. wiederholtes Nichterreichen, ein Scheitern des Unternehmens. Der finanzielle Erfolg des Unternehmens gewinnt für den

⁵⁵ Vgl. Ripsas (1997), S. 182-193.

Unternehmer mit zunehmender Etablierung des Unternehmens an Bedeutung. Während in den Frühphasen der nicht-finanzielle Erfolg mit Umsetzung der Intention sowie Realisierung der Innovation (Leistungserstellung und -vermarktung) stark im Fokus steht, ist im weiteren Entwicklungsverlauf die nachhaltige Wertsteigerung des Unternehmens als Maß zur Beurteilung des Entwicklungserfolgs für den Unternehmer relevant.⁵⁶

⁵⁶ Vgl. Dreier (2001), S. 120-125; Freier (2000), S. 42-49.

Gründungsphase			Expansionsphase		Reifephase	
<i>Seed Stage</i>	<i>Start-Up Stage</i>	<i>First Stage</i>	<i>Second Stage</i>	<i>Third Stage</i>	<i>Fourth Stage</i>	<i>Late Stage</i>
<i>Invention</i>		<i>Innovation</i>	<i>Diffusion</i>		<i>Folge-Innovationen</i>	
erfolgsversprechende F&E-Ergebnisse	erfolgreiche formale Gründung	erfolgsreiche Produktions- aufnahme	Einleitung nationale Marktdurch- dringung	Einleitung internationale Marktdurch- dringung	erfolgsreiche Differenzierung	nachhaltige Wertsteigerung
erfolgreiche Entwicklung Prototyp	Erreichung Produktions-/ Marktreife	erfolgreiche Marktein- führung	erfolgsversprechende F&E- Ergebnisse für Weiter- und Neuentwicklungen		Entwicklung neuer Produkt- innovationen	(Realisierung z.B. durch erfolgreicher Börsengang)
erfolgsversprechende Marktanalyse	erfolgsverspre- chende Testverkäufe				Erschließung neuer Märkte	

Tabelle 5: Lebenszyklusphasenbezogener Unternehmenserfolg aus Unternehmersicht

(Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Schefczyk (2000), S. 37; Steiner/Tebroke (2000), S. 280; Fischer (1987), S. 13)

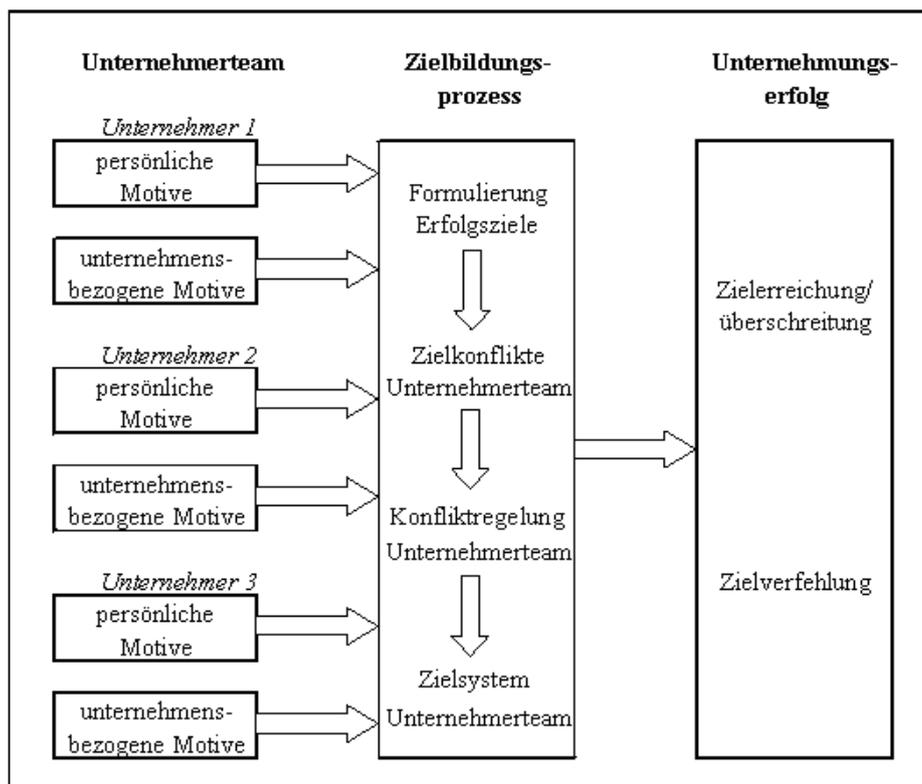


Abbildung 19: Kontextbetrachtung von Unternehmerteam, Zielbildungsprozess und Unternehmenserfolg

(Quelle: eigene Darstellung)

Wird ein Unternehmen nicht von einem einzelnen Unternehmer, sondern von einem Managementteam geführt, sind die Interaktionsbeziehungen zwischen den Teammitgliedern zu berücksichtigen. Bei der Formulierung der Erfolgsziele treffen die individuellen persönlichen und unternehmensbezogenen Motive der beteiligten Personen aufeinander (vgl. Abbildung 19). Je stärker die Erfolgsziele zwischen den Managern divergieren, desto größer ist das Konfliktpotential innerhalb des Managementteams. Durch Konfliktregelung innerhalb der Gruppe lassen sich die individuellen Erfolgsziele im Zielbil-

dungsprozess integrieren und im Zielsystem abbilden.⁵⁷ Dies kann in Form der Zieldurchsetzung, Zielrevidierung oder Zielangleichung erfolgen und ist vor allem von folgenden individuellen Unternehmereigenschaften abhängig:

- Konfliktbewältigung und Konsensorientierung
- Kompromissbereitschaft und -fähigkeit
- Machtstellung und -streben
- Durchsetzungsvermögen

Gruppenbezogen lässt sich die Konfliktregelung anhand der Teamstruktur beschreiben, die durch die Kommunikationsstruktur, die Aufgaben- und Rollenstruktur, die Status- und Machtstruktur sowie die Affektstruktur gekennzeichnet ist.

Die *Kommunikationsstruktur* des Managementteams beinhaltet den formellen und informellen Austausch von erfolgszielrelevanten Informationen zwischen den Managern. Je höher die Kommunikationshäufigkeit und intensiver der Informationsaustausch ausfällt, desto einheitlicher ist der Informationsstand innerhalb des Managementteams. Eine breite Informationsbasis über die Erfolgszielvorstellungen bildet die Voraussetzung, um eine Konfliktregelung in der Gruppe herbeizuführen. Vertrauen und Offenheit in der Kommunikation durch ungezwungenen und freien Meinungs austausch liegen im Interesse des Managementteams. Dabei ist darauf zu achten, dass nur erfolgszielrelevante Informationen offenbart werden, da ansonsten die Teammitglieder die Fülle an bereitgestellten Informationen kaum bewältigen und verarbeiten können. Sind jedem Teammitglied die individuellen Zielvorstellungen der anderen Mitglieder des Managementteams bekannt, können durch Zieldurchsetzung, Zielrevidierung oder Zielangleichung Konflikte geregelt werden.⁵⁸

Mit der *Aufgaben- und Rollenstruktur* des Managementteams werden die wechselseitigen Verhaltenserwartungen erfasst, die jedem Teammitglied entgegengebracht werden.

⁵⁷ Vgl. Macharzina (2003), S. 205-206; Corsten (1988), S. 337-342.

⁵⁸ Vgl. Struß (2003), S. 87-101; Wiswede (1998), S. 44.

I.S.e. Aufgaben- und Funktionsteilung sind die einzelnen Teammitglieder mit bestimmten Aufgabenstellungen betraut und übernehmen eine bestimmte Managementfunktion. Die zu bewältigenden Aufgaben hängen voneinander ab, so dass die Aufgabenziele abzustimmen sind. Die dabei den einzelnen Teammitgliedern entgegengebrachten Verhaltenserwartungen spiegeln sich in der Rollenstruktur des Managementteams wider. Eine Rolle, verstanden als ein konsistentes Bündel normativer Verhaltenserwartungen, beinhaltet die Rechte und Pflichten, die von einem Teammitglied innerhalb des Managementteams erwartet werden. Das Verhalten und Handeln eines Teammitglieds wird nicht nur durch die Intention des Unternehmers beeinflusst, sondern auch durch die Erwartungen der anderen Gesellschafter. Entsprechend liegt auch in bestimmtem Umfang eine Beeinflussung der individuellen Erfolgsziele eines Managementmitglieds durch die übrigen Teammitglieder vor.⁵⁹

Die *Status- und Machtstruktur* beschreibt die Status- und Machtverteilung innerhalb des Managementteams. Durch die individuelle Rolle, welche die einzelnen Mitglieder des Managementteams einnehmen, besitzt jedes Teammitglied einen bestimmten Status im Team. Der Status eines Teammitglieds basiert auf der sozialen Bewertung der anderen Teammitglieder und beinhaltet deren Akzeptanz und Wertschätzung innerhalb des Managementteams. Die Machtverteilung innerhalb des Managementteams gibt an, wie die Macht formell und informell auf bestimmte Teammitglieder verteilt und zugeordnet ist sowie abgesichert wird. Der Status und die Machtposition der einzelnen Mitglieder innerhalb des Managementteams gibt dann an, wie stark sie ihre persönlichen Motive innerhalb des Zielsystems durchsetzen können.⁶⁰

Mit *Affektstruktur* kommt zum Ausdruck, inwieweit die Teammitglieder sympathisches oder antipathisches Empfinden innerhalb des Managementteams hegen. Im Fokus stehen die emotionalen Beziehungen zwischen den Teammitgliedern, wobei auf Faktoren wie Freundschaft, Respekt, Vertrauen, Abneigung, Einstellungen, Lebensstil und Wertvorstellungen der Teammitglieder sowie auf die Kohäsion des Managementteams abzustellen ist. Das Managementteam besitzt ein gewisses Maß an Zusammenhörigkeitsgefühl, das in bestimmtem Umfang zur Lösung von Erfolgszielkonflikten beiträgt. Als

⁵⁹ Vgl. Struß (2003), S. 101-107; Sader (2000), S. 66-70.

⁶⁰ Vgl. Lechler/Gemünden (2003), S. 42-50; Struß (2003), S. 108-114.

kohäsionsfördernd werden die Interaktionshäufigkeit, Attraktivität und Homogenität der Gruppe, Intergruppen-Wettbewerb, Einigkeit über Gruppenziele sowie Erfolg und Anerkennung in der Gruppe verstanden. Kohäsionshemmend hingegen sind eine hohe Gruppengröße, Einzelkämpfermentalität, individuelle Leistungsbewertung, Intragruppen-Wettbewerb und Misserfolge.⁶¹

Neben der bisher primären Betrachtung von Zielkonflikten innerhalb des Managementteams durch divergente Erfolgsziele der einzelnen Teammitglieder kann auch Zielkomplementarität bei mehreren Partnern vorliegen. Verantwortlich hierfür können einerseits zufällige Übereinstimmungen von Erfolgszielen bei verschiedenen Partnern sein. Andererseits kommen Faktoren, die sich in der Gruppe herausgebildet haben, wie z.B. gemeinsame Grundwerte oder von allen Teammitgliedern akzeptierte Leistungs- und Gruppennormen, als Ursache in Betracht. In diesem Fall erübrigt sich eine Konfliktregelung. Allerdings können komplementäre Erfolgsziele der Teammitglieder auch stark persönlich motiviert sein und weniger unternehmensbezogen. Falsche Harmonievorstellungen lassen sich so zu spät enttarnen, was bei zu spätem Erkennen einer verfehlten Unternehmensentwicklung die Existenz des Unternehmens gefährden kann.⁶²

3.1.3 Unternehmenserfolg aus Sicht des Private Equity Investors:

Hinsichtlich des Unternehmenserfolgs aus Investorenperspektive ist zwischen informellen und formellen PE-Investoren zu unterscheiden.

Bei informellen PE-Investoren ist der Unternehmungserfolg als stark personenbezogen einzustufen. Neben ökonomischen Erfolgszielen spielen auch hedonistische und altruistische Motive eine entscheidende Rolle. Dies gilt vor allem für solche PE-Investoren, die sich aktiv an der Entwicklung des Unternehmens durch beratende Unterstützung des Unternehmers bzw. Unternehmerteams beteiligen (vgl. Abschnitt 2.2.3.1.3). Zielkonflikte mit dem Unternehmer lassen sich auf unterschiedliche persönliche und unternehmensbezogene Motive zurückführen. Entsprechend kann die Konfliktregelung stark persönlichkeitsbezogen ausfallen, was zu persönlichen Konflikten zwischen Unterneh-

⁶¹ Vgl. Struß (2003), S. 114-121; Staehle (1999), S. 280-291.

⁶² Vgl. Wisewede (1998), S. 278; Kulicke (1991), S. 352-353.

mer und informellem PE-Investor führt, welche die Entwicklung des Unternehmens negativ beeinträchtigen.⁶³

Bei formellen PE-Investoren ist der Zielbildungsprozess im Unterschied zu informellen Investoren stärker institutionalisiert. Zwar fließen auch persönliche Motive auf Investorenseite, d.h. bei Kapitalgeber und PE-Intermediär mit PE-Gesellschaft (Fundraising, Fondauflegung, Fondsinitiatoren) und Managementgesellschaft (Fondmanagement, Fondmanager), in den Zielbildungsprozess ein (vgl. Abbildung 20). So können neben finanziellen auch nicht finanzielle Erfolgskomponenten, wie z.B. das Gefühl des Helfens einer Unternehmensgründung und -entwicklung oder der Beweis des Vorhandenseins unternehmerisch beratender Fähigkeiten, bei der Formulierung der individuellen Erfolgsziele eine Rolle spielen.

⁶³ Vgl. Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke (2000), S. 91-93; Just (2000), S. 42-45; Steiner/Tebroke (2000), S. 290.

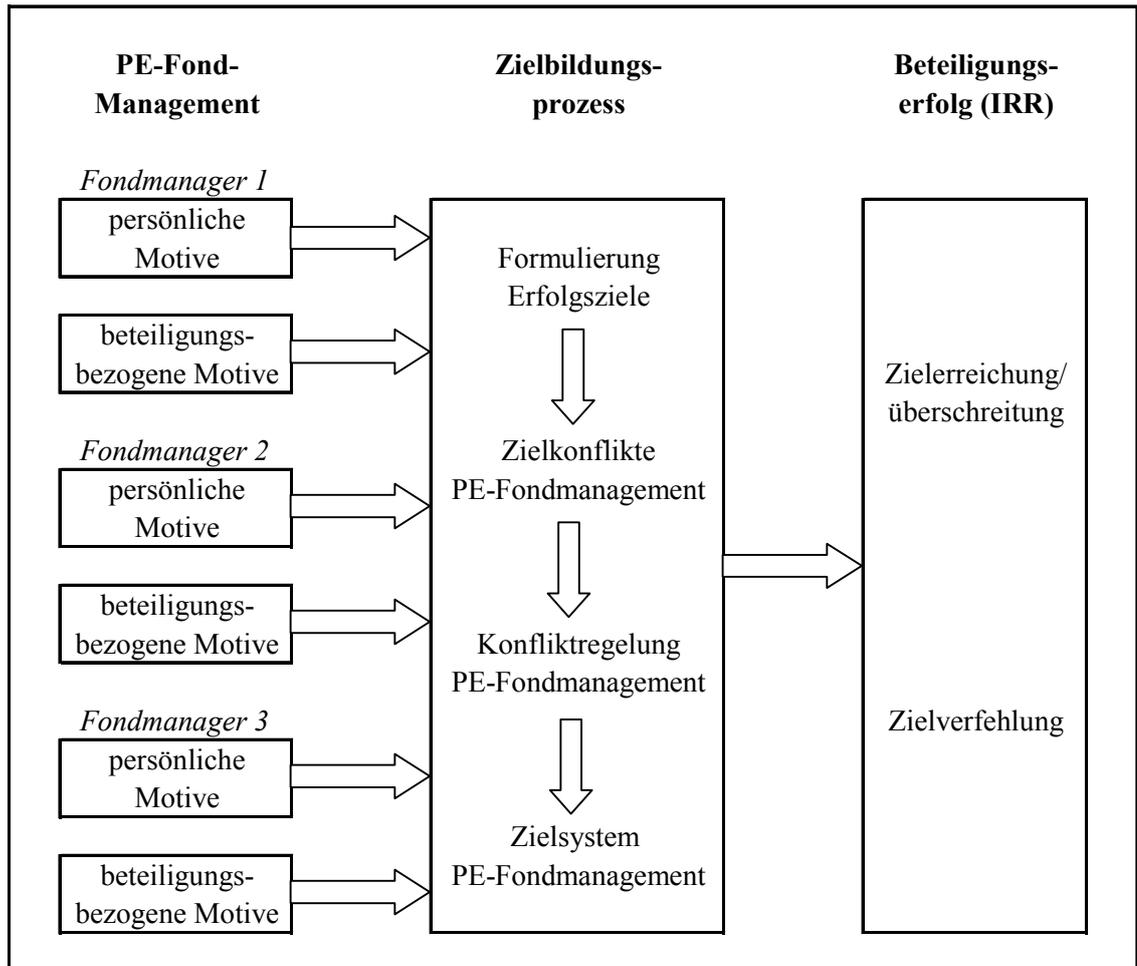


Abbildung 20: Kontextbetrachtung von Fondmanagement, Zielbildungsprozess und Unternehmenserfolg

(Quelle: eigene Darstellung)

Allerdings sind formelle PE-Intermediäre gegenüber ihren Kapitalgebern bzw. Anteilseignern insofern verantwortlich, als dass sie unter Berücksichtigung der eingegangenen Risiken und wahrgenommenen Chancen eine angemessene Rendite aus ihrem Investment fordern bzw. erwarten. Finanzielle Ziele resultieren mithin aus den beteiligungsbezogenen Motiven der Fondmanager, indem sie mit den Fondmitteln junge Unternehmen als Beteiligungsobjekte erwerben, diese in ihrer Entwicklung begleitend unterstützen und anschließend wieder renditestiftend veräußern. Demzufolge ist primär auf den finanziellen Unternehmenserfolg abzustellen. Dadurch lassen sich gleichzeitig persönliche Konflikte mit dem bzw. den Unternehmern vermeiden. Vielmehr kann das Fond-

management versuchen, die persönlichen Motive des bzw. der Unternehmer zu kanalisieren und durch rationale Argumentation in Richtung unternehmensbezogener Erfolgsziele zu lenken.⁶⁴

Der finanzielle, zahlungswirksame Erfolg des PE-Investors aus einem Beteiligungsobjekt ergibt sich aus der realisierten Rendite seines Investments. Erfolgsrelevante Faktoren sind im einfachsten Fall der Kaufpreis (KP) und Verkaufspreis (VP) der erworbenen bzw. veräußerten Unternehmensanteile sowie die Dauer des Engagements (T). Für die Berechnung der Vorsteuerrendite des Investments r_{Invest} gilt dann:

$$\text{KP} \cdot (1 + r_{\text{Invest}})^T = \text{VP}$$

$$\Rightarrow r_{\text{Invest}} = \left(\frac{\text{VP}}{\text{KP}} \right)^{\frac{1}{T}} - 1$$

Beispielsweise ergibt sich bei einem Kaufpreis $\text{KP} = 2 \text{ Mio. €}$, einem Verkaufspreis $\text{VP} = 5 \text{ Mio. €}$ und einer Haltedauer von 6 Jahren eine Vorsteuerrendite i.H.v.:

$$r_{\text{Invest}} = \left(\frac{5 \text{ Mio. €}}{2 \text{ Mio. €}} \right)^{\frac{1}{6}} - 1 = 0,165 = 16,5 \% \text{ p.a.}$$

Oftmals sichert der PE-Investor sein Investment dadurch ab, dass die Bereitstellung von Finanzmitteln an das Erreichen bestimmter Meilensteine gebunden ist. Bei diesem sog. Stage Financing⁶⁵ erhält das Unternehmen sukzessive, d.h. in Finanzierungsstufen, einen Kapitalbetrag. Formal ergibt sich die Vorsteuerrendite aus den jeweiligen Kaufpreisen der Unternehmensanteile KP_n in Finanzierungsstufe n mit der zugehörigen Haltedauer T_n und dem Verkaufspreis der Anteile VK bei Veräußerung:

⁶⁴ Vgl. Schefczyk (2000), S. 31-32; Zemke (1995), S. 152-154.

⁶⁵ Zu Ausgestaltungsmöglichkeiten des Stage Financing vgl. Möller (2003), S. 52-54; Pape/Beyer (2001), S. 631-637.

$$\sum_{n=1}^m K_n \cdot (1 + r_{\text{Invest}})^{T_n} = \text{VK}$$

$$\Rightarrow K_1 \cdot (1 + r_{\text{Invest}})^{T_1} + K_2 \cdot (1 + r_{\text{Invest}})^{T_2} + K_3 \cdot (1 + r_{\text{Invest}})^{T_3} + \dots + K_m \cdot (1 + r_{\text{Invest}})^{T_m} = \text{VK}$$

Die Bestimmung der Vorsteuerrendite r_{Invest} lässt sich bei höheren Potenzen nur durch Iteration bzw. Näherungsverfahren lösen. Angesichts leistungsfähiger Tabellenkalkulationsprogramme sowie Rechner- und Speicherkapazitäten dürfte dies jedoch kein größeres Problem darstellen.

n	KP _n	T _n	VK
1	4 Mio. €	7 Jahre	15 Mio. €
2	2 Mio. €	4 Jahre	
3	1 Mio. €	2 Jahre	

Tabelle 6: Beispiel für dreistufiges Stage Financing

(Quelle: eigene Darstellung)

Das folgende Beispiel soll die Bestimmung der Vorsteuerrendite bei einer dreistufigen Finanzierung verdeutlichen (vgl. Tabelle 1). Durch Einsetzen der Werte aus Tabelle 1 und anschließender Iteration (z.B. mit Excel) kann die Vorsteuerrendite bestimmt werden:

$$4 \text{ Mio. €} \cdot (1 + r_{\text{Invest}})^7 + 2 \text{ Mio. €} \cdot (1 + r_{\text{Invest}})^4 + 1 \text{ Mio. €} \cdot (1 + r_{\text{Invest}})^2 = 15 \text{ Mio. €}$$

$$\Rightarrow r_{\text{Invest}} = 0,144 = 14,4 \% \text{ p.a.}$$

Daneben sind weitere Ein- und Ausstiegsvariationen denkbar, die eine entsprechende Modifikation des Berechnungsverfahrens erfordern. So kann etwa der Verkauf der Unternehmensanteile sukzessive, d.h. paketweise, erfolgen. Bei Unternehmen, die einen positiven Cash Flow generieren, kann der PE-Investor während der Haltedauer laufend oder punktuell Ausschüttungen erhalten. Vor allem bei etablierten Unternehmen mit stabilem Cash Flow verlangt der PE-Investor relativ kurz nach dem Erwerb der Anteile eine Sonderausschüttung. Dafür nimmt das Unternehmen Fremdkapital auf, das die Verschuldung nach oben treibt. Ein stabiler Cash flow des etablierten Unternehmens bietet die Voraussetzung, um zukünftig die höheren Zinsen infolge der Fremdkapitalaufnahme bedienen zu können. Vor allem bei niedrigen Kapitalmarktzinsen bringt der PE-Investor einen Großteil des Kaufpreises dadurch auf, dass er den Erwerb des Unternehmens zu großen Teilen (meist zu zwei Drittel) mit Fremdkapital finanziert. Diese bürdet er meist dem Unternehmen auf und gewährt sich – soweit handelsrechtlich zulässig – gleichzeitig aus den dem Unternehmen zufließenden Fremdmitteln eine Sonderausschüttung. Damit erhält der PE-Investor bereits nach kurzer Zeit einen Teil seines Kaufpreises wieder zurück und kann diese Mittel zur Eigenkapitalunterlegung für andere Investments einsetzen.⁶⁶

Zur Bestimmung des Verkaufspreises legt der PE-Investor seinen (subjektiven) Unternehmenswert, der gleichzeitig dessen Verkaufspreisuntergrenze darstellt, zugrunde. Entsprechend bildet der subjektive Unternehmenswert des Käufers dessen Kaufpreisobergrenze. Für PE-Investor und Käufer enden die Verkaufs- bzw. Kaufverhandlungen erfolgreich, wenn sich der Kauf- bzw. Verkaufspreis innerhalb der Spanne zwischen Kaufpreisobergrenze und Verkaufspreisuntergrenze liegt (vgl. Abbildung 21).

⁶⁶ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 24.

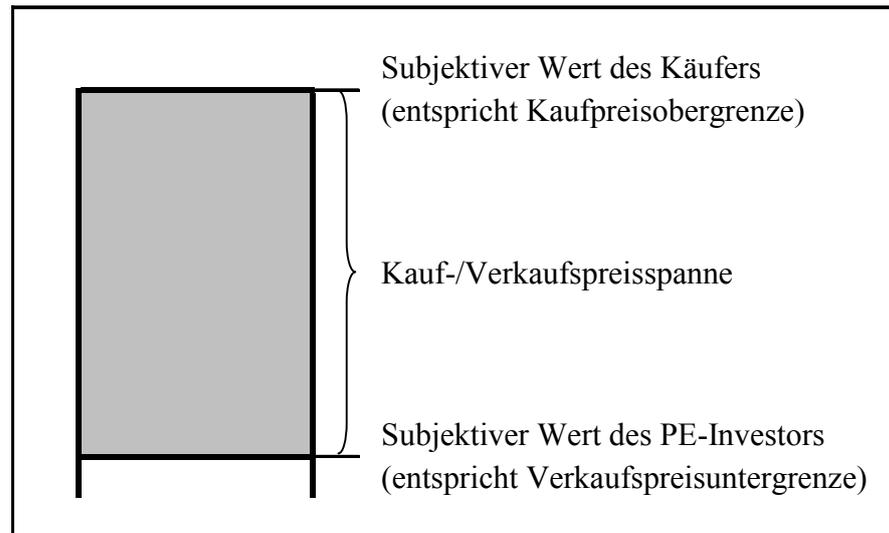


Abbildung 21: Preisbildung zwischen PE-Investor und Käufer der Unternehmensanteile
 (Quelle: eigene Darstellung; in Anlehnung an Dörner (1992), S. 7)

Um für einen bestimmten Zeitraum die Rendite des Beteiligungsportfolios eines PE-Investors zu bestimmen wird, in der Praxis auf die Internal Rate of Return (IRR) abgestellt. Hierbei handelt es sich um die interne Kapitalverzinsung des Beteiligungsportfolios. Nach den Performance Measurement Principles der *EVCA* kann zwischen drei Renditeebenen unterschieden werden (vgl. Abbildung 9).⁶⁷

⁶⁷ Vgl. *EVCA* (1994), S. 4-5.

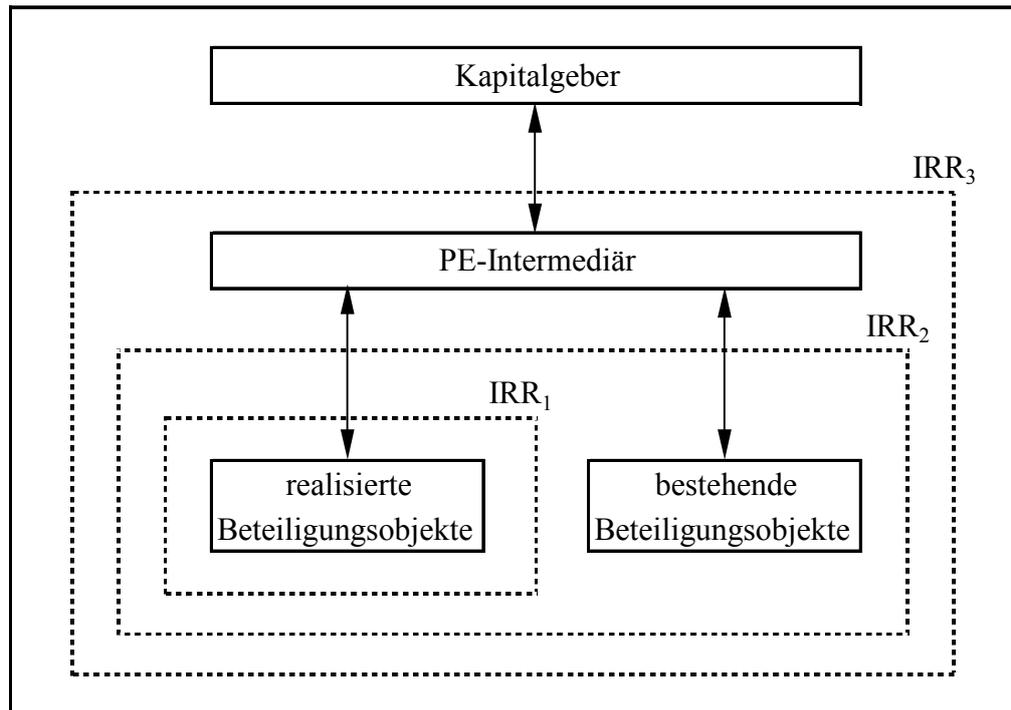


Abbildung 22: Ebenen der Internal Rate of Return

(Quelle: eigene Darstellung; in Anlehnung an Schefczyk (2000), S. 166)

Auf der ersten Renditeebene wird die Bruttorendite der realisierten Beteiligungen bestimmt (IRR₁). Es kommen die Zahlungsreihen nur der Beteiligungsobjekte zum Ansatz, die bis zum Bewertungsstichtag in der betrachteten Periode desinvestiert worden sind. Berücksichtigt werden alle Zahlungsströme zwischen dem PE-Investor und den relevanten Beteiligungsobjekten. Dazu gehören die Barauszahlungen des PE-Investors an die Beteiligungsobjekte bzw. Verkäufer (Kapitalbereitstellungen bzw. Kaufpreise) und die Barrückflüsse von den Beteiligungsobjekten bzw. Käufern an den PE-Investor (Gewinnausschüttungen, Zinsen und Tilgungen aus Gesellschafterdarlehen sowie Verkaufspreise). Abgrenzungsprobleme treten auf, wenn ein Beteiligungsobjekt nur teilweise, d.h. nicht vollständig, veräußert wurde. Hier ist ein Kompromiss einzugehen, indem die Veräußerung eines wesentlichen Teils eines Beteiligungsobjekts als Desinvestment betrachtet und in die Berechnung mit einbezogen wird.⁶⁸ Aus den einzelnen

⁶⁸ Vgl. Vater (2002), S. 36; Schefczyk (2000), S. 166.

Zahlungsreihen für desinvestierte Beteiligungsobjekte ist dann eine Gesamtzahlungsreihe zu bilden, für die schließlich die interne Verzinsung zu berechnen ist.⁶⁹

Auf der zweiten Renditeebene wird die Bruttorendite der realisierten und bestehenden Beteiligungen gemessen (IRR_2). Zum Ansatz kommen die Zahlungsreihen der Beteiligungsobjekte, die bis zum Bewertungsstichtag in der betrachteten Periode desinvestiert worden sind und die sich zum Bewertungsstichtag noch im Beteiligungsportfolio befinden. Anstelle eines Verkaufspreises für veräußerte Beteiligungsobjekte tritt bei den bestehenden Beteiligungsobjekten ein noch zu bestimmender Endwert, der nach den Performance Measurement Principles der *EVCA* zu berechnen ist. Allerdings ist die Ermittlung dieses Endwerts mit erheblichen Unsicherheiten behaftet, da auf zukunftsbezogene Zahlungsströme des Beteiligungsobjekts abzustellen ist.⁷⁰

Auf der dritten Renditeebene (IRR_3) wird die Nettorendite für den Kapitalgeber ermittelt. Relevant sind die Zahlungsströme zwischen dem PE-Investor und den Kapitalgebern. Gegenüber IRR_2 sind zusätzlich Zahlungen zu erfassen, die durch den PE-Investor verursacht bzw. veranlasst werden. Hierzu gehören vor allem die (kalkulatorische) Gewinnbeteiligung bei Veräußerung von Beteiligungsobjekten (sog. „carried interest“), die laufende Vergütung des PE-Fondmanagements, Verwaltungsgebühren für PE-Fonds, sonstige Kosten, Fremdkapitalzinsen und nicht anrechenbare Steuern.⁷¹

3.2 Institutionenökonomische Theorien als Erklärungsansätze

3.2.1 Transaktionskostenansatz zur Identifizierung erfolgreicher Unternehmen

Ansatzpunkt der Transaktionskostentheorie, die ursprünglich auf *Coase* zurückgeht, ist die Suche nach effizienten Transaktionsformen und Organisationsstrukturen von Unternehmen. Das grundsätzliche Entscheidungsproblem ist dabei, ob Transaktionen extern über den Markt oder intern innerhalb des Unternehmens abzuwickeln sind.⁷² Effizienzorientierte Entscheidungskriterien bilden einerseits Transaktionskosten der Inanspruch-

⁶⁹ Zu den relevanten Berechnungsformeln vgl. *EVCA* (1994), S. 12-15.

⁷⁰ Vgl. Vater (2002), S. 36; Schefczyk (2000), S. 166-167

⁷¹ Vgl. Vater (2002), S. 36; Schefczyk (2000), S. 167.

⁷² Vgl. Coase 1937, S. 390-391

nahme von Marktmechanismen und andererseits Transaktionskosten der internen Koordination. Dabei umfassen Transaktionskosten nicht nur pagatorische Elemente, sondern beinhalten auch Bestandteile wie in Anspruch genommene Zeit, aufgebrauchte Mühen oder erlittener Ärger. Als effizient ist dann diejenige Alternative anzusehen, welche die geringsten Transaktionskosten verursacht.⁷³

In der Transaktionskostentheorie werden Transaktionen als Tauschvorgänge von Verfügungsrechten zwischen Transaktionspartnern aufgefasst. Transaktionskosten fallen in Zusammenhang mit der Feststellung, Übertragung und Durchsetzung dieser Rechte an, wobei es sich vorwiegend um Informations- und Koordinationskosten handelt.⁷⁴ Im konkreten Fall geht es um Transaktionen zwischen dem Unternehmer bzw. Managementteam und dem PE-Fondsmanagement. Aus Perspektive des Unternehmers handelt es sich um den Anspruch auf Überlassung des vom PE-Investor bereitgestellten Kapitals und die Inanspruchnahme von Managementunterstützung durch das PE-Fondsmanagement. Aus Sicht des PE-Investors bzw. -Fondsmanagements besteht der Anspruch auf Gegenleistung aus der Kapitalüberlassung und der erbrachten Managementunterstützung, der sich durch Wertzuwachs und spätere Veräußerung der Unternehmensanteile letztlich in entgeltlicher Form niederschlägt. Entsprechend fallen sowohl für Unternehmer als auch PE-Investor Transaktionskosten an, die es jeweils zu minimieren gilt.

Die Transaktionspartner Unternehmer bzw. Managementteam und PE-Investor finden innerhalb eines Transaktionsprozesses zueinander. Der Transaktionsprozess kann in die drei Bereiche Matching, Betreuung und Exit unterteilt werden, denen sich phasenbezogen die Anbahnungs-, Vereinbarungs-, Abwicklungs-, Anpassungs- und Schlussphase zuordnen lassen (vgl. Abbildung 23). Nachfolgend sollen die Abläufe in den drei Teilprozessen explizit dargestellt werden.

⁷³ Vgl. Theuvsen (1997), S. 972; Picot/Dietl (1990), S. 178.

⁷⁴ Vgl. Commons (1931), S. 652-654; Williamson (1985), S. 1-2.

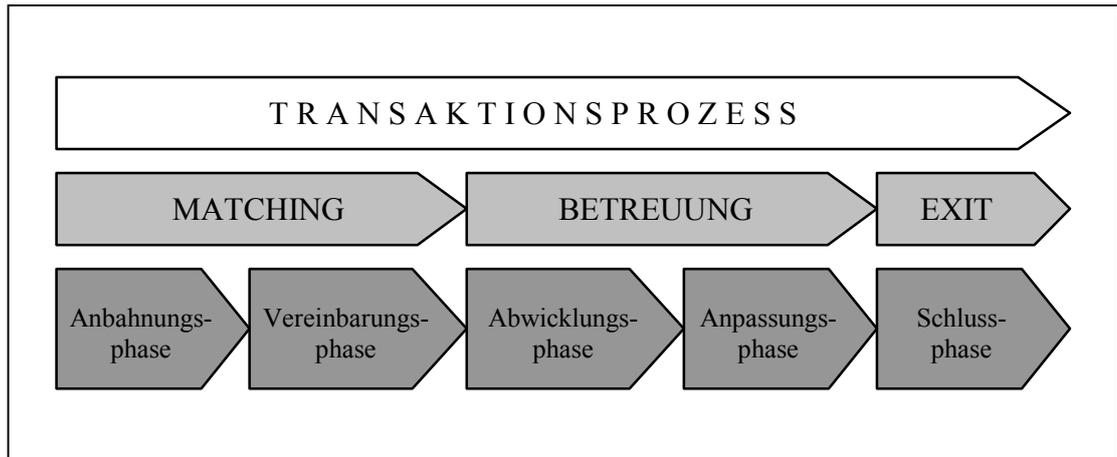


Abbildung 23: Die Beteiligung von Private Equity an Unternehmen als Transaktionsprozess

(Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an Hering/Vincenti/Heinle (2002), S. 615 u. Kußmaul/Richter (2000b), S. 1195)

Der Matchingprozess kann in eine Anbahnungsphase und eine Vereinbarungsphase unterteilt werden (vgl. Abbildung 24).

Die Anbahnungsphase setzt sich wiederum aus einer Such- und Informationsphase zusammen.

In der Suchphase geht es für den Unternehmer und den PE-Investor darum, jeweils geeignete Transaktionspartner zu identifizieren. Dies erfordert zunächst eine Festlegung von Kriterien, die der zu suchende Transaktionspartner zu erfüllen hat. Aus der Menge der in Betracht kommenden Transaktionspartner ist dann später derjenige zu wählen, der die Suchkriterien bestmöglich erfüllt.

Die Kriterien für die Suche nach geeigneten Transaktionspartnern sind grundsätzlich abhängig vom Lebenszyklus, in dem sich das Unternehmen zum Zeitpunkt der Suche befindet. Dies kommt auch dadurch zum Ausdruck, dass die Erfolgsziele eines Unternehmens lebenszyklusbezogen aufzufassen sind (vgl. Abbildung 5 in Abschnitt 3.1.2).

Als Kriterien eines Unternehmers für die Suche nach einem oder mehreren geeigneten PE-Investoren sind im wesentlichen zu nennen⁷⁵:

- Deckung des lebenszyklusspezifischen Kapitalbedarfs
- Deckung des lebenszyklusspezifischen Managementbedarfs

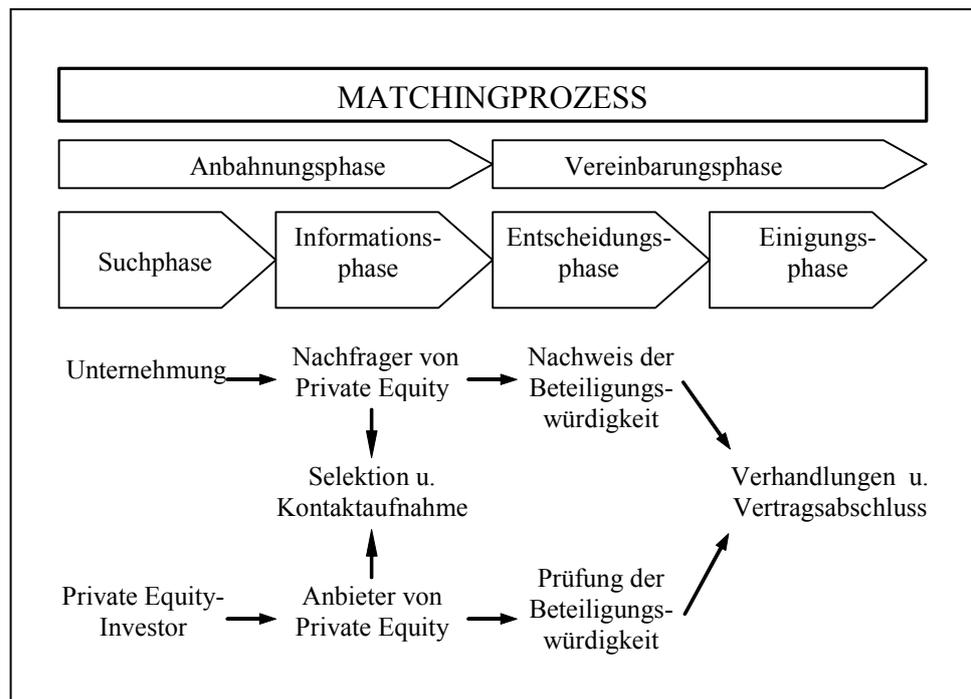


Abbildung 24: Matchingprozess zwischen Unternehmer und PE-Investor

(Quelle: eigene Darstellung; in Anlehnung an Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke (2000) S. 114)

Für den PE-Investor sind je nach Fondskonzept neben der Lebenszyklusphase von Unternehmen, in die der Fonds investiert, auch Kriterien wie Wachstumspotential, Technologie, Branche oder Region relevant. Hinzu kommen Kriterien, welche konkret den oder

⁷⁵ Ausführlich zum Kapital- und Managementbedarf in den einzelnen Lebenszyklusphasen vgl. Engel/Hofacker (2001), S. 206-213.

die Unternehmer, das Managementteam sowie Geschäftsidee und Geschäftsmodell betreffen⁷⁶:

- Persönlichkeit der Unternehmer (z.B. Vertraulichkeit, Ehrlichkeit, Zuverlässigkeit, Gewissenhaftigkeit, Eigenmotivation, Kontaktfreude, kommunikative Fähigkeiten, Teamfähigkeit, Innovationsfähigkeit und -bereitschaft, Leistungsfähigkeit und -bereitschaft)
- Erfahrungen, Kompetenzen und Qualifikation des Managementteams (z.B. vorangegangene Berufserfahrung, Berufs- und Schulausbildung, Fortbildung, Praktika)
- nachhaltige wirtschaftliche Tragfähigkeit der Geschäftsidee und des Geschäftsmodells (u.a. Kundennutzen der Innovation und Ressourcenverfügbarkeit zur Herstellung und Vermarktung der Innovation, Nachvollziehbarkeit des Business Plans).

Die Suche nach geeigneten Transaktionspartnern kann sowohl formell als auch informell erfolgen.

Bei der informellen Suche werden soziale Kontakte über das soziale Netzwerk eines Transaktionspartners hergestellt. Diese Art der Suche kommt vor allem auf PE-Märkten mit geringem Institutionalierungs- und Organisationsgrad in Betracht. Zu unterscheiden ist bei sozialen Beziehungen (Social Ties) zwischen relativ starken Beziehungen (Strong Ties) und relativ schwachen Beziehungen (Weak Ties). Kennzeichen von Strong Ties sind Dauerhaftigkeit, Intimität, Intensität und Reziprozität, die zu einem hohen Vertrauensverhältnis zwischen den Transaktionspartnern führen. Weak Ties stellen hingegen nur verhältnismäßig lockere soziale Kontakte dar, die jedoch im Vergleich zu Strong Ties offener für weiter verzweigte Beziehungen sind. Dadurch gelingt es eher, über mehrgliedrige Beziehungsketten soziale Kontakte zu einer Vielzahl potentieller Transaktionspartner zu knüpfen. Mit zunehmender Kettenlänge verlieren Weak Ties

⁷⁶ Vgl. Eisele/Habermann/Oesterle (2003), S. 406-408; Laub (1989), S. 72-73.

allerdings an Wirkung, so dass ab einer bestimmten Kettenlänge nur noch anonyme Kontakte vorliegen. Daher ist es für den Suchenden wichtig, eine zentrale Position in einem dichten sozialen Netzwerk einzunehmen. Dies kann durch sog. Networking erreicht werden, indem durch Intensivierung bestehender sozialer Beziehungen sowie Aufbau, Pflege und Vertiefung neuer sozialer Beziehungen gestaltet werden können. Mit zunehmender Zentralität der Netzwerkposition steigt die Wahrscheinlichkeit, bis zu einer bestimmten Kettenlänge einen Netzwerkteilnehmer als potentiellen Transaktionspartner zu erreichen.⁷⁷ Networking erfordert soziale Kompetenz, die unterschiedliche Anforderungen, wie z.B. die Kenntnis und Einhaltung sozialer Normen oder die Kenntnis und den Einsatz situationsadäquater Kommunikations-, Gesprächs- und Verhandlungstechniken, voraussetzt. Die Nutzung sozialer Kontakte für Zwecke der Kapitalbeschaffung bzw. -anlage erfordert die Fähigkeit, soziale Kontakte als Kommunikations- und Informationskanal einzusetzen, um relevante Informationen gezielt zu generieren aber auch zu übermitteln.⁷⁸

Auf der Seite des PE-Nachfragenden ist auf das soziale Netzwerk des Unternehmers bzw. der Unternehmergruppe abzustellen, während auf Seiten der PE-Anbietenden Investoren die sozialen Netzwerke von passiven Privatinvestoren, Business Angels und Fondmanager in Betracht kommen. Ein sozialer Kontakt kann zustande kommen, wenn zwischen potentiellen Transaktionspartnern Strong Ties oder Weak Ties bestehen, wobei die Kettenlänge nicht zu weit auseinander liegen darf.

Die formelle Suche findet relativ stark strukturiert und institutionalisiert statt. Üblicherweise existieren offizielle bzw. organisierte Anlaufstellen, die dem Suchenden eine systematische Suche nach Transaktionspartnern erlaubt. Für Gründer und PE-Investoren stehen vor allem folgende zur Verfügung:

- Mitgliederverzeichnisse von Verbänden (z.B. in Deutschland der BVK, in Europa die EVCA und in den USA die NVCA)

⁷⁷ Vgl. Nitka (2000), S. 79; Holmlund/Törnroos (1997), S. 307, Becker/Schade 1995, S. 332-336; Granovetter 1973, S. 1361-1363

⁷⁸ Vgl. Preisendörfer (2002), S. 51-52; Runia (2002), S. 11; Twickel (2002), S. 115-118; Jansen (2000a), S. 37-38.

- Unternehmens-/Branchenverzeichnisse (z.B. über PE-Gesellschaften)
- Publikationen mit Vorstellung von Gründern und PE-Investoren (z.B. in Jahrbüchern oder Sonderdrucken zur Beteiligungsfinanzierung)
- (Kontakt-)Messen, Konferenzen, Kongresse u.ä. für Gründer und PE-Investoren
- Gründungsbörsen mit Gründer als PE-Nachfrage und PE-Investoren als Anbieter
- Organisierte Veranstaltungen mit Gründerpräsentation vor PE-Investoren mit vorheriger Selektion der Teilnehmenden durch den Veranstalter

UNTERNEHMENSMARKT®

[Inserieren](#)
[Recherchieren](#)
[Mein Account](#)
[Registrieren](#)
[Dienste](#)
[Über uns](#)
[Kontakt](#)
[Hilfe](#)

Recherche

kostenloser Suchauftrag!
legen Sie Ihr
alles Suchprofil.

Suchauftrag einsehen

kostenloses E-Mail-Abo!
sen Sie kein neues
mehr!

Wartungsliste

**ERATERAGENTUR
HelpLine**



Tipp: Füllen Sie bitte mindestens eines der Hauptkriterien, nämlich Beteiligungsmotiv, Investitionsvolumen oder Branche aus. Als weiteres Hauptkriterium können Sie auch einen Suchbegriff, wie etwa "Software", "Maschinenbau" etc. in das Textfeld eingeben. Um die Suche einzugrenzen, markieren Sie die gewünschten weiteren Suchoptionen.

Recherche

suche Käufer
 suche Verkäufer
 suche beides

Hauptkriterien

Beteiligungsmotiv:

strategische Partnersuche
 Nachfolgeregelung bzw. Existenzgründung
 Kapitalanlage bzw. Eigenkapitalbedarf

Investitionsvolumen bzw. Eigenkapitalvolumen
 von
 bis
in tausend Euro
 Für 250 000 EUR geben Sie 250 im Formular ein.

Suchen

Suchtext Branchenschlüssel:

Branche:

Weitere Suchoptionen

Mitarbeiteranzahl:	Jahresumsatz:	Postleitzahlbereich:
<input type="checkbox"/> bis 10	<input type="checkbox"/> bis ½ Mio Euro	<input type="checkbox"/> 0
<input type="checkbox"/> 11 bis 20	<input type="checkbox"/> über ½ bis 1 Mio Euro	<input type="checkbox"/> 1
<input type="checkbox"/> 21 bis 50	<input type="checkbox"/> über 1 bis 2½ Mio Euro	<input type="checkbox"/> 2
<input type="checkbox"/> 51 bis 100	<input type="checkbox"/> über 2½ bis 5 Mio Euro	<input type="checkbox"/> 3
<input type="checkbox"/> 101 bis 200	<input type="checkbox"/> über 5 bis 10 Mio Euro	<input type="checkbox"/> 4

**ERATERAGENTUR
HelpLine**



Suchtext Branchenschlüssel:

Branche:

Weitere Suchoptionen

Mitarbeiteranzahl:	Jahresumsatz:	Postleitzahlbereich:
<input type="checkbox"/> bis 10	<input type="checkbox"/> bis ½ Mio Euro	<input type="checkbox"/> 0
<input type="checkbox"/> 11 bis 20	<input type="checkbox"/> über ½ bis 1 Mio Euro	<input type="checkbox"/> 1
<input type="checkbox"/> 21 bis 50	<input type="checkbox"/> über 1 bis 2½ Mio Euro	<input type="checkbox"/> 2
<input type="checkbox"/> 51 bis 100	<input type="checkbox"/> über 2½ bis 5 Mio Euro	<input type="checkbox"/> 3
<input type="checkbox"/> 101 bis 200	<input type="checkbox"/> über 5 bis 10 Mio Euro	<input type="checkbox"/> 4
<input type="checkbox"/> 201 bis 500	<input type="checkbox"/> über 10 bis 15 Mio Euro	<input type="checkbox"/> 5
<input type="checkbox"/> über 500	<input type="checkbox"/> über 15 bis 25 Mio Euro	<input type="checkbox"/> 6
	<input type="checkbox"/> über 25 bis 50 Mio Euro	<input type="checkbox"/> 7
	<input type="checkbox"/> über 50 Mio Euro	<input type="checkbox"/> 8
Handelsstufe:	Beteiligungsumfang:	<input type="checkbox"/> 9
<input type="checkbox"/> F&E	<input type="checkbox"/> Komplettübernahme	<input type="checkbox"/> Ausland
<input type="checkbox"/> Großhandel	<input type="checkbox"/> Mehrheitsbeteiligung	Tätige Mitarbeit:
<input type="checkbox"/> Einzelhandel	<input type="checkbox"/> Minderheitsbeteiligung	<input type="radio"/> Ja
<input type="checkbox"/> Dienstleistung	<input type="checkbox"/> Stille Beteiligung	<input type="radio"/> Nein
<input type="checkbox"/> Versandhandel	<input type="checkbox"/> Asset-Deal	
<input type="checkbox"/> Produktion		
<input type="checkbox"/> Handwerk		
Rechtsform:	Grundbesitz:	
<input type="checkbox"/> Personengesellschaft (GBR, OHG, KG, Einzelkaufmann, Freiberufler etc.)	<input type="radio"/> Ja	
<input type="checkbox"/> Kapitalgesellschaft (GmbH, AG etc.)	<input type="radio"/> Nein	

Suchen

Abbildung 25: Formelle Suche über das Portal www.undernehmensmarkt.de

(Quelle: <http://www.unternehmensmarkt.de/RDtsd8CoCgoAAFPPbwg/recherchieren/suchauftrag.html>)

next-change
 Die bundesweite Nachfolgebörse - Eine Gemeinschaftsinitiative von BMWi, KfW, DIHK und ZDH sowie BVR und DSGVO

UNTERNEHMENSBÖRSE

- › Ihr Inserat
- › Regionalpartner
- › FAQ
- › Statistik
- › Wir über uns
- › Beratersuche
- › Service
- › Seitenübersicht
- › Hilfe
- › Kontakt
- › Impressum

Recherche in der Unternehmensbörse

Angebote Gesuche

BRANCHENSUCHE

Branchensuche Stichwortsuche nach Branche

Sektor
 [- alle -]

Rubrik
 [- alle -]

Einzelbranche
 [- alle -]

Abbildung 26: Formelle Suche über das Portal www.nexxt-change.de

(Quelle: <https://www.nexxt-change.org/boerse/suche/profisuche/1,1,0.html>)

Die Suche kann durch Einsatz moderner Suchtechnologien im Internet stark vereinfacht werden. In den Abbildungen 25 und 26 finden sich exemplarisch zwei Beispiele für Suchmasken mit verschiedenen Suchoptionen. Je mehr Suchoptionen zur Verfügung stehen, desto gezielter kann die Suche erfolgen. Allerdings besteht bei zu stark eingegrenzter Selektion die Gefahr, dass interessante Transaktionspartner bereits frühzeitig aus dem Suchprozess herausfallen. Die Suche erfolgt üblicherweise zunächst anonymisiert, d.h. ohne Nennung des Namens des Unternehmers bzw. des Unternehmens und des PE-Investor. Eine persönliche Kontaktaufnahme findet meist statt, wenn einer oder beide potentiellen Transaktionspartner einer Kontaktierung zustimmen bzw. verlangen. Erst dann ist es möglich, sich einen ersten persönlichen Eindruck von einem potentiellen Transaktionspartner zu verschaffen. Die formelle Kontaktaufnahme mit den PE-Investoren findet aufgrund einer Vielzahl von Unternehmeranfragen oftmals sehr formalisiert und unpersönlich statt. Eine starke Formalisierung erfordert einen hohen Zeit-

aufwand für die Antragsbearbeitung. Bedingt durch die Anonymität kann bei einer Vielzahl eingehender Businesspläne eine Ablehnung erfolgen, ohne dass der Unternehmer die Chance erhält, seine erfolgversprechende Geschäftsidee und das Geschäftsmodell dem PE-Investor persönlich vorzustellen. Aus praktischer Sicht ist die Suche auf formellem Wege für Unternehmer als wenig erfolgreich einzustufen, weil nur ein relativ geringer Teil der Antrag stellenden Unternehmen nach umfangreicher Prüfung in einem mehrstufigen Prozess auch einen Beteiligungsvertrag mit einem PE-Investor abschließen kann. Um so mehr gilt es für den Unternehmer, seine Geschäftsidee und das Geschäftsmodell prägnant zu formulieren und zu präsentieren. Zudem sollte bei der formellen Suche der Formalisierungsgrad nicht zu hoch ausfallen. Vielmehr sind verstärkt weiche Faktoren einfließen zu lassen, um alle erfolgsrelevanten Parameter im Suchprozess zu erfassen.⁷⁹

Nachdem in der Suchphase die in Betracht kommenden Transaktionspartner identifiziert worden sind, geht es in der Informationsphase um die Verbesserung des Informationsstands und des Beurteilungsvermögens von suchenden Unternehmern bzw. PE-Investoren. Ziel ist es, eine Selektion potentieller Transaktionspartner vorzunehmen, die für den weiteren Transaktionsprozess eine Einengung auf einen oder wenige Transaktionspartner erlaubt. Dazu sind relevante Informationen über die potentiellen Transaktionspartner zu beschaffen, aufzubereiten, zu bewerten und zu speichern. Bei einer Fülle an zur Verfügung stehenden Informationen bedarf es deren Selektion hinsichtlich Relevanz bzw. Irrelevanz, so dass irrelevante Informationen von vorneherein nicht in den Informationsprozess einfließen und diesen beeinträchtigen. Problematisch hierbei ist allerdings, dass sich bestimmte Informationen erst später als relevant oder irrelevant herausstellen. Daher muss der Unternehmer bzw. PE-Investor die Kosten und den Nutzen des Umfangs der Informationsbeschaffung abwägen. Entscheidend für den Umfang und die Intensität der Informationsbeschaffung sind Kosten, Qualität und Glaubwürdigkeit der beschafften Informationen, wobei qualitativ höherwertige Informationen (z.B.

⁷⁹ Vgl. Engelmann/Heitzer (2001), S. 219-220; Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke (2000), S. 135-138.

bereits aufbereitete Informationen) und glaubwürdigere Informationen (z.B. Bestätigung durch verschiedene Informationsquellen) teurer zu beschaffen sind.⁸⁰

Die Informationsbeschaffung kann sowohl direkt über eine Kontaktaufnahme mit den potentiellen Transaktionspartnern erfolgen, als auch indirekt über informelle oder formelle Informationsquellen. Als formelle Informationsquellen kommen vor allem in Betracht:

- Printmedien (Zeitungen, Zeitschriften, Geschäftsberichte u.ä.)
- Handelsregisterauszüge
- Online-Medien (elektronische Branchenverzeichnisse, Internetauftritt potentieller Transaktionspartner)
- Inanspruchnahme von Informationsdiensten

Informelle Informationen, die über formelle Informationsquellen nicht zugänglich sind, lassen sich vor allem über soziale Kontakte beschaffen. Voraussetzung für die Beschaffung seriöser Informationen ist ein starkes Vertrauensverhältnis zwischen Informationsbeschaffendem und der Informationsquelle, wie es bei Strong Ties der Fall ist. Anonymen Informationsquellen hingegen, wie z.B. Beiträge in relevanten Internetforen, hingegen ist weniger Glaubwürdigkeit zu schenken. Allerdings sind transaktionspartnerbezogene Gerüchte, Vermutungen, Meinungen u.ä. stark subjektiv geprägt und auch bei Beschaffung über soziale Beziehungen mit Vorsicht zu genießen.⁸¹

Mit der Informationsaufbereitung wird aus den beschafften Informationen ein Informationswert für den Suchenden generiert. Der Informationswert erlaubt es dem Suchenden, die potentiellen Transaktionspartner zu charakterisieren und zu beurteilen. Die Aufbereitung der Informationen kann durch Einsatz moderner IT-Technologie unterstützt werden. Voraussetzung hierfür ist, dass die beschafften Informationen in elektronischer Form vorliegen. Andernfalls bedarf es zunächst der manuellen Eingabe in das IT-

⁸⁰ Vgl. Engelmann/Heitzer (2001), S. 219; Steiner/Tebroke (2000), S. 291; Hemer (1999), S. 196

⁸¹ Vgl. Vater (2002), S. 102.

System, was jedoch Zeit in Anspruch nimmt und zusätzliche Kosten verursacht. Bei der Aufbereitung ist zwischen quantitativen und qualitativen Informationen zu unterscheiden. Quantitative Informationen lassen sich z.B. durch Zeitreihenanalysen, Regressionsrechnungen oder Clusteranalysen aufbereiten, während bei qualitativen Informationen z.B. Scoring-Modelle oder SWOT-Analysen in Betracht kommen. Als problematisch erweist es sich für PE-Investoren, dass das Datenmaterial aufgrund der häufig noch relativ kurzen Lebensdauer eines jungen Unternehmens für solche Analysen nicht ausreicht und die Informationsbewertung daher mit erheblichen Unsicherheiten behaftet ist. Dem Unternehmer hingegen kann umfangreicheres Datenmaterial zur Verfügung stehen, wenn der PE-Investor schon länger auf dem Beteiligungsmarkt agiert.

Die Informationsbewertung erfolgt subjektiv durch den suchenden Unternehmer bzw. PE-Investor. Grundlage bilden die Ergebnisse, die sich aus den aufbereiteten Informationen ergeben haben. Die Bewertungskriterien, die hierbei als Bewertungsmaßstab dienen, sind aus den Erfolgszielen des Unternehmers bzw. PE-Investors abzuleiten (vgl. Abschnitte 3.1.2 u. 3.1.3). Anhand der bewerteten Informationen ist zu überprüfen, inwieweit der Transaktionspartner zur Erreichung der Erfolgsziele beiträgt. In die engere Auswahl kommen diejenigen potentiellen Transaktionspartner, welche die Bewertungskriterien am besten erfüllen bzw. mit denen zusammen die Erfolgsziele am ehesten erreicht werden können und somit am erfolgversprechendsten sind.⁸²

Mit der Informationsspeicherung werden die beschafften, aufbereiteten und bewerteten Informationen abgelegt, um darauf im weiteren Verlauf des Transaktionsprozesse zurückgreifen zu können. Eine elektronische Speicherung erlaubt einen automatischen und systematisierten Abruf der relevanten Informationen, was bei einer großen Informationsmenge erhebliche Vorteile gegenüber manueller Speicherung bietet.⁸³

Die Vereinbarungsphase, die innerhalb des Matchingprozesses an die Anbahnungsphase anschließt, setzt sich aus der Entscheidungs- und Einigungsphase zusammen (vgl. Abbildung 24).

⁸² Vgl. Vater (2002), S. 105-108.

⁸³ Vgl. Noeske (1999), S. 25-27.

In der Entscheidungsphase geht es einerseits um den Nachweis der Beteiligungswürdigkeit durch den Unternehmer bzw. das Managementteam und andererseits um die Prüfung der Beteiligungswürdigkeit durch den PE-Investor.

Der Nachweis der Beteiligungswürdigkeit durch den Unternehmer erfolgt üblicherweise mit Aufstellung eines Businessplans. Ziel eines Businessplans ist die ganzheitliche und strukturierte Abbildung des Geschäftskonzeptes in schriftlicher Form.

Der Businessplan hat einerseits die Aufgabe, dem PE-Geber einen vertiefenden Einblick in den unternehmerischen Planungsprozess zu gewähren. Der Businessplan dient gleichzeitig als unternehmerisches Instrument und bietet eine Handlungsorientierung oder einen Leitfaden für Unternehmer bzw. Management. Ziel des Businessplans ist es, dem Unternehmer das Verständnis für ganzheitliche Planung zu vermitteln und einen Handlungsrahmen für die Bewältigung der zukünftigen Managementaufgaben zu geben. Mit der Planung können Konzeptionsfehler frühzeitig erkannt und geeignete Maßnahmen zu deren Behebung ergriffen werden.⁸⁴

Die andere Aufgabe des Businessplans besteht darin, potentielle Kapitalgeber von dem Geschäftskonzept sowie den Kenntnissen und Fähigkeiten des Unternehmers bzw. Managements zu überzeugen. Dies beinhaltet neben der Vorlage auch eine Präsentation des Businessplans bei den potentiellen PE-Investoren mit der Intention, die Bereitschaft zur Überlassung von PE positiv zu beeinflussen.⁸⁵

Elemente eines Businessplans sind üblicherweise eine Zusammenfassung des Geschäftsplans (Executive Summary), Darstellung des Unternehmungskonzepts, Standort-, Markt- und Wettbewerbsanalyse, Rechtsformwahl, Marketingaktivitäten, Organisations- und Personalgestaltung sowie Investitions-, Finanzierungs- und Ergebnisplanung. Der Businessplan gibt einen längerfristigen Ausblick auf die Geschäfts- und Umweltentwicklungen, mit dem die Chancen und Risiken des Geschäftskonzepts aufgezeigt und die verschiedenen Entwicklungsszenarien abgebildet werden können. Die gedankliche Antizipation zukünftiger Entwicklungen verlangt vom Unternehmer bzw. Management ein sehr hohes Maß an abstraktem Vorstellungsvermögen und ganzheitlichem

⁸⁴ Vgl. Kußmaul (1999), S. 471; Steuck (1999), S. 13-14.

⁸⁵ Vgl. Kußmaul (1999), S. 471-472.

Denken. Das Aufstellen des Businessplans offenbart Informationsdefizite sowie fachliche und unternehmerische Defizite des bzw. der Unternehmer, die möglichst vor Realisierung des Geschäftskonzepts zu beseitigen sind.⁸⁶

Die Prüfung der Beteiligungswürdigkeit durch den PE-Investor wird üblicherweise in Form einer Due Diligence vorgenommen, die auch eine Analyse des Businessplans umfasst.⁸⁷ Mit einer Due Diligence ist eine umfassende Untersuchung des Unternehmens verbunden, bevor sich der PE-Investor für ein Engagement entscheidet. Zudem dient eine Due Diligence der Beurteilung von Garantien und Gewährleistungen sowie der Dokumentation als Informationsnachweis zu späteren Beweis Zwecken.⁸⁸ Due Diligence-Prüfungen umfassen sowohl eine detaillierte Analyse des von den Unternehmern zur Verfügung gestellten Datenmaterials als auch Besichtigungen des Unternehmens vor Ort durch das Fondmanagement einschließlich Gesprächen mit dem Unternehmer bzw. dem Management.⁸⁹ Üblicherweise wird eine Due Diligence nach verschiedene Aspekten wie strategischer, technologischer, absatzpolitischer, finanzieller, rechtlicher, steuerlicher, personeller, organisatorischer, kultureller und umweltbezogener Bereich, differenziert durchgeführt. Entsprechend spricht man von Business bzw. Commercial Due Diligence, Technological Due Diligence, Marketing Due Diligence, Financial Due Diligence, Legal Due Diligence, Tax Due Diligence, Human Ressource Due Diligence, Organizational Due Diligence, Cultural Due Diligence und Environmental Due Diligence.⁹⁰

Auf Basis der Ergebnisse der Due Diligence wird eine Bewertung des Unternehmens vorgenommen, die folgende Bewertungsaspekte umfasst⁹¹:

- Bewertung der Unternehmer bzw. des Managementteams

⁸⁶ Vgl. Brettel (2002), S. 135-139; Kußmaul (2002a), S. 106-108; Ripsas (1998), S. 143; Burns (1996), S. 180-181..

⁸⁷ Vgl. Bousek/Ehringer (2001), S. 103-104; Engelmann/Heitzer (2001), S. 218.

⁸⁸ Vgl. Wirtz (2003), S. 185-188; Jansen (2000), S. 176-177.

⁸⁹ Vgl. Angersbach (2001), S. 30-31.

⁹⁰ Vgl. Cullom/Stein (2001), S. 133-134; Jansen (2000b), S. 176-177; Rockholtz (1999), S. 103-117.

⁹¹ Vgl. Maehrlé/Friedrich/Jaslowitzer (2005), S. 834; Peemöller/Geiger/Barchet (2001), S. 334; Laub (1989), S. 70-73

- Bewertung der Geschäftsidee und des Businessplans
- Bewertung der Unternehmensorganisation
- Unternehmensbewertung

Die Bewertung der Unternehmerperson bzw. des Managementteams erfolgt anhand eines Kriterienkatalogs, der die geforderten Fähigkeiten und Charaktereigenschaften enthält. Durch intensive persönliche Gespräche des Fondmanagements mit dem Unternehmer bzw. Management und das Einholen von Auskünften von Dritten können die bewertungsrelevanten Informationen beschafft werden. Daraus lässt sich, z.B. differenziert nach einem kognitiven, motivationalen, emotionalen, interpersonalen und professionellen Persönlichkeitsbereich, für jeden Manager ein Persönlichkeitsprofil erstellen, das dem persönlichen Anforderungsprofil des PE-Investors gegenüberzustellen ist. Das Managementteam ist dahingehend zu bewerten, inwieweit die Zusammensetzung des Teams und die Zusammenarbeit der Teammitglieder für eine erfolgreiche Umsetzung der Geschäftsidee und des Businessplans spricht. Bewertungskriterien sind die Merkmale des Managementteams (Größe, Bestandsdauer des Teams, Fluktuation, Alter der Teammitglieder, Heterogenität u.ä.) sowie die soziale Interaktion als Maß für die Teamfähigkeit der einzelnen Teammitglieder (Kommunikation, Kohäsion, Normen, gegenseitige Unterstützung, Koordination, Konfliktbewältigung). Auch hier kann die Bewertung anhand der Erstellung eines Teamprofils erfolgen, das dem Anforderungsprofil an das Managementteam gegenüberzustellen ist.⁹²

Die Bewertung der Geschäftsidee und des Businessplans erfordert einerseits eine Analyse des Innovationsgrades, mit dem die Neuartigkeit bestimmt wird, und andererseits eine Plausibilitätsprüfung, mit der die Annahmen des Geschäftsplans zu überprüfen sind. Zur Bewertung des Innovationsgrades kann eine Analyse des Nutzens der Innovation für potentielle Kunden, eine Branchenanalyse, Konkurrenzanalyse, Technologiefolgenabschätzung und Experten- bzw. Anwenderbefragung vorgenommen werden. Die Prüfung des Businessplans umfasst die vom Unternehmer aufgestellten Planungsgrößen

⁹² Vgl. Franke/Gruber/Henkel/Hoisl (2004), S. 651-666; Lechler/Gemünden (2003), S. 55-57; Vater (2002), S. 166-167; Hücker/Scherer (2000), S. 533-538.

und eine Beurteilung der erwarteten Risiken und Chancen. Diese sind im Hinblick darauf zu untersuchen, ob die getroffenen Annahmen auch logisch und realistisch sind.⁹³

Die Bewertung der Unternehmensorganisation beinhaltet die Beurteilung der Koordination der vorhandenen Ressourcen. Zu überprüfen ist, ob die personellen, materiellen und finanziellen Ressourcen zukünftig effizient eingesetzt werden können. Anhand der vorhandenen Organisationsstrukturen des Unternehmens ist die Aufbau- und Ablauforganisation einer Analyse zu unterziehen. Zudem ist zu beurteilen, welche Leistungen das Unternehmen selbst erbringen kann (Eigenfertigung) und welche am Markt zu beschaffen (Fremdbezug) sind. Dazu ist eine beschaffungsmarktorientierte Ressourcenanalyse erforderlich. Entscheidungskriterium ist die Höhe der Transaktionskosten, die in Zusammenhang mit der Suche, Auswahl und Koordination von Beschaffungspartnern entstehen und den internen Koordinationskosten bei Eigenfertigung gegenüberzustellen sind.⁹⁴

Mit der Bewertung des Unternehmens kommen moderne Methoden der Unternehmensbewertung zum Einsatz. Der subjektive Unternehmenswert aus Sicht des PE-Investors bildet dessen Kaufpreisobergrenze für den Erwerb von Gesellschaftsanteilen am potentiellen Beteiligungsobjekt. Dies ist der Preis, den er maximal für einen bestimmten Anteil an dem Unternehmen bereit ist zu zahlen. Für eine quantitative Bewertung des Unternehmens auf Basis zukunftsorientierter Bewertungsverfahren (DCF-Methode, APV-Ansatz, Ertragswertverfahren u.ä.) durch den PE-Investor sind zukunftsbezogene Bewertungsvariablen in Form der erwarteten Zukunftsentnahmewerte (Free Cash Flows, EBIT, Jahresüberschuss u.ä.) und Kapitalkosten zu bestimmen. Bei positiver Beurteilung des Businessplans kann auf die Planungsgrößen der Geschäftsplanung zurückgegriffen werden. Üblicherweise entstehen bei Unternehmensgründungen zunächst negative Free Cash Flows, die stark ansteigen. Mit zunehmender Generierung von Umsätzen verringern sich die negativen Free Cash Flows, überschreiten die Nulllinie und gehen schließlich in den positiven Bereich über. Der subjektive Wert des jungen Unternehmens orientiert sich an den alternativen Investitionsmöglichkeiten, die dem PE-Investor

⁹³ Vgl. Peemöller/Geiger/Barchet (2001), S. 335-336; Heitzer (2000), S. 43-47; Laub (1989), S. 91-107.

⁹⁴ Vgl. Laub (1989), S. 107-120

zur Verfügung stehen. Die Kapitalkosten spiegeln die risikoadjustierte Rendite wieder, die das Beteiligungsobjekt mindestens erwirtschaften muss, um gegenüber alternativen Investitionen vorteilhaft zu sein. Hierbei fließen das Realisations-, Markt-, Geschäfts- und Finanzierungsrisiko in die Ermittlung des Kapitalkostensatzes ein.⁹⁵

Im Ergebnis der Entscheidungsphase treffen Unternehmer und PE-Investor jeweils eine Entscheidung, mit welchem Transaktionspartner sie zwecks einer Kapitalbeteiligung in konkrete Verhandlungen eintreten.

Die *Einigungsphase*, die der Entscheidungsphase folgt, beinhaltet die Aufnahme und Führung von Verhandlungen zwischen beiden Transaktionspartnern mit dem Ziel, einen Vertragsabschluss herbeizuführen. Dies erfordert eine Formulierung der Vertragsvereinbarungen und Paraphierung des Beteiligungsvertrages. Der PE-Investor gibt zunächst ein Beteiligungsangebot ab, das Grundlage für die weiteren Verhandlungen mit dem Unternehmer bzw. der Gesellschaftergruppe bildet. Liegen die Beteiligungsvorstellungen noch weit auseinander, kann in einem mehrstufigen Verhandlungsprozess eine Annäherung zwischen Unternehmer und PE-Investor erreicht werden. Ergebnis der Verhandlungen ist entweder der Abschluss eines Beteiligungsvertrages oder die endgültige Ablehnung durch einen oder beide Transaktionspartner. Ein individuell aufgesetzter Beteiligungsvertrag setzt sich aus einem Bündel von Teilverträgen, die üblicherweise einen Finanzierungs-, Gesellschafts- und Beratungsvertrag umfassen, zusammen. Dabei kann auch auf Musterverträge zurückgegriffen werden, die zwar für beiden Seiten rechtsverlässlich sind, jedoch für die beteiligten Transaktionspartner zu stark reglementiert und wenig flexibel sein können.⁹⁶ Die Bestandteile des Beteiligungsvertrages sind unter Hinzuziehung externer Berater (Rechtanwälte, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer u.ä.) konkret auszuhandeln. Im Wesentlichen geht es dabei um folgende Punkte⁹⁷:

- Beteiligungshöhe

⁹⁵ Vgl. Maehrle/Friedrich/Jaslowitzer (2005), S. 834-837; Peemöller/Geiger/Barchet (2001), S. 334-338; Heitzer (2000), S. 46-48.

⁹⁶ Vgl. Vater (2002), S. 108-109; Engelmann/Heitzer (2001), S. 220; Steiner/Tebroke (2000), S. 292; Weimerskirch (1999), S. 10-11.

⁹⁷ Vgl. Heitzer (2000), S. 48.

- Preis für die Beteiligung
- Finanzierungsinstrumente und Modalitäten der Kapitalbereitstellung
- Informations-, Mitsprache-, Entscheidungs- und Kontrollrechte des PE-Investors
- Umfang der vom PE-Investor gewährten Managementunterstützung
- Ausstiegsmodalitäten des PE-Investors

Der vom Unternehmer und PE-Investor unterzeichnete Beteiligungsvertrag bildet dann Grundlage für den nachfolgenden Betreuungsprozess.

Der Betreuungsprozess kann in eine Abwicklungsphase und eine Anpassungsphase unterteilt werden (vgl. Abbildung 27).

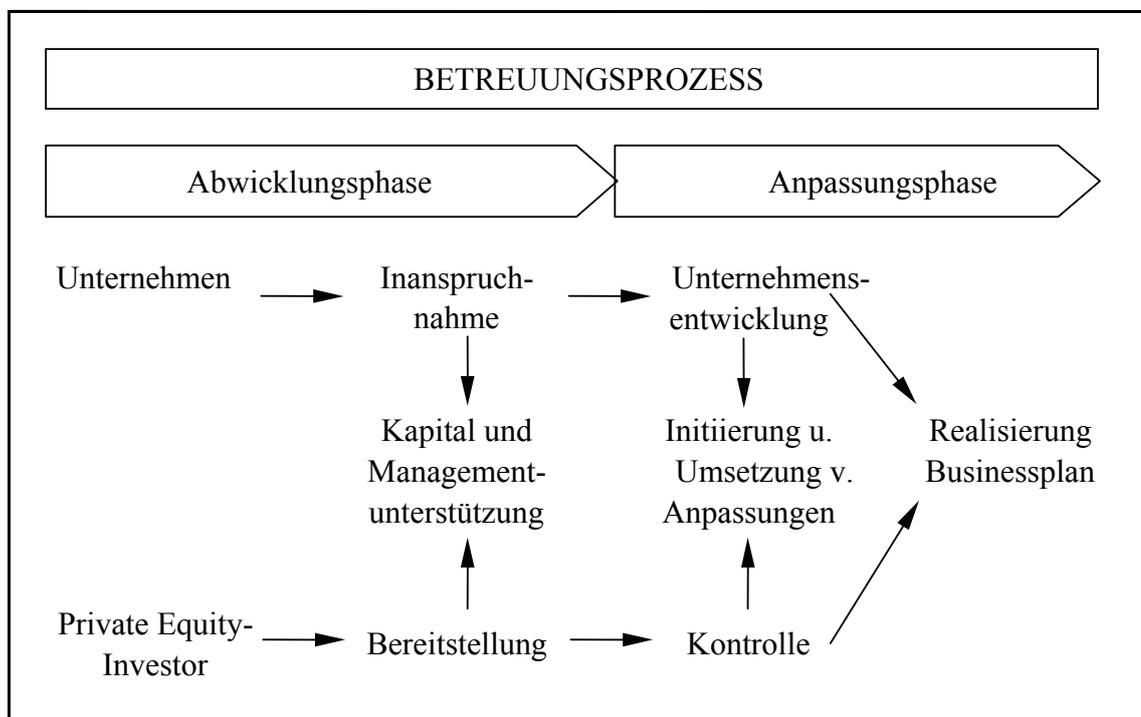


Abbildung 27: *Betreuungsprozess zwischen Unternehmen und PE-Investor*

(Quelle: eigene Darstellung)

In der Abwicklungsphase nimmt der Unternehmer die vom PE-Investor bereitgestellten Finanzmittel und Managementunterstützung in Anspruch.

Dies können sowohl direkte als auch indirekte Betreuungsleistungen sein.⁹⁸ Bei direkter Betreuung leistet der PE-Investor die Beratungsleistungen selbst, indem die Managementgesellschaft dafür eigene Managementkapazitäten bereitstellt. Das Vorhalten entsprechender Ressourcen ist für den PE-Investor umso zeitaufwendiger und kostenintensiver, je umfangreicher und spezialisierter die Managementunterstützung angeboten wird. Dies ist für den PE-Investor nur dann interessant, wenn sich ein adäquater Nutzen in Form eines Added Value beim Beteiligungsobjekt generieren lässt, der die Kosten zumindest kompensiert. Im Fall der indirekten Betreuung übernimmt der PE-Investor die Rolle eines Intermediärs von Beratungsleistungen, der dem Unternehmen geeignete externe Berater vermittelt. Je umfangreicher und spezialisierter die Vermittlung von externen Beratern ausfällt, desto wichtiger ist das Beratungsnetzwerk des PE-Investors. Der PE-Investor sollte auf eine möglichst zentrale Netzwerkposition in einem dichten Beratungsnetzwerk hinarbeiten (sog. Networking), indem eine Vielzahl von Geschäftsbeziehungen mit externen Beratern unterschiedlicher Beratungsbereiche aufzubauen, zu pflegen, zu vertiefen und weiterzuentwickeln sind, um bei Bedarf darauf zugreifen zu können.⁹⁹

⁹⁸ Vgl. Klemm (1988), S. 132-137.

⁹⁹ Vgl. auch die entsprechenden Ausführungen in Abschnitt 3.2.1.1.2.1.

		Beteiligung des PE-Investors		
		hands-off	reactive	hands-on
		passives Verhalten	aktives/passives Verhalten	aktives Verhalten
direkte Betreuung	Eigenständigkeit u. Unab-	Beobachtung d. Management	co-development	
	hängigkeit d. Management	Unterstützung nach Bedarf	aktive Partnerschaft	
	kaum Value Added	Value Adding on demand	voller Value Added	
	Überwachung/Kontrolle	Überwachung/Kontrolle	Überwachung/Kontrolle	
indirekte Betreuung	Vermittlung von externen Beratern	bei Bedarf Vermittlung von externen Beratern	ggf. Hinzuziehung von Spezialisten	

Abbildung 28: Ausprägungen der Managementunterstützung von PE-Investoren

(Quelle: eigene Darstellung; in Anlehnung an Nathusius (2001b), S. 235)

Die Ausprägung der Managementunterstützung kann von einer passiven bis hin zur aktiven Betreuung reichen (vgl. Abbildung 28).

Die passive Betreuung in reinster Form umfasst nur die Kontrolle der Aktivitäten des Unternehmens (hands off-Betreuung). Der PE-Investor nimmt ausschließlich seine Informations- und Kontrollrechte wahr, um sein mögliches Schädigungspotential zu reduzieren und die Einhaltung des Beteiligungsvertrags zu überwachen. Das Management des Unternehmens kann relativ eigenständig und unabhängig agieren, sofern die Beteiligungsziele des PE-Investors erfüllt werden. Der PE-Investor tritt nur relativ selten in Kontakt mit dem Management des Unternehmens. Treffen erfolgen üblicherweise nur auf Initiative des Managements, das dem PE-Investor in regelmäßigen Abständen Berichte über die Geschäftsentwicklung übermittelt (z.B. Monats-, Halbjahres- und Jah-

resberichte). Die Generierung eines Added Value ist daher nur in geringem Maße möglich.¹⁰⁰

Eine aktive Betreuung liegt vor, wenn der PE-Investor neben den Informations- und Kontrollrechten auch Handlungsrechte durch Einflussnahme, Mitentscheidung, Mitsprache und Mitwirkung gegenüber dem Unternehmen wahrnimmt. Stoßrichtung der Betreuung ist weniger eine Reduzierung des Schadenspotentials als vielmehr die Realisierung des Entwicklungspotentials des Unternehmens. Dabei ist zwischen einer reaktive- und einer hands on-Betreuung zu unterscheiden.¹⁰¹

Bei einer reaktive-Betreuung erfolgt die Managementunterstützung des PE-Investors auf Abruf durch das Unternehmen. Dabei beobachtet der PE-Investor die Aktivitäten des Unternehmens („looking over the shoulder“¹⁰²), ohne selbst in das Management eingebunden zu sein. Erst wenn das Management des Unternehmens konkret nach Managementunterstützung verlangt, tritt der PE-Investor in Aktion.¹⁰³

Bei der hands on-Betreuung ist der PE-Investor unmittelbar in das Management involviert. Der PE-Investor tritt von sich aus in Kontakt mit dem Unternehmen, um konkret Managementunterstützung anzubieten. Je aktiver der PE-Investor Managementunterstützung in die Frühphase des Unternehmens einbringt, desto mehr Value Added lässt sich generieren. Eine hands on-Betreuung erlaubt somit die vollständige Realisierung des Added Value -Potentials (full value adding), während im Fall einer reaktive-Betreuung die Ausschöpfung des Added Value -Potentials von der Inanspruchnahme der Managementunterstützung des PE-Investors durch das Unternehmen abhängt (value adding on demand). Probleme bei der Realisierung des Added Value -Potentials können im Laufe des Betreuungsprozesses auftreten, wenn die Beteiligungsziele des PE-Investors und die Zielvorstellungen des Unternehmers bzw. Managementteams divergieren. Daher gilt es, im Betreuungsprozess auftretende Konflikte über die strategische Ausrichtung des Unternehmens zu lösen. Dies erfordert sowohl auf Seiten des PE-

¹⁰⁰ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 170-171; Jessen (2002), S. 119-121 Nathusius (2001b), S. 235-236.

¹⁰¹ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 171; Jessen (2002), S. 121-125; Lorenz (1989), S. 118.

¹⁰² Nathusius (2001b), S. 235.

¹⁰³ Vgl. Nathusius (2001), 234-235.

Investors als auch des Unternehmers die Fähigkeit und Bereitschaft zur Konfliktlösung. In der Literatur wird der PE-Investor im Zusammenhang mit hands on-Betreuung auch als „strategischer Coach“¹⁰⁴ oder „aktiver Partner der Geschäftspolitik“¹⁰⁵ bezeichnet. Damit kommt einerseits die Bedeutung der strategischen Managementberatung zum Ausdruck, zumal wenn die Entscheidungsprozesse innerhalb des Unternehmens bisher primär operativ ausgerichtet sind. Die Strategieentwicklung und -umsetzung wird von beiden Transaktionspartnern gemeinsam vollzogen. Andererseits stellen die beiden genannten Bezeichnungen auf die aktive partnerschaftliche Zusammenarbeit zwischen PE-Investor und Unternehmer ab. Erst die Komplementierung der Innovationsfähigkeit und -bereitschaft des Unternehmens mit der Managementunterstützung des PE-Investors erlaubt es, einen Added Value zu generieren. Grundlage hierfür ist die Schaffung und der Erhalt einer Vertrauensbasis während des Betreuungsprozesses, die eine offene und kooperative Kommunikation zwischen den Transaktionspartnern erlaubt.¹⁰⁶

Neben der Managementbetreuung kommt es in Abhängigkeit von der Ausgestaltung des Finanzierungsvertrages zur Überlassung der Finanzmittel. Dabei kann der gesamte Finanzierungsbetrag entweder einmalig nach Abschluss des Beteiligungsvertrages bzw. zu Beginn des Betreuungsprozesses (einstufige Finanzierung) oder sukzessive im Laufe des Betreuungsprozesses durch den PE-Investor bereitgestellt werden (mehrstufige Finanzierung).

Bei der einstufigen Finanzierung ermitteln Unternehmer und PE-Investor den Finanzierungsbedarf, der während der beabsichtigten Beteiligungsdauer des PE-Investors entsteht. Die Finanzmittel reichen somit für die Deckung des gesamten Finanzierungsbedarfs in dem betreffenden Zeitraum aus. Über Finanzmittel, die erst in späteren Perioden zur Deckung des Finanzierungsbedarfs erforderlich sind, kann bis dahin je nach Vereinbarung mit dem PE-Investor das Unternehmen verfügen. Im Hinblick auf eine alternative Finanzanlage sind die jeweils überschüssigen Finanzmittel auf den Bewertungsstichtag abzutreten, so dass der entsprechende Barwert als Gesamtbetrag einmalig an die Unternehmung fließt. Nach einer empirischen Studie von *Wupperfeld* aus dem Befra-

¹⁰⁴ Pümpin/Pfister/Ankli/Amann (2005), S. 12.

¹⁰⁵ Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 171.

¹⁰⁶ Vgl. Pümpin/Pfister/Ankli/Amann (2005), S. 24; Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 171-173; Nathusius (2001b), S. 232-236; Klemm (1988), S. 133.

gungszeitraum 1992/1993 gaben ca. 60 % der dort befragten Beteiligungskapitalgesellschaften und Banken aus Deutschland an, jungen Technologieunternehmen Finanzmittel grundsätzlich in Form einer einstufigen Finanzierung zur Verfügung zu stellen. Nur etwa 30 % führen prinzipiell mehrstufige Finanzierungen durch, während die restlichen ca. 10 % sowohl einstufige als auch mehrstufige Finanzierungen durchführen.¹⁰⁷ Im Zuge der fortschreitenden Internationalisierung der PE-Märkte kommt es in Deutschland verstärkt zu einer Verschiebung in Richtung mehrstufige Finanzierung, wie auch die Ergebnisse einer empirischen Untersuchung von *Brachtendorf* aus dem Jahr 2002 zeigen.¹⁰⁸

International – und hier insbesondere im angloamerikanischen Raum – ist es bei PE-Investments seit jeher üblich, dass die gesamten Finanzmittel des Unternehmens nicht einmalig bei Finanzierungsbeginn überlassen, sondern sukzessive zur Verfügung gestellt werden. Bei der mehrstufigen Finanzierung, dem sogenannten *Stage financing* kommt es zur Staffelung der Finanzierungsbeträge, indem nicht nur eine Finanzierungsrunde, sondern mitunter mehr als zehn Finanzierungsrunden durchlaufen werden. Eine Finanzierungsrunde ist dabei ein Bündel von vertraglichen Vereinbarungen, nach denen die Finanzströme in zeitlicher Hinsicht und der Höhe nach vom PE-Investor an das Unternehmen bereitgestellt werden. Allerdings bedeutet nicht jede Zahlung zwangsläufig eine neue Finanzierungsrunde. Vielmehr wird eine neue Finanzierungsrunde erst durch einen neu aufgesetzten Finanzierungsvertrag eingeleitet. Der Beginn einer Finanzierungsrunde erfolgt mit dem Abschluss des Finanzierungsvertrags und endet mit dem Vertragsabschluss der nachfolgenden Finanzierungsrunde, so dass sich die Dauer einer Finanzierungsrunde definieren lässt.¹⁰⁹

Zu differenzieren ist bei der mehrstufigen Finanzierung nach dem *Staging i.e.S.* (sog. *ex post-staging*) und dem *Auszahlungsstaging* vorgenommen werden. Beim *Staging i.e.S.* finanziert der PE-Investor zunächst eine Finanzierungsrunde und erhält dafür einen bestimmten Anteil an dem Unternehmen. Sind die Finanzmittel der Finanzrunde aufgezehrt bzw. die Ziele der Finanzierungsrunde erreicht, verhandeln PE-Investor und Un-

¹⁰⁷ Vgl. Wupperfeld (1994); S. 108-111.

¹⁰⁸ Vgl. Brachtendorf (2004), S. 220-223.

¹⁰⁹ Vgl. Brachtendorf (2004), S. 44-45; Möller (2003), S. 52-54; Pape/Beyer (2001), S. 631-637

ternehmer über eine weitere Finanzierungsrunde, wobei der PE-Investor wieder einen bestimmten Anteil an dem Unternehmen erhält. Allerdings ist der PE-Investor bei Erreichen der Zwischenziele nicht zu weiteren Finanzierungsrunden verpflichtet.

Beim Auszahlungsstaging (sog. ex ante-staging) verpflichtet sich der PE-Investor zur Durchführung einer bestimmten Finanzierung, wobei die Auszahlung des gesamten Finanzierungsbetrages an vorher vereinbarte Voraussetzungen gebunden ist. Sobald die geforderten Voraussetzungen für die nächste Finanzierungsrunde erfüllt sind, erfolgt die Auszahlung der ex ante vereinbarten Finanzmittel. Dies können z.B. Meilensteine sein, welche eine wichtige Stufe in der Entwicklung des Unternehmens kennzeichnen. Im Unterschied zum Staging i.e.S., wo keine Zusage des PE-Investors für das gesamte Finanzierungsprojekt existiert, sind die Finanzierungsbedingungen und der an den PE-Investor zu übertragende Anteil des Unternehmens zu Beginn des Finanzierungsprojekts vertraglich fixiert.¹¹⁰

Während der Entwicklung des Unternehmens kann es in der Abwicklungsphase zu unvorhergesehenen Ereignissen kommen, die nachvertragliche Änderungen der ursprünglichen Geschäftsplanung erforderlich machen. In der Anpassungsphase geht es daher darum, erforderliche Anpassungen zu initiieren und umzusetzen, so dass der – angepasste – Businessplan realisiert wird. Aufgabe des PE-Investors ist hier, die Realisierung des Businessplans zu überwachen, um mögliche Fehlentwicklungen frühzeitig zu identifizieren. Dies gilt, zumal das Unternehmen aufgrund beschränkter Ressourcen noch nicht über hinreichende Kontrollinstitutionen verfügt. Wesentliche Informationsquelle für den PE-Investor ist ein formalisiertes und aussagefähiges Reporting des Unternehmens, das der Unternehmer bzw. das Management zur regelmäßigen Verfügung stellt. Erkennt der PE-Investor Fehlentwicklungen, sollte er nach einer Entwicklungsanalyse adäquate Anpassungen initiieren und für deren Umsetzung sorgen. Die Wahrnehmung der Kontrollaktivitäten kann durch Entsendung von Vertretern des PE-Investors (z.B. Fondmanager) in Gremien der Unternehmensführung erfolgen (z.B. Aufsichtsrat, Beirat oder Gesellschafterausschuss).¹¹¹

¹¹⁰ Vgl. Brachtendorf (2004), S. 45.

¹¹¹ Vgl. Engelmann/Heitzer (2001), S. 220; Heitzer (2000), S. 49.

Die Kontrolle des Unternehmens durch den PE-Investor setzt bereits mit Beginn der Betreuungsphase ein. Dabei können drei Typen von Kontrollen unterschieden werden¹¹²:

- Prämissenkontrolle (Premise Control)
- Durchführungskontrolle (Implementation Control)
- Strategische Überwachung (Strategic Surveillance)

Mit der *Prämissenkontrolle* sind die Planungsprämissen, die beim Aufstellen des Businessplans gesetzt wurden, laufend zu überwachen. Planungsprämissen beziehen sich sowohl auf unternehmensinterne als auch externe Faktoren und dienen dazu, den Planungsprozess zu strukturieren. Während unternehmensinterne Prämissen vom PE-Investor oder dem Unternehmen in bestimmtem Maße durch Steuerung der Unternehmensressourcen beeinflussbar sind, liegen unternehmensexterne Prämissen außerhalb deren Einflussbereichs. Bei Unternehmensgründungen ist die Prämissenkontrolle umso wichtiger, da die Prämissensetzung aufgrund der Innovation als erstmalige wirtschaftliche Nutzung auf schwacher Prognose beruht. Neben der Änderung von Prämissen ist darauf zu achten, dass alle relevanten Prämissen erfasst werden. Zwar kann sich die Prämissenkontrolle bedingt durch die limitierten Kontrollressourcen nicht mit gleicher Kontrollintensität auf sämtliche Prämissen erstrecken. Es sollte daher eine Fokussierung der Kontrolle auf die erfolgskritischen Prämissen erfolgen.¹¹³

Mit der *Durchführungskontrolle* wird die Durchführung des Businessplans hinsichtlich des Planfortschritts überwacht. Zu fragen ist, ob mit den Zwischenergebnissen der durchgeführten Maßnahmen die strategische Gesamtrichtung der Geschäftsplanung aufrechterhalten bleibt. Mit Beginn der Umsetzung des Businessplans ist schrittweise zu kontrollieren, inwieweit die geplanten Zwischenziele bzw. Meilensteine erreicht werden. Treten signifikante Abweichungen auf, sind die Abweichungsursachen im Rahmen

¹¹² Vgl. Steinmann/Schreyögg (2002), S. 245; Schreyögg/Steinmann (1985), S. 401-406.

¹¹³ Vgl. Pümpin/Pfister/Ankli/Amann (2005), S. 135; Steinmann/Schreyögg (2002), S. 245-246; Schreyögg/Steinmann (1985), S. 401-402.

einer Abweichungsanalyse zu identifizieren. Die identifizierten Abweichungsursachen bilden wiederum Grundlage für erforderliche Anpassungen des Businessplans, indem die geplanten Maßnahmen zur Erreichungen der Zwischenziele zu ändern und/oder die bestehenden Zwischenziele neu zu setzen sind.¹¹⁴

Mit *strategischer Überwachung* sollen alle Kontrollmaßnahmen erfasst werden, die sich nicht mit der Prämissen- und Durchführungskontrolle abdecken lassen. Damit wird quasi ein Auffangnetz für alle ungerichteten Kontrollaktivitäten geschaffen. Da die Kontrollaktivitäten und mithin die Sammlung relevanter Informationen im Prinzip ungerichtet sind, macht man sich neben der potentiellen Bestandsbedrohung des Unternehmens auch die Erschließung bisher nicht wahrgenommener Erfolgs- bzw. Wachstumspotentiale zum Maßstab. Zum Einsatz kommen sog. schwache Signale¹¹⁵, die bisher unvorhersehbare Ereignisse mit Bedrohungs- und Chancenpotential ankündigen. Diese lassen sich vor dem tatsächlichen Eintritt frühzeitig erkennen, so dass noch rechtzeitig Anpassungsmaßnahmen ergriffen werden können. Da schwache Signale kaum strukturiert, unscharf, oftmals nur qualitativ erfassbar und schwer zu bewerten sind, gestaltet sich die Identifikation entsprechend schwierig. Die Identifikation von schwachen Signalen erfolgt durch Einsatz eines sog. strategischen Radars, der ungerichtet und bei Entdeckung vertiefend sucht. Ansatzpunkt für schwache Signale sind z.B. unerwartete Anhäufungen gleichgerichteter Ereignisse oder ähnlicher Meinungen, Einschätzungen, Stellungnahmen und Verlautbarungen von Schlüsselpersonen, bedeutenden Organisationen u.ä. Institutionen. So deuten etwa ungerichtete Informationen auf eine technologische Neuerung eines Wettbewerbs hin, die eine Bedrohung für die Innovation des Unternehmens darstellt.¹¹⁶

Ergibt sich aus der Prämissen-, Durchführungskontrolle und strategischen Überwachung ein Anpassungsbedarf der bisherigen Geschäftsplanung, hat spätestens der PE-Investor Anpassungsmaßnahmen zu initiieren. In Abstimmung mit dem Management des Unternehmens sind Anpassungsstrategien zu entwickeln, die wiederum vom Management

¹¹⁴ Vgl. Pümpin/Pfister/Ankli/Amann (2005), S. 136; Steinmann/Schreyögg (2002), S. 246-247; Schreyögg/Steinmann (1985), S. 402-403

¹¹⁵ Vgl. Ansoff (1976), S. 129-150.

¹¹⁶ Vgl. Steinmann/Schreyögg (2002), S. 247-248; Götze (2001), S. 407-410; Weigand/Buchner (2000), S. 18. Schreyögg/Steinmann (1985), S. 403-406.

umzusetzen sind.¹¹⁷ Im Hinblick auf den bestehenden Ausstieg zum Ende des Betreuungsprozesses hat der PE-Investor darauf hinzuwirken, dass die Kontroll- und Anpassungsaktivitäten im Laufe des Betreuungsprozesses verstärkt auf das Unternehmen übergehen. Dies erfordert einerseits eine Erweiterung der Kontrollressourcen und die Installation einer Kontrollinstanz. Andererseits sind die Managementressourcen hinsichtlich der Anpassungsaktivitäten auszuweiten.

Zeichnet sich trotz Kontroll- und Anpassungsaktivitäten eine bedrohliche Lage des Unternehmens ab oder ist das Unternehmen bereits in eine Krisensituation geraten, läuft die Betreuung des PE-Investors auf eine Sanierung mit dem Ziel des Turnaround hinaus. Die Sanierungsberatung durch den PE-Investor bindet jedoch Managementressourcen, die für die Betreuung anderer, Erfolg versprechender Unternehmen fehlen. Zudem erfordert die Überwindung der Krisensituation meist die Bereitstellung zusätzlicher Finanzmittel, die ebenfalls für andere Beteiligungsobjekte nicht zur Verfügung stehen. Insofern hat der PE-Investor zu entscheiden, ob eine Sanierung mit vertretbarem Aufwand Aussicht auf Erfolg hat oder ein frühzeitiger Exit vorteilhafter erscheint.¹¹⁸

Ergebnis einer erfolgreichen Abwicklungsphase und damit des Betreuungsprozesses ist die Realisierung des Businessplans und aller geplanten Finanzierungsrunden. Damit sind wesentliche Voraussetzungen für den Exit des PE-Investors gegeben.

¹¹⁷ Vgl. Pümpin/Pfister/Ankli/Amann (2005), S. 137-138.

¹¹⁸ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 173-175; Heitzer (2000), S. 50.

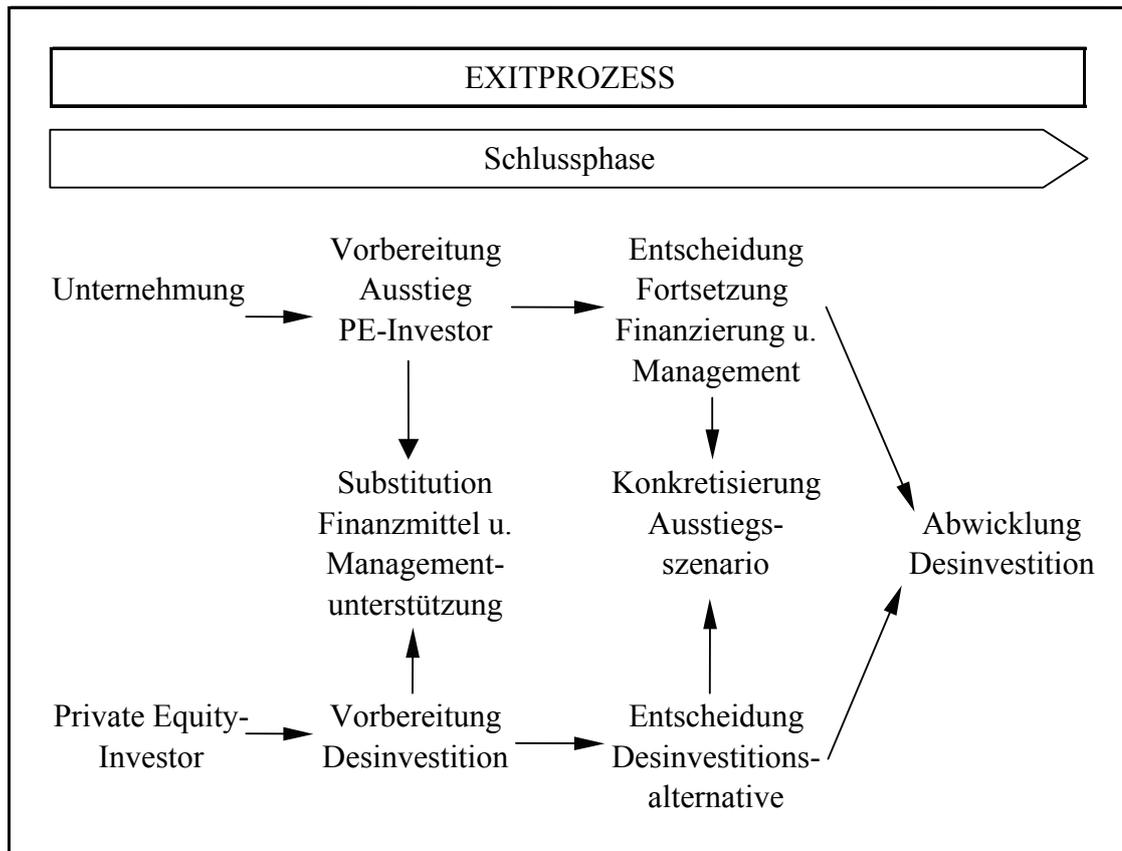


Abbildung 29: Exitprozess zwischen Unternehmen und PE-Investor

(Quelle: eigene Darstellung)

Der Exitprozess beschreibt die Schlussphase der Transaktion und endet üblicherweise mit dem Desinvestment des PE-Investors (vgl. Abbildung 29).

Am Beginn der Schlussphase steht die Vorbereitung des Unternehmens und des PE-Investors auf den Exit. Grundsätzlich lässt sich vorher vertraglich vereinbaren, zu welchem Zeitpunkt der Ausstieg erfolgt, welche Voraussetzungen für den Ausstieg zu erfüllen sind (z.B. Erreichung vorgegebener Projektziele) oder dass der Ausstieg zeitlich unbestimmt und an keine Voraussetzungen gebunden ist. Je nach Vereinbarung können sich die Transaktionspartner entweder gezielt auf den Exit vorbereiten oder müssen die Vorbereitung in relativ kurzer Zeit absolvieren, wenn etwa der PE-Investor sein Engagement unvorhergesehen beenden möchte.

Der Unternehmer bzw. das Managementteam muss sich auf den Ausstieg des PE-Investors vorbereiten, indem die bisher überlassenen Finanzmittel und in Anspruch genommene Managementunterstützung zu substituieren sind. Der zukünftige Finanzbedarf ist nunmehr durch alternative Finanzierungsmaßnahmen zu decken, während bestimmte unterstützende Managementaktivitäten einschließlich der Kontroll- und Anpassungsaktivitäten zukünftig nicht mehr vom PE-Investor übernommen werden. Das Management des Unternehmens sollte jedoch nach Abschluss der Betreuungsphase in der Lage sein, sich neue Finanzierungsquellen selbst zu erschließen und die Management-, Kontroll- und Anpassungsaktivitäten durch Aneignung der entsprechenden Management-, Kontroll- und Anpassungsfähigkeiten selbstständig durchzuführen. Gegebenenfalls sind neue Transaktionen z.B. mit anderen Finanzierungspartnern und strategischen Kooperationspartnern einzugehen, die für die Weiterentwicklung der Unternehmung Erfolg versprechen.

Die Vorbereitung des PE-Investors läuft darauf hinaus, geeignete Desinvestitionsalternativen zu identifizieren, aus denen die Erfolg versprechendste Variante auszuwählen ist. Wesentliches Kriterium ist hierbei die Erzielung einer angemessenen Rendite aus dem Engagement (vgl. auch Abschnitt 3.1.3). Allerdings sollte sich der PE-Investor im Hinblick auf die Beurteilung eines potentiellen Beteiligungsobjekts bereits in der Entscheidungsphase des Matching-Prozesses mit einer konkreten Exit-Strategie auseinandersetzen und verschiedene Exit-Szenarien analysieren.¹¹⁹

Für den PE-Investor stehen vielfältige Optionen für die Desinvestition zur Verfügung¹²⁰:

- Börsengang/Initial Public Offering (IPO)
- Trade Sale
- Secondary oder Tertiary Purchase
- Share Buy Back

¹¹⁹ Vgl. Vater (2002), S. 113.

¹²⁰ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 177; Vater (2002), S. 113; Nathusius (2001a), S.84.

- Liquidation/Insolvenz mit Abschreibung der Beteiligung

Durch einen *Börsengang* im Rahmen des Going Public (Public Equity) veräußert der PE-Investor seine einst erworbenen und bisher gehaltenen Unternehmensanteile über die Börse, wobei das Unternehmen dort neu gelistet wird. Üblicherweise ist die Börseneinführung gleichzeitig mit einer Kapitalerhöhung verbunden, so dass parallel zur Veräußerung der Altaktien des Unternehmens frisches Eigenkapital zufließt. Wesentliche Bedingungen für einen Börsengang sind eine zulässige Rechtsform (in Deutschland meist AG oder KGaA) und die Erfüllung der Zulassungsvoraussetzungen der jeweiligen Börse (Erbringung umfangreicher Publizitätspflichten, Einhaltung bestimmter Rechnungslegungsstandards, Durchführung von Analystenkonferenzen u.ä.). Damit verbunden ist meist eine Verbesserung der Transparenz des Unternehmens, die neben den einmaligen Kosten des Börsengangs zusätzlich laufende Kosten verursacht.¹²¹

Beim *Trade Sale* veräußert der PE-Investor seine Anteile an dem Unternehmen partiell oder in toto an einen institutionellen Investor. Gleichzeitig können der bzw. die Unternehmer ihre Anteile auch veräußern, so dass eine vollständige Übernahme möglich wäre. Eine Veräußerung ist vor allem hochrentabel, wenn ein industrieller Investor in der gleichen oder einer verwandten Branche aktiv ist und mit dem Erwerb Synergieeffekte oder strategische Vorteile realisieren will. Dadurch steigt die Bereitschaft, einen strategischen Kaufpreis zu zahlen, der u.U. höher läge als bei einem breiter platzierten Börsengang. Daneben ist ein Trade Sale eine alternative Option zum Börsengang, wenn das einst junge Unternehmen die Börsenreife noch nicht erreicht hat, die Kosten eines Börsengangs zu hoch ausfallen oder die Einhaltung der Börsenreglementierungen zu umfangreich sind.¹²²

Mit einem *Secondary oder Tertiary Purchase* veräußert der PE-Investor seine Gesellschaftsanteile an einen anderen PE- oder Finanzinvestor. Dieser kann neben der erfor-

¹²¹ Vgl. Börner/Geldmacher (2001), S. 695; Baltzer (2000), S. 61; Heitzer (2000), S. 52-53; Schefczyk (2000), S. 46.

¹²² Vgl. Börner/Geldmacher (2001), S. 696; Nathusius (2001a), S. 85; Baltzer (2000), S. 60; Heitzer (2000), S. 52.

derlichen Unternehmensfinanzierung auch die Managementunterstützung weiterführen. Eine solche Desinvestition kommt in Betracht, wenn z.B.

- im Rahmen einer Neuausrichtung des PE-Fondsportfolios eine Beteiligung nicht mehr in das Fondskonzept des PE-Investors passt
- die Managementunterstützung durch den PE-Investor keinen Wertzuwachs mehr generiert, weil etwa erfolgversprechende Geschäftskontakte nicht mehr vermittelt werden können oder die geforderte Managementunterstützung nicht mehr erbracht werden kann.
- ein Börsengang oder Trade Sale als Exitkanal ausscheidet.

Der PE-Investor sucht dann einen oder mehrere andere Finanzinvestoren, zu dem das Beteiligungsobjekt besser passt und der oder die bereit sind, einen entsprechend hohen Kaufpreis zu zahlen.¹²³

Im Falle eines *Share Buy Back* erwerben der oder die Unternehmer die vom PE-Investor gehaltenen Gesellschaftsanteile zurück. Dies erfordert die Aufbringung eines hohen Kapitalbedarfs durch den Unternehmer, was dadurch erschwert wird, dass seine privaten Eigenmittel bereits in der Frühphase des Unternehmens zum großen Teil aufgezehrt und in das Unternehmen investiert worden sind. Daher kommt in vielen Fällen nur ein fremdfinanzierter MBO in Betracht, der den oder die Unternehmer durch Aufnahme von Fremdkapital finanziell sehr stark belastet. Für den PE-Investor bleiben die Chancen, einen relativ hohen Verkaufspreis zu realisieren beschränkt, so dass ein Share Buy Back als Exit für einen renditeorientierten Finanzinvestor nur bedingt in Frage kommt.¹²⁴

Im Falle einer *Liquidation/Insolvenz* steigt der PE-Investor aus, indem das Unternehmen liquidiert oder als Insolvenzfall abgewickelt wird. Gleichzeitig wird üblicherweise der Gesellschaftervertrag gekündigt. Eine derartige Desinvestition kommt dann in Betracht,

¹²³ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 177; Börner/Geldmacher (2001), S. 696; Nathusius (2001a), S. 85; Heitzer (2000), S. 52.

¹²⁴ Vgl. Börner/Geldmacher (2001), S. 696; Nathusius (2001a), S. 85-86; Baltzer (2000), S. 59-60; Heitzer (2000), S. 51.

wenn sich Geschäftsmodell und/oder dessen Umsetzung als Misserfolg herausstellt. Die Kündigung des Gesellschaftervertrags führt meist dazu, dass das zu substituierende Eigen- und Fremdkapital wegen der Schwierigkeiten, einen anderen Investor zu finden, nur schwer zu ersetzen ist. Für den PE-Investor ist die Liquidation meist gleichbedeutend mit einem Totalverlust der investierten Fondsmittel, wenn nicht ausgewählte materielle oder immaterielle Vermögensgegenstände gewinnbringend veräußert werden können oder eine Nettoliquidität verbleibt. Die Beteiligung wird dann beim PE-Investor teilweise oder komplett abgeschrieben.¹²⁵

3.2.2 Verhaltensannahmen im Transaktionsprozess

Die Kontextbetrachtung von beschränkter Rationalität und Unsicherheit/Komplexität beinhaltet eine Gegenüberstellung einer Verhaltensannahme und eines Umweltfaktors.

Die Verhaltensannahme beschränkte Rationalität (bounded rationality) geht davon aus, dass PE-Investor und Unternehmer während des Transaktionsprozesses zwar danach streben, rational zu handeln. Dies gelingt ihnen jedoch nur bedingt, weil einerseits die Informationsbeschaffung unvollständig ist. Zum anderen sind die Informationsaufnahme, -verarbeitung, -bewertung und -speicherung von Individuen limitiert und nicht frei von Fehlern. Ursache hierfür sind eingeschränkte kognitive Fähigkeiten des menschlichen Verstandes.¹²⁶ Hinzu kommen Probleme der verbalen Kommunikation, die vor allem dann auftreten, wenn bestimmte Informationsstrukturen, wie etwa implizites Wissen¹²⁷, nicht oder nur sehr schwer kommuniziert werden können. So kann es für den Unternehmer während der Transaktion erhebliche Probleme darstellen, dem PE-Investor zur Innovationsbeurteilung sein innovatives Wissen in Form der Geschäftsidee verständlich zu machen. Dabei sind die Kommunikationsfähigkeiten ebenso wie die Informationsverarbeitungskapazitäten des Unternehmers und PE-Investors begrenzt. Andererseits treten Probleme während der Transaktion auf, wenn dem Unternehmer das Ver-

¹²⁵ Vgl. Vater (2002), S. 113; Heitzer (2000), S. 54; Schefczyk (2000), S. 44.

¹²⁶ Vgl. Williamson (1985), S. 44-47; Simon (1957), S. 198.

¹²⁷ Implizites Wissen (tacit knowledge) ist gegenüber explizitem Wissen (explicit knowledge) nur schwer formalisierbar und stark an das Individuum als Wissensträger gebunden. Damit lässt es sich durch Verbalisierung, Dokumentation und Kommunikation relativ schwer transferieren. Vgl. North (2002), S. 45-49; Picot/Dietl/Franck (2002), S. 70.

ständnis für Finanzierungsfragen fehlt und er das Finanzierungskonzept des PE-Investors nur schwer beurteilen kann. Zwar können PE-Investor und Unternehmer ihre Informations- und Wissensdefizite bis zu einem bestimmten Maße abbauen. Der damit verbundene zeitliche Aufwand und Ressourceneinsatz verursacht jedoch Transaktionskosten, so dass eine Abwägung zwischen Transaktionskosten und -ergebnis vorzunehmen ist.¹²⁸

Beschränkte Rationalität wird für den PE-Investor und Unternehmer dann zum Problem, wenn die Grenze der Informationsverarbeitungskapazitäten und Kommunikationsfähigkeit erreicht ist. Dies tritt umso eher ein, je unsicherer und komplexer sich die Umwelt gestaltet.¹²⁹

Unsicherheit als Umweltfaktor ist Folge einerseits der unvollständigen Informationsstände zwischen PE-Investor und Unternehmer. Transaktionsrelevante Informationen können dem PE-Investor und Unternehmer verborgen bleiben oder lassen sich nur mit einem unverhältnismäßig hohen Aufwand beschaffen. Bestimmte Informationen können für beide oder nur für einen Transaktionspartner nicht oder nur schwer zugänglich sein. Zum anderen resultiert Unsicherheit aus der Zukunftsbezogenheit während des Transaktionsprozesses. So werden in frühen Transaktionsphasen Informationen benötigt, die sich auf spätere Transaktionsphase beziehen und auch erst dann mit Sicherheit durch Eintreten der jeweiligen Situation konkret vorliegen¹³⁰. So besteht für den PE-Investor Unsicherheit bezüglich der weiteren geschäftlichen Entwicklung des Unternehmens, die umso höher ausfällt, je innovativer das Geschäftskonzept ist und je weiter die Realisierung des Businessplans in der Zukunft liegt. Erst mit zunehmender Umsetzung des Geschäftsplans und Etablierung des Unternehmens, d.h. weiter voranschreitendem Transaktionsprozess, nimmt die Unsicherheit für den PE-Investor ab. Aus Sicht des Unternehmers besteht Unsicherheit bezüglich der zukünftig bereitgestellten Finanzmittel und Managementunterstützung des PE-Investors. Erst mit Absolvierung weiterer Finanzrunden und Inanspruchnahme der Managementbetreuung nimmt die Unsicherheit für den Unternehmer ab. Insgesamt bleibt festzuhalten, dass mit zunehmender Transaktionsun-

¹²⁸ Vgl. Heitzer (2000), S. 32.

¹²⁹ Vgl. Picot/Dietl (1990), S. 179.

¹³⁰ Vgl. Picot/Dietl/Franck (2002), S. 70; Williamson (1985), S. 56-60

sicherheit auch die Transaktionskosten für den PE-Investor und den Unternehmer steigen et vice versa.¹³¹

Komplexität als Umweltfaktor beschreibt die Vielzahl (Anzahl von Elementen und Relationen), Vielfalt (Verschiedenartigkeit der Elemente und Relationen), Vieldeutigkeit (Unbestimmtheit der Elemente und Relationen) und Veränderlichkeit (Dynamik der Elemente und Relationen) relevanter Beziehungsstrukturen, die durch Strukturelemente und Strukturrelationen gekennzeichnet sind. Komplexe Beziehungsstrukturen lassen sich bei vorliegen beschränkter Rationalität nur in bestimmtem Maße erfassen und begreifen. Im konkreten Fall zielt Komplexität auf die Beziehungsstrukturen zwischen PE-Investor und Unternehmer ab. Für den PE-Investor können komplexe Innovationsstrukturen des Unternehmers ein Problem darstellen, die sich z.B. in Form hoher Produktions-, Beschaffungs-, Vermarktungs-, F&E-, Logistikkomplexität des Unternehmens niederschlagen. Für den Unternehmer gilt gleiches analog für komplexe Strukturen des Finanzierungskonzepts und der Managementbetreuung des PE-Investors. Um das Komplexitätsproblem zu bewältigen, ist je nach vorhandener Rationalität eine Komplexitätsreduktion erforderlich. Die Beziehungsstrukturen sind auf ein vertretbares Maß zu vereinfachen, in dem nur eine begrenzte Anzahl von Strukturelementen und Strukturrelationen mit bestimmten Ausprägungsmöglichkeiten betrachtet wird. Dies führt jedoch dazu, dass der PE-Investor die Innovationsstrukturen und der Unternehmer die Strukturen des Finanzierungskonzepts und der Managementbetreuung nur unvollständig abbilden, was wiederum das Transaktionsergebnis beeinflussen kann. Je höher die Komplexität der Strukturbeziehungen, desto höher fallen die Transaktionskosten aus. Dies gilt sowohl bei dem Versuch, die Komplexität während des Transaktionsprozesses so weit es geht zu erfassen und begreifbar zu machen, als auch die Komplexität unter Inkaufnahme eines schlechteren Transaktionsergebnisses zu reduzieren. Daher müssen PE-Investor und Unternehmer eine Abwägung zwischen Komplexitätsreduktion und Qualität des Transaktionsergebnisses vornehmen¹³²

¹³¹ Vgl. Kreikebaum/Gilbert/Reinhardt (2002);, S. 31-32

¹³² Vgl. Heitzer (2000), S. 132; Picot/Dietl (1990), S. 179.

Wie bei der beschränkten Rationalität und Unsicherheit/Komplexität beinhaltet die Kontextbetrachtung von Opportunismus und Spezifität und Unsicherheit eine Gegenüberstellung einer Verhaltensannahme und eines Umweltfaktors.

Opportunismus als Verhaltensannahme ist Folge von individueller Nutzenmaximierung, bei der PE-Investor und Unternehmer sich in ihrem Verhalten und Handeln an den eigenen Interessen und Vorteilen orientieren. Verfolgen beide Transaktionspartner verschiedene individuelle Ziele, besteht die Gefahr opportunistischen Verhaltens. Dabei nutzt ein Transaktionspartner durch sein Verhalten den anderen Transaktionspartner zu dessen Lasten aus. Transaktionspartner streben danach, ihren individuellen Nutzen zu maximieren.¹³³

Individuelle Nutzenmaximierung und opportunistisches Verhaltenspotential des PE-Investors und Unternehmers lassen sich aus den jeweiligen Erfolgszielen ableiten. Der individuelle Nutzen des Unternehmers resultiert sowohl aus finanziellen als auch stark aus persönlichen Motiven (vgl. auch Abschnitt 3.1.2). Im letzt genannten Fall ist er bestrebt, unternehmerisch selbständig, unabhängig und eigenverantwortlich zu handeln, um sich selbst zu bestätigen, zu verwirklichen und seinen Pioniergeist auszuleben. Abhängig vom Lebenszyklus des Unternehmens richtet der Unternehmer seine Nutzenmaximierung an den jeweiligen Erfolgszielen aus (vgl. Tabelle 5). Der Unternehmer verhält sich opportunistisch, wenn die Verfolgung seiner persönlichen und finanziellen Erfolgsziele den Erfolgszielen des PE-Investors zuwiderläuft. Dies gilt vor allem dann, wenn der Unternehmer die Finanzmittel und Managementunterstützung des PE-Investors ausnutzt, um seine persönlichen Erfolgsziele zu erreichen. Dem PE-Investor entsteht dadurch kein oder kaum Nutzen (ggf. sogar ein Schaden), da er seine Beteiligungsziele in Form einer adäquaten Rendite nicht erreicht. Andererseits kann der PE-Investor auch den Unternehmer ausnutzen, indem der PE-Investor möglichst schnell auf einen Exit durch eine zu expansive Wachstumsstrategie hinwirkt, um einen hohen Verkaufspreis für die gehaltenen Anteile zu realisieren. Stellt sich diese Strategie nach dem Exit als zu expansiv heraus und gefährdet damit die Unternehmensexistenz, hat der verbliebene Unternehmer das Nachsehen.

¹³³ Vgl. Picot Dietl/Franck (2002), S. 70-71; Williamson (1985), S. 47-50

Opportunistisches Verhalten wird zum besonderen Problem in Verbindung mit Spezifität als Umweltfaktor. Dies wird für den Unternehmer und PE-Investor umso problematischer, je höher der Grad der Faktorspezifität bzw. je spezifischer die relevanten Ressourcen des Transaktionspartners ausfallen. Spezifische Ressourcen lassen sich nur in geringem Maße oder mit relativ hohem Aufwand durch alternative Ressourcen substituieren. Gleichzeitig ist das Spektrum alternativer Einsatzmöglichkeiten spezifischer Ressourcen limitiert. Beides führt zu einem starken Abhängigkeitsverhältnis der Transaktionspartner und zu einer Intensivierung der Beziehung im Transaktionsprozess. Der Aufwand zur Absicherung gegenüber opportunistischem Verhalten des Transaktionspartners verursacht mit zunehmender Spezifität höhere Transaktionskosten.¹³⁴

Für den PE-Investor ist Spezifität auf Seiten des Unternehmens in zweierlei Hinsicht von Bedeutung. Zum einen investiert der Unternehmer bzw. das Managementteam die vom PE-Investor bereitgestellten Finanzmittel in Sachkapital mit einem hohen Spezifitätsgrad (Sachkapitalspezifität), der sich aus der Innovation als erstmalig wirtschaftlich genutzte Neuerung am Markt ergibt. Je spezifischer die Innovation ausfällt, desto höher ist auch die Sachkapitalspezifität. Eine alternative Verwendung des Sachkapitals scheidet zwecks mangelnder anderer Einsatzmöglichkeiten aus, so dass die spezifisch gebundenen Finanzmittel für den PE-Investor quasi verloren sind. Neben der Sachkapitalspezifität kann auch die Humankapitalspezifität des Unternehmers zum Problem werden. Spezifisches Humankapital umfasst hier neues, implizites Wissen, das an die Person des Unternehmers gebunden und für die erfolgreiche Umsetzung der Innovationsprozesse erforderlich ist. Dieses implizite Wissen kann aufgrund der limitierten Informationsverarbeitungskapazität des PE-Investors und eingeschränkter Kommunikationsfähigkeit des Unternehmers nur unzureichend weitergegeben werden. Für den PE-Investor wird dies zum Problem, wenn der Unternehmer aus dem Unternehmen ausscheidet und sich nicht ohne weiteres substituieren lässt. Zudem kann die Kommunikationsbereitschaft des Unternehmers nur gering ausfallen, wenn er kein Interesse und Nutzen davon hat, sein Wissen offen zu legen bzw. weiterzugeben. Dadurch erhält der Unternehmer ein Druckmittel gegenüber dem PE-Investor. Insgesamt betrachtet wird der PE-Investor während des Transaktionsprozesses versuchen, gegen opportunistisches Verhalten auf-

¹³⁴ Vgl. Kreikebaum/Gilbert/Reinhardt (2002), S. 31.

grund hoher Sachkapital- und Humankapitalspezifität entsprechend vorzugehen bzw. sich abzusichern, was wiederum höhere Transaktionskosten verursacht. Die mit zunehmender Spezifität der Innovation verbundene Erhöhung des Grades an Sachkapital- und Humankapitalspezifität steigert somit die Transaktionskosten für den PE-Investor.¹³⁵

Für den Unternehmer kann die spezifische Finanzierungsstrategie und Managementbetreuung des PE-Investors zum Problem werden. Aufgrund der limitierten Informationsverarbeitungskapazität des Unternehmers und der eingeschränkten Kommunikationsfähigkeit des PE-Investors ist der Unternehmer bei hoher Spezifität nur bedingt in der Lage, die Vorteilhaftigkeit der Finanzierungsstrategie und Qualität der Managementbetreuung des PE-Investors zu beurteilen.

3.2.3 Verhalten des Unternehmers und Private Equity Investors in den Prozessphasen

3.2.3.1 Anbahnungsphase

In der Anbahnungsphase fallen sowohl auf Seiten des Unternehmers als auch des PE-Investors Anbahnungskosten an.¹³⁶ Diese setzen sich wiederum aus den Suchkosten der Suchphase und den Informationskosten der Informationsphase zusammen.

In der Suchphase führt beschränkte Rationalität des PE-Investors in Verbindung mit Unsicherheit/Komplexität zu einer unvollständigen Suche nach geeigneten Unternehmen als potentielle Transaktionspartner. Je vollständiger die Suche erfolgen soll, desto höhere Anbahnungskosten fallen für die Identifizierung weiterer Beteiligungskandidaten an. Andererseits ist eine zunehmende Transaktionshäufigkeit von PE-Investoren infolge der Beteiligung an einer Vielzahl an Unternehmen mit economies of scale (z.B. Fixkostendegression durch bessere Auslastung der Suchinstrumente), economies of scope (z.B. flexibel einsetzbare PE-Manager) und Lern-/Erfahrungseffekte (z.B. zukünftige Vermeidung von Suchfehlern oder Verbesserung der Suchstrategie) verbunden, so dass die durchschnittlichen Anbahnungskosten mit jeder neuen Beteiligungssuche ten-

¹³⁵ Vgl. Heitzer (2000), S. 136-138; Picot/Dietl (1990), S. 179-180..

¹³⁶ Vgl. Hering/Vincenti/Heinle (2002), S. 615.

denziell sinken.¹³⁷ Durch Systematisierung der Suche lassen sich Suchkosten verringern, indem ein Datenpool an Unternehmen (z.B. internetbasierte Datenbank) nach bestimmten formellen Suchkriterien (Lebenszyklusphase, Wachstumsrate, Branche, Technologie, Region u.ä.) durch Einsatz von Suchalgorithmen (z.B. Internet-Suchmaschinen) durchsucht wird. Die Suchergebnisse liefern auch erste Hinweise auf die Sach- und Humankapitalspezifität der gefundenen Unternehmen (z.B. spezifische Technologie, Branche oder Produktionsverfahren), um das Schadenspotential durch opportunistisches Verhalten abzuschätzen. Die informelle Suche lässt sich hingegen nur eingeschränkt systematisieren. Hier fallen Suchkosten für das Networking innerhalb des sozialen Netzwerks des PE-Fond-Managers und ggf. für eine erste Kontaktaufnahme und Kommunikation mit potentiellen Beteiligungsobjekten an.

Beschränkte Rationalität des Unternehmers in Verbindung mit Unsicherheit/Komplexität führt auch hier zu einer unvollständigen Suche nach geeigneten PE-Investoren als potentielle Transaktionspartner. Eine Ausweitung der Suche bedeutet für den Unternehmer im Vergleich zum PE-Investor eine relativ hohe Transaktionskostenbelastung (z.B. Durchsuchen von PE-Branchen/Unternehmensverzeichnisse, Teilnahme an Gründerbörsen oder der Besuch von Gründermessen, -konferenzen und -kongressen), da wertvolle Zeit nicht für die Umsetzung der Geschäftsidee zu Verfügung steht. Zudem bleibt aufgrund der geringen Transaktionshäufigkeit eines Unternehmers mit verschiedenen PE-Investoren entlang des Lebenszyklusses das Potential für eine Senkung der durchschnittlichen Suchkosten aufgrund von economies of scale, economies of scope und Lern-/Erfahrungseffekten beschränkt. Jedoch kann der Unternehmer durch Systematisierung der Suche mittels geeigneter Suchkriterien (Anlageschwerpunkte der PE-Investoren bzw. PE-Fonds) mit geringem Zeitaufwand gezielt suchen und so seine Suchkosten verringern. Dies gilt allerdings nur bei Vorhandensein einer (elektronischen) Datenbasis mit hinterlegten Informationen über PE-Investoren. Um auf formellem Wege einen ersten persönlichen Kontakt mit PE-Investoren herzustellen, kann es erforderlich sein, zunächst schriftlich einen Antrag zu stellen. Der mit der Antragsstellung verbundene Zeitaufwand und Ressourcenbindung kann beim Unternehmer erhebliche Suchkosten verursachen. Sind aufgrund einer Vielzahl von Unternehmensanfragen

¹³⁷ Vgl. Macharzina (2003), S. 297 u. 312-313; Picot (1982), S. 272

die Erfolgchancen relativ gering, persönlich in Kontakt mit PE-Managern zu gelangen, ist der Unternehmer gezwungen, mehrere Anträge an verschiedene PE-Investoren zu stellen.¹³⁸ Das informelle Suchen im sozialen Umfeld des Unternehmers erfordert Networking und zeitlichen Aufwand für eine erste Kontaktaufnahme und Kommunikation mit potentiellen PE-Investoren. Je effektiver der Unternehmer Kommunikations-, Gesprächs- und Verhandlungstechniken einsetzt, desto stärker kann er seine Suchkosten senken.

In der Informationsphase verursacht beschränkte Rationalität des PE-Investors in Verbindung mit Unsicherheit/Komplexität höhere Transaktionskosten für Informationsbeschaffung, -aufbereitung, -bewertung, -auswertung und -speicherung. Der PE-Investor kann die vielfältigen Informationsquellen aufgrund unvollständiger Kenntnis über deren Existenz, limitierter Verfügbarkeit und zeitlich begrenzten Aufwand nur in bestimmtem Umfang nutzen. Evtl. lassen sich externe Informationsagenten einsetzen, was wiederum mit zusätzlichen Informationskosten verbunden ist. Wie bei den Suchkosten ist eine zunehmende Transaktionshäufigkeit des PE-Investors mit tendenziell sinkenden durchschnittlichen Informationskosten verbunden. So kann die eigene IuK-Technologie, mit der relevante Informationen beschafft, aufbereitet, bewertet, ausgewertet, gespeichert und besser ausgelastet werden.¹³⁹ Einmalig entwickelte bzw. beschaffte Software für Informationsanalysen lässt sich quasi unbegrenzt einsetzen, was die durchschnittlichen Informationskosten senkt. Ebenso können bei einem PE-Investor mit unterschiedlichen PE-Fonds die PE-Manager auf die gleiche IuK-Infrastruktur zugreifen. Vertiefend kann der PE-Investor auch aus den gewonnenen Informationen Rückschlüsse über das bisherige Verhalten des Unternehmers gewinnen (z.B. bisheriger Lebenslauf oder Reputation des Unternehmers), um das Schadenspotential durch opportunistisches Verhalten besser abzuschätzen. Allerdings gilt dies bei jungen Unternehmern bzw. Unternehmensgründungen nur in eingeschränktem Maße.

¹³⁸ Insb. auf dem formellen PE-Markt sind die Erfolgchancen von antragstellenden Unternehmensgründungen relativ gering, überhaupt in eine Vorauswahl bei einem PE-Investor zu gelangen, geschweige denn, nach eingehender Beteiligungsprüfung auch einen Beteiligungsvertrag abschließen zu können. Vgl. Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke (2000), S. 136.

¹³⁹ Vgl. Picot (1982), S. 270-217.

Für den Unternehmer ist die Informationsphase üblicherweise mit erheblichen Informationskosten verbunden, da im Unterschied zum PE-Investor zumeist die erforderliche IuK-Infrastruktur nicht vorhanden ist, um relevante Informationen effektiv zu beschaffen, aufzubereiten, zu bewerten, auszuwerten und zu speichern. Damit kann die beschränkte Rationalität des Unternehmers in einem unsicheren und komplexen Umfeld kaum kompensiert werden. Hinzu kommt der zeitliche Aufwand, den die Informationsverarbeitung in Anspruch nimmt und so wertvolle Ressourcen bindet. Informationen über das bisherige Verhalten von PE-Investoren lassen sich auch über das soziale Netzwerk des Unternehmers beschaffen. Durch bestehende oder neu aufgebaute Kontakte zu anderen Unternehmern, an denen ein betreffender PE-Investor beteiligt ist bzw. war, kann der Unternehmer Informationen über opportunistisches Verhalten des PE-Investors erfahren. Hinweise geben die Erfahrungen während des dortigen Transaktionsprozesses und die Zufriedenheit mit dem Finanzierungskonzept und der Managementbetreuung.¹⁴⁰

3.2.3.2 Vereinbarungsphase

In der Vereinbarungphase fallen sowohl auf Seiten des Unternehmers als auch des PE-Investors Vereinbarungskosten an.¹⁴¹ Diese setzen sich wiederum aus den Entscheidungskosten der Entscheidungsphase und den Einigungskosten der Einigungsphase zusammen.

In der Entscheidungsphase fallen für die beiden Transaktionspartner folgende Kosten an, wobei beschränkte Rationalität in Verbindung mit unsicheren Informationen des komplexen Unternehmer - bzw. Unternehmerumfelds jeweils hohe Entscheidungskosten verursachen kann:

- *Unternehmer*: Kosten zur Konzeptionierung, Erstellung und Präsentation des Businessplans.

¹⁴⁰ Vgl. Hering/Vincenti/Heinle (2002), S. 615.

¹⁴¹ Vgl. Hering/Vincenti/Heinle (2002), S. 615.

- *PE-Investor*: Kosten zur Durchführung der Due Diligence sowie Bewertung der Unternehmerperson bzw. des Unternehmerteams, der Geschäftsidee, des Businessplans, der Unternehmensorganisation und de Unternehmens selbst.

Eine zunehmende Transaktionshäufigkeit des PE-Investors führt zu einer Senkung der durchschnittlichen Entscheidungskosten. Einmalig entwickelte bzw. angeschaffte Software zur Unterstützung der Due Diligence-Prüfungen sowie Unternehmens- und Unternehmerbewertung lässt sich beliebig oft einsetzen. Dabei kann gleichzeitig auf die Ergebnisse und Erkenntnisse aus vorangegangenen Transaktionen zurückgegriffen werden. So lassen sich nachträglich identifizierte Fehler, Ungenauigkeiten oder Abweichungen bei der Prüfung bzw. Bewertung für neue Transaktionen vermeiden. Hingegen ist das Kostensenkungspotential bei der Unternehmung stark eingeschränkt, da der Unternehmer i.d.R. nur einmalig einen Businessplan konzipiert und erstellt. Lediglich die Präsentation vor unterschiedlichen PE-Investoren lässt die durchschnittlichen Entscheidungskosten für den Unternehmer sinken.

Besteht bereits ein Vertrauensverhältnis zwischen Unternehmer und PE-Investor, bei dem gegenseitig von geringem Schadenspotential durch opportunistisches Verhalten ausgegangen wird, kann die Detailprüfung im Rahmen der Due Diligence weniger intensiv ausfallen. Dies würde einen geringeren Zeitaufwand und weniger Mühen für beide Transaktionspartner bedeuten. Gleichzeitig ist der Unternehmer eher geneigt, sensible Informationen an den PE-Investor zu Prüfzwecken bereitzustellen, so dass der PE-Investor den Informationen eine hohe Glaubwürdigkeit und Plausibilität schenken kann.¹⁴²

In der Einigungsphase entstehen für Unternehmer und PE-Investor Verhandlungskosten, die maßgeblich durch die Verhandlungsvorbereitungen (Planung der Verhandlungsstrategie und -abläufe, Formulierung von Vertragsentwürfen) sowie Anzahl, Dauer und Nachbereitung der Verhandlungsrunden bestimmt werden. Je mehr opportunistisches Verhalten vom Gegenüber erwartet wird und je spezifischer die Geschäftsidee bzw. das Finanzierungskonzept und Management, desto umfangreicher werden Verhandlungen

¹⁴² Vgl. Brettel/Jaugey/Rost (2000), S. 154-158; Engelmann/Juncker/Natusch/Tebroke (2000), S. 93-94; Engelmann/Heitzer (1999), S. 458-459

über vertragliche Absicherungsmaßnahmen, was wiederum höhere Vereinbarungskosten zur Folge hat. Eine hohe Transaktionshäufigkeit auf Seiten des PE-Investors senkt dessen durchschnittliche Einigungskosten. Durch den Erwerb von Verhandlungsroutinen und dem Lernen aus Verhandlungsfehlern können die PE-Manager bessere Verhandlungsergebnisse erzielen. Hingegen bleibt das Kostensenkungspotential bei dem Unternehmen stark eingeschränkt, da Unternehmer zumeist nur einmalig mit PE-Investoren verhandeln.¹⁴³

Eine Einigung kommt dann zustande, wenn der subjektive Unternehmenswert des PE-Investors, der dessen Kaufpreisobergrenze entspricht, größer ist als der subjektive Unternehmenswert des Unternehmers, der wiederum dessen Verkaufspreisuntergrenze darstellt. Dabei handelt es sich üblicherweise um den Ausgabepreis der im Rahmen einer Kapitalerhöhung neu ausgegebenen Gesellschaftsanteile, so dass der gezahlte Kaufpreis des PE-Investors unmittelbar dem Unternehmen zur Wachstumsfinanzierung zufließt. Der Kaufpreis der vom PE-Investor übernommenen Anteile an dem Unternehmen liegt bei erfolgreicher Einigung zwischen den beiden Grenzpreisen. Je nach Verhandlungsposition und -geschick der Transaktionspartner kann der Preis in die eine oder andere Richtung getrieben werden. Aufgrund der höheren Transaktionshäufigkeit liegen die Vorteile hier beim PE-Investor.¹⁴⁴

Verschiedene Wertevorstellungen und Beteiligungskonditionen von Unternehmer und PE-Investor beruhen auf unterschiedlichen Zielvorstellungen, Zukunftserwartungen, Risikoeinstellungen, Synergiepotentialen und alternativen Investitionsmöglichkeiten. Je weiter die Wertevorstellungen und Beteiligungskonditionen auseinander liegen, desto langwieriger gestaltet sich der Verhandlungsprozess. Eine Annäherung in mehreren Verhandlungsrunden kostet entsprechend Zeit und Aufwand für weitere Verhandlungssitzungen, erneute Angebotsgestaltung, zusätzliche Argumentationsfindung und ähnliche Verhandlungsparameter. Einerseits geht die Verhandlungszeit dem Unternehmer verloren, weil er die Entwicklung seines Unternehmens aufgrund des Fehlens der benötigten Finanzmittel und Managementunterstützung nicht oder nur eingeschränkt voran-

¹⁴³ Vgl. Hering/Vincenti/Heinle (2002), S. 615.

¹⁴⁴ Vgl. Moxter (1990), S. 9-15.

treiben kann. Dem PE-Investor wiederum entgehen Erträge aus dem Beteiligungsobjekt, da er sein Kapital nicht renditeorientiert anlegen kann.

Besteht bei der Formulierung des Beteiligungsvertrages – ähnlich wie bei der Detailprüfung im Rahmen der Due Diligence – ein Vertrauensverhältnis zwischen Unternehmer und PE-Investor, kann auf detaillierte und reglementierte Vertragsregelungen u.U. verzichtet werden. Dies würde weniger Zeit in Anspruch nehmen und geringere Transaktionskosten beim Vertragsabschluss verursachen. Allerdings ist dann zu berücksichtigen, dass mit weniger konkreten Vertragsregelungen ein größerer Handlungsspielraum der Vertragspartner verbunden ist, der den Kostenvorteil nach Abschluss des Beteiligungsvertrages für einen oder beide Transaktionspartner relativieren kann.¹⁴⁵

3.2.3.3 Abwicklungsphase

In der Abwicklungsphase fallen sowohl auf Seiten des Unternehmers als auch des PE-Investors Abwicklungskosten als ein Bestandteil der Betreuungskosten an.¹⁴⁶

Die Abwicklungskosten des PE-Investors umfassen die Bereitstellung und Erbringung von Betreuungsleistungen. Zwar sind bei einer hands-off-Beteiligung die Abwicklungskosten relativ gering. Allerdings steht dem kaum ein generierter Added Value gegenüber. Umfangreiche Betreuungsleistungen bei einer reactive- und hands-on-Betreuung verursachen hingegen höhere Abwicklungskosten, die jedoch i.d.R. mit einem zunehmenden Added Value verbunden sind. Insofern ist eine Abwägung zwischen Abwicklungskosten und generierbarem Added Value vorzunehmen. Je intensiver der Unternehmer die Managementunterstützung in Anspruch nimmt bzw. je mehr Betreuungsleistungen der PE-Investor anbietet, desto tiefer erhält der PE-Investor Einblick in das Unternehmen. Die Unsicherheit des PE-Investors nimmt ab, was seine beschränkte Rationalität weniger zum Problem werden lässt. Zudem kann er das Schadenspotential durch opportunistisches Verhalten besser beurteilen, indem die Sach- und Humankapitalspezifität des Unternehmens bzw. des Unternehmers stärker zum Vorschein kommt. Eine

¹⁴⁵ Vgl. Engelmann/Heitzer (2001), S. 220; Steiner/Tebroke (1999), S. 292; Weimerskirch (1999), S. 10-11

¹⁴⁶ Vgl. Hering/Vincenti/Heinle (2002), S. 615.

zunehmende Transaktionshäufigkeit lässt die durchschnittlichen Abwicklungskosten des PE-Investors sinken. Die Beratungsabläufe können durch neu gewonnene Erkenntnisse in der Managementbetreuung, durch Lernen aus vergangenen Beratungsfehlern und bessere Auslastung der Betreuungskapazitäten effizienter gestaltet werden.¹⁴⁷

Für das Unternehmen fallen Abwicklungskosten an, um den laufenden Informations-, Mitsprache-, Kontroll- und Mitwirkungspflichten des PE-Investors nachzukommen. Dazu ist ein Berichtswesen aufzubauen, zu etablieren und weiterzuentwickeln. Regelmäßig sind Berichte über die Geschäftsentwicklung zu erstellen und dem PE-Investor zu übermitteln sowie die Vorstellungen und Betreuungsleistung des PE-Investors bei der Geschäftsplanung und -umsetzung zu integrieren. Durch Wiederholung dieser Aktivitäten während des Betreuungsprozesses lassen sich die durchschnittlichen Abwicklungskosten für das Unternehmen senken, indem durch Lern- und Erfahrungseffekte die Berichterstellung und Integration des PE-Investors effizienter gestaltet werden kann.

Neben den Abwicklungskosten können je nach Ausgestaltung des Finanzierungsvertrages auch weitere Vereinbarungskosten anfallen. Beim Auszahlungsstaging entstehen die gesamten Verhandlungskosten für die Konditionen aller Finanzierungsrunden des Finanzierungsobjekts bereits in der Einigungsphase. Hingegen fallen beim Staging i.e.S. in der Abwicklungsphase zusätzlich Kosten für die Verhandlungen über die weiteren Finanzierungsrunden an.¹⁴⁸ Für den PE-Investor gelten entsprechend die Ausführungen zu den Kostenwirkungen in der Einigungsphase. Der Unternehmer hingegen kann mit zunehmender Anzahl der Finanzierungsrunden seine durchschnittlichen Verhandlungskosten in der Abwicklungsphase verringern. Mit jeder weiteren Finanzierungsrunde gewinnt er an Erfahrungen und lernt aus Verhandlungsfehlern, was seine Verhandlungsposition gegenüber dem PE-Investor in einer erneuten Finanzierungsrunde verbessert. Mit jeder weiteren Finanzierungsrunde wird für den Unternehmer anhand des Verhaltens des PE-Investors dessen spezifische Finanzierungsstrategie zunehmend transparenter. Dies gilt etwa hinsichtlich der Einhaltung von Finanzierungszusagen und der Gestaltung der Finanzierungsbedingungen. Damit ist es dem Unternehmer eher möglich,

¹⁴⁷ Vgl. Leopold/Frommann/Kühr (2003), S. 172-173; Engelmann/Heitzer (2001), S. 221.

¹⁴⁸ Vgl. Brachtendorf (2004), S 46-47.

opportunistisches Verhalten seitens des PE-Investors zu erkennen und zu beurteilen. Beispielsweise werden Finanzierungszusagen in den ersten Finanzierungsrunden noch eingehalten, später jedoch nicht mehr bzw. nur partiell. Oder zunächst gewährt der PE-Investor dem Unternehmer günstige Finanzierungsbedingungen, die mit jeder weiteren Finanzierungsrunde ungünstiger für den Unternehmer ausfallen.

3.2.3.4 Anpassungsphase

In der Anpassungsphase fallen sowohl auf Seiten des Unternehmers als auch des PE-Investors Anpassungskosten als ein weiterer Bestandteil der Betreuungskosten an.¹⁴⁹

Anpassungskosten des PE-Investors umfassen die Kosten für die Wahrnehmung der Kontrollaktivitäten sowie für die Initiierung und Durchsetzung entsprechender Anpassungsmaßnahmen. Die Kontrollkosten erstrecken sich auf die Prämissen-, Durchführungskontrolle und strategische Überwachung. Damit verbunden sind eine laufende Analyse der Planungsprämissen und Zwischenzielerreichungen des Businessplans sowie die Wahrnehmung ungerichteter Kontrollaktivitäten. Entsprechend fallen Kosten für Abweichungsanalysen und die Auswertung schwacher Signale an. Ist der PE-Investor zudem personell in einem Gremium des Unternehmens vertreten, entsteht ein zeitlicher Aufwand für Teilnahme an Sitzungen des Aufsichtsrates, Beirats oder Gesellschafterausschusses einschließlich der damit verbundenen Vor- und Nachbereitung.¹⁵⁰ Mit steigender Transaktionshäufigkeit können die durchschnittlichen Kontrollkosten gesenkt werden. So entwickeln die PE-Manager eine gewisse Kontrollroutine, können schwache Signale besser einschätzen und lässt sich einmalig entwickelte bzw. beschaffte Kontroll- und Analysesoftware beliebig oft einsetzen. Die Kontrollen verringern auch zunehmend die Unsicherheit des PE-Investors, indem zu Beginn des Transaktionsprozesses erwartete Ereignisse bzw. Situationen nun bestätigt werden oder nicht eintreten. Ebenso wird opportunistisches Verhalten des Unternehmers sichtbar, indem anhand der nun zu beo-

¹⁴⁹ Vgl. Hering/Vincenti/Heinle (2002), S. 615.

¹⁵⁰ Vgl. Engelmann/Heitzer (2001), S. 220; Heitzer (2000), S. 49.

bachtenden Zwischenzielerreichung oder -verfehlung die Ausrichtungen der Unternehmeraktivitäten am Businessplan deutlich werden.¹⁵¹

Die Anpassungskosten des Unternehmens resultieren zunächst aus der Umsetzung von Anpassungsmaßnahmen, die der PE-Investor im Rahmen seiner Kontrollaktivitäten initiiert. Gehen im weiteren Verlauf des Anpassungsprozesses die Kontrollaktivitäten vom PE-Investor zunehmend auf das Unternehmen über, fallen dort Kosten für Sammlung, Aufbereitung, Bewertung, Auswertung, Speicherung und Übermittlung von kontrollrelevanten Informationen an. Abweichungsanalysen, die Bewertung schwacher Signale und die Initiierung von Anpassungen, wobei auf die Vorarbeiten des PE-Investors zurückgegriffen werden kann. So profitiert das Unternehmen von der vorangegangenen Senkung der durchschnittlichen Kontrollkosten und kann diese durch eigene Wahrnehmung der Kontrollaktivitäten weiter reduzieren. Daneben ist es dem Unternehmer in stärkerem Maße möglich, die Qualität der (spezifischen) Managementbetreuung des PE-Investors zu beurteilen. Hier zeigt sich etwa, inwieweit sich die Managementempfehlungen des PE-Investors als Erfolgreich herausgestellt haben, in welchem Umfang Anpassungsmaßnahmen vorgenommen werden müssen und ob frühzeitig Anpassungsmaßnahmen initiiert worden sind.

3.2.3.5 Schlussphase

In der Schlussphase fallen sowohl auf Seiten des Unternehmers als auch des PE-Investors Desinvestitionskosten an.¹⁵²

Für den PE-Investor fallen Desinvestitionskosten mit der Entscheidung für eine Desinvestitionsalternative an. Dies beinhaltet Kosten für die Beschaffung und Aufbereitung der Exitrelevanten Informationen sowie für die Bewertung und den Vergleich der Desinvestitionsalternativen. Je nach in Betracht kommender Alternative entstehen zudem Kosten für die Suche nach potentiellen Käufern für die gehaltenen Anteile an dem Unternehmen. Wie auch bei der Suche nach potentiellen Beteiligungsobjekten in der Anbahnungsphase des Transaktionsprozesses ist aufgrund beschränkter Rationalität des

¹⁵¹ Vgl. Kreikebaum/Gilbert/Reinhardt (2002);, S. 30.

¹⁵² Vgl. Hering/Vincenti/Heinle (2002), S. 615.

PE-Investors in Verbindung mit Unsicherheit/Komplexität die Suche unvollständig. Entsprechend gelten die dort gemachten Ausführungen. Je vollständiger die Suche erfolgen soll, desto höhere Desinvestitionskosten fallen für die Identifizierung weiterer Käuferkandidaten an. Hingegen nehmen die durchschnittlichen Anbahnungskosten mit steigender Transaktionshäufigkeit, d.h. Vielzahl veräußerter Unternehmen, ab. Unsicherheit wird vor allem bezüglich des zu realisierenden Verkaufspreises für die gehaltenen Anteile zum Problem, da die Preisbereitschaft potentieller Käufer – sprich deren Kaufpreisobergrenze – ex ante nicht bekannt ist. Dies kann dazu führen, dass sich nur ein relativ geringer Verkaufspreis erzielen lässt oder ein Verkauf nicht zustande kommt.¹⁵³

Für das Unternehmen fallen mit dem Ausstieg des PE-Investors Desinvestitionskosten für die Substitution der bisher überlassenen Finanzmittel und in Anspruch genommene Managementunterstützung an. Der Unternehmer hat ein Konzept zu entwickeln, das festlegt, mit welchen alternativen Finanzierungsmaßnahmen der zukünftige Finanzbedarf zu decken ist und in welcher Form die Managementaktivitäten einschließlich der Kontroll- und Anpassungsaktivitäten übernommen werden. Eine unternehmensinterne Lösung erfordert die Integration und Koordination der zukünftigen Finanzierungs- und Managementstrategie, was mit entsprechenden Koordinations- und Integrationskosten verbunden ist. Bei einer unternehmensexternen Lösung bedarf es der Identifizierung alternativer Finanzierungs- bzw. Managementpartner, so dass in der Schlussphase ähnlich wie bei der Suche nach PE-Investoren in der Anbahnungsphase Anbahnungskosten entstehen.

3.2.4 Divergierende Erfolgsauffassungen als Principal-Agency-Problem

Gegenstand der Principal-Agency-Theorie sind vertragliche Beziehungen zwischen einem oder mehreren Principals (Auftraggeber) und einem oder mehreren Agents (Auftragnehmern). Dabei delegiert der Principal die Entscheidungsautorität an den Agent, weil der Auftraggeber davon ausgeht, dass der Auftragnehmer aufgrund seiner Leistungsfähigkeit die vertraglich vereinbarten Leistungen besser erfüllen kann. Für die Er-

¹⁵³ Vgl. Engelmann/Heitzer (2001), S. 221.

bringung der geforderten Leistung erhält der Agent vom Principal eine vereinbarte Entlohnung.¹⁵⁴

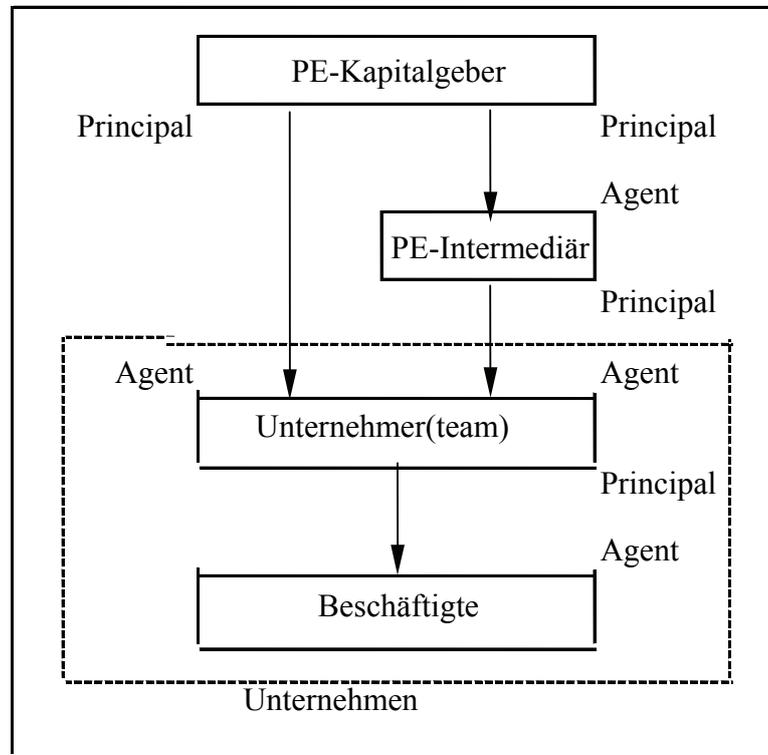


Abbildung 30: Principal-Agent-Beziehungen bei PE-Investments

(Quelle: eigene Darstellung)

Übertragen auf die konkrete Problemstellung dieser Arbeit können bei PE-Investments vielfältige Beziehungen zwischen Principal und Agents vorliegen (vgl. Abbildung 30). Der PE-Kapitalgeber als Principal kann entweder direkt das Unternehmen als Agent mit der Umsetzung der Geschäftsidee und der Erwirtschaftung einer risiko-/chancenorientierten Rendite beauftragen. Die Entlohnung des Agent erfolgt in Form der Bereitstellung von Finanzmitteln durch den PE-Kapitalgeber. Oder er beauftragt einen PE-Intermediär als Agent, eine adäquate Rendite durch gezielte Streuung der Risiken und Chancen einzelner Unternehmen zu erzielen. Der PE-Kapitalgeber geht davon

¹⁵⁴ Vgl. Picot/Dietl/Franck (2002), S. 85-85; Heitzer (2000), S. 138; Kreikebaum/Gilbert/Reinhardt (2002); S. 34..

aus, dass der PE-Intermediär aufgrund seiner spezifischen Fähigkeiten im Bereich Portfoliomanagement die geforderten Aufgaben besser erfüllen kann. Die Entlohnung des PE-Intermediärs erfolgt üblicherweise in Form einer Management-, Verwaltungs- oder Fondsgebühr und Erfolgsvergütung, die der PE-Kapitalgeber zu entrichten hat. Im Fall einer solchen Beauftragung tritt der PE-Intermediär in Principal-Agency-Beziehungen mit verschiedenen Unternehmen als Agents und wirkt auf die Realisierung der jeweiligen Businessplanung und risiko-/chancenorientierten Rendite hin. Der PE-Intermediär wiederum geht davon aus, dass der Unternehmer aufgrund seines spezifischen Wissens am besten in der Lage ist, die Geschäftsidee umzusetzen. Entlohnt wird der Unternehmer mit der Bereitstellung von Finanzmitteln und Managementunterstützung. Schließlich tritt der Unternehmer bzw. das Unternehmerteam als Principal in Beziehungen zu den Mitarbeitern des Unternehmens als Agents auf. Unternehmer erwarten, dass die Mitarbeiter die ihnen gestellten Aufgaben – insb. auf operativer Ebene – besser erfüllen. Die Entlohnung der Mitarbeiter erfolgt in Form von Lohn- und Gehaltszahlungen.¹⁵⁵

Im Fokus der weiteren Betrachtungen soll die Principal-Agency-Beziehung zwischen PE-Investoren (PE-Kapitalgeber oder PE-Intermediär) als Principal und dem Unternehmer als Agent stehen. Wesentliche Merkmale einer solchen Beziehung sind die Informationsasymmetrie von PE-Intermediär und Unternehmer, die Qualitäts- und Verhaltensunsicherheit sowie die Interessendivergenzen, auf die im Folgenden explizit eingegangen wird.

3.2.5 Merkmale der Prinzipal-Agent-Beziehung von Unternehmer und Private Equity-Investor

¹⁵⁵ Vgl. Osnabrugge (2000), S. 98-101; Zemke (1995), S. 47-49.

3.2.5.1 Informationsasymmetrie zwischen Unternehmer und Private Equity-Investor

Kennzeichen der Principal-Agency-Beziehungen ist eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen PE-Investor und Unternehmer, die jeweils über unterschiedliche Informationsstände verfügen. Wären die Informationen symmetrisch verteilt, würde der PE-Investor die Handlungsalternativen des Unternehmers sowie dessen Zielpräferenzen, tatsächlicher gewählter Alternative und Handlungsergebnisse kennen. Damit wäre eine Wohlfahrtsmaximierende Vertragsgestaltung zwischen PE-Investor und Unternehmer möglich. Bei asymmetrischer Informationsverteilung hingegen kann der PE-Investor Handlungsalternativen, Zielpräferenzen, Alternativenwahl und Handlungsergebnis des Unternehmers nicht oder nur unzureichend beurteilen. Der PE-Investor ist demnach nur bedingt in der Lage, sich von der Leistungsfähigkeit des Unternehmers und der Erbringung der vereinbarten Leistung zu überzeugen. Bei einem Unternehmerteam kommt hinzu, dass auch zwischen den einzelnen Unternehmern Informationsasymmetrien bestehen. Demnach erstreckt sich die Informationsproblematik des PE-Investors nicht auf eine sondern auf mehrere Personen. In Abhängigkeit von der Kommunikationsstruktur, Aufgaben- und Rollenstruktur, Status- und Machtstruktur sowie Affektstruktur innerhalb des Unternehmerteams werden Handlungsalternativen, Zielpräferenzen, Alternativenwahl und Handlungsergebnis (vgl. auch Abschnitt 3.1.2) beeinflusst, was die Erfassung durch den PE-Investor erschwert.¹⁵⁶

Auf der anderen Seite ist der Unternehmer bzw. das Unternehmerteam nur unzureichend über die Handlungsalternativen, Zielpräferenzen, Alternativenwahl und Handlungsergebnissen des PE-Investors informiert. Der Unternehmer kann aufgrund fehlender Informationen nur eingeschränkt erkennen, welche Anforderungen der PE-Investor an ihn stellt und welche Erwartungen er hat.

Um auf den gleichen Informationsstand zu gelangen bzw. sich dem Zustand symmetrischer Informationsverteilung anzunähern, benötigen die Beziehungspartner jeweils Informationen des Gegenübers. Dabei können Handlungsalternativen, Zielpräferenzen,

¹⁵⁶ Vgl. Heitzer (2000), S. 139; Osnabrugge (2000), S. 98-101.

Alternativenwahl und Handlungsergebnis im Zeitablauf Änderungen unterliegen, so dass die in Erfahrung gebrachten Informationen bereits veraltet sind. So können sich z.B. die Erfolgsziele des Unternehmers im Laufe der Beziehung verstärkt in Richtung persönlicher Motive verschieben, was der PE-Investor erst mit einem gewissen zeitlichen Verzug in Erfahrung bringt. Insofern ist Informationsasymmetrie und mithin Reduzierung derselben im dynamischen Kontext zu betrachten.¹⁵⁷

3.2.5.2 Unsicherheit von Unternehmer und Private Equity-Investor

Unsicherheit ist Folge von Informationsasymmetrien zwischen Unternehmer und PE-Investor. Bestimmte Informationen bleiben für einen Unternehmer und/oder PE-

Investor verborgen oder können nur mit unverhältnismäßig hohem Aufwand beschafft werden. Je nach Zeitpunkt des Auftretens von asymmetrischen Informationsverteilungen kann zwischen Qualitäts- und Verhaltensunsicherheit unterschieden werden.¹⁵⁸

Qualitätsunsicherheit besteht bei Informationsasymmetrien, die vor oder während des Abschlusses des Beteiligungsvertrages vorliegt. Der Unternehmer ist gegenüber dem PE-Investor in Besitz von Informationen über bestimmte Qualitätsmerkmale, die für die Erbringung der geforderten Leistung von Relevanz sind. Hierbei handelt es sich um feststehende Verhaltensmerkmale, die kurzfristig kaum dem Willen des Unternehmers unterliegen. Solche Informationen beinhalten neben der Qualifikation, d.h. Talent, Fähigkeiten, Eigenschaften und Erfahrungen des Unternehmers auch die Gegebenheiten des Unternehmens als Gegenstand der Beziehung bzw. des Beteiligungsvertrages. Der PE-Investor ist daher unsicher, ob der Unternehmer die geforderte Leistung in Form der Umsetzung der Geschäftsidee und Realisierung einer risiko-/chancenorientierten Rendite erbringen kann.¹⁵⁹

Verhaltensunsicherheit liegt nach Abschluss des Beteiligungsvertrages vor. Gemeint sind hier nicht feststehende Verhaltensmerkmale, über die der Unternehmer noch entscheiden kann, wie etwa Fleiß, Genauigkeit, Sorgfalt, Fairness, Entgegenkommen oder

¹⁵⁷ Vgl. Spremann (1990), S. 562.

¹⁵⁸ Vgl. Picot/Dietl/Franck (2002), S. 70; Williamson (1985), S. 56-60

¹⁵⁹ Vgl. Picot/Dietl/Franck (2002), S. 88-89; Spremann (1990), S. 567-568.

Offenheit. Dem PE-Investor liegen keine oder nur unvollständige Informationen über die Ausprägung dieser Verhaltensmerkmale des Unternehmers während der Vertragslaufzeit vor. Im Rahmen der Kontrollaktivitäten kann der PE-Investor nur die Erreichung oder Verfehlung der vorher vereinbarten (Zwischen-)Ziele erkennen, nicht jedoch, inwieweit ein Unternehmer durch sein Verhalten und Handeln dazu beigetragen hat. Aus der erbrachten Leistung kann der PE-Investor somit unmittelbar keine Rückschlüsse auf die nicht feststehenden Verhaltensmerkmale des Unternehmers ziehen.¹⁶⁰

3.2.5.3 Interessendivergenzen zwischen Unternehmer und PE-Investor

Verfolgen PE-Investor und Unternehmer unterschiedliche Erfolgsziele (vgl. Abschnitt 3.1.2 und 3.1.3) und besteht dabei Informationsasymmetrie, liegen Interessendivergenzen vor. Dies wäre nicht weiter problematisch, wenn der besser informierte Beziehungspartner den Informationsvorsprung nicht zu Lasten des schlechter informierten Beziehungspartners ausnutzt. Probleme treten erst in Verbindung mit individueller Nutzenmaximierung und opportunistischem Verhalten auf. Individuelle Nutzenmaximierung bedeutet, dass Unternehmer und PE-Investor sich in ihrem Verhalten und Handeln an den eigenen Interessen und Vorteilen orientieren. Verfolgen Unternehmer und PE-Investor unterschiedliche individuelle Erfolgsziele, kann es zu opportunistischem Verhalten kommen, indem der schlechter informierte Beziehungspartner damit rechnen muss, zu seinen Lasten vom besser informierten Beziehungspartner ausgenutzt zu werden. Im Fall eines Unternehmerteams steht der PE-Investor einerseits den individuellen Erfolgszielen, individuellen Nutzenmaximierungen und opportunistischen Verhaltensweisen der einzelnen Unternehmer gegenüber und andererseits dem Entscheidungsverhalten der Gruppe. Beides kann weit reichende Interessendivergenzen zur Folge haben, so dass der PE-Investor einem stärkeren Gefahrenpotential ausgesetzt ist.¹⁶¹

Interessendivergenzen können für den PE-Investor besonders dann problematisch werden, wenn beim Unternehmer persönliche Erfolgsmotive dominieren. Für den PE-Investor ist es nur schwer möglich, dessen persönliche Erfolgsziele zu erkennen und

¹⁶⁰ Vgl. Spremann (1990), S. 565-567.

¹⁶¹ Vgl. Spieker (2004), S. 22-31; Picot Dietl/Franck (2002), S. 70-71; Heitzer (2000), S. 140; Williamson (1985), S. 47-50.

nachzuvollziehen. Im Unterschied zu finanziellen Erfolgszielen besteht bei persönlichen Motiven die Gefahr von Irrationalität, wenn das Verhalten des Unternehmers stark durch Gefühlssituationen, wie z.B. Emotionalität, Impulsivität oder Inspirationen, geprägt ist. Zudem können persönliche Erfolgsmotive in Abhängigkeit von der Motivation des Unternehmers im Laufe der Beziehung Änderungen unterliegen, was die Erfassbarkeit durch den PE-Investor weiter erschwert. Allerdings bilden die persönlichen Verhaltensmerkmale eines Unternehmers dessen Keimzelle und Triebfeder für Innovationen und schaffen erst die Voraussetzung für die Erreichung der finanziellen Erfolgsziele. Bei Unternehmerteams kommt hinzu, dass gruppenbezogene Verhaltensmerkmale als Folge von Gruppeninteraktionen z.B. zu gegenseitiger Motivation oder persönlichen Konflikten führen, was wiederum die persönlichen Erfolgsmotive der einzelnen Unternehmer beeinflussen kann. Die Erfassung solcher Gruppenwirkungen, die im Zeitablauf auch Änderungen unterliegen können, ist dem PE-Investor jedoch nur bedingt möglich.¹⁶²

3.2.6 Verhaltensrisiken vor und nach Vertragsabschluss

3.2.6.1 Hidden Information

Bei Vorliegen von Hidden Informationen verfügt der Unternehmer vor Abschluss des Beteiligungsvertrages über Informationen bezüglich des Zustands des Unternehmens und des Unternehmensumfelds, die dem PE-Investor nicht und nur unter Inkaufnahme eines unverhältnismäßig hohen Aufwands zur Verfügung stehen. Der PE-Investor kann zwar die Handlungen des Unternehmers ex ante beobachten, nicht jedoch den Zustand des Unternehmens und des Unternehmensumfelds, weil ihm die erforderlichen Fachkenntnisse fehlen oder er keinen Zugang zu den entscheidungsrelevanten Informationen hat. Für den PE-Investor besteht die Gefahr, dass der Unternehmer seinen Informationsvorsprung im Vorfeld und während der Vertragsverhandlungen für die Verfolgung seiner Interessen ausnutzt. Der Unternehmer wird nur solche Informationen preisgeben, die ihm bei Vorliegen individueller Nutzenmaximierung den größten Nutzen bringen.

¹⁶² Vgl. Lechler/Gemünden (2003), S. 29-39; Dreier (2001), S. 105-119; Hücker/Scherer (2000), S. 533-534..

Gleichzeitig unterdrückt er Informationen, die negativ auf seine Nutzenmaximierung wirken (z.B. Entwicklungsfehlschläge, technologische Umsetzungsprobleme oder Marktakzeptanz des Prototyps). Ebenso kann der Unternehmer verfälschte oder unwahre Informationen übermitteln, deren Korrektheit bzw. Wahrheitsgehalt sich nicht oder nur schwer vom PE-Investor überprüfen lässt. Der PE-Investor wird daher grundsätzlich alle Informationen anzweifeln, die ihm der Unternehmer zur Verfügung stellt und die er nicht nachvollziehen kann. Bleiben dem PE-Investor bestimmte Informationen verborgen oder berücksichtigt er verfälschte oder unwahre Informationen bei seiner Entscheidungsfindung, läuft er Gefahr, einen Unternehmer bzw. ein Unternehmen mit zu hoher Risikobelastung als Vertragspartner bzw. Beteiligungsobjekt auszuwählen (adverse selection).¹⁶³

3.2.6.2 Hidden Characteristics

Im Fall von Hidden Characteristics verfügt der Unternehmer vor Abschluss des Beteiligungsvertrages über Informationen bezüglich seiner Qualitätsmerkmale, die dem PE-Investor nicht und nur unter Inkaufnahme eines unverhältnismäßig hohen Aufwands zur Verfügung stehen. Der PE-Investor ist somit unsicher bezüglich der Qualitätsmerkmale (Talent, Leistungsfähigkeit, Qualifikation, Erfahrungen, Risikoeinstellung, u.ä.) des Unternehmers, die sich auf ihn selbst oder auf die von ihm angebotene Leistung in Form der geplanten Umsetzung des Businessplans beziehen. Die Qualitätsmerkmale sind zwar vom Unternehmer zumindest kurzfristig nicht beeinflussbar, d.h. exogen gegeben. Dem PE-Investor werden sie jedoch erst nach Abschluss des Beteiligungsvertrages anhand der vom Unternehmer erbrachten Leistung bekannt. Erst hier zeigen sich Ausbildungs-, Eignungs-, Erfahrungs- und Wissensdefizite, die dem PE-Investor vor Vertragsabschluss unbekannt geblieben sind. Der Unternehmer kann solche Informationen ex ante verschweigen oder sogar verfälschen. Das Resultat von Qualitätsunsicherheit als Folge vorvertraglicher Informationsasymmetrie ist, wie auch bei Hidden Information,

¹⁶³ Vgl. Heitzer (2000), S. 139-140; Wenger/Terberger (1988), S. 507; Arrow (1985), S. 37..

Adverse Selection. Für den PE-Investor besteht die Gefahr, einen ungeeigneten, d.h. unqualifizierten Unternehmer als Vertragspartner auszuwählen.¹⁶⁴

3.2.6.3 Hidden Action

Bei Vorliegen von Hidden Action kann der PE-Investor nach Abschluss des Beteiligungsvertrags die Handlungen des Unternehmers nur bedingt beobachten. Das Verhalten des Unternehmers unterliegt dessen Willen, ist aber nur eingeschränkt vom PE-Investor z.B. aufgrund geographischer Distanz oder fehlender Sachkenntnis erkennbar. Die Verhaltensmerkmale des Unternehmers, wie Leistungsbereitschaft, Zuverlässigkeit, Sorgfalt, Pünktlichkeit u.ä., bleiben dem PE-Investor verborgen, so dass sich der Unternehmer opportunistisch zu Lasten des PE-Investors verhalten kann, ohne Sanktionen befürchten zu müssen. Der Unternehmer tendiert im Rahmen seiner individuellen Nutzenmaximierung dazu, nach Vertragsabschluss die vertraglichen Zusicherungen zu vernachlässigen, nicht einzuhalten und relevante Informationen dem PE-Investor nicht zu übermitteln oder zu verfälschen. Dies wird er um so eher tun, je weniger der PE-Investor seine Handlungen beobachten und ihn überwachen kann. Daneben hat der PE-Investor ex post nicht die Möglichkeit unmittelbar zu erkennen, ob eine während der Vertragsbeziehung erbrachte Leistung auf die Handlungen des Unternehmers oder auf andere Umstände zurückzuführen ist. Dem PE-Investor fehlt zur Beurteilung das notwendige Wissen, das wiederum der Unternehmer besitzt aber nicht preisgibt. Ob für Zielerreichungen oder -verfehlungen der Unternehmer verantwortlich ist, bleibt dem PE-Investor verborgen. Das Gefahrenpotential für den PE-Investor bei Verhaltensunsicherheit nach Vertragsabschluss wird schließlich als Moral Hazard bezeichnet.¹⁶⁵

Besonders problematisch wird es für den PE-Investor, wenn der Unternehmer die Ressourcen des Unternehmens zur Verfolgung seiner privaten Erfolgsziele verwendet (sog. Perk Consumption oder Consumption on the Job). Beispielsweise nutzt er einen teuren Dienstwagen als Statussymbol für private Zwecke oder die F&E-Ressourcen, um seinen

¹⁶⁴ Vgl. Kreikebaum/Gilbert/Reinhardt (2002), S. 34; Picot/Dietl/Franck (2002), S. 88-89; Heitzer (2000), S. 140; Spremann (1990), S. 567-568.

¹⁶⁵ Vgl. Kreikebaum/Gilbert/Reinhardt (2002), S. 34; Picot/Dietl/Franck (2002), S. 89; Spremann (1990), S. 571-572.

ausschließlich persönlich motivierten Forschungsdrang zu befriedigen. Schwierig ist allerdings die Abgrenzung für den PE-Investor, da der Unternehmer einerseits leitender Angestellter der Unternehmensführung und andererseits deren Anteilseigner ist. So können sich zunächst als rein privat erweisende Forschungsarbeiten später als erfolgsbringend für das Unternehmen herausstellen. Das Handlungsergebnis kann der PE-Investor aufgrund des spezifischen Wissens des Unternehmers kaum beurteilen. Dem Unternehmer bietet sich dann verstärkt die Möglichkeit, z.B. bei Verfehlung von Meilensteinen die Schuld von sich zu weisen und anderen Ursachen zuzuschreiben. Der Unternehmer lenkt von eigenen Fehlern ab und täuscht damit den PE-Investor über die wahren Gründe von Zielabweichungen. So macht etwa der Unternehmer für eine fehlende Marktakzeptanz wider besseren Wissens plötzliche Veränderungen des Kundenverhaltens verantwortlich, obwohl eigentlich die erstellten Marktstudien fehlerhaft oder unvollständig sind. Oder Fehlschläge bei den F&E-Aktivitäten führt der Unternehmer auf unreine Materialien oder fehleranfällige Anlagen zurück, die hierfür jedoch nicht verantwortlich sind. Umgekehrt wird der Unternehmer Zielereichungen seinen Verdiensten zurechnen, obwohl andere Faktoren dafür ursächlich waren. Der Unternehmer kann eigene Schwächen überdecken und daraus einen Nutzen zu Lasten des PE-Investors ziehen.¹⁶⁶

3.2.6.4 Hidden Intention

Im Fall von Hidden Intention kann der PE-Investor die Handlungen und das Verhalten des Unternehmers zwar nach Abschluss des Beteiligungsvertrages beobachten und beurteilen. Der PE-Investor hat jedoch nur eingeschränkt Möglichkeiten, z.B. aufgrund hoher spezifischer Vorleistungen oder sehr spezifischer, nur schwer substituierbarer Qualitätsmerkmale des Unternehmers, opportunistisches Verhalten des Unternehmers zu verhindern. Der Unternehmer kann eine solche Situation zu Lasten des PE-Investors ausnutzen, wohl wissend, dass der PE-Investor dies erkennen aber nur schwer etwas dagegen unternehmen kann. Das Gefahrenpotential wird für den PE-Investor umso höher, je größer der Spezifitätsgrad auf Seiten des Unternehmens ausfällt. Schaltet der PE-

¹⁶⁶ Vgl. Hirsch (2004), S. 59-60; Pape/Beyer (2001), S. 630.

Investor etwa ein Gericht ein, muss dem Unternehmer opportunistisches Verhalten nachgewiesen werden, was angesichts beschränkter Rationalität in Verbindung mit einem unvollständigen Informationsstand erhebliche Schwierigkeiten für die Rechtsprechung bedeutet. Das Gefahrenpotential durch Hidden Intention wird auch als Hold up bezeichnet.¹⁶⁷

3.2.7 Reduzierung der Informationsasymmetrie

Principal-Agency-Probleme durch Informationsunsicherheit lassen sich abschwächen, indem die Informationsasymmetrie zwischen PE-Investor und Unternehmer abgebaut oder reduziert wird. Dabei entstehen Agency Costs die sich nach *Jensen/Meckling* aus folgenden Komponenten zusammensetzen¹⁶⁸:

- Monitoring Expenditures by the Principal,
- Bonding Expenditures by the Agent
- Residual Loss

Der PE-Investor als Principal kann durch Monitoring und der Unternehmer als Agent durch Bonding den Abbau bzw. die Reduzierung von Informationsasymmetrie erreichen. Dabei entstehen dem PE-Investor Monitoring Expenditures und dem Unternehmer Bonding Expenditures. Mit zunehmendem Monitoring des PE-Investors und Bonding des Unternehmers wird der Residual Loss verringert. Dadurch lässt sich ausgehend vom Realzustand bei Informationsasymmetrie eine Annäherung hin zum Idealzustand bei vollkommener Information erreichen. Der Residual Loss wird so weit reduziert, bis die dabei anfallenden Monitoring bzw. Bonding Expenditures für den PE-Investor bzw.

¹⁶⁷ Vgl. Kreikebaum/Gilbert/Reinhardt (2002), S. 34; Picot/Dietl/Franck (2002), S. 89-90; Spremann (1990), S. 568-570.

¹⁶⁸ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308.

Unternehmer in keinem angemessenen Verhältnis mehr zu dem zusätzlich erreichten Abbau an Informationsasymmetrie stehen.¹⁶⁹

Maßnahmen des Monitoring und Bonding können sowohl vor als auch nach Vertragsabschluss vom PE-Investor bzw. Unternehmer durchgeführt werden. Nachfolgend sind diese zu konkretisieren

3.2.7.1 Vor Vertragsabschluss

Konkrete Maßnahmen zum Abbau von Informationsasymmetrie zwischen PE-Investor und Unternehmer vor Vertragsabschluss sind Screening, Signalling und Self Selection.

Beim *Screening* versucht der PE-Investor, sich Informationen über den Unternehmer zu beschaffen, um bereits vor Abschluss eines Beteiligungsvertrags Qualitäts- und Verhaltensunsicherheiten zu reduzieren. Hierbei kann er z.B. auf frühere Arbeitgeber, bestehende Geschäftspartner oder derzeitige Kreditinstitute des Unternehmers als Informationsquelle zurückgreifen. Voraussetzung ist jedoch eine gewisse vorhandene Informationsbereitschaft. Allerdings muss der PE-Investor damit rechnen, dass Informationen über Qualitätsmerkmale und bisherige Verhaltensweisen des Unternehmers auch von den befragten Dritten – sei es bewusst oder unbewusst – unterdrückt oder verfälscht übermittelt werden. Möchte ein Informant eine gute Beziehung zum Unternehmer aufrechterhalten, wird er ihn qualitativ besser darstellen als er in der Realität ist, um im Fall einer Preisgabe der Informationsquelle keinen Nachteil für die bestehende Beziehung zu erleiden. Andersherum kann ein Informant den Unternehmer auch schlechter darstellen, wenn der Informant dem Unternehmer aufgrund früherer negativer Beziehungserfahrungen Schaden zufügen will. Um diese Problem zu mildern, sollte der PE-Investor mehrere voneinander unabhängige Informationsquellen nutzen, was jedoch mit höheren Monitoring Expenditures verbunden ist. Die durch screening die beschafften Informationen beziehen sich situationsspezifisch auf das Verhalten und Handeln des Unterneh-

¹⁶⁹ Vgl. Jensen/Meckling (1976), S. 308.

mers in der Vergangenheit. Dies muss nicht zwangsläufig auch für die aktuelle Beziehung zwischen PE-Investor und Unternehmer gelten.¹⁷⁰

Beim *Signalling* signalisiert der Unternehmer dem PE-Investor Informationsbereitschaft, indem er von sich aus Informationen vollständig und wahrheitsgemäß übermittelt. Der Unternehmer stellt freiwillig z.B. Arbeitszeugnisse, Patentschriften, technologische Messergebnisse oder Geschäftsdokumente zur Verfügung, ohne dass der PE-Investor diese vorher anfordern muss. Auch kann sich der Unternehmer einer freiwilligen Prüfung durch den PE-Investor oder einem Dritten (z.B. Gutachter oder Experte beurteilt Geschäftskonzept) unterziehen. Der Unternehmer zeigt so ein eigenes Interesse an einer Reduzierung der Informationsasymmetrie und versucht dadurch, Vertrauen zu schaffen und Misstrauen des PE-Investors zu beseitigen. Zudem ist der Unternehmer bestrebt, sich gegenüber anderen Unternehmern als potentieller Vertragspartner für den PE-Investor positiv abzuheben. Dies setzt jedoch voraus, dass der betreffende Unternehmer Kenntnis über die Qualitätsmerkmale der konkurrierenden Unternehmer besitzt, um selbst eine Abgrenzung vorzunehmen. Erst dann kann der Unternehmer gezielt Informationen als Abgrenzungskriterium einsetzen.¹⁷¹

Mit *Self Selection* versucht der PE-Investor vor Abschluss des Beteiligungsvertrages durch gezieltes Anbieten verschiedener Vertragsausgestaltungen entscheidungsrelevante Informationen über den Unternehmer zu gewinnen. Anhand der Entscheidung des Unternehmers für eine bestimmte Vertragsvariante kann der PE-Investor Rückschlüsse auf bestimmte Eigenschaften des Unternehmers ziehen, die für die Auswahl von Relevanz sind. Beispielsweise kann der PE-Investor dem Unternehmer hinsichtlich der Bereitstellung der Finanzmittel vertraglich anbieten, ob er eine einstufige Finanzierung, ein Auszahlungsstaging oder ein Stage financing i.e.S. bevorzugt. Entscheidet sich der Unternehmer für eine Finanzierung mit einer einmaligen Auszahlung der gesamten Finanzmittel zu Vertragsbeginn, scheint der Unternehmer weniger an der Erreichung von Zwischenzielen interessiert und weniger leistungsorientiert zu sein. Hingegen deutet die Bindung der Auszahlung an die Erreichung von Meilensteinen oder das jeweilige Aus-

¹⁷⁰ Vgl. Kreikebaum/Gilbert/Reinhardt (2002), S. 35; Heitzer (2000), S. 154-155; Steiner/Tebroke (2000), S. 291-292.

¹⁷¹ Vgl. Kreikebaum/Gilbert/Reinhardt (2002), S. 35; Hirsch (2004), S. 61; Heitzer (2000), S. 150-153

handeln weiterer Finanzierungsrunden eher auf zielorientiertes Handeln und leistungsorientiertes Verhalten des Unternehmers hin.¹⁷²

3.2.7.2 Nach Vertragsabschluss

Konkrete Maßnahmen zum Abbau von Informationsasymmetrie zwischen PE-Investor und Unternehmer nach Vertragsabschluss sind Monitoring und Interessenangleich.

Monitoring des PE-Investors zielt nach Abschluss des Beteiligungsvertrages darauf ab, das Verhalten des Unternehmers und die von ihm erbrachte Leistung zu überwachen. Dazu kann der PE-Investor interne Kontrollsysteme installieren, die sich durch den Unternehmer nicht oder nur mit hohem Aufwand manipulieren lassen und kein verfälschtes Bild über dessen Verhalten und Leistungsergebnis geben. Allerdings ist eine lückenlose Überwachung mit hohem Zeit- und Kostenaufwand verbunden und praktisch kaum durchsetzbar. Eine permanente Überwachung des Unternehmers kann zudem dessen Innovationsbereitschaft negativ beeinflussen, wenn er sich ständig beobachtet fühlt, Sanktionen bei Fehlern befürchten muss und in seinem Innovationsdrang eingeeengt wird. Eine Delegation der Überwachungsaufgabe auf Dritte als Alternative erzeugt beim PE-Investor Informationsunsicherheit auf einer anderen Ebene. Der Überwachende tritt einerseits als Principal gegenüber dem Unternehmer als Agent auf, und andererseits als Agent gegenüber dem PE-Investor als Principal. Es treten asymmetrische Informationsverteilungen zwischen Überwachendem und Unternehmer sowie zwischen PE-Investor und Überwachendem auf. Der Überwachende fungiert quasi als Informationsfilter und kann durch selektive Weitergabe der überwachungsrelevanten Informationen das Überwachungsergebnis für den PE-Investor maßgeblich beeinflussen. Der Überwachende muss daher selbst ein Interesse an der Reduzierung der Informationsasymmetrie haben, um die Überwachungsaufgabe i.S.d. PE-Investors wahrzunehmen.¹⁷³

Ziel des *Interessenangleichs* ist es, nach Abschluss des Beteiligungsvertrages die Interessen des PE-Investors und Unternehmers anzugleichen. Dies kann der PE-Investor

¹⁷² Vgl. Hirsch (2004), S. 61-62; Heitzer (2000), S. 153-154.

¹⁷³ Vgl. Hirsch (2004), S. 62-63; Picot/Dietl/Franck (2003), S. 94-95; Heitzer (2000), S. 155.

durch Gestaltung geeigneter Anreiz- und Sanktionssysteme erreichen. Muss etwa der Unternehmer die Haftung für potentielle Mängel als Folge von Garantieverprechen übernehmen, wird er ein Eigeninteresse haben, sich nach den Vorstellungen des PE-Investors zu verhalten und danach zu handeln. Der Unternehmer hat kein Interesse mehr daran, seine privaten Motive zu verfolgen, wenn dadurch Mängel bei der Umsetzung des Businessplans auftreten können. Zudem besteht für den PE-Investor die Möglichkeit, Anreize für den Unternehmer zu schaffen, sein Verhalten an den Interessen des PE-Investors auszurichten. Beispielsweise dient die Erreichung von Meilensteinen als Anreiz, weitere Finanzmittel in einer neuen Finanzierungsrunde vom PE-Investor zu erhalten. Gleichzeitig lassen sich damit aber auch Sanktionen verbinden, wenn sich der PE-Investor bei einer Zielverfehlung weigert, neue Finanzmittel bereitzustellen oder in Verhandlungen über neue Finanzierungsrunden einzutreten. Zur besseren Durchsetzungsfähigkeit sollten Anreiz- und Sanktionsmechanismen vertraglich verankert werden.¹⁷⁴

3.3 Vergleichende Betrachtung zwischen der Principal-Agency-Theorie und der Transaktionskostentheorie

Werden bei der Transaktionskostentheorie allgemein die Leistungsbeziehungen zwischen dem PE-Investor und der Unternehmung entlang des Transaktionsprozesses analysiert, untersucht die Principal-Agency-Theorie speziell die Beziehung zwischen dem PE-Investor als Auftraggeber und dem Unternehmen als Auftragnehmer. In beiden Theorien geht es darum, das Verhalten der Transaktions- bzw. Beziehungspartner zu erklären. Dabei wird jeweils unter Berücksichtigung von Informationsunsicherheit bzw. -asymmetrie von beschränkter Rationalität, individueller Nutzenmaximierung und opportunistischem Verhalten als Verhaltensannahmen für den PE-Investor und Unternehmer ausgegangen.¹⁷⁵

Bei der Transaktionskostentheorie ist als Kritikpunkt die Messung der Transaktionskosten sowie die Quantifizierung der Verhaltensannahmen (beschränkte Rationalität und

¹⁷⁴ Vgl. Hirsch (2004), S. 63-64; Picot/Dietl/Franck (2003), S. 93-94; Heitzer (2000), S. 156. Kreikebaum/Gilbert/Reinhardt (2002), S. 35.

¹⁷⁵ Vgl. Kreikebaum/Gilbert/Reinhardt (2002), S. 37-38.

opportunistisches Verhalten), und Umweltfaktoren (Unsicherheit und Spezifität) anzuführen. Transaktionskosten bilden das Entscheidungskriterium für die effiziente Abwicklung des Transaktionsprozesses zwischen PE-Investor und Unternehmer. Allerdings beeinflussen Transaktionskosten auch das Transaktionsergebnis für den PE-Investor und Unternehmer. Transaktionseffizienz wird dann durch die Relation von Transaktionskosten zu Transaktionsergebnis, das ebenfalls zu quantifizieren ist, bestimmt. Problemstellung für PE-Investor und Unternehmer ist demnach, in welchem Maße eine Erhöhung der Transaktionskosten zu einer Verbesserung des Transaktionsergebnisses führt et vice versa. Die Bestimmung von Transaktionskosten und -ergebnis werden der betroffene PE-Investor und Unternehmer subjektiv vornehmen und sie sind damit interpersonell kaum nachvollziehbar. Dennoch schärft die Transaktionskostentheorie das Bewusstsein für Probleme, die während des Transaktionsprozesses zwischen PE-Investor und Unternehmer auftreten können und verbessert das Verständnis für die unterschiedlichen Informationsdefizite, Interessenlagen und Handlungsweisen.¹⁷⁶

Bei der Principal Agency-Theorie tritt analog zur Transaktionskostentheorie das Problem der Messbarkeit der Monitoring Expenditures by the Principal, Bonding Expenditures by the Agent und des Residual Loss auf. Als weitere Kritikpunkt ist zu sehen, dass von einem opportunistischen Verhalten des Unternehmers bis hin zum vollständigen Handeln zum Nachteil für den PE-Investor ausgegangen wird, solange Nutzen maximierendes Handeln vorliegt. Dies mag vielleicht kurzfristig gelten. Mit Blick auf eine länger angelegte Beteiligung des PE-Investors schadet sich der Unternehmer durch sein Nutzen maximierendes Verhalten selbst, weil damit langfristig negative Wirkungen auf das Unternehmen bzw. die von ihm gehaltenen Anteile verbunden sind. Ebenso dürfte das unterstellte Misstrauen des PE-Investors gegenüber dem Unternehmer nur bedingt zutreffen. So kann dem PE-Investor daran gelegen sein, den Handlungsspielraum des Unternehmers nicht zu stark einzugrenzen, um ihm die erforderlichen Freiheiten zur Entfaltung seiner Innovationskraft und -bereitschaft zu geben.¹⁷⁷ Dennoch ist ein gewisses Maß an Misstrauen im Hinblick auf den hohen Spezifitätsgrad von innovativen, Un-

¹⁷⁶ Vgl. Behler (2002), S. 65; Williams (1985), S. 21-22.

¹⁷⁷ Vgl. Hirsch (2004), S. 64-65; Mirow 2003, S. 340-345; Tonger (2000), 75-75.

ternehmen berechtigt. Schließlich geht der PE-Investor mit einem Engagement hohe Risiken ein, die er gezielt zu steuern hat.

4 Wirkung von Private Equity auf den Erfolg von Unternehmen

4.1 Identifikation des Erfolgs/Misserfolgs

4.1.1 Begriffliche Bestimmung von Erfolgs- und Misserfolgsk Faktoren

Als Erfolgsfaktoren sind nach allgemeinem Verständnis solche Größen zu verstehen, die für den Erfolg von Unternehmen maßgeblich verantwortlich oder signifikant sind.¹⁷⁸ Allerdings ist der Unternehmenserfolg grundsätzlich subjektiver Art, wie die unterschiedlichen Erfolgsziele von PE-Investor und Unternehmer bzw. Unternehmerteam verdeutlichen (vgl. Abschnitt 3.1.2 und 3.1.3). Der Erfolg ist umso größer, je höher der individuelle Zielerreichungsgrad ausfällt.¹⁷⁹ Für den PE-Investor ist es z.B. ein Erfolg, wenn er die geforderte Rendite aus dem Beteiligungsobjekt realisiert, während für den Unternehmer allein das Bestehen des Unternehmens am Markt Erfolg bedeutet. Entsprechend können auch verschiedene Erfolgsfaktoren für unterschiedlich definierte Erfolgsgrößen relevant sein. Zudem ist der Unternehmenserfolg in zeitlicher Hinsicht differenziert zu betrachten, etwa in Form des kurz- mittel- und langfristigen Erfolgs. Ist etwa der PE-Investor mehr kurz- und mittelfristig am Beteiligungsobjekt erfolgsorientiert, gilt dies für den Unternehmer im Hinblick auf eine nachhaltige, langfristige Erfolgsorientierung.

Der maßgebliche Einfluss auf den Unternehmenserfolg unterstreicht die außerordentliche Bedeutung derartiger Größen und schafft gleichzeitig eine Abgrenzung gegenüber Größen, deren Variation nur relativ geringe Auswirkungen auf den Erfolg hat. Je stärker die Merkmalsausprägung eines Erfolgsfaktors variiert, desto stärker schwankt auch der Unternehmenserfolg. Dabei können bereits relativ kleine Änderungen eines Erfolgsfaktors relativ große Erfolgswirkungen zur Folge haben. Solche Erfolgsfaktoren reagieren

¹⁷⁸ Vgl. auch die Literaturübersicht der Definitionsansätze zum Begriff Erfolgsfaktor in Seidel (1997), S. 100-101.

¹⁷⁹ Vgl. Gruber (2000), S. 30-32.

sehr erfolgssensibel und sind daher einer besonderen Beobachtung zu unterziehen. Probleme bereitet die Erfassung der Varietät bzw. Sensitivität, wenn sich die erfolgsrelevanten Größen nicht unmittelbar quantifizieren lassen. In diesem Fall ist eine Skalierung der Erfolgsgrößen vorzunehmen. Zudem kann sich die Varietät im Zeitablauf ändern, so dass Erfolgsfaktoren einem zeitlichen Wandel unterliegen.¹⁸⁰ Während der Entwicklung eines Unternehmens können in den verschiedenen Entwicklungsphasen unterschiedliche, d.h. phasenspezifische Erfolgsfaktoren vorliegen. Für den PE-Investor ist daher relevant, in welcher Lebenszyklusphase sich das potentielle Beteiligungsobjekt während des Transaktionsprozesses befindet. Im Hinblick auf die Steuerung der Erfolgsfaktoren bei Unternehmensgründungen kann eine Differenzierung nach gründungsübergreifenden und -spezifischen Erfolgsfaktoren sinnvoll sein. Je mehr Erfolgsfaktoren unternehmensübergreifend für die vom PE-Investor gehaltenen Beteiligungsobjekte Gültigkeit besitzen, desto gezielter lassen sich diese steuern. Umgekehrt verursachen gründungsspezifische Erfolgsfaktoren einen höheren Steuerungsaufwand, weil sich die Steuerung bei jeder gehaltenen Unternehmung unterschiedlich gestaltet.

Unter der auch empirisch zu beobachtenden Voraussetzung, dass nur einige wenige Größen maßgeblich für den Unternehmenserfolg verantwortlich sind, ist eine Reduzierung auf die bedeutsamsten Erfolgsgrößen mit einer Reduktion der Komplexität verbunden.¹⁸¹ Insofern lässt sich die in der Transaktionskostentheorie entstehende Problematik beschränkter Rationalität in Verbindung mit Komplexität abschwächen. Die Aktivitäten des PE-Investors und Unternehmers entlang des Transaktionsprozess können so auf die Erfolgsfaktoren des Unternehmens ausgerichtet werden. Da die Erfolgsfaktoren sich im konkreten Fall erst im Laufe des Transaktionsprozesses herauskristallisieren, sind bis dahin entsprechende Annahmen zu treffen. Der PE-Investor kann im Rahmen seiner Kontrollaktivitäten überwachen, ob sich die von ihm erwarteten Erfolgsfaktoren als solche bewahrheiten oder sich andere Größen als Erfolgsfaktoren herausstellen.

Neben Erfolgsfaktoren befassen sich Untersuchungen auch mit den Misserfolgsk Faktoren von Unternehmen. Dabei werden Misserfolgsk Faktoren als Ursache für das Scheitern von

¹⁸⁰ Vgl. Gruber (2000), S. 53-60.

¹⁸¹ Vgl. Seidel (1997), S. 98-99.

Unternehmen betrachtet. Ein Scheitern muss nicht zwangsläufig eine Insolvenz oder Liquidation bedeuten, sondern kann i.w.S. auch auf unrentabel wirtschaftende und krisenanfällige Unternehmen mit schwacher Marktstellung zutreffen. Bei jungen Technologieunternehmen etwa würde ein Rückfall auf das Niveau einer Dienstleistungsunternehmung, Low-Tech-Unternehmen oder Ingenieurbüros gleichbedeutend mit einem Scheitern sein.¹⁸² Die Auffassung von Misserfolg bedeutet gleichzeitig, dass Erfolg das Nicht-Scheitern eines Unternehmens beinhaltet. Dabei ist der Misserfolg ebenso wie der Erfolg eine subjektive Größe. Anzuführen sei nur das persönliche Scheitern des Unternehmers und die Verfehlung der Zielrendite des PE-Investors. Der Misserfolg ist dann umso größer, je höher der individuelle Zielverfehlungsgrad ausfällt.

4.1.2 Unternehmensinterne Erfolgs- und Misserfolgskfaktoren

4.1.2.1 Unternehmer / Unternehmerteam

Die Identifizierung des Unternehmers bzw. Unternehmerteams als Erfolgsfaktor resultiert aus dem unternehmensspezifischen Geschäftskonzept, das auf der Innovation des Unternehmers basiert. Ohne die Intention des Unternehmers und die daraus entwickelte Innovation wäre dem Unternehmen die Geschäftsgrundlage entzogen. Bei der Betrachtung des Unternehmers bzw. Unternehmerteams als Erfolgsfaktor werden üblicherweise personenbezogene Faktoren herangezogen, die auf Eigenschaften und Verhaltensweisen der Person des Unternehmers abstellen.¹⁸³

Nach *Albach* sind das Humankapital (Wissen, Kompetenz und Integration) und das Unternehmertum (Drang nach Freiräumen, Unabhängigkeit und Selbständigkeit sowie das Commitment, d.h. an die Sache glauben) die Erfolgsfaktoren für Unternehmer. Ein erfolgreicher Unternehmer muss über das erforderliche fachspezifische Wissen verfügen und es zielgerichtet anwenden. Hinzu kommt die Fähigkeit, fachübergreifendes Wissen zu integrieren, um neues Wissen in Verbindung mit bestehenden Erkenntnissen und Ressourcen erstmalig wirtschaftlich nutzen zu können. Da nicht jeder das Verlangen verspürt, seine Intention auch realisieren zu wollen, muss beim erfolgreichen Unter-

¹⁸² Vgl. Pleschak/Ossenkopf/Wolf u.a. (2002), S. 35-37; Wupperfeld/Kulicke (1994), S. 10-15.

¹⁸³ Vgl. Preisendörfer (2002), S. 45-47

nehmer der Willen vorhanden sein, dass dahinter stehende Geschäftskonzept umzusetzen und die damit verbundenen Risiken zu tragen. Neben der unternehmensspezifischen Innovationsfähigkeit muss demnach auch die Innovationsbereitschaft des Unternehmers vorhanden sein. Erforderlich ist zudem Widerstandsfähigkeit, um trotz Rückschlägen den Innovationsprozess weiter voranzutreiben.¹⁸⁴

Im Hinblick auf das Humankapital stellt vor allem das implizite Unternehmerwissen, das nur schwer kommuniziert werden kann, einen kritischen Erfolgsfaktor dar. Je mehr die Umsetzung der Innovation vom impliziten Wissen des Unternehmers abhängig ist, desto stärker sind die Wirkungen auf den Unternehmenserfolg und -misserfolg. Ein permanenter oder temporärer Ausfall des Unternehmers würde den Innovationsprozess zum Erliegen bringen oder verzögern, weil anderen Mitgliedern des Unternehmens oder dem PE-Investor das implizite Wissen nicht oder nur schwer zugänglich ist. Hinzu kommt das Problem, dass der Unternehmer nicht gewillt sein kann, sein implizites Wissen Dritten preiszugeben.

Neben dem Humankapital wird auch zunehmend das Sozialkapital des Unternehmers zum Erfolgsfaktor. Im weiteren Verlauf der Unternehmensentwicklung sind soziale Kompetenzen des Unternehmers gefordert, um die ansteigende Anzahl der Mitarbeiter für die Innovationsumsetzung zu begeistern und so den Innovationsprozess zu forcieren. Daneben sind soziale Kompetenzen auch für ein erfolgreiches Networking im sozialen Netzwerk des Unternehmers erforderlich, um gezielt auf informellem Wege Kontakte zu PE-Investoren (z.B. Business Angels), Geschäftskunden, Lieferanten o.ä. herzustellen und zu vertiefen. Dies beinhaltet Kommunikationsfähigkeit und -bereitschaft, mit denen gezielt vertrauensbasierte Geschäftsbeziehungen zu Netzwerkpartnern aufgebaut und weiterentwickelt werden.¹⁸⁵

Als Misserfolgskriterien von Unternehmern wird eine Vielzahl von Einflussgrößen angeführt. *Wupperfeld/Kulicke* nehmen eine Unterteilung in die sechs Risikobereiche (1) Unternehmer bzw. Unternehmerteam, (2) Forschung und Entwicklung, (3) Marketing und Vertrieb, (4) Finanzierung, (5) Management, Organisation und kaufmännischer

¹⁸⁴ Vgl. Albach (1998), S. 988.

¹⁸⁵ Vgl. O'Donnell/Gilmore/Cummins/Carson 2001, S. 749-755; Hücker/Scherer (2000), S. 536; Schmidt (1999), S. 100-106.

Bereich sowie (7) Produktion vor. Dabei strahlen die persönlichen Defizite des Unternehmers auf die anderen Risikobereiche aus. Empirisch machen *Wupperfeld/Kulicke* vor allem Defizite im Marketing- und Vertriebs-Bereich, im betriebswirtschaftlichen Bereich sowie im strategischen, konzeptionellen und organisatorischen Bereich als Hauptprobleme beim Scheitern von Unternehmen aus (hier konkret junge Technologieunternehmungen). Verantwortlich hierfür sind geringe Erfahrungen und Qualifikationen des Unternehmers in den entsprechenden Bereichen.¹⁸⁶ Zu differenzierten Ergebnissen kommen *Pleschak/Ossenkopf/Wolf u.a.* in ihrer empirischen Studie. Dort wurden u.a. die Unternehmermerkmale von gescheiterten und existierenden Unternehmern von Technologieunternehmen miteinander verglichen. Ein höherer Anteil der gescheiterten Unternehmer als der existierenden Unternehmer hatte vorher Unternehmenserfahrungen im kaufmännischen Bereich. Bei den Erfahrungen im Bereich Marketing und Vertrieb waren die Anteile etwa gleich hoch. Allein in den Bereichen Forschung und Entwicklung sowie Fertigung wiesen die gescheiterten Unternehmer anteilmäßig gesehen weniger Erfahrungen auf.¹⁸⁷

Erfolgsfaktoren von Unternehmerteams werden üblicherweise im Vergleich zu den Erfolgsfaktoren einzelner Unternehmer betrachtet. So haben empirische Untersuchungen gezeigt, dass Teamgründungen erfolgreicher sind als Einzelgründungen.¹⁸⁸ *Lechler/Gemünden* kommen zu dem Ergebnis, dass die Erfolgsfaktoren von Unternehmerteams drei Gruppen zugeordnet werden können. Sozio-psychologische Vorteile, als einer Gruppe beruhen auf der gegenseitigen Unterstützung und Motivation der Unternehmer, die sich auch auf private Probleme erstreckt. Kapazitative Vorteile, als zweite Gruppe, resultieren aus der Personalknappheit besonders zu Beginn des Lebenszyklus von Unternehmen. Die Abhängigkeit der Innovationsumsetzung von einem einzelnen Unternehmer wird umgangen. Mehrere Unternehmer können das Unternehmen vertreten. Der Ausfall eines Unternehmers kann eher kompensiert werden, wenn das implizite Wissen innerhalb des Unternehmerteams gleichmäßig verteilt ist. Über die sozialen Netzwerke der Teammitglieder lassen sich umfassendere und weiter verzweigte Ge-

¹⁸⁶ Vgl. ausführlich *Wupperfeld/Kulicke* (1994), S. 13 u.32-36.

¹⁸⁷ Vgl. *Pleschak/Ossenkopf/Wolf u.a.* (2002), S. 27-30.

¹⁸⁸ Vgl. auch die Übersicht empirischer Untersuchungen in *Lechler/Gemünden* (2003), S. 32-33.

schäftsbeziehungen erschließen. Ein Unternehmerteam kann zudem höhere Finanzmittel bereitstellen als der Einzelunternehmer. Die dritte Gruppe umfasst Fähigkeits- und Wissensvorteile, die zu einer Verbesserung der Entscheidungsprozesse durch Einbringen unterschiedlicher Kenntnisse, Erfahrungen, Meinungen und Einschätzungen beitragen. Durch Komplementierung der unterschiedlichen Qualitätsmerkmale der einzelnen Teammitglieder kann der Innovationsprozess forciert werden, da ein einzelner Unternehmer sich bestimmte Fähigkeiten, Erfahrungen und Wissen erst aneignen muss. In der Heterogenität von Unternehmerteams wird daher ein wesentlicher Erfolgsfaktor für Unternehmen gesehen.¹⁸⁹

Auf der anderen Seite sind soziale Konflikte und Unzufriedenheit häufige Ursachen für Misserfolg in der Gruppe, was eher für eine Gruppenhomogenität des Unternehmerteams als Erfolgskriterium spricht. So nimmt mit zunehmender sozialer Ähnlichkeit der Gruppenmitglieder die Wahrscheinlichkeit des Auftretens sozialer Konflikte ab. Das Kommunikationsverhalten und das Gruppenklima werden verbessert, wenn die Gruppenmitglieder zufriedener sind. Ebenso sinkt die Fluktuationsbereitschaft und -rate innerhalb des Teams. Jedoch besteht bei einer starken und bereits länger andauernden Kohäsion des Unternehmerteams bedingt durch die Selbstzufriedenheit der Teammitglieder die Gefahr von konformem Gruppenverhalten und -handeln. Aufgrund der rückläufigen Streuung der Leistungsfähigkeit und -bereitschaft innerhalb der Gruppe wird die Weiterentwicklung des Teams und mithin der Erfolg des Unternehmens beeinträchtigt. Um dem Uniformitätsdruck entgegen zu wirken, können extern Impulse gegeben werden, indem neue Teammitglieder hinzutreten, bestehende Teammitglieder ausscheiden oder der PE-Investor verstärkt von außen auf das Team einwirkt. Allerdings müssen sich neu zum Unternehmerteam stoßende Teammitglieder erst sozialisieren, so dass die positiven Kohäsionseffekte im Team erst mit zeitlicher Verzögerung zur Entfaltung kommen.¹⁹⁰

¹⁸⁹ Vgl. Lechler/Gemünden (2003), S. 30-35.

¹⁹⁰ Vgl. Spieker (2004), S. 163-197; Struß (2003), S. 75-81, Nienhäuser (1992), S. 80; Gebert (1992), Sp. 122-124.

4.1.2.2 Unternehmenskonzept

Das Unternehmenskonzept, mit dem die Erfolgsziele des Unternehmens erreicht werden sollen liefert die planerische Grundlage für die Umsetzung der Intention des Unternehmers am Markt. Die Konkretisierung der Erfolgsziele und die Planung der Innovationsumsetzung bilden erst die Voraussetzung, um durch Prämissen-, Durchführungskontrolle und strategische Überwachung den Erfolg des Unternehmens messbar zu machen. Die Abbildung der innovativen Geschäftsidee als Unternehmenskonzept erfolgt üblicherweise in Form eines Businessplans, der zukünftige Handlungsoptionen des Unternehmers bzw. Unternehmerteams unter Berücksichtigung der Erwartungen für alternative Umfeldentwicklungen zu antizipieren versucht. Der Businessplan umfasst einen längerfristigen Planungshorizont für die Unternehmens- und Umfeldentwicklungen, um die Erfolgchancen und -risiken des Unternehmenskonzepts durch Abbildung verschiedener Entwicklungsszenarien darstellen zu können. Die mit dem Aufstellen des Businessplans zum Vorschein kommenden Informationsasymmetrien und Defizite im fachlichen und unternehmerischen Bereich des Unternehmers bzw. Unternehmerteams lassen sich frühzeitig reduzieren, was die Erfolgchancen des Unternehmens erhöht und gleichzeitig die Erfolgsrisiken senkt.¹⁹¹

Wesentliche Erfolgskriterien für das Aufstellen eines Geschäftskonzepts ergeben sich aus der Zukunftsbezogenheit der Unternehmensplanung:

- Vollständigkeit
- Plausibilität
- Flexibilität

Eine vollständige Planung des Unternehmenskonzepts beinhaltet eine strukturierte und ganzheitliche Erfassung der planungsrelevanten Größen für Handlungsoptionen des Unternehmers bzw. Unternehmerteams und alternative Umfeldentwicklungen. Voraussetzung hierfür bilden klar und eindeutig formulierte Erfolgsziele des Unternehmens, an

¹⁹¹ Vgl. Kußmaul/Junker (2000), S. 531; Ripsas (1998), S. 143; Burns (1996), S 180-181.

denen die Geschäftsplanung konkret ausgerichtet werden kann. Einschränkungen sind jedoch aufgrund der hohen Unsicherheit und Komplexität des innovativen Umfelds zu machen. Zum einen können nicht sämtliche Handlungsoptionen und Umfeldentwicklungen aufgrund beschränkter Rationalität des Unternehmers erfasst und abgebildet werden. Zum anderen ist zwischen Erfassungs-/Abbildungsgenauigkeit und Erfassungs-/Abbildungsaufwand abzuwägen, so dass eine Fokussierung auf die erfolgsrelevanten Handlungsoptionen und Umfeldentwicklungen zu erfolgen hat. Dabei ist der Frage nachzugehen, welche Handlungsoptionen und Umfeldentwicklungen den größten Einfluss auf den Unternehmenserfolg ausüben. Von diesen sind wiederum solche als erfolgskritisch einzuordnen und daher besonders zu berücksichtigen, bei denen relativ geringe Variationen zu relativ großen Auswirkungen auf den Erfolg bzw. Misserfolg führen.

Eine plausible Unternehmensplanung bedeutet, dass die getroffenen Annahmen, d.h. Prämissen, Erwartungen und Kausalitäten, für Dritte nachvollziehbar sind. Die erwarteten kausalen Wirkungen der Handlungsoptionen und Umfeldentwicklungen auf den Unternehmenserfolg sollten zumindest argumentativ durch Ursache-Wirkungsbeziehungen dargestellt werden. Auch hier ist wie beim Kriterium Vollständigkeit die begrenzte Rationalität des Unternehmers in Verbindung mit der Unsicherheit und Komplexität des innovativen Umfelds zu berücksichtigen, indem primär die Beziehungen mit dem größten Einfluss auf den Erfolg betrachtet werden.

Die Forderung nach einem flexiblen Geschäftskonzept zielt auf alternative Planungsrechnungen ab. Dies gilt gleichermaßen für die formulierten Erfolgsziele wie für alternative Handlungsoptionen in einem sich permanent wandelnden Umfeld, auf das das Unternehmen keinen oder nur mittelbar Einfluss nehmen kann. Da die zukünftigen Entwicklungen des innovativen Umfelds mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind, bedarf es der Berücksichtigung unterschiedlicher Entwicklungsoptionen. Dies erfordert die Entwicklung verschiedener Umfeldszenarien, die Entscheidungsgrundlage für zukünftige Handlungsoptionen des Unternehmers bilden. Für die erwarteten Umfeldszenarien sind jeweils unternehmerische Entscheidungen zu treffen, welche die gesetzten Erfolgsziele des Unternehmens am besten erfüllen.¹⁹²

¹⁹² Vgl. Ripsas (1998), S. 151.

4.1.2.3 Konzeptumsetzung

Mit der Umsetzung des Geschäftskonzepts zeigt sich, inwieweit die geplanten Umfeldentwicklungen mit den tatsächlich eingetretenen Umfeldzuständen übereinstimmen. Gleichzeitig wird deutlich, ob die geplanten Handlungsoptionen in der eingetretenen Umfeldsituation durchführbar sind und damit die Erfolgsziele bestmöglich erreicht werden können.

Die Konzeptumsetzung beinhaltet neben der Konzeptrealisierung auch die Erfolgskontrolle. Die Erfolgskontrolle setzt bereits mit der Konkretisierung der Erfolgsziele und Entwicklung des Geschäftskonzepts ein (vgl. Abbildung 31). Sind die Erfolgsziele angesichts der eingetretenen und sich abzeichnenden Entwicklung kaum noch zu erreichen oder überhaupt nicht mehr zu erreichen, ist eine Anpassung bzw. Revidierung der Erfolgsziele erforderlich. Dies erfordert wiederum eine zielorientierte Anpassung bei den geplanten Handlungsoptionen des Unternehmers. Deuten sich während der Realisierung des Geschäftskonzepts Änderungen der Planungsprämissen, Verfehlungen von Zwischenzielen oder schwache Signale mit Hinweisen auf neue Entwicklungstendenzen hin, sind Planungsanpassungen vorzunehmen. Der Unternehmenserfolg wird nicht erst mit vollständiger Realisierung des Unternehmenskonzepts erkennbar, sondern zeichnet sich bereits im Laufe der Konzeptumsetzung ab. Dadurch kann der Unternehmer frühzeitig gegensteuern, falls der Erfolgspfad des Unternehmens verlassen wird.

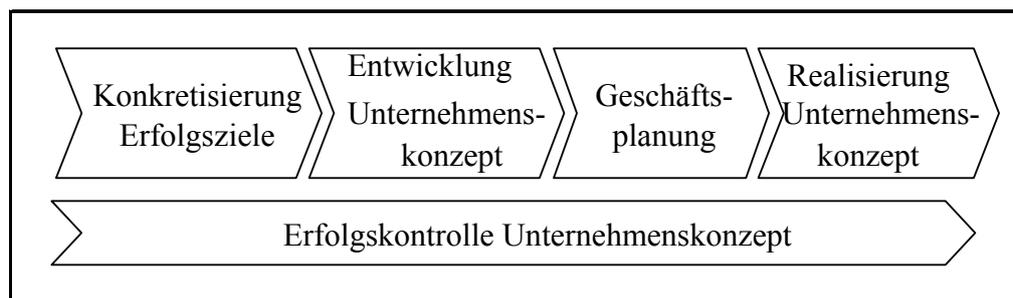


Abbildung 31: Determinanten für erfolgreiche Umsetzung des Unternehmenskonzepts

(Quelle: eigene Darstellung, in Anlehnung an McKinsey&Company (1999), S. 13)

4.1.3 Unternehmensexterne Erfolgs- und Misserfolgskfaktoren

4.1.3.1 Finanzielle Unterstützung

Da die Finanzmittel von jungen Unternehmen oftmals bereits in der Frühentwicklungsphase aufgezehrt sind, bedarf es einer externen Zuführung von Kapital. Der Finanzbedarf unterliegt im Entwicklungsverlauf des Unternehmens teils erheblichen Schwankungen, wie die Abbildung 32 idealtypisch verdeutlicht. Voraussetzung für die Erreichung der Erfolgsziele ist, dass in jeder Entwicklungsphase der entstehende Finanzbedarf durch entsprechende Finanzmittel gedeckt werden kann. Bei der Inanspruchnahme von externen Kapitalgebern in Form von PE-Investoren hat der Unternehmer die zeitliche und kapazitive Inanspruchnahme durch den Transaktionsprozess zu berücksichtigen. Insofern ist die Planung des Transaktionsprozesses in die Unternehmensplanung zu integrieren.

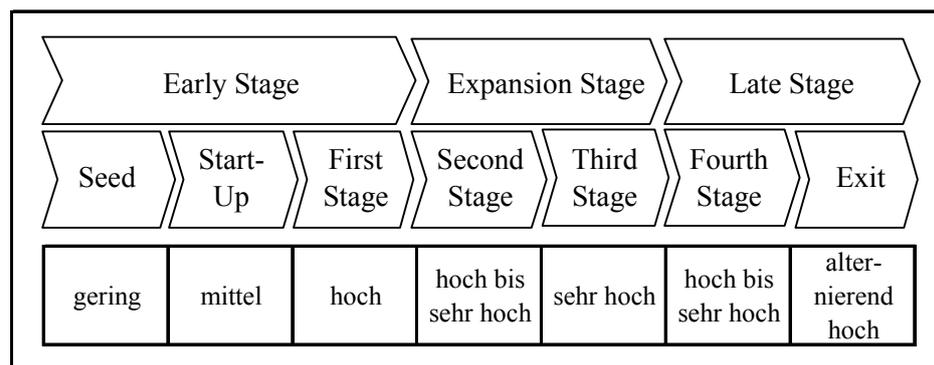


Abbildung 32: Idealtypischer Finanzbedarf von Unternehmen

(Quelle: eigene Darstellung; in Anlehnung an Jessen (2002), S. 130; Peemöller/Geiger/Barchet (2001), S. 335; Baltzer (2000), S. 58 und Zemke (1995), S. 29)

Die *Early Stage* als Gründungsphase beinhaltet die Teilphasen Seed-, Start Up- und First-Stage. Mit der **Seed-Stage** erfolgt die Umsetzung der Intention in ein tragfähiges Geschäftskonzept durch Aufstellen des Businessplans. Weitere Aktivitäten sind die Bewertung bzw. Beurteilung der technischen Realisierung und der Marktchancen (Machbarkeitsstudien, Marktanalysen, u.ä.), die Entwicklung eines Prototypen und die Vorbereitung der eigentlichen Unternehmensgründung. Der Finanzbedarf fällt in dieser Teilphase noch relativ gering aus. In der **Start Up-Stage** erfolgt der Vollzug der Unter-

nehmensgründung und die Weiterentwicklung des Prototyps hin zur Produktions- und Marktreife. Dies erfordert produktionsvorbereitende Arbeiten und die Konkretisierung des Marketingkonzepts, die auch schon Testmarktverkäufe umfassen kann. Bedingt durch die stark ansteigenden Produktions- und Marketingkosten erhöht sich entsprechend der Finanzbedarf. In der **First Stage** kommt es zur eigentlichen Produktionsaufnahme und Markteinführung der Neuerung. Damit werden erste Umsatzerlöse generiert, denen jedoch erhebliche Produktions- und Marketingkosten gegenüberstehen, so dass der Kapitalbedarf ein relativ hohes Niveau erreicht.¹⁹³

Die *Expansion Stage* umfasst als Wachstumsphase die Teilphasen Second und Third Stage. In der **Second Stage** werden die Produktions- und Marketingaktivitäten ausgeweitet, mit denen eine Erschließung und Durchdringung zunächst der inländischen Märkte erfolgen soll. Typischerweise wird mit den stark ansteigenden Umsatzerlösen erstmals die Gewinnschwelle erreicht. Vermehrt treten auch Konkurrenten bzw. Imitatoren mit Imitationen am Markt auf, so dass die ursprüngliche Innovation zu Folgeinnovationen weiterzuentwickeln ist, um dem verstärkten Auftreten von Imitaten zu begegnen und die Voraussetzung für nachhaltig hohes Wachstum zu schaffen. Bedingt durch das hohe Absatz- und Produktionswachstums infolge der Markterschließung und -durchdringung sowie den damit verbundenen Kapazitätserweiterungen, Weiter- und Neuentwicklungen erreicht der Finanzbedarf ein relativ hohes bis sehr hohes Niveau. Gegenstand der **Third Stage** ist die Erschließung und Durchdringung der internationalen Märkte, für die erhebliche Investitionen in die Erweiterung der Produktions- und Marketingkapazitäten erforderlich sind. Der Finanzbedarf verbleibt auf einem sehr hohen Niveau und lässt sich durch die ansteigenden Gewinne nur in kleinem Umfang decken.¹⁹⁴

Die *Late Stage* als Reifephase beinhaltet die Teilphasen Fourth Stage und die Divestment Stage. In **Fourth Stage** nehmen Wachstumsraten tendenziell ab, weil die ursprüngliche Innovation in die Phase der Marktsättigung eintritt und Marktanteilsverluste an Konkurrenten bzw. Imitatoren entstehen. Damit verbunden sind Änderungen der

¹⁹³ Vgl. Eisele/Habermann/Oesterle (2002), S. 2-3; Peemöller/Geiger/Barchet (2001), S. 334-335; Baltzer (2000), S. 53-55; Schmeisser (2000), S. 189-190; Zemke (1995), S. 30-34.

¹⁹⁴ Vgl. Eisele/Habermann/Oesterle (2002), S. 3-4; Baltzer (2000), S. 56; Schmeisser (2000), S. 190; Zemke (1995), S. 34.

Unternehmensstrategie, etwa in Form der Produkt- und Preisdifferenzierung, der Erschließung neuer Märkte und Kundengruppen oder der Forcierung von Folgeinnovationen am Markt. Der Finanzbedarf für entsprechende Strategieanpassungen/-wechsel bleibt auf hohem bis sehr hohem Niveau. Die **Divestment Stage** betrifft weniger die eigentliche Unternehmensentwicklung sondern vielmehr die Exit-Strategie des PE-Investors. Daher bleibt die Höhe des Kapitalbedarfs hiervon weitestgehend unberührt und alterniert auf relativ hohem Niveau.¹⁹⁵

4.1.3.2 Management-Unterstützung

Die Planung, Realisierung und Kontrolle des Unternehmenskonzepts erfordert entsprechende quantitative und qualitative Managementkapazitäten. Ebenso wie der Finanzierungsbedarf unterliegt auch der Bedarf an Managementkapazitäten erheblichen Schwankungen (vgl. Abbildung 33). Kann in Zeiten eines hohen Bedarfs der Unternehmer diesen nicht decken, bedarf es externer Management-Unterstützung. Voraussetzung für die Erreichung der Erfolgsziele ist, dass in jeder Entwicklungsphase der entstehende Bedarf an Management-Unterstützung in quantitativer und qualitativer Hinsicht gedeckt werden kann.

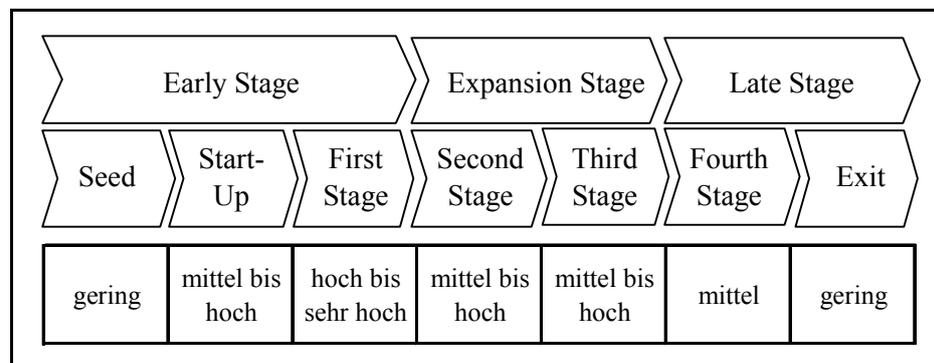


Abbildung 33: Idealtypischer Bedarf an Management-Unterstützung von Unternehmen

(Quelle: eigene Darstellung; in Anlehnung an Jessen (2002), S. 130; Peemöller/Geiger/Barchet (2001), S. 335; Baltzer (2000), S. 58; Zemke (1995), S. 29)

¹⁹⁵ Vgl. Eisele/Habermann/Oesterle (2002), S. 4-5; Baltzer (2000), S. 57-58; Schmeisser (2000), S. 190-191; Zemke (1995), S. 34-36).

In der **Seed-Phase** als Teilphase der *Early Stage* ist der Bedarf an Management-Unterstützung noch relativ gering. Hierbei handelt es sich einerseits um die Gründungsberatung, die u.a. das Erstellen von Machbarkeitsstudien und Marktanalysen, die Rechtsformwahl und das Aufstellen eines Businessplans beinhaltet. Andererseits geht es um die Erlangung gewerblicher Schutzrechte, für die Kenntnisse über rechtsschutzspezifische Vorschriften, Vorgehensweisen und Verfahrensabläufe erforderlich sind. In der **Start up-Phase** sind die ersten Organisationsstrukturen des Unternehmens zu schaffen, indem aufbau- und ablauforganisatorische Gestaltungselemente konkretisiert und umgesetzt werden. Damit verbunden ist auch die Suche nach Führungskräften und Personal für den operativen Bereich, so dass das organisatorische Fundament für die Bewältigung des weiteren starken Unternehmenswachstums gelegt wird. Zur Planung, Steuerung und Kontrolle der Kosten und später auch der Erlöse ist zudem ein Finanz- und Rechnungswesen ergänzt durch ein Controllingssystem mit Berichtswesen zu installieren. Diesen Aktivitäten führen zu einem stark ansteigenden Bedarf an Management-Unterstützung auf ein mittleres bis hohes Niveau. In der **First Stage** sind die Organisationsstrukturen für eine effiziente Gestaltung der Produktionsabläufe und der Markteinführung weiter zu entwickeln. Gleichzeitig werden die Strategien für die bevorstehende nationale und internationale Markterschließung und -durchdringung konkretisiert. Zudem bedarf es einer kontinuierlichen Weiterentwicklung des Finanz- und Rechnungswesens sowie des Controlling mit Berichtswesen, um den gestiegenen Anforderungen der wachsenden Unternehmensstrukturen gerecht zu werden. Als Folge erreicht der Bedarf an Management-Unterstützung ein relativ hohes bis sehr hohes Niveau.¹⁹⁶

In der *Second Stage* der **Expansion Stage** wird das Management des Unternehmens zunehmend komplettiert. Die erforderlichen Produktions- und Marketingkapazitäten für die nationale Markterschließung und -durchdringung sind bereitzustellen. Das kann auch mit dem Herstellen und Vertiefen von Kontakten zu industriellen Partnern und zu inländischen Vertriebspartnern verbunden sein. Trotz der zunehmenden Komplettierung

¹⁹⁶ Vgl. Mellewigt/Witt (2002), S. 88-91; Engel/Hofacker (2001), S. 206-210; Baltzer (2000), S. 53-55; Schefczyk 2000, S. 23-24

des Managements, erreicht der Bedarf an Managementunterstützung noch ein relativ hohes Niveau, das von der Qualität, d.h. den Erfahrungen, Fähigkeiten, Kenntnissen, u.ä. Qualitätsmerkmalen des bisher installierten Managements abhängt. In der *Third Stage* ist die Erweiterung und Integration der Produktions- und Marketingkapazitäten zu managen, mit denen das internationale Wachstum realisiert werden soll. Dies umfasst z.B. die Gründung und organisatorische Einbindung ausländischer Tochtergesellschaften als Niederlassung, die Rekrutierung von auslandserfahrenen Führungskräften oder das Herstellen und Vertiefen von Kontakten zu potentiellen ausländischen Partnern für internationale Kooperationen etwa in den Bereichen Produktion, Marketing und F&E. In Abhängigkeit von den Qualitätsmerkmalen des bisher installierten Managements bewegt sich der Bedarf an Management-Unterstützung auf mittlerem bis hohem Niveau.¹⁹⁷

In der **Fourth Stage** der *Late Stage* kommt es tendenziell zu einem Rückgang des Bedarfs an Managementunterstützung, weil mit Eintreten der Marktsättigung für die ursprüngliche Innovation die Wachstumsraten rückläufigen sind. Beratungsbedarf ergibt sich aus der Entwicklung und Umsetzung von Strategieänderungen, um den Verlust von Marktanteilen an Konkurrenten bzw. Imitatoren zu begegnen. In der **Divestment Stage** nimmt der Bedarf an Management-Unterstützung mit zunehmender Etablierung des Managements weiter ab. Zudem bleibt die eigentliche Geschäftspolitik vom Exit zunächst weitestgehend unberührt. Verstärkter Beratungsbedarf resultiert ggf. aus der gewählten Exit-Strategie, wenn etwa der Unternehmer die Anteile des PE-Investors im Zuge eines MBO übernehmen will.¹⁹⁸

¹⁹⁷ Vgl. Engel/Hofacker (2001), S. 210-211; Baltzer (2000), S. 56; Pleschak/Sabisch/Kulicke (1994), S. 211-212.

¹⁹⁸ Vgl. Mellewigt/Witt (2002), S. 91; Engel/Hofacker (2001), S. 212-213; Baltzer (2000), S. 57-58; Schefczyk (2000), S. 24).

4.2 Einflussnahme von Unternehmer und Private Equity-Investoren

4.2.1 Einflussmöglichkeiten innerhalb wichtiger Unternehmensbereiche

4.2.1.1 Unternehmensführung

Der Einflussmöglichkeit des Unternehmers und PE-Investors auf die Unternehmensführung ist abhängig vom Rechtssystem und der gewählten Rechtsform. Nachfolgend soll auf die wesentlichen Unterschiede des Vereinigungs- und Trennungsmodells sowie auf die Besonderheiten der AG und GmbH eingegangen werden.

Das im angelsächsischen Raum dominierende Vereinigungs- oder Boardmodell sieht keine Trennung von Geschäftsführung und Verwaltungsrat vor. Es existiert nur ein Verwaltungsorgan (Board of Directors), das aus geschäftsführenden Board-Mitglieder (Inside Directors oder Executive Directors) und nichtgeschäftsführenden Board-Mitgliedern (Outside Directors oder Non-Executive Directors) besteht. Der Board insgesamt nimmt die Aufgaben der Unternehmensführung und übernimmt gleichzeitig für sein Handeln die Führungsverantwortung. Die nichtgeschäftsführenden Board-Mitglieder sind intensiv und direkt in die Unternehmensführung eingebunden und führen neben Überwachungs- auch Geschäftsführungsaufgaben durch.

Die Aufgaben des Board of Directors sind formell in einen Managementbereich und einen Treuhandbereich (Trustee) zu unterteilen. Der Managementbereich umfasst die Unternehmensleitung und -vertretung. Konkret geht es um die Festlegung der Unternehmensziele und -strategien, das Treffen strategischer Entscheidungen sowie die Bestellung, Abberufung und Überwachung der leitenden Angestellten, die dem Topmanagement zuzuordnen sind (sog. Officers), aber kein eigenständiges Organ der Gesellschaft bilden. Im Treuhandbereich sind die Überwachungsaufgaben verankert, so dass die Board-Mitglieder ihr eigenes Handeln selbst überwachen. Dabei hat der Board als Treuhänder die Eigentümerinteressen zu wahren.¹⁹⁹

Daneben erlaubt die Verfassung einer US-amerikanischen Stock Corporation die Bildung von Ausschüssen oder Komitees, an die bestimmte Aufgaben des Treuhand- oder Managementbereichs übertragen werden. So kann etwa ein Executive Committee mit

¹⁹⁹ Vgl. Macharzina (2003), S. 161-163.

dem Chief Executive Officer (CEO) als Komiteevorsitzendem bestimmte Geschäftsführungsaufgaben wahrnehmen. Oder dem Audit Committee als Prüfungsausschuss werden unabhängig vom Management besondere Aufgaben zugewiesen, wie die Überwachung des Finanz- und Rechnungswesens einschließlich des internen Kontrollsystem (Financial Auditing) oder Untersuchungen zur Wirksamkeit und Effizienz der operativen Unternehmensaktivitäten (Operational Auditing). Ein Nominating und Compensation Committee als Ernennungs- und Vergütungsausschuss setzt sich mit der Anwerbung von Führungskräften und der Gehaltsfindung des Top-Managements auseinander.

Beim Vereinigungsmodell bestehen demnach vielfältige Möglichkeiten der direkten Einflussnahme durch den PE-Investor. Ein Vertreter als nicht geschäftsführenden Board-Mitglieder eines Unternehmens würde bereits ausreichen, um unmittelbar Einfluss auf die Führung zu nehmen. Im weiteren Entwicklungsverlauf des Unternehmens können zudem Ausschüsse und Komitees gebildet werden, in denen der PE-Investor seine Interessen vertritt.²⁰⁰

Beim Trennungsmodell nach deutschem Aktienrecht sind Geschäftsführung (Vorstand) und Aufsichtsrat (Überwachung der Geschäftsführung) institutionell separiert. Zwischen beiden Institutionen bestehen keine direkten personellen Verbindungen. Gemäß § 76 Abs. 1 AktG leitet der Vorstand die Gesellschaft unter eigener Verantwortung und ist nicht an Weisungen anderer Gesellschaftsorgane oder der Aktionäre gebunden. Der Aufsichtsrat, dem gem. § 84 AktG die Aufgabe der Bestellung und Abberufung des Vorstands zukommt, hat gem. § 111 Abs. 1 AktG die Geschäftsführung zu überwachen. Um die Überwachungsaufgabe wahrzunehmen, besitzt der Aufsichtsrat weitreichende Informationsrechte, indem er die Geschäftsbücher und -unterlagen einsehen und einer Prüfung unterziehen kann. Für bestimmte Überwachungsaufgaben kann der Aufsichtsrat gem. § 111 Abs. 2 S. 2 AktG auch einzelne Mitglieder oder besondere Sachverständige beauftragen. Der Vorstand hat gem. § 90 AktG dem Aufsichtsrat zu bestimmten Zeitpunkten Bericht über die beabsichtigte Geschäftspolitik und sonstige grundlegende Fragen der Unternehmensplanung (insb. Finanz-, Investitions- und Personalplanung), über die Rentabilität des Unternehmens, über den Gang der Geschäfte (insb. Umsatz und

²⁰⁰ Vgl. Theisen (2000), S. 331-333; Macharzina (1999), S. 133; Schneider-Leneé (1995), S. 35-36; Goerdeler (1987), S. 223-224.

Geschäftslage), über Geschäfte mit erheblicher Bedeutung für die Rentabilität oder Liquidität sowie über Angelegenheiten mit erheblichem Einfluss auf die Geschäftslage zu erstatten.²⁰¹

Nach dem deutschen Trennungsmodell können Unternehmer und PE-Investor jeweils entweder nur im Vorstand oder Aufsichtsrat personell vertreten sein. Allerdings besteht für beide Transaktionspartner die Option, vertraute Personen in das jeweils andere Gremium zu positionieren. Die Besetzung einer Vorstandsposition mit einem PE-Manager als Vertreter des PE-Investors erfordert einen hohen Zeitaufwand, so dass Konflikte durch gleichzeitige Wahrnehmung des PE-Fondmanagement auftreten. Insofern kommt allenfalls ein Management auf Zeit in Betracht. Mit der Besetzung eines Aufsichtsratspostens besitzt der PE-Investor zwar weit reichende Informations- und Überwachungsrechte. Die unmittelbare Einflussnahme auf die Geschäftspolitik bleibt jedoch beschränkt, da der oder die Unternehmer als Vorstand nicht an die Weisungen des Aufsichtsrats gebunden sind. Der PE-Investor im Aufsichtsrat kann lediglich bei zustimmungspflichtigen Geschäften die Zustimmung verweigern. Daneben besteht die Möglichkeit einen Unternehmer als Vorstand abuberufen und ggf. ein neues Mitglied zu bestellen. Die Durchsetzung der Interessen des PE-Investors über den Aufsichtsrat hängt von den Anteilsverhältnissen ab und erfolgt im Konfliktfall meist nur mit zeitlichen Verzögerungen.

Bei der GmbH sind die Befugnisse des Gesellschafters weiterreichender. Dies ergibt sich aus der Beschränkung der Vertretungsmacht gem. § 37 Abs. 1 GmbHG, nach der die Geschäftsführer den Weisungen der Gesellschafter unterworfen sind. Damit kann der Unternehmer oder PE-Investor als Gesellschafter Aufgaben der Unternehmensführung quasi unmittelbar wahrnehmen, ohne selbst in der Geschäftsführung vertreten zu sein. Dies gilt auch für das Tagesgeschäft, so dass beide Transaktionspartner als Anteilseigner direkt Einfluss sowohl auf das strategische als auch das operative Management nehmen können.²⁰²

²⁰¹ Vgl. Baums/Müller (1999), S. 35; Chmielewicz (1992), Sp. 2468.

²⁰² Vgl. Höhn (1995), S. 41.

4.2.1.2 Marketing

Der Marketingbereich umfasst, beginnend mit der Marktforschung das strategische und operative Marketing. Das strategische Marketing beinhaltet die Festlegung der strategischen Marketingziele, die strategische Marketingplanung und -kontrolle. Ausgangspunkt für die Marketingstrategie des Unternehmens bildet die Marktforschung, mit der die Marktchancen und -risiken der Innovation ermittelt werden. Dazu gehört eine Analyse des Marktpotentials (Absätze und Umsätze), der potentiellen Kunden, der Konkurrenten und sonstigen relevanten Umfeldfaktoren. Auf Basis der Marktforschungsergebnisse können die strategischen Ziele inhaltlich und zeitlich formuliert werden (Umsatz-/Absatzwachstum, Marktanteil, Kundenzufriedenheit, u.ä.). Mit der Planung der Marketingstrategie, die an den strategischen Marketingzielen auszurichten ist, sind die Breite der Marktabdeckung (Gesamtmarkt oder Teilmärkte), die geographische Marktabgrenzung (international, national, regional oder lokal), die Abdeckung der Kundenbedürfnisse (Standardisierung oder Individualisierung), die wettbewerbliche Positionierung der Innovation (Kosten-/Preisführerschaft, Differenzierung, Nischenbesetzung), die Sortimentsgestaltung (Breite und Tiefe des Produktangebots) und der Zeitpunkt der Markteinführung der Innovation zu bestimmen. Die strategische Marketingkontrolle, die bereits mit der Marktforschung einsetzt, umfasst die Überwachung der Marketingprämissen (Prämissenkontrolle), der Marketing-Zwischenziele (Durchführungskontrolle) und Auswertung schwacher Marketingsignale (strategische Überwachung). Mit dem operativen Marketing wird die Marketingstrategie auf operativer Ebene des Unternehmens umgesetzt. Hier gilt es, den Einsatz der Marketingressourcen effizient zu gestalten und danach die Instrumente des Marketing-Mix (Produkt-, Preis-, Kommunikations- und Distributionspolitik) anzuwenden.²⁰³

Das Aufgabenspektrum im Marketing-Bereich kann der Unternehmer im Hinblick auf eingeschränkte Marketing-Kenntnisse und knappe Marketing-Ressourcen des Unternehmens nur schwer bewältigen. Grundsätzlich stellt sich das Problem, ob die Marketing-Aktivitäten selbst durchgeführt oder im Rahmen des Outsourcing an Dritte vergeben werden.

²⁰³ Vgl. Gruber (2005), S. 39-50; Kußmaul (2002b), S. 31-42; Baier/Pleschak (1996), S. 50-62

An diesem Punkt kann der PE-Investor seine Einflussnahme geltend machen und hierbei auf die Marketingerfahrungen und Kenntnisse der anderen gehaltenen Unternehmungen des PE-Fonds zurückgreifen. So besteht etwa die Möglichkeit, eine als erfolgreich erwiesene Marketingstrategie oder Produkt-, Preis-, Kommunikations- und Distributionspolitik für eine ähnliche Innovation auch auf das betreffende Unternehmen anzuwenden. Einmal gemachte Strategiefehler bei der Vermarktung lassen sich so von vornherein vermeiden und der Zeitaufwand für Strategieplanung und -umsetzung kann reduziert werden. Für bestimmte Aufgaben, die spezifische Marketingkenntnisse erfordern und für ein Outsourcing in Betracht kommen, kann der PE-Investor Kontakte etwa zu Marktforschungsinstituten, Werbe- und Mediaagenturen vermitteln. Erfolgswahl hierfür bilden Erfahrungen aus vorangegangenen Zusammenarbeiten der externen Anbieter mit anderen Beteiligungsobjekten des PE-Fonds.

4.2.1.3 Beschaffung

Mit Aufnahme der Geschäftstätigkeit sind materielle und immaterielle Produktionsfaktoren zu beschaffen. Dazu muss der Unternehmer zunächst nach potentiellen Beschaffungspartnern suchen und sich über deren Qualitätsmerkmale informieren. Mit geeigneten Kandidaten werden nach Kontaktaufnahme und Intensivierung der Kommunikation Vertragsverhandlungen aufgenommen, die im Erfolgsfall den Abschluss eines Beschaffungsvertrags (z.B. Liefer-, Kauf-, Kredit-, Arbeitsvertrag) zur Folge haben. Nach Vertragsabschluss ist die Qualität der bezogenen materiellen und immateriellen Produktionsfaktoren laufend zu überwachen. Diese Vorgehensweise umfasst vor allem die Beschaffung von:

- Personal
- Finanzmitteln
- Grund, Gebäude, Betriebs- und Geschäftsausstattung
- Anlagen und Maschinen
- Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen

- Bauteilen, -gruppen u. sonstige Waren

Die Personalbeschaffung kann der Unternehmer entweder selbst z.B. durch Schaltung von Stellenanzeigen oder selektiertes Suchen in Stellenbörsen vornehmen oder damit extern Personalagenturen oder Zeitarbeitunternehmen beauftragen. Allerdings ist es aufgrund von Informationsasymmetrien nur eingeschränkt möglich, sich ein Bild von den Qualitätsmerkmale und Verhaltensweisen eines Kandidaten zu machen. Der PE-Investor kann hier Einfluss nehmen, indem er externe Personaldienstleister, mit denen er oder die im PE-Fonds gehaltenen Beteiligungsobjekte bereits zusammengearbeitet haben, vermittelt. Daneben ist auch ein Austausch oder Wechsel von geeigneten Mitarbeitern zwischen den Unternehmen denkbar, so dass es innerhalb des PE-Fonds zu einem Ausgleich von Personalüberhängen und -defiziten kommt.

Die Beschaffung von Finanzmitteln läuft prinzipiell wie bei der Beschaffung von Private Equity ab (vgl. Abschnitt 3.2.1.1). Sofern der PE-Investor bei Auftreten eines Finanzbedarfs keine weiteren Finanzmittel bereitstellen möchte, kann er Kontakte zu Finanzinstituten oder anderen Investoren vermitteln. Dadurch erhält das Unternehmen Zugang zu neuen Finanzierungsquellen, die ohne Vermittlung des PE-Investors nicht zustande gekommen wären.

Bei Beschaffung von Grund, Gebäude, Betriebs- und Geschäftsausstattung hat der Unternehmer zwischen Kauf oder Anmietung bzw. Leasing zu entscheiden, wobei der Immobilienerwerb aufgrund beschränkter Finanzmittel üblicherweise ausscheidet. Der PE-Fonds kann hier vermittelnd Einfluss nehmen, indem gehaltene Beteiligungsobjekte des PE-Fonds nicht genutzte Ressourcen zur Verfügung stellen. Durch bestehende Kontakte zu Gründerzentren ist es dem PE-Investor möglich, jungen Unternehmen für einen limitierten Zeitraum relativ günstig Geschäftsräume inkl. Forschungseinrichtungen (z.B. Labore, leistungsstarke IT-Ausstattung, Test- und Prüfgeräte) zu vermitteln.

Die Beschaffung von Anlagen und Maschinen kann der Unternehmer grundsätzlich durch Kauf oder Leasing vornehmen. Eine günstigere Option bietet sich durch Einflussnahme des PE-Investors, wenn er Sachvermögensgegenstände vermittelt, die andere Beteiligungsobjekte des PE-Fonds nicht mehr benötigen und günstig abgegeben werden können. Je spezifischer die Maschinen und Anlagen sind, desto schwieriger wird es je-

doch für den PE-Investor, eine erfolgreiche Vermittlung durchzuführen. Entweder stehen spezifische Maschinen und Anlagen innerhalb der gehaltenen Beteiligungsobjekte nicht zur Verfügung oder werden dort selbst eingesetzt.

Die Beschaffung von Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen lässt sich durch Einflussnahme des PE-Investors mit Bündelung des Einkaufs von Materialien, die auch andere Beteiligungsobjekte des PE-Fonds benötigen, günstiger abwickeln. Neben den verbesserten Konditionen besteht bei schon bestehenden Geschäftsbeziehungen auch weniger Informationsasymmetrie bezüglich der Qualitäts- und Verhaltensmerkmale der Lieferanten.

Für die Beschaffung von Bauteilen, -gruppen und sonstigen Waren gelten prinzipiell die gleichen Ausführungen wie zu den Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffen. Allerdings weisen insbesondere Bauteile und -gruppen aufgrund der bereits vollzogenen Fertigungsschritte bzw. Montage eine höhere Spezifität auf als Roh-, Hilfs- und Betriebsstoffe auf. Je spezifischer Bauteilen, -gruppen und sonstige Waren ausfallen, desto schwieriger wird es für den PE-Investor erfolgreich Einfluss auf die Beschaffung zu nehmen, weil andere Beteiligungsobjekte des PE-Fonds diese nicht oder allenfalls nur in geringen Mengen benötigen.

4.2.1.4 Produktion

Für die produktionstechnische Umsetzung der Innovation stellt sich für den Unternehmer grundsätzlich das Problem der Eigenfertigung oder des Fremdbezugs. Eine Eigenfertigung erfordert das Aufstellen und Einrichten der Produktionsanlagen und Maschinen sowie eine effiziente Gestaltung der Produktionsabläufe. Die Fremdfertigung hat den Vorteil, dass keine oder weniger eigene Produktionsstrukturen, die Produktionsschwierigkeiten verursachen können, installiert werden müssen. Als Nachteil erweist sich die Weitergabe innovationsrelevanten Wissens an den Auftragsfertiger, das für die Produktion erforderlich ist.²⁰⁴

²⁰⁴ Vgl. Kußmaul (2002b), S. 45.

Die Einflussmöglichkeit des PE-Investors erstreckt sich auf die Eigen- und Fremdfertigung des Unternehmens. So können Auftragsfertiger vermittelt werden, die bereits erfolgreich für andere Beteiligungsobjekte des PE-Fonds Fremdaufträge abgewickelt haben. Je flexibler ein Auftragsfertiger ist, desto eher ist er auch in der Lage für das betreffende Unternehmen spezifische Bauteile, -gruppen o.ä. herzustellen. Plant der Unternehmer eine eigene Produktion aufzubauen, können erprobte Produktionsstrukturen anderer Beteiligungsobjekten des PE-Fonds zur Anwendung kommen. Dadurch besteht die Möglichkeit, bereits mit erstmaliger Aufnahme der Produktion die Produktionsabläufe effizient zu gestalten.

4.2.1.5 Forschung und Entwicklung

Die F&E-Aktivitäten technologischer Unternehmen müssen auch nach Erreichen der Markt- und Produktionsreife für die Innovation laufend fortgeführt werden. Einerseits ist die Innovation durch technologische Verbesserungen permanent weiterzuentwickeln. Zum anderen muss nach Folgeinnovationen geforscht werden, um der Marktsättigung der ursprünglichen Innovation sowie dem Auftauchen und der Verbreitung von Imitaten im Markt zu begegnen. Für den Unternehmer bedeutet die gleichzeitige Wahrnehmung der Unternehmensführung und F&E-Aktivitäten eine erhebliche Belastung. Alternativ können eigens Forscher und Entwickler eingestellt oder F&E-Aufträge fremdvergeben werden. In beiden Fällen muss ein Unternehmer jedoch in gewissem Umfang innovationsspezifisches Produktwissen weitergeben, um den Beauftragten einen Ansatz für weiterführende Forschungs- und Entwicklungsarbeiten zu liefern.

Der PE-Investor kann seinen Einfluss geltend machen, indem er dem Unternehmen F&E-Kapazitäten vermittelt. Beispielsweise wäre die Zusammenarbeit (evtl. sogar Austausch oder Wechsel) mit erfolgreichen Forschern und Entwicklern anderer Beteiligungsobjekte des PE-Fonds denkbar, sofern dort freie F&E-Ressourcen vorhanden sind. Daneben kommt die Vermittlung von Kontakten zu nationalen und internationalen Forschungsinstituten, mit denen bereits andere Beteiligungsobjekte des PE-Fonds zusam-

menarbeiten, in Betracht.²⁰⁵ Wurden dort bereits erfolgreich F&E-Projekte realisiert, kommt es zu einer Reduzierung der Informationsasymmetrie bezüglich der Qualitäts- und Verhaltensmerkmale der betreffenden Forschungsinstitute.

4.2.1.6 Rechnungswesen und Controlling

Um den vielfältigen gesetzlichen Erfordernisse (u.a. Buchführungspflicht, Aufstellung Jahresabschluss und Erstellung diverser Steuererklärungen) nachzukommen und die betriebswirtschaftlichen Aktivitäten des Unternehmens laufend zu steuern, ist die Installation eines Rechnungs- und Controllingsystems erforderlich. Dies beinhaltet neben der erforderlichen Hard- und Software auch die entsprechenden Fachkräfte (Buchhalter, Controller o.ä.).²⁰⁶

Der Einfluss des PE-Investors ist in zweierlei Hinsicht möglich. Zum einen kann er ein Rechnungs- und Controllingsystem entwickeln oder dessen Einwicklung in Auftrag geben, das sich bei allen gehaltenen Beteiligungsobjekten des PE-Fonds implementieren lässt. Spezifische Anpassungen an die konkreten Bedürfnisse des jeweiligen Geschäftsmodells eines Unternehmens sind durch Konfiguration der Software vorzunehmen. Gleichzeitig entwickeln die Unternehmen das Rechnungs- und Controllingsystem weiter, wovon alle übrigen Beteiligungsobjekte des PE-Fonds und letztlich auch der PE-Investor profitieren können. Der zweite Aspekt betrifft die Kompatibilität mit dem Planungs- und Kontrollsystem im PE-Fondmanagement. Durch elektronischen Zugriff auf die Rechnungs- und Controllingsysteme der gehaltenen Unternehmen im PE-Fonds, gelangt der PE-Investor ohne Zeitverzögerung an steuerungsrelevante Informationen und reduziert damit seine Informationsasymmetrie. So kann er die betriebswirtschaftliche Entwicklung der Beteiligungsobjekte unmittelbar überwachen und bei Bedarf steuernd eingreifen.²⁰⁷

²⁰⁵ Zur Kooperation von technologischen Unternehmensgrünungen mit Forschungseinrichtungen vgl. ausführlich Schumann (2005).

²⁰⁶ Zu Controllingsystemen in jungen Wachstumsunternehmen vgl. Achleitner/Bassen (2002), S. 1192-1198.

²⁰⁷ Vgl. Schenk (2004), S. 154-157.

4.3 Konsequenzen von Private Equity auf den Unternehmenserfolg

4.3.1 Wirkung der Einflussnahme des PE-Investorens

Die Einflussnahme des PE-Investors auf die Entwicklung eines Unternehmens ist mit Wirkungen hinsichtlich der Erreichung der jeweiligen Erfolgsziele verbunden. Die Erfolgs-Misserfolgswirkungen lassen sich durch Einfluss-/Wirkungs-Beziehungen beschreiben (vgl. Abbildung 34). Diese geben an, in welchem Ausmaß eine Einflussnahme des PE-Investors Auswirkungen auf die Zielverfolgung der Transaktionspartner hat. Ein solcher Zusammenhang kann etwa derart aussehen, dass mit zunehmendem Einfluss die Wirkungen weniger stark ausfallen oder sogar von Erfolgs- in Misserfolgswirkungen umschlagen. Damit bestimmen Art und Intensität der Einflussnahme sowie der Zusammenhang von Einfluss und Wirkung das Ausmaß von Erfolgs-/Misserfolgswirkungen.



Abbildung 34: Einfluss und Wirkung von PE im Kontext

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Wahrnehmung verschiedener Einflussmöglichkeiten durch den PE-Investor kann andere Wirkungen erzeugen, als wenn die Wirkungen einzelner Einflussmöglichkeiten getrennt betrachtet werden. Beispielsweise erzeugt der gleichzeitige Einfluss auf die Beschaffung und Produktion des Unternehmens Wirkungen an der Schnittstelle beider Einflussbereiche (z.B. Einflussnahme auf logistische Abstimmung von Beschaffung und Produktionsprozess), die bei isolierter Betrachtung nicht erkennbar wären. Daneben kann eine einzelne Einflussmöglichkeit des PE-Investors zu Wirkungen in unterschied-

lichen Bereichen des Unternehmens führen. So hat etwa ein alleiniger Einfluss auf den Beschaffungsbereich auch Wirkungen im Produktionsbereich, weil dort die beschafften materiellen und immateriellen Produktionsfaktoren zugeführt werden.

Sind verschiedene Einflussnahmen des PE-Investors mit unterschiedlichen Wirkungen bei dem Unternehmen verbunden, wird beschränkte Rationalität im Kontext von Unsicherheit und Komplexität verstärkt zum Problem. Einerseits sind Einfluss-/Wirkungsbeziehungen im Zeitablauf nicht zwangsläufig stabil, sondern unterliegen gerade bei der Beteiligung an innovativen Neugründungen mitunter erheblichen Veränderungen im Entwicklungsverlauf und lassen sich daher nur schwer vorhersehen. Zum anderen wird es schwierig, die komplexen Einfluss-/Wirkungsbeziehungen zu bestimmen, um die Wirkungsursachen eindeutig den Einflussnahmen zuzuordnen. Hinzu kommt, dass der Einfluss des PE-Investors erst mit einem zeitlichen Verzug Wirkungen bei dem Unternehmen erzeugt, was die Erfassung weiter erschwert.

Schließlich können sich aus den Wirkungen bei dem Unternehmen Rückkopplungseffekte auf die weitere Einflussnahme des PE-Investors ergeben (vgl. Abbildung 34). Zeigt beispielsweise der Einfluss auf einen Unternehmensbereich negative Wirkungen bei dem gesamten Unternehmen, sollte der PE-Investor diesen abschwächen oder darauf ganz verzichten. Voraussetzung für das Ergreifen von Rückkoppelungsmaßnahmen ist eine Analyse der Einfluss-/Wirkungsbeziehungen, um anhand von Misserfolgswirkungen die entsprechenden Misserfolgsursachen zu identifizieren und geeignete Maßnahmen zu initiieren.

Die Einflussmöglichkeit von PE hängt letztlich auch davon ab, in welchem Entwicklungsstadium eines Unternehmens sich der PE-Investor beteiligt. Je früher der PE-Investor eine Beteiligung im Entwicklungsverlauf eingeht, desto mehr Einflussmöglichkeiten kann er wahrnehmen. Mit voranschreitender Entwicklung wird es für den PE-Investor zunehmend schwieriger, seinen Einfluss geltend zu machen, da das Unternehmen bereits eine gewisse Etablierung erreicht hat und weniger auf externen Einfluss angewiesen ist oder sich der oder die Unternehmer dagegen wehren.

4.3.2 Transaktionsphasenbezogene Erfolgswirkungen

4.3.2.1 Anbahnungsphase

In der Anbahnungsphase kann der PE-Investor zwar keine unmittelbare Einflussnahme geltend machen, da noch nicht bekannt ist, mit welchem Unternehmen ein Beteiligungsvertrag abgeschlossen wird. Entsprechend sind auch keine Erfolgs-/Misserfolgswirkungen in dieser Phase zu beobachten. Jedoch besteht im Hinblick auf eine potentielle Einflussnahme die Möglichkeit abzuschätzen, ob ein potentielles Beteiligungsobjekt vom Know how und den Erfahrungen des PE-Managements oder der bereits im PE-Fonds gehaltenen Unternehmen profitieren kann. Dazu sind unterschiedliche Einflussvarianten (Einflussdauer, -häufigkeit, -intensität, u.ä.) des PE-Investors in den einzelnen Bereichen des Unternehmens und die daraus zu erwartenden Erfolgswirkungen aufzuzeigen. Dies erfordert vom PE-Investor Annahmen über Einfluss-/Wirkungs-Beziehungen zu treffen, in denen das Geschäftskonzept durch gezielte Informationsbeschaffung näher untersucht wird. Die Erzielung von potentiellen Erfolgswirkungen wird umso schwieriger, je spezifischer das innovative Geschäftskonzept ausfällt, was eine höhere Spezifität an Management-Unterstützung erfordert.

Durch Abbau von Informationsasymmetrie gegenüber einem Unternehmer als potentiellem Transaktionspartner erhält der PE-Investor einen besseren Informationsstand über dessen Qualitäts- und Verhaltensmerkmale. Dies ermöglicht dem PE-Investor, das Einflusspotential des Unternehmers abzuschätzen. Einerseits wird erkennbar, in welchen Bereichen des Unternehmens Know how- und Erfahrungsdefizite bestehen, die der PE-Investor schließen kann. Zum anderen kann der PE-Investor Bereiche mit starkem Einfluss des Unternehmers identifizieren, was ein Konfliktpotential zwischen beiden Transaktionspartnern hervorruft. Dies muss jedoch nicht zwangsläufig zu Misserfolgswirkungen führen. Entscheidend ist vielmehr die Konfliktfähigkeit und -bereitschaft des Unternehmers, so dass bei erfolgreicher Konfliktbewältigung daraus Erfolgswirkungen für den PE-Investor entstehen.

4.3.2.2 Vereinbarungsphase

In der Vereinbarungsphase kann die Einflussnahme des PE-Investors konkreter geplant werden, da sich ein Unternehmen als Beteiligungsobjekt im Rahmen der Verhandlungen zunehmend herauskristallisiert. Die Due Diligence des Unternehmens sowie die Bewertung der Unternehmerperson bzw. des Unternehmerteams, der Geschäftsidee, des Businessplans, Unternehmensorganisation und des Unternehmens reduzieren die Informationsasymmetrie auf Seiten des PE-Investors, so dass er Einfluss-/Wirkungs-Beziehungen und daraus resultierende Erfolgs-Misserfolgswirkungen besser beurteilen kann. Durch vertragliche Vereinbarungen kann der PE-Investor Einflussmöglichkeiten rechtlich formal absichern. Wirkungen der Einflussnahme werden jedoch erst in den nachfolgenden Transaktionsphasen sichtbar.

Innerhalb der Vorauswahl des PE-Investors steigt die Informationsbereitschaft des Unternehmers umso stärker, je mehr dieser versucht, sich gegenüber alternativen Beteiligungskandidaten hervorzuheben. Der Unternehmer offenbart zunehmend seine Erfolgsziele und liefert Informationen über Bereiche des Unternehmens, wo der PE-Investor seinen Einfluss erfolgswirksam geltend machen kann. Dadurch ist es dem PE-Investor möglich, das Konfliktpotential bei Vorliegen divergierender Zielvorstellungen und Erfolgswirkungen durch Einfluss in den einzelnen Bereichen des Unternehmens besser zu beurteilen.

Im Rahmen der Vertragsverhandlungen kann der PE-Investor dem Unternehmer alternative Optionen der Kapitalbereitstellung (einstufiges staging, Auszahlungsstaging oder staging i.e.S.) anbieten. Damit ist es möglich, anhand der Optionsauswahl Rückschlüsse auf erfolgszielorientiertes Arbeiten des Unternehmers zu ziehen. Der PE-Investor kann hier unmittelbar Einfluss auf die Formulierung der Zwischenziele nehmen wobei er versucht, diese an seinen Erfolgszielen auszurichten. Je stärker die Bereitstellung der Finanzmittel an der Erreichung von Zwischenzielen ausgerichtet wird, desto stärker ist das zielorientierte Handeln des Unternehmers, was wiederum zu größeren Erfolgswirkungen beim PE-Investor führt.

4.3.2.3 Abwicklungsphase

In der Abwicklungsphase kann der PE-Investor seine Einflussmöglichkeit, die er vorher vertraglich fixiert hat, wahrnehmen. Der PE-Investor übt unmittelbar Einfluss auf die Entwicklung des Unternehmens aus und bietet seine Managementunterstützung an. Je nachdem, ob eine hands on-, reactive oder hands off-Beteiligung vorliegt, ist der Umfang der Einflussnahme und Betreuung unterschiedlich ausgeprägt. Die mit zunehmender Einflussnahme und Betreuung anfallenden Transaktionskosten müssen durch die entstehenden Erfolgswirkungen in Form von Wertsteigerungen des Unternehmens überkompensiert werden.

Die durchschnittlichen Transaktionskosten in der Abwicklungsphase können mit jedem neu zum PE-Fond stoßenden Unternehmen durch bessere Auslastung der Managementkapazitäten verringert werden. Häufige Kontakte mit dem Unternehmer verursachen einerseits Kommunikationskosten. Dem stehen jedoch Erfolgswirkungen des PE-Investors gegenüber, wenn es ihm im Hinblick auf die Erreichung der Erfolgsziele gelingt, seinen Einfluss und seine Management-Unterstützung öfters, d.h. nachdringlich kommunizieren zu können. Zudem profitiert der PE-Investor von den realisierten Synergien, die innerhalb des PE-Fonds durch Austausch von Know how und Erfahrungen zwischen den einzelnen Beteiligungsobjekten zu Erfolgswirkungen führen.

4.3.2.4 Anpassungsphase

In der Anpassungsphase überwacht der PE-Investor die Erreichung seiner Erfolgsziele, indem er unmittelbar Einfluss auf die Prämissen-, Durchführungskontrolle und strategische Überwachung des Unternehmens nimmt. Den damit verbundenen Kontrollkosten stehen Erfolgswirkungen in der Form gegenüber, dass die Unsicherheit hinsichtlich des Erreichens der Erfolgsziele des PE-Investors abnimmt und bei (sich abzeichnenden) Zielabweichungen Anpassungsmaßnahmen die Erreichung der Erfolgsziele gewährleisten. Mit Wahrnehmung der Kontrollaufgaben in seiner Funktion als Anteilseigner (z.B. im Aufsichtsrat, Beirat, Gesellschafterausschuss oder -versammlung) nimmt der PE-Investor Einfluss auf das Unternehmen durch Initiierung von Anpassungsmaßnahmen und Hinwirkung auf deren Umsetzung. Das Ausmaß der Erfolgs-/Misserfolgswirkungen für den PE-Investor ist davon abhängig, in welchem Umfang der Unternehmer die vor-

geschlagenen Anpassungsmaßnahmen befolgt und umsetzt. Durch Verhängung von Sanktionen bei Nicht-Umsetzung (z.B. durch Einfrieren weiterer Finanzmitteln) oder Setzen von Anreizen bei Umsetzung (z.B. Bereitstellung zusätzlicher Finanzmittel) kann der PE-Investor Einfluss auf das Verhalten und Handeln des Unternehmers nehmen, um die Eintrittswahrscheinlichkeit für das Erreichen von Erfolgswirkungen zu erhöhen.

Werden die vom PE-Investor erwarteten Erfolgswirkungen verfehlt, kann es zu Rückkopplungen kommen, indem die bisherige Art der Einflussnahme (Unternehmensbereich, Intensität, Häufigkeit, Dauer u.ä.) auf das Unternehmen zu überdenken ist. Der PE-Investor hat die Option, seinen Einfluss in einem bestimmten Bereich des Unternehmens zu verstärken oder abzuschwächen. Im Rahmen der Kontrolle hat er zu überwachen, in welchem Umfang es über die Einfluss-/Wirkungsbeziehungen zu Änderungen der Erfolgs-/Misserfolgswirkungen kommt.

4.3.2.5 Schlussphase

In der Schlussphase werden aus Sicht des PE-Investors mit dem Exit die Erfolgs-/Misserfolgswirkungen, die er durch seinen Einfluss auf das Unternehmen hervorgerufen hat, vollständig realisiert. Die Erfolgsziele des PE-Investors sind im Erfolgsfall erreicht worden oder lassen sich im Misserfallsfall nicht mehr erreichen. Der Ausstieg erfolgt, da die bei einem weiteren Engagement anfallenden Erfolgs-/Misserfolgswirkungen in keinem angemessenen Verhältnis mehr zu den damit verbundenen Transaktionskosten stehen. Die Art des Ausstiegs bestimmt das Ausmaß der realisierten Erfolgswirkungen des PE-Investors. Mit dem Verkauf der gehaltenen Anteile über die Börse, an einen industriellen Investor (Trade Sale) oder einen anderen PE-Investor (Secondary oder Tertiary Purchase) lassen sich für den PE-Investor die höchsten Erfolgswirkungen realisieren. Bei einem Share Buy Back sind die Erfolgswirkungen aufgrund der limitierten Finanzmittel des oder der Unternehmer beschränkt. Im Misserfallsfall kommt es zur Liquidation oder Insolvenz des Unternehmens, die mit einer Abschreibung der Beteiligung für den PE-Investor verbunden ist.

4.4 Zwischenfazit I

Die Erfassung des Einflusses und der Wirkung von PE auf den Erfolg/Misserfolg von Unternehmen ist von vielfältigen Faktoren abhängig.

Zur Identifikation des Erfolgs/Misserfolgs von PE-Investoren sind zunächst die Erfolgs-/Misserfolgswirkungen als wesentliche Erfolgs-/Misserfolgursachen von Unternehmen zu identifizieren. Dabei kann zwischen unternehmensinternen und -externen Faktoren unterschieden werden. Während die internen Erfolgs-/Misserfolgswirkungen Unternehmer person/ Unternehmerteam, Unternehmenskonzept und Konzeptumsetzung in hohem Maße vom Unternehmer beeinflussbar sind, kann der PE-Investor seinen Einfluss über die externen Erfolgs-/Misserfolgswirkungen finanzielle Unterstützung und Management-Unterstützung auf das Unternehmen ausüben.

Die Einflussmöglichkeit des Unternehmers und PE-Investors erstreckt sich auf die verschiedenen Unternehmensbereiche, wie Unternehmensführung, Marketing, Produktion, Beschaffung, F&E und Rechnungswesen/Controlling. Der PE-Investor kann hier eine Funktion als Know how- und Erfahrungsdrehscheibe für alle gehaltenen Beteiligungsobjekte des PE-Fonds übernehmen und so Synergieeffekte realisieren, die zu Erfolgswirkungen führen. Durch gezielten Know how- und Erfahrungstransfer zwischen den Beteiligungsobjekten erhält der PE-Investor damit eine wesentliche Steuerungsfunktion.

Die Wirkungen der Einflussnahme des PE-Investors werden, ausgehend vom ausgeübten Einfluss, über die Einfluss-/Wirkungsbeziehungen bestimmt. Aufgrund der Schwierigkeit, verschiedenartige Wirkungen eindeutig den jeweiligen Einflussursachen zuzuordnen, handelt es sich hierbei um sehr komplexe Beziehungen. Erschwerend kommt hinzu, dass der Einfluss des PE-Investors erst mit einem zeitlichen Verzug Wirkungen bei dem Unternehmen erzeugt. Daneben können die Einfluss-/Wirkungsbeziehungen im zeitlichen Verlauf erheblichen Änderungen unterliegen, so dass bei Vorliegen beschränkter Rationalität neben der Komplexität auch die Unsicherheit zum Problem wird.

Das Eintreten der Erfolgs-/Misserfolgswirkungen in den einzelnen Transaktionsphasen ist davon abhängig, in welchen Phasen des Transaktionsprozesses der PE-Investor Einfluss ausüben kann. Im Hinblick auf die Planung der Einflussnahme durch den PE-Investor sind die erwarteten Einfluss-/Wirkungsbeziehungen in den Transaktionsphasen transaktionsphasenübergreifend zu bestimmen. Liegen Einfluss und Wirkung in unter-

schiedlichen Transaktionsphasen müssen die in einer späteren Transaktionsphase auftretenden Wirkungen antizipiert werden.

5 Empirische Erhebung

5.1 Ziele der empirischen Untersuchung

Zielsetzung der eigenen Untersuchung soll es sein, den Einfluss und die Wirkung von PE auf Unternehmen empirischen zu bestimmen. Dabei wird auf die Erfolgsziele des PE-Investors als Wirkungsgröße abgestellt. Durch Einflussnahme auf die Unternehmen versucht der PE-Investor, seine gesetzten Erfolgsziele besser zu erfüllen. Dies wird erreicht, wenn die Kosten der Einflussnahme geringer ausfallen als der erreichte Wertzuwachs. Als Erfolgsgröße des PE-Investors soll hier die Nettorendite für den Kapitalgeber (IRR_3) herangezogen werden, da auch die Kosten in Verbindung mit dem Fondsmanagement Berücksichtigung finden, die quasi einen Gegenwert für die Management-Unterstützung darstellen. Je stärker die Einflussnahme des PE-Investors ausfällt, desto mehr Kosten verursacht die Management-Unterstützung, was schließlich mindernd auf die Nettorendite wirkt. Dem stehen potentielle Wertsteigerungen des Unternehmens gegenüber, die wiederum positiv auf die Nettorendite wirken. Die gewählte Kennzahl ist zudem ein objektiver Erfolgsmaßstab, der die Vergleichbarkeit des Erfolgs unterschiedlicher PE-Investoren erleichtert. Einschränkend ist jedoch zu sagen, dass die Nettorenditen unter Berücksichtigung des Risiko-/Chancenprofils der jeweiligen PE-Fonds erwirtschaftet werden. Bei höher eingegangenen Risiken und wahrgenommenen Chancen unterliegt die Nettorendite größeren Schwankungen. Insofern sind die Nettorenditen von PE-Fonds mit unterschiedlichem Risiko-/Chancenprofil nur bedingt vergleichbar.

Die Analyse des Einflusses und der Wirkung von PE auf das Unternehmen erfolgt differenziert nach den einzelnen Transaktionsphasen. So wird bereits mit Beginn des Transaktionsprozesses die Basis für spätere Erfolgswirkungen des PE-Investors gelegt. Die Untersuchungsergebnisse sollen es dem PE-Investor erlauben, potentielle Einflussmöglichkeiten und die daraus resultierenden Erfolgs-/Misserfolgswirkung besser zu antizipieren.

5.2 Design der Untersuchung

Die Auswahl der Untersuchungsobjekte erfordert zunächst eine sachliche, räumliche und zeitliche Abgrenzung der Grundgesamtheit. Die Grundgesamtheit meint die Menge der Untersuchungseinheiten, über die das Treffen von Aussagen beabsichtigt ist. Eine Untersuchungseinheit bezeichnet ein Objekt, an dem Messungen vorzunehmen sind.²⁰⁸ In räumlicher Hinsicht soll eine Einschränkung auf PE-Investoren aus Deutschland vorgenommen werden, um den Erhebungsaufwand auf ein vertretbares Maß zu reduzieren. In zeitlicher Hinsicht wird die Grundgesamtheit für den Untersuchungszeitraum Anfang bis Mitte 2006 abgegrenzt. Änderungen der Grundgesamtheit innerhalb dieser Zeitspanne bleiben unberücksichtigt, zumal diese kaum praktisch zu ermitteln sind. In sachlicher Hinsicht umfasst die Grundgesamtheit prinzipiell alle PE-Investoren in Deutschland. Deren Erfassung ist jedoch mit erheblichen Problemen behaftet. Bei informellen PE-Investoren scheidet eine Identifizierung aufgrund des sehr geringen Institutionalierungs- und Organisationsgrades aus. Bei formellen PE-Investoren kann zumindest auf einschlägige Mitgliederverzeichnisse (z.B. des BVK) zurückgegriffen werden. Allerdings erschien dem Autor eine Befragung ihm nicht näher bekannter PE-Investoren wenig Erfolg versprechend. Hintergrund ist, dass das PE-Geschäft im Unterschied zu Public Equity gerade darauf ausgerichtet ist, möglichst wenig detaillierte Informationen über das Anlageverhalten an die Öffentlichkeit weiterzugeben. Der Autor besitzt selbst mehrjährige Erfahrungen im Bereich Private Equity einer großen deutschen Kapitalanlagegesellschaft. In diesem Zeitraum sind vielfältige Kontakte zu anderen PE-Gesellschaften entstanden, die für die Durchführung der eigenen Untersuchung genutzt worden sind. Bestehende Geschäftskontakte sind in diesem Geschäft nach Erfahrungen des Autors eine wesentliche Voraussetzung zur Bereitschaft der Preisgabe sensibler Informationen, zumal der Autor die Anonymität und Verschwiegenheit der bereitgestellten Informationen persönlich zugesichert hat. Konkret wurden 20 PE-Manager verschiedener PE-Gesellschaften mit Sitz in Deutschland ausgewählt. Untersuchungsobjekt ist jeweils ein konkreter PE-Fond der PE-Beteiligungsgesellschaft, der von dem befragten PE-Manager betreut wird. Zwar erhebt die Untersuchung keinen Anspruch auf Repräsentativität, und die Auswahl unterliegt einer gewissen Willkür. Allerdings schätzt der Autor

²⁰⁸ Vgl. Schnell/Hill/Esser (1999), S. 253; Hünerberg (1984), S. 74.

die Qualität der Informationen wesentlich höher als bei einer Befragung unbekannter PE-Investoren ein, was die Aussagefähigkeit der Untersuchungsergebnisse stark verbessert.

Die Erhebung der empirischen Daten erfolgt mittels Fragebogen, der den befragten PE-Managern auf Wunsch per E-Mail, Post oder Fax zugeschickt wurde. Bei Unklarheiten bezüglich der Fragestellungen oder Antwortoptionen stand der Autor für Rückfragen postalisch, telefonisch oder auf elektronischem Kommunikationsweg zur Verfügung. Der eigens erstellte Fragebogen beinhaltet zunächst allgemeine Informationen zum PE-Fonds, den der befragte PE-Manager betreut. Dort wird auch die bisherige vom PE-Fonds erreichte Nettorendite (IRR_3) als Erfolgsmaßstab des PE-Investors erfasst. Anschließend erfolgt die Erhebung der Einflussnahme des PE-Fondmanagements bzw. der Managementgesellschaft in den einzelnen Transaktionsphasen, d.h. Anbahnungs-, Vereinbarungs-, Abwicklungs-, Anpassungs- und Schlussphase.

Die Auswertung der Daten erfolgte im Rahmen einer deskriptiven Analyse, da der Stichprobenumfang ($n=20$) für eine induktive Auswertung zu gering ausfällt und damit wenig Aussagekraft besitzt. Die statistische Datenauswertung und Darstellung der Untersuchungsergebnisse erfolgt mit Hilfe von Microsoft Excel.

Zunächst wird für jede Einfluss-/Wirkungs-Beziehung der Mittelwert und die Standardabweichung der Verteilung der Erfolgswirkungen ermittelt, um die Lage und Streuung der Nettorenditen zu bestimmen. Bei ordinal skalierten Einflussvariablen werden zur besseren Aussagekraft jeweils Mittelwert und Standardabweichung für die Verteilung der einzelnen Antwortoptionen gezeigt.

Die Einfluss-/Wirkungs-Beziehungen zwischen der Einflussnahme und Erfolgswirkung des PE-Investors sollen anhand einer linearen Regressionsanalyse bestimmt werden. Die Einflussnahme des PE-Investors ist hierbei die unabhängige Variable und die Erfolgswirkung des PE-Investors stellt die abhängige Variable dar. Für die Weiterverarbeitung der erhobenen Daten werden den ordinal skalierten Merkmalsausprägungen (z.B. „sehr gering“, „gering“, „mittel“, „hoch“, „sehr hoch“) normierte Zahlenwerte zugewiesen (hier die Werte 1 bis 5). Für jede Regressionsrechnung werden der Korrelationskoeffizient und das Bestimmtheitsmaß ermittelt. Der Korrelationskoeffizient R zeigt die Stärke des Zusammenhangs zwischen unabhängiger Variable (Einflussnahme PE-

Investor) und abhängiger Variable (Erfolgswirkung PE-Investor) und liegt im Wertebereich zwischen -1 und $+1$. Je näher die Beobachtungswerte um eine steigende oder fallende Gerade liegen, desto stärker strebt der Korrelationskoeffizient den Wert $+1$ (bei steigender Gerade) bzw. -1 (bei fallender Gerade) an. Für unabhängige Merkmale nimmt der Korrelationskoeffizient den Wert 0 an. Das Bestimmtheitsmaß R^2 als Quadrat des Korrelationskoeffizienten bildet ein Maß für den Anteil der Varianz der abhängigen Variablen (Erfolgswirkung PE-Investor), die durch die unabhängige Variable (Einflussnahme PE-Investor) erklärt wird. Das Bestimmtheitsmaß liefert somit den Erklärungswert für die Regressionsfunktion.

Mit Darstellung der Struktur soll die Homogenität bzw. Heterogenität der Untersuchungsobjekte anhand der Verteilung der Merkmale Auflegung, Volumen, Anzahl gehaltener Unternehmen und Nettorendite (IRR3) der PE-Fonds aufgezeigt werden.

Das Alter der untersuchten PE-Fonds lag in einer Bandbreite von 3 bis 12 Jahren mit einem arithmetischen Mittelwert von 5,7 Jahren und einer Standardabweichung von 2,7 Jahren. Am häufigsten waren PE-Fonds mit einem Bestehen von 4 bis 6 Jahren vertreten (vgl. Abbildung 35). Nur 2 Fonds waren älter als 10 Jahre.

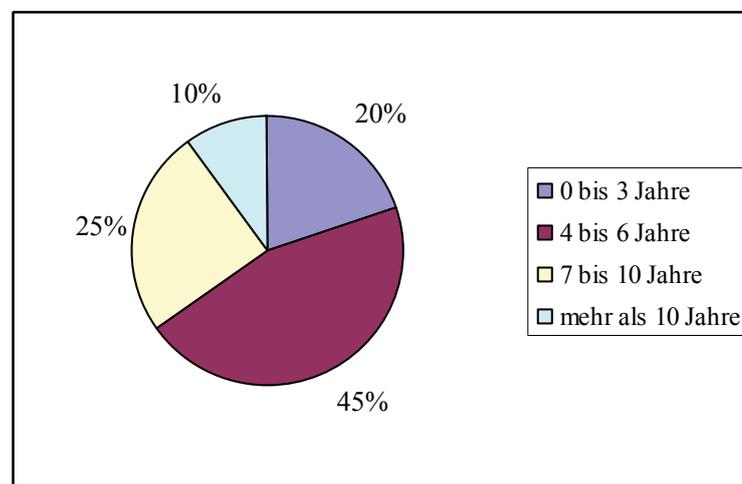


Abbildung 35: Verteilung des Alters Bestehen der untersuchten PE-Fonds ($n=20$)

(Quelle: eigene Darstellung)

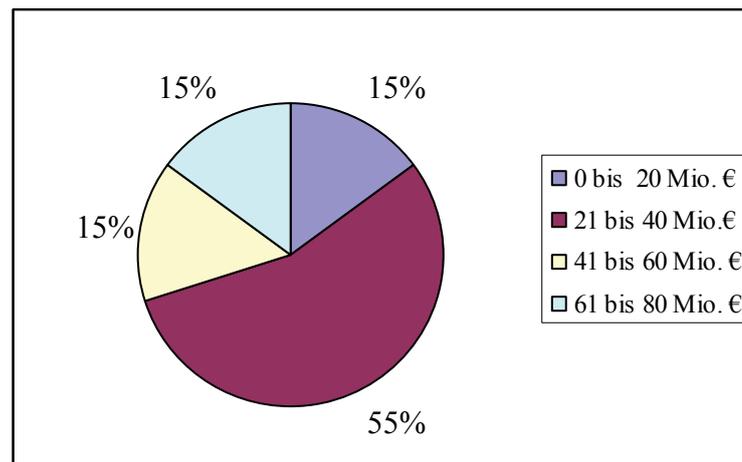


Abbildung 36: Fondvolumen der untersuchten PE-Fonds (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Das Fondvolumen der untersuchten PE-Fonds bewegte sich in einem Bereich von 17 bis 72 Mio. €. Der arithmetische Mittelwert lag bei 38,8 Mio. €, und die Standardabweichung betrug 17,4 Mio. €. Der Großteil davon hatte ein Volumen zwischen 21 und 40 Mio. € (vgl. Abbildung 36). Dabei wiesen die älteren PE-Fonds tendenziell ein höheres Fondsvolumen auf.

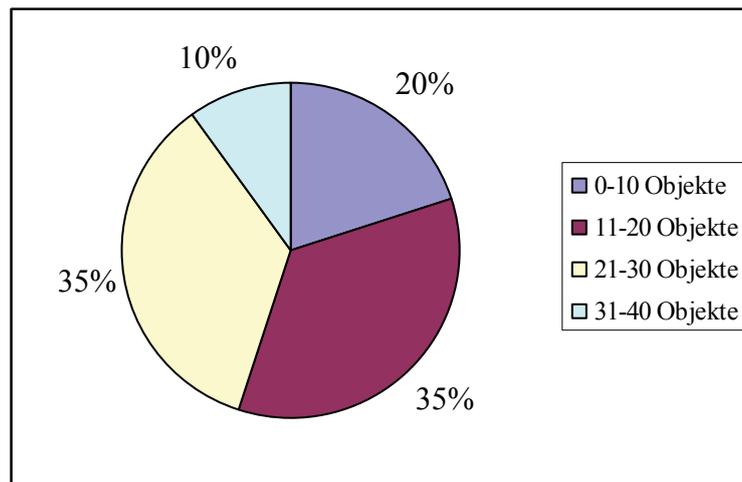


Abbildung 37: Verteilung der Anzahl der gehaltenen Unternehmen bei den untersuchten PE-Fonds (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die untersuchten PE-Fonds hielten zum Zeitpunkt der Befragung Unternehmen in einer Bandbreite von 5 bis 33 Objekten. Der arithmetische Mittelwert betrug 19,1 Beteiligungsobjekte bei einer Standardabweichung von 8,7 Beteiligungsobjekten. Mit 70 % der PE-Fonds wies der Großteil einen Wert zwischen 11 und 30 Unternehmen auf (vgl. Abbildung 37). In der Tendenz wiesen die älteren PE-Fonds eine höhere Anzahl gehaltenen Unternehmen auf.

Hinsichtlich der Art der Management-Unterstützung ging die Mehrzahl der befragten PE-Fonds eine reactive-Beteiligung ein, wobei Mehrfachnennungen möglich waren (vgl. Abbildung 38). Nur ein PE-Fonds nahm alle drei Beteiligungsformen, d.h. hands off-, reactive- und hand-on-Beteiligungen, wahr. Vier PE-Fonds gingen hands off- und reactive-Beteiligungen ein, während sechs PE-Fonds reactive- und hand-on-Beteiligungen wahrnehmen. Kein PE-Fond hingegen bot sowohl hands off- als auch hand-on-Unterstützung an.

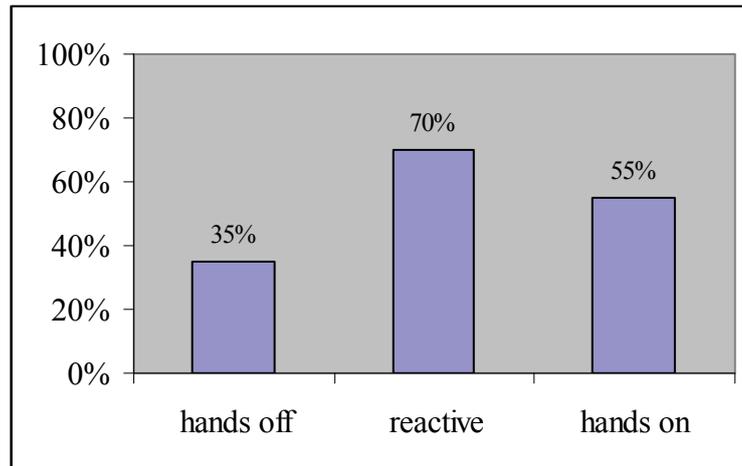


Abbildung 38: Verteilung der Art der Beteiligung bei den befragten PE-Fonds (n=20; Mehrfachnennungen möglich)

(Quelle; eigene Darstellung)

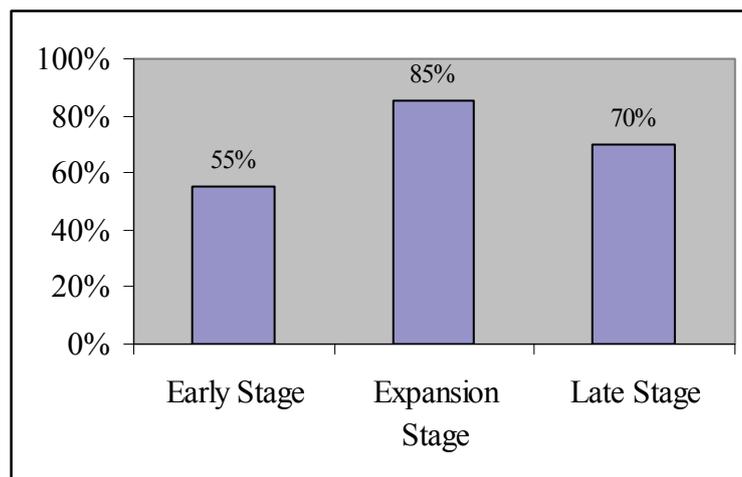


Abbildung 39: Verteilung der Entwicklungsphasen der Unternehmen bei den befragten PE-Fonds (n=20; Mehrfachnennungen möglich)

(Quelle; eigene Darstellung)

Ein großer Teil der PE-Fonds ging Beteiligungen an Unternehmen in der Expansion Stage ein, wobei Mehrfachnennungen möglich waren (vgl. Abbildung 39). Insgesamt zwei der befragten PE-Fonds beteiligten sich in der Early, Expansion und Late Stage an Unternehmen. 6 PE-Fonds gingen Beteiligungen in der Early und Expansion Stage ein,

während 9 PE-Fonds sich in der Expansion und Late Stage engagierten. Nur einer der befragten PE-Fonds hingegen bot Beteiligungen sowohl in der Early als auch der Late Stage an.

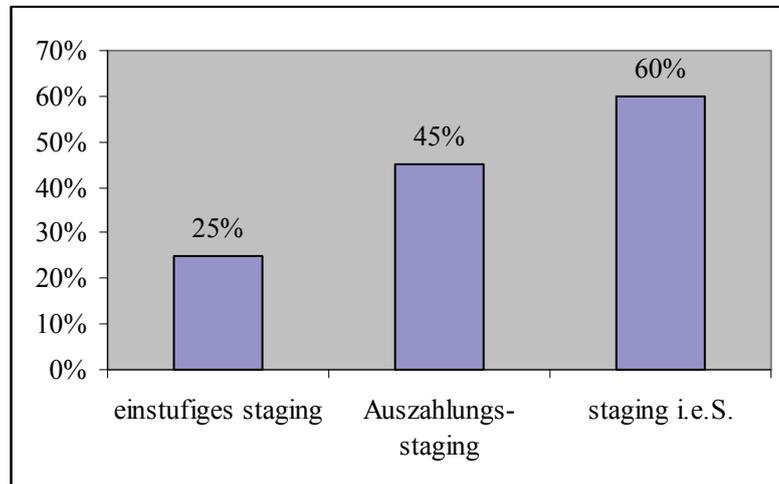


Abbildung 40: Verteilung der Bereitstellungsformen der Finanzmittel durch die befragten PE-Fonds (n=20; Mehrfachnennungen möglich)

(Quelle; eigene Darstellung)

Ein Großteil der PE-Fonds setzt das staging i.e.S. zur Bereitstellung der Finanzmittel ein (vgl. Abbildung 40), wobei dies 45 % der befragten Fonds ausschließlich tun. Knapp die Hälfte der Fonds nutzt das Auszahlungsstaging als Bereitstellungsform. Das einstufige staging wurde hingegen nur von einer relativ geringen Zahl von PE-Fonds angewandt und hier ausschließlich nur von 5 % der PE-Fonds.

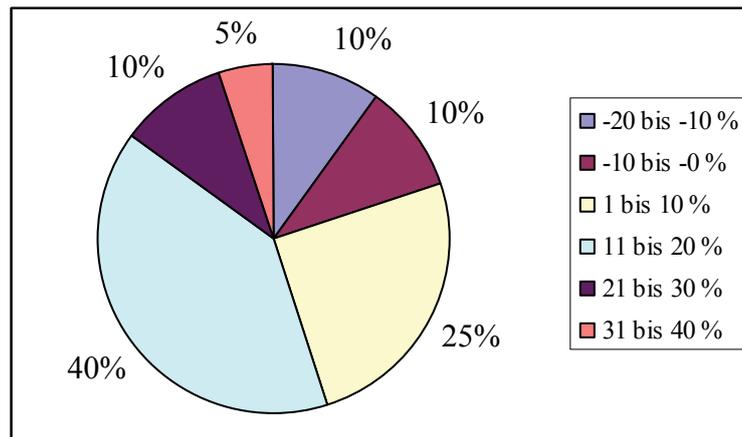


Abbildung 41: Verteilung der Nettorendite IRR_3 der befragten PE-Fonds ($n=29$)

(Quelle; eigene Darstellung)

Die Bandbreite der Nettorenditen IRR_3 bewegten sich in einer Bandbreite von $-18,3\%$ bis $33,1\%$. Das arithmetische Mittel lag bei $10,1\%$ mit einer Standardabweichung von $12,7\%$ -Punkten. Der Großteil der PE-Fonds erwirtschaftet Renditen von 11 bis 20% . (vgl. Abbildung 41) Vor allem die jüngeren PE-Fonds wiesen noch negative Nettorenditen auf, während die älteren PE-Fonds mehr oder minder positive Renditen erzielten.

5.3 Untersuchungsergebnisse dargestellt für die Prozessphasen einer Private Equity Beteiligung

5.3.1 Anbahnungsphase:

Bei der Suche nach geeigneten Unternehmen als Beteiligungsobjekte nutzen die PE-Fonds im Durchschnitt $5,6$ unterschiedliche Suchquellen, bei einer Standardabweichung von $2,2$ Quellen. Die Bandbreite reicht von 3 bis 10 Suchquellen (vgl. Abbildung 42).

Die Regressionsanalyse ergab einen positiven Zusammenhang mit einem Korrelationskoeffizienten $R = 0,57$. Danach steigt die Nettorendite mit zunehmender Anzahl der durchschnittlich genutzten Anzahl an Suchquellen. Das Bestimmtheitsmaß betrug $R^2 = 0,33$, so dass 33% der Abweichungen der Nettorendite von ihrem Mittelwert durch die Regressionsfunktion erklärt werden. Insofern ist der Erklärungswert nur bedingt aussa-

gekräftigt, was mit der zeitlichen Spanne zwischen Einflussvariable und Erfolgs-/Misserfolgswirkung zusammenhängen kann. Die Suche steht am Beginn des Transaktionsprozesses, während die Erwirtschaftung der Nettorendite erst in späteren Transaktionsphasen erfolgt.

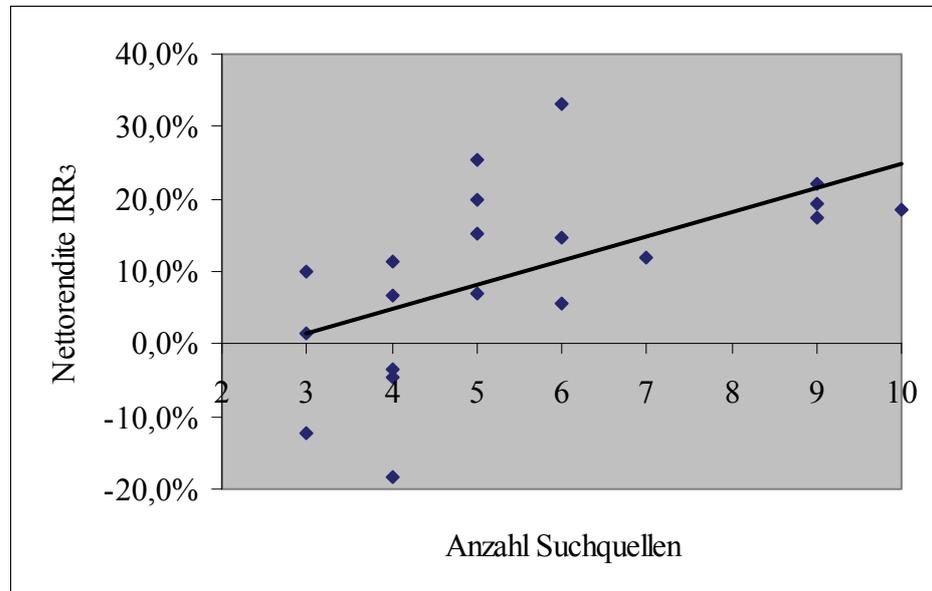


Abbildung 42: Korrelation der Nettorendite mit der durchschnittlichen Anzahl unterschiedlicher Suchquellen ($n=20$)

(Quelle: eigene Darstellung)

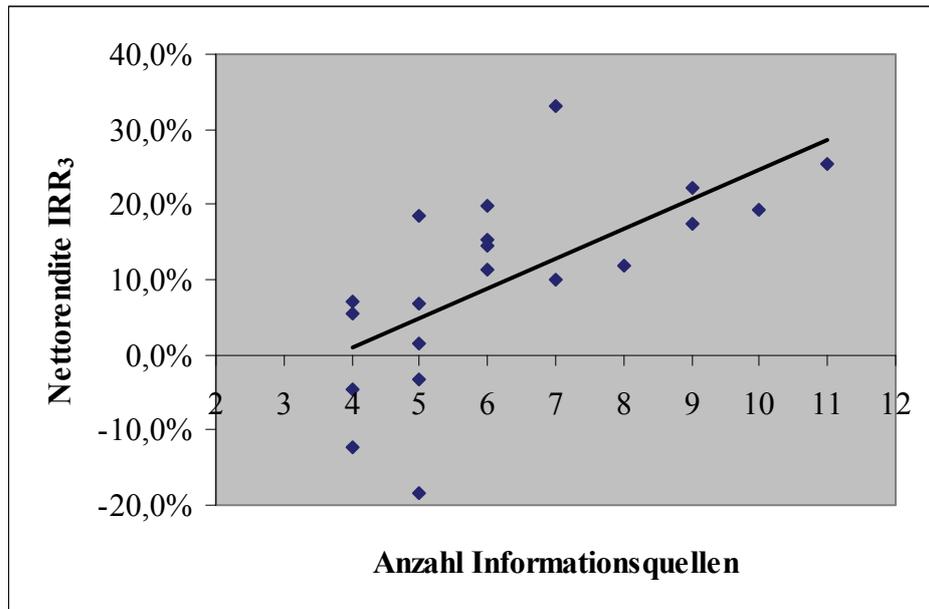


Abbildung 43: Korrelation der Nettorendite mit der durchschnittlichen Anzahl unterschiedlicher Informationsquellen (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Anzahl der voneinander unabhängigen Informationsquellen, die zur Beschaffung von Informationen über ein Beteiligungsobjekt durchschnittlich genutzt wurden, lag in einer Bandbreite von 4 bis 11 Quellen (vgl. Abbildung 43). Der Mittelwert betrug 6,3 Informationsquellen bei einer Standardabweichung von 2,1 Quellen.

Die Regressionsanalyse zeigt eine positive Korrelation an, wobei der Korrelationskoeffizient einen Wert von $R = 0,65$ annahm. Im Vergleich zu den Ergebnissen bei den Suchquellen ist hier der Zusammenhang ausgeprägter. 43 % der Abweichungen der Nettorendite von ihrem Mittelwert konnten durch die Regressionsfunktion erklärt werden ($R^2=0,43$). Während die Suche nach geeigneten Unternehmen als potentielle Beteiligungsobjekte stärker ungerichtet ist, kann die Beschaffung von Informationen über ein konkretes Unternehmen gezielter und wirksamer erfolgen.

Bei der Frage nach der Abschätzung der Qualitäts- und Verhaltensmerkmale der Unternehmer potentieller Beteiligungsobjekte wurde den befragten PE-Managern eine Liste mit Qualitätsmerkmalen (Talent, Leistungsfähigkeit, Innovationsfähigkeit, kommunika-

tive Fähigkeiten, betriebswirtschaftliche Kenntnisse, formale Qualifikation, berufliche Erfahrungen, Chancen-/Risikenabschätzung) und Verhaltensmerkmalen (Leistungsbereitschaft, Innovationsbereitschaft, Kommunikationsbereitschaft, Risikobereitschaft, Zuverlässigkeit, Vertraulichkeit, Sorgfalt, Ehrlichkeit, Pünktlichkeit) vorgelegt.

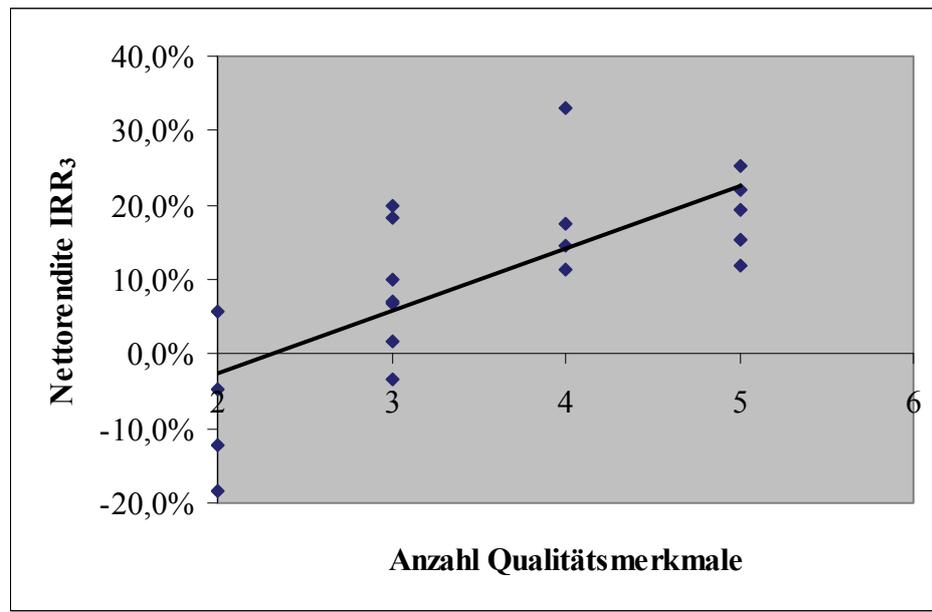


Abbildung 44: Korrelation der Nettorendite mit der Anzahl untersuchter Qualitätsmerkmale von Unternehmern potentieller Beteiligungsobjekte (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Bandbreite der Qualitätsmerkmale lag (bei einer maximalen Zahl von 8 Auswahloptionen) im Bereich von 2 bis 5 Merkmalen mit einem Mittelwert von 3,5 Merkmalen und einer Standardabweichung von 1,1 Merkmalen (vgl. Abbildung 44). Die Regressionsanalyse zeigt einen positiven Zusammenhang mit einem Korrelationskoeffizienten $R = 0,73$. Je mehr Qualitätsmerkmale bereits bei der Anbahnung erfasst werden, desto höher fällt später die Nettorendite aus. Das Bestimmtheitsmaß lag bei $R^2 = 0,53$, so dass 53 % der Abweichungen der Nettorendite von ihrem Mittelwert durch die Regressionsfunktion erklärt werden konnten.

Die Anzahl der Verhaltensmerkmale schwankte in einem Bereich von 0 bis 4 Merkmalen (bei einer maximalen Zahl von 9 Auswahloptionen), wobei der Mittelwert bei 2,1 Merkmalen und die Standardabweichung bei 1,3 Merkmalen lag (vgl. Abbildung 45). Die Korrelation ergab einen positiven Zusammenhang ($R = 0,64$ und $R^2 = 0,41$), so dass – wie auch bei den Qualitätsmerkmalen – eine zunehmende Anzahl untersuchter Verhaltensmerkmale zu einer höheren Nettorendite führte. Allerdings war der Zusammenhang weniger stark ausgeprägt, was sich auf die Problematik zurückführen lässt, dass besonders in der Anbahnungsphase die Verhaltensmerkmale des Unternehmers schwerer zu erfassen sind.

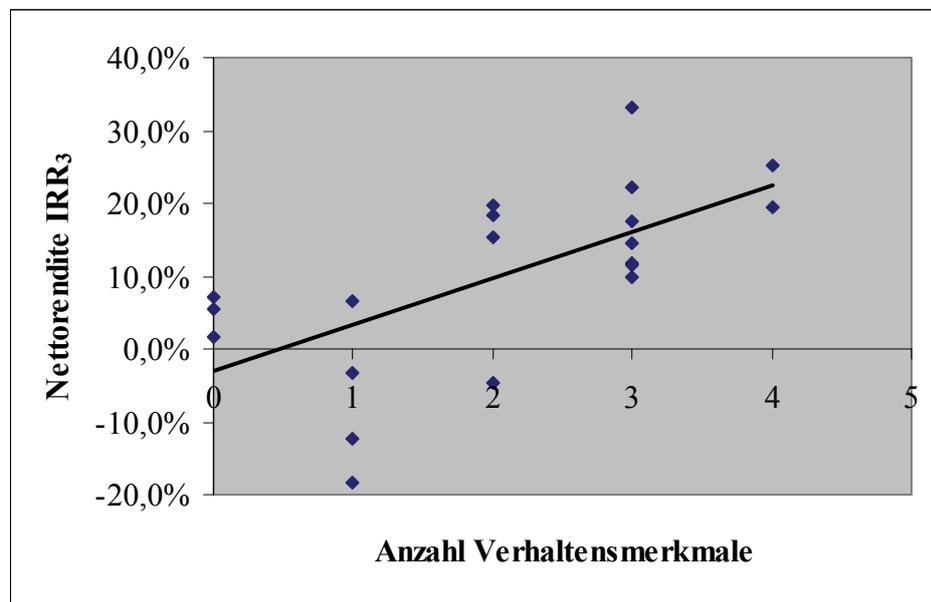


Abbildung 45: Korrelation der Nettorendite mit der Anzahl untersuchter Verhaltensmerkmale von Unternehmern potentieller Beteiligungsobjekte (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

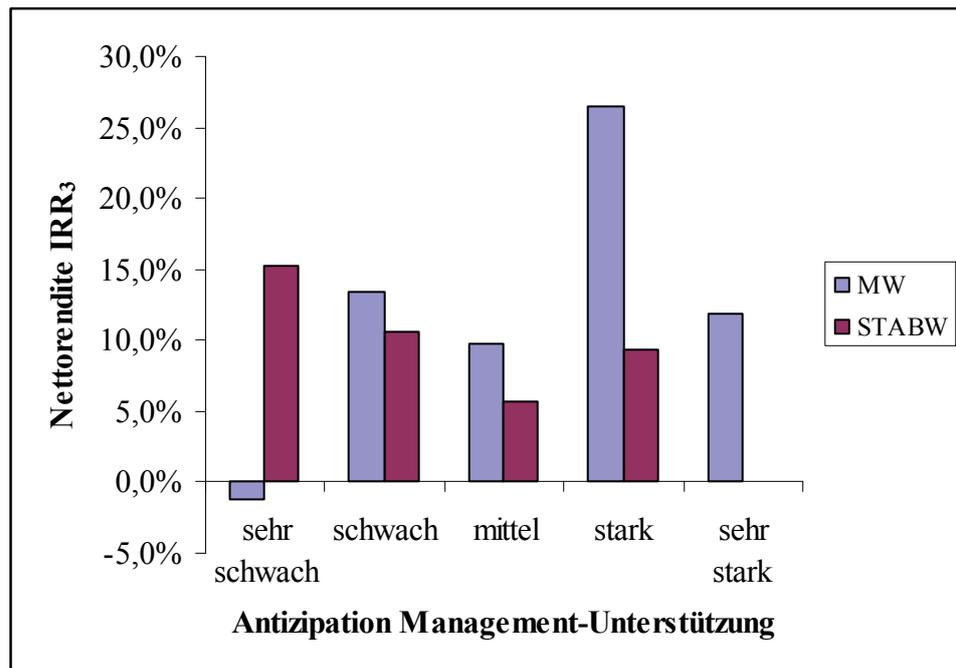


Abbildung 46: Nettorendite in Abhängigkeit von der Antizipation der Management-Unterstützung für potentielle Beteiligungsobjekte (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Bei der Frage nach der Antizipation der Intensität der zukünftigen Managementunterstützung geht es darum, in welchem Umfang der PE-Investor seinen Einfluss auf ein potentielles Beteiligungsobjekt plant. Die Korrelation zeigt nur einen schwach positiven Zusammenhang ($R = 0,46$ und $R^2 = 0,21$). Eine Auswertung der Mittelwerte und Standardabweichungen nach den Antwortoptionen zeigt ein uneinheitliches Bild (vgl. Abbildung 46). Außer bei einer sehr schwachen Antizipation wurde in den anderen Fällen im Durchschnitt stets eine positive Nettorendite erwirtschaftet. Die relativ hohen Renditen bei starker Antizipation verzerren das Bild, da für diese Antwortoption nur zwei Werte vorlagen. Lediglich ein befragter PE-Manager gab eine sehr starke Antizipation der Managementunterstützung an, was eine Standardabweichung von 0 ergab.

5.3.2 Vereinbarungsphase

Hinsichtlich der Korrelation der Nettorendite zu der Intensität der Due Diligence zeigte sich ein positiver Zusammenhang ($R = 0,61$ und $R^2 = 0,45$). Wie aus Abbildung 47 deutlich wird, werden bei mittlerer, hoher und sehr hoher Intensität jeweils im Durchschnitt positive Nettorenditen erwirtschaftet. Eine intensive Analyse der Unternehmen erlaubt ein vertieften Einblick in die Unternehmensstrukturen, anhand derer die möglichen Erfolgs-/Misserfolgs-Wirkungen eines potentiellen Einflusses des PE-Investors besser abgeschätzt werden können.

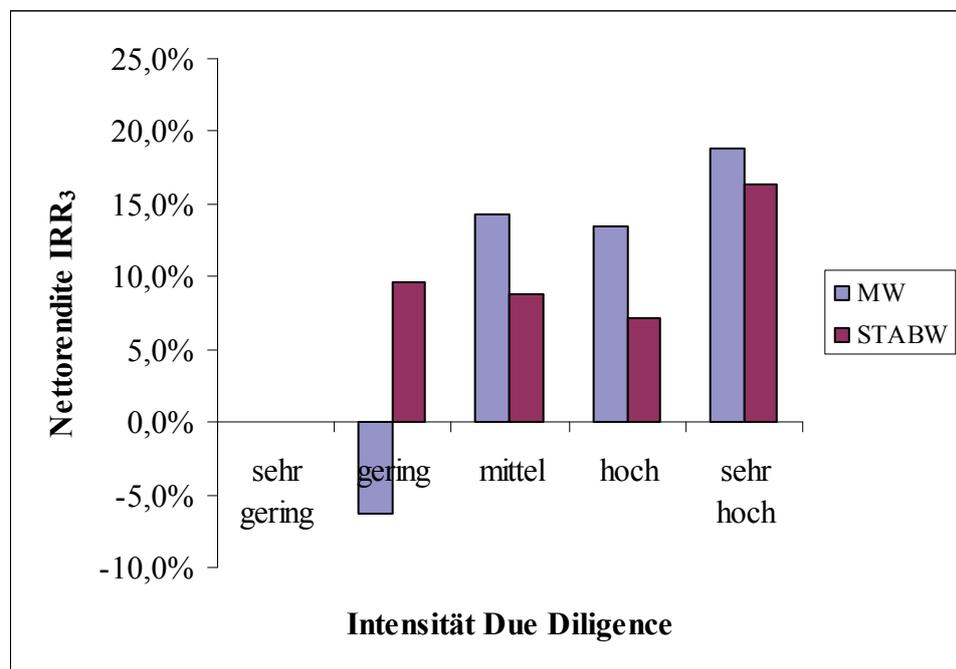


Abbildung 47: Nettorendite in Abhängigkeit von der Intensität der Due Diligence potentieller Beteiligungsobjekte ($n=20$)

(Quelle: eigene Darstellung)

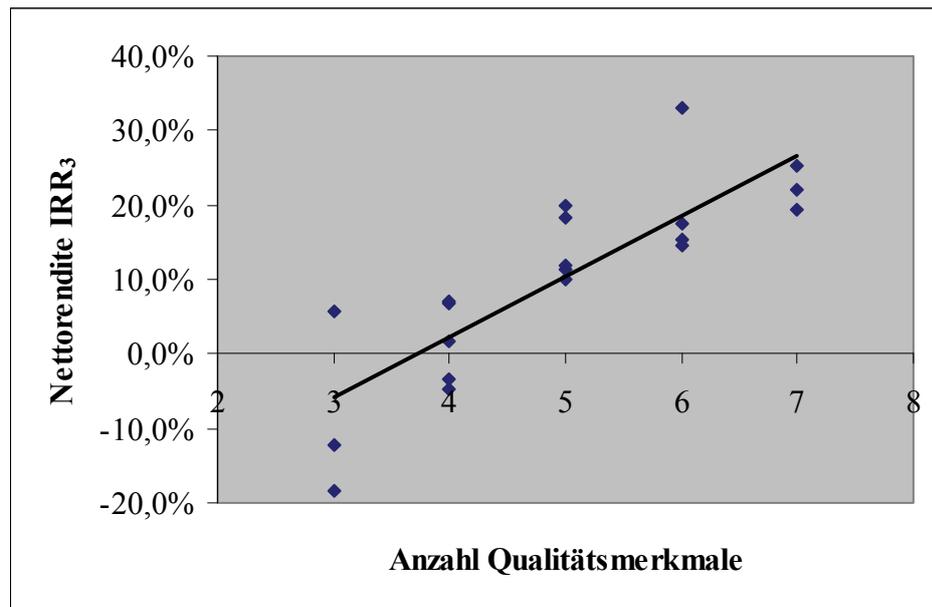


Abbildung 48: Korrelation der Nettorendite mit der Anzahl untersuchter Qualitätsmerkmale von Unternehmern in der Due Diligence (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die im Rahmen der Due Diligence untersuchte Anzahl der Qualitätsmerkmale korreliert positiv mit der Nettorendite, wie auch die Werte $R = 0,84$ und $R^2 = 0,70$ zeigen (vgl. Abbildung 48). Der Zusammenhang ist hier deutlich ausgeprägter als bei der Abschätzung der Qualitätsmerkmale in der Anbahnungsphase. Ebenso liegt der Mittelwert mit 4,0 Merkmalen (bei einer Standardabweichung von 1,3 Merkmalen) höher als bei der Anbahnung. Hintergrund dürfte der im Rahmen der Due Diligence verbesserte Informationszugang sein, der eine bessere qualitative Beurteilung des Unternehmers durch den PE-Investor erlaubt.

Ein ähnliches Bild im Vergleich zur Anbahnungsphase zeigt sich auch bei den Verhaltensmerkmalen (vgl. Abbildung 49). Auch hier ist der positive Zusammenhang im Fall der Due Diligence ausgeprägter ($R = 0,71$ und $R^2 = 0,50$) und die durchschnittliche Anzahl untersuchter Merkmale höher (Mittelwert 3,5 Merkmale und Standardabweichung 1,1 Merkmale). Ebenso fallen die statistischen Kennzahlen in der Vereinbarungsphase schwächer bzw. geringer aus als bei den Qualitätsmerkmalen, so dass auch innerhalb der Due Diligence das Verhalten des Unternehmers und die Einfluss-/Wirkungsbeziehungen schwerer zu erfassen sind als deren Qualität.

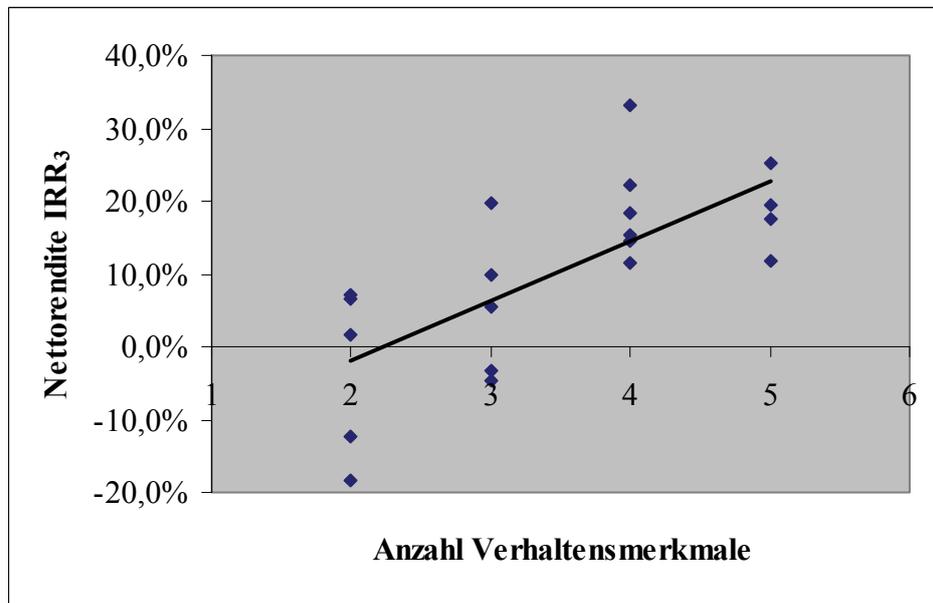


Abbildung 49: Korrelation der Nettorendite mit der Anzahl untersuchter Verhaltensmerkmale von Unternehmen in der Due Diligence (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

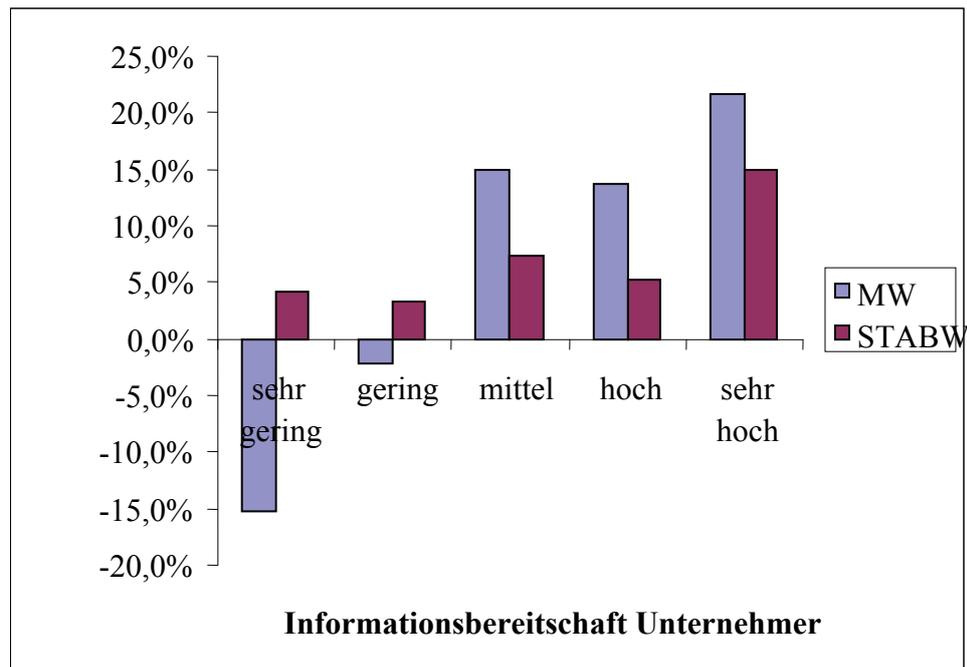


Abbildung 50: Nettorendite in Abhängigkeit von der Informationsbereitschaft der Unternehmer während der Due Diligence (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Hinsichtlich der Informationsbereitschaft des Unternehmers während der Due Diligence zeigte sich ein positiver Zusammenhang mit der Nettorendite. Der Korrelationskoeffizient ergab $R = 0,78$ bei einer Bestimmtheitsmaß von $R^2 = 0,60$. Eine differenzierte Darstellung zeigt, dass bei mittlerer, hoher und sehr hoher Informationsbereitschaft des Unternehmers durchschnittlich eine positive Nettorendite erzielt wurde, während eine sehr geringe und geringe Informationsbereitschaft im Durchschnitt zu negativen Nettorenditen führte (vgl. Abbildung 50). Insofern sollte der PE-Investor in der Entscheidungsphase für eine starke Konkurrenz zwischen den Beteiligungskandidaten sorgen, um über das Signalling der Unternehmer auf die Preisgabe beteiligungsrelevanter Informationen hinzuwirken.

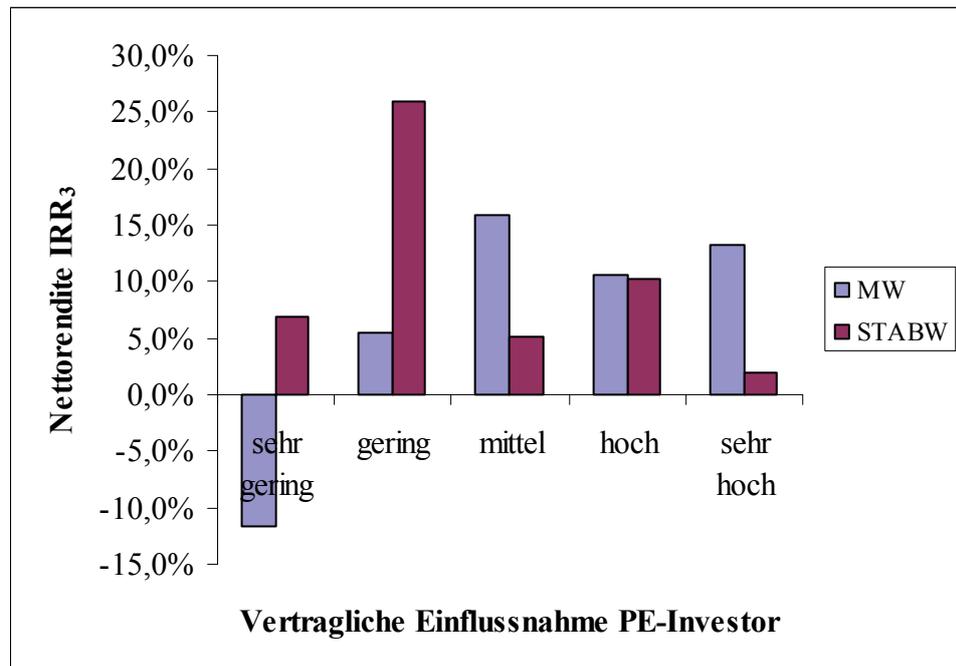


Abbildung 51: Abhängigkeit der Nettoendite von der vertraglich fixierten Einflussmöglichkeit des PE-Investors ($n=20$)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die vertragliche Fixierung der Einflussmöglichkeit des PE-Investors (Informations-, Mitsprache-, Entscheidungs- und Kontrollrechte) korrelierte nur schwach positiv mit der Nettoendite ($R = 0,38$ und $R^2 = 0,14$). Bei differenzierter Betrachtung fällt auf, dass bei mittlerer vertraglicher Fixierung im Durchschnitt die höchsten Nettoenditen erwirtschaftet wurden (vgl. Abbildung 51). Die vertragliche Fixierung war vor allem bei PE-Fonds relativ schwach, die in stärkerem Maße auch Hands off-Beteiligungen eingehen. Hingegen wurden die Einflussrechte vor allem bei PE-Fonds mit Fokus auf Hands on-Beteiligungen stark vertraglich fixiert. Offenbar erzeugt eine zu starke vertragliche Fixierung, die mit entsprechenden Vereinbarungskosten verbunden ist, weniger Erfolgswirkungen. Ursache könnte die Einengung des Verhaltens- und Handlungsspielraums des Unternehmers sein, der sich durch die Einflussnahme des PE-Investors in seiner Innovationsfähigkeit und -bereitschaft negativ beeinträchtigt fühlt.

Die Intensität der Planung der Management-Unterstützung bei Unternehmen korreliert sehr schwach negativ mit der Nettorendite ($R = -0,12$ und $R^2 = 0,01$). Bei näherer Betrachtung zeigt sich, dass eine sehr hohe Planungsintensität von keinem der befragten PE-Manager angegeben wurde (vgl. Abbildung 53). Für die übrigen Planungsintensitäten erwirtschafteten die PE-Fonds im Durchschnitt positive Nettorenditen. Darüber, inwieweit eine sehr starke Planungsintensität Einfluss auf die Nettorendite hat, lässt sich keine Aussage treffen. Vermutlich erscheint der Planungsaufwand angesichts knapper Management-Ressourcen zu hoch, so dass die Erfolgswirkungen als zu gering eingeschätzt werden.

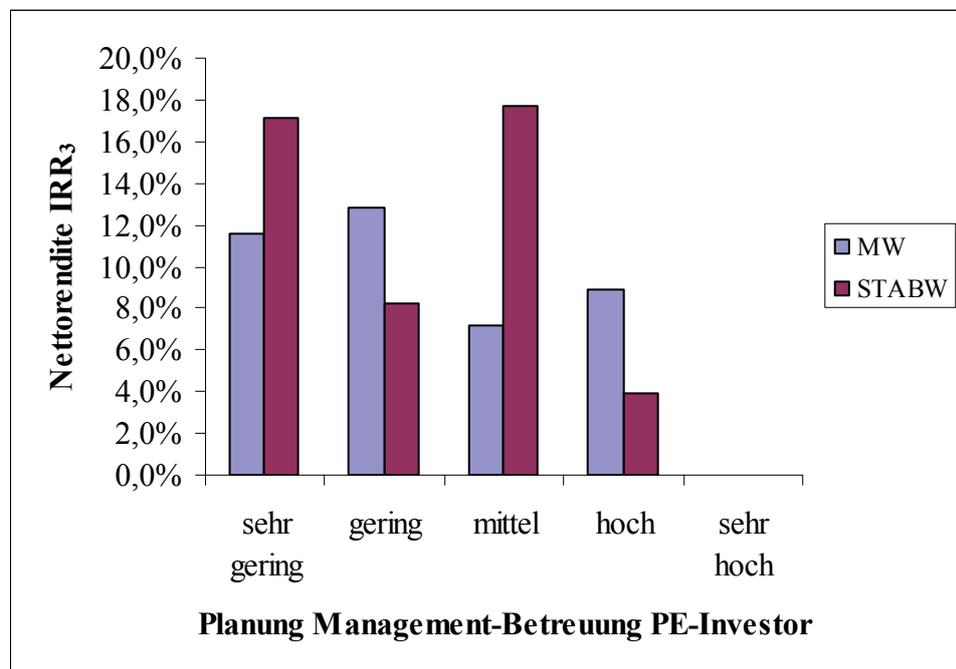


Abbildung 52: Abhängigkeit der Nettorendite von der Planungsintensität der Management-Betreuung des PE-Investors ($n=20$)

(Quelle: eigene Darstellung)

5.3.3 Abwicklungsphase

Zwischen der Bereitstellung der Finanzmittel und der Nettorendite konnte eine positive Korrelation festgestellt werden ($R = 0,64$ und $R^2 = 0,41$). Je stärker der PE-Investor die

Bereitstellung von der Erreichung der Zwischenziele abhängig macht, desto besser sind die Erfolgswirkungen. Dies wird auch deutlich anhand der durchschnittlichen Nettorendite für die Bereitstellungsformen einstufiges staging, Auszahlungsstaging und staging i.e.S., wobei letzt genannte den höchsten Renditewert erreichte (vgl. Abbildung 53).

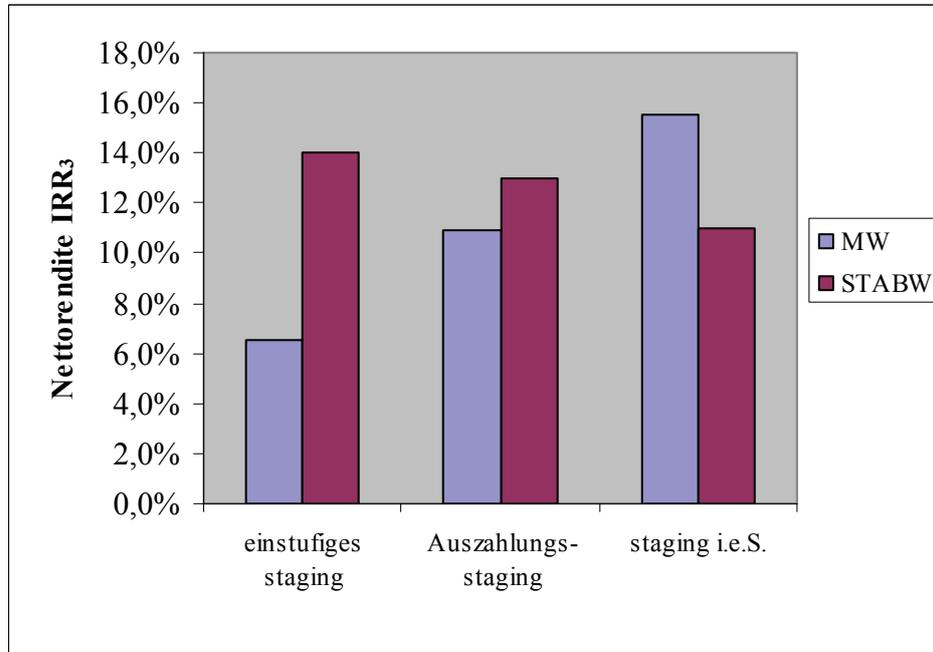


Abbildung 53: Durchschnittliche Nettorenditen der einzelnen Bereitstellungsformen
(Mehrfachnennungen möglich; n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

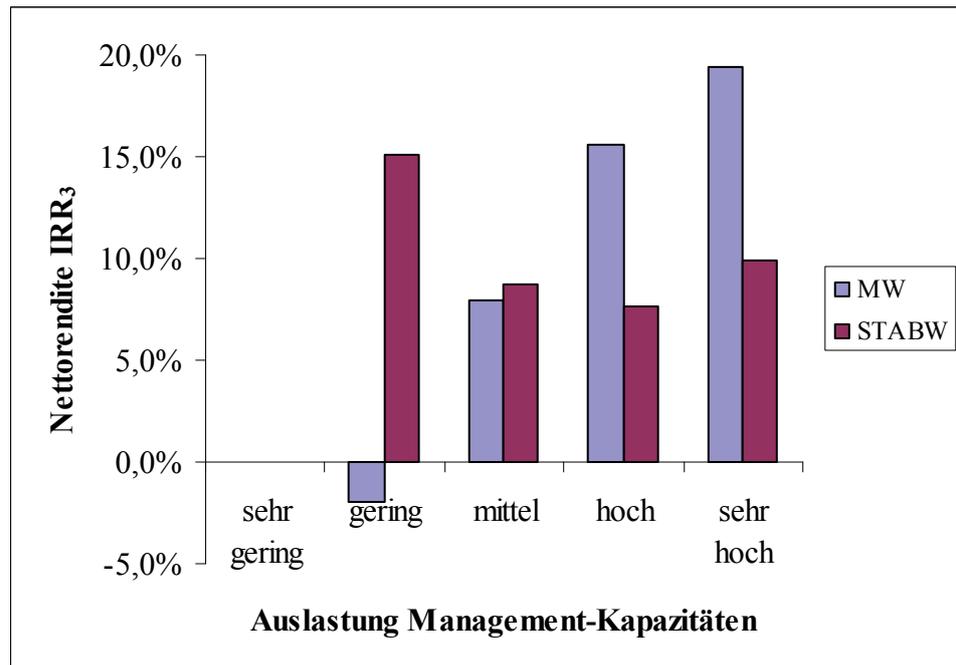


Abbildung 54: *Abhängigkeit der Nettorendite von der Auslastung der Management-Kapazitäten des PE-Investors (n=20)*

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Auslastung der Betreuungskapazitäten des PE-Investors korrelieren positiv mit der Nettorendite ($R = 0,63$ und $R^2 = 0,40$). Bei mittlerer, hoher und sehr hoher Auslastung werden im Durchschnitt positive Nettorenditen erwirtschaftet, während eine geringe Auslastung zu einer negativen Nettorendite führte (vgl. Abbildung 54). Eine sehr geringe Kapazitätsauslastung gab keiner der befragten PE-Manager an. Eine hohe und sehr hohe Auslastung war vor allem bei PE-Fonds zu beobachten, die eine Vielzahl von Beteiligungsobjekten zu betreuen hatten und dementsprechend ihre Kapazitäten auslasten können.

	R	R ²
Unternehmensführung	0,52	0,27
Marketing	0,31	0,10
Produktion	0,23	0,05
Beschaffung	0,63	0,40
F&E	-0,14	0,02
RW/Controlling	0,61	0,37

Tabelle 7: Korrelation der Nettoendite mit dem Einfluss des PE-Investors auf Unternehmensbereiche (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Wirkung der Einflussnahme des PE-Investors, d.h. Wahrnehmung seiner Informations-, Mitsprache-, Entscheidungs- und Kontrollrechte, auf die Nettoendite zeigt die Tabelle 8. Bis auf den F&E-Bereich ergab die Untersuchung jeweils eine positive Korrelationen mit der Nettoendite, wobei der Zusammenhang am ausgeprägtesten bei der Beschaffung und im Rechnungswesen/Controlling. Offenbar ist hier die Unterstützung weniger spezifisch, so dass der PE-Investor sein Know how und seine Erfahrungen erfolgswirksam einbringen kann. Dies würde auch die negative Korrelation im F&E-Bereich erklären, der sehr Unternehmensspezifisch ausfällt und hier Konflikte mit dem PE-Investor, für den opportunistisches Unternehmerverhalten zum Problem wird, hervorrufen kann.

Der Know how- und Erfahrungsaustausch zwischen den Beteiligungsobjekten des PE-Fonds korreliert in allen untersuchten Bereich positiv mit der Nettoendite (vgl. Tabelle 8). Für alle Bereiche des Unternehmens liegen die Korrelationskoeffizienten relativ nah beieinander. Hier zeigt sich, dass auch verstärkt spezifisches Wissen erfolgswirksam ausgetauscht werden kann, zumal wenn die Unternehmen aus der gleichen Branche stammen oder ähnliche Technologien verwenden.

	R	R ²
Unternehmensführung	0,42	0,18
Marketing	0,51	0,26
Produktion	0,48	0,23
Beschaffung	0,45	0,20
F&E	0,42	0,18
RW/Controlling	0,57	0,32

Tabelle 8: Korrelation der Nettoendite mit dem Know how- und Erfahrungsaustausch zwischen den Beteiligungsobjekten (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

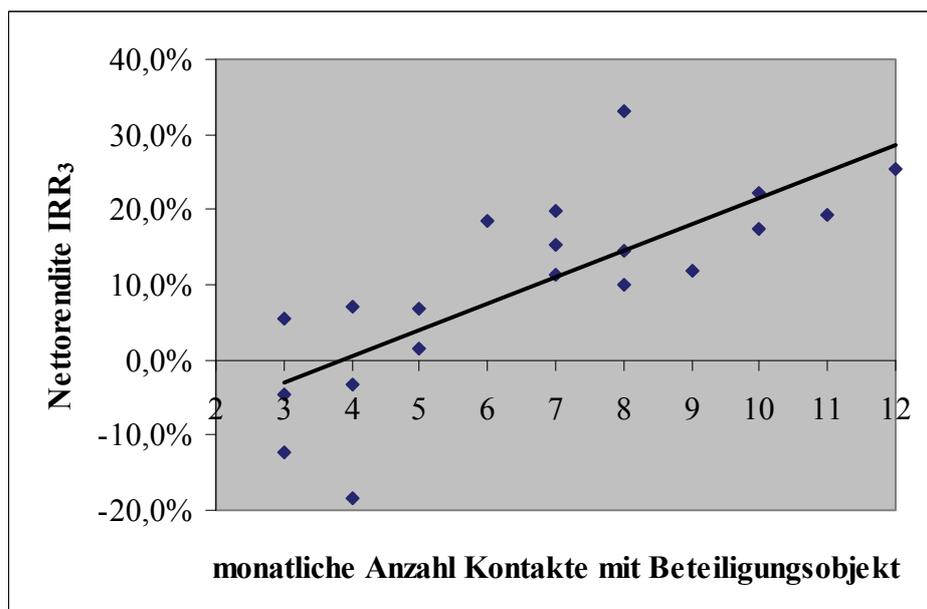


Abbildung 55: Korrelation der Nettoendite mit der Anzahl der Kontakte zwischen PE-Fond und Beteiligungsobjekt (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die durchschnittliche Anzahl der monatlichen Kontakte in der Abwicklungsphase zwischen dem PE-Fonds und einem Beteiligungsobjekt lag in einer Bandbreite zwischen 3

und 12. Der Mittelwert betrug 6,7 Kontakte bei einer Standardabweichung von 2,8 Kontakten. Es zeigte sich eine ausgeprägte positive Korrelation mit der Nettorendite bei $R = 0,83$ und $R^2 = 0,70$ (vgl. Abbildung 55). Höhere Abwicklungskosten als Folge einer zunehmenden Kontaktzahl werden offenbar durch die Erfolgswirkungen überkompensiert. Durch häufigere Kontakte kann öfters Einfluss auf das Unternehmen ausgeübt sowie Know how und Erfahrungen zwischen den Beteiligungsobjekten über den PE Fonds ausgetauscht werden.

5.3.4 Anpassungsphase

Hinsichtlich der Erfolgswirksamkeit in der Wahrnehmung der Kontrollaktivitäten durch den PE-Investor ist ein differenziertes Bild zu beobachten. Zwar zeigen alle drei Kontrollformen eine positive Korrelation mit der Nettorendite. Allerdings weichen die Korrelationskoeffizienten relativ stark voneinander ab (vgl. Tabelle 9). Die starke Ausprägung des Zusammenhangs bei der Durchführungskontrolle erklärt sich mit einer erfolgswirksamen Überwachung der Zielerreichung, die Grundlage für die Bereitstellung weiterer Finanzmittel bildet. Die Prämissenkontrolle wird von den PE-Fonds nur in eingeschränktem Maße wahrgenommen, so dass keine Aussagen über die Erfolgswirksamkeit bei starker Wahrnehmung getroffen werden können. Die Ergebnisse für die strategische Überwachung (auf Basis schwacher Signale) erklären sich damit, dass diese von den PE-Fonds nur sehr schwach oder schwach wahrgenommen werden. Insofern ist der Korrelationskoeffizient nur bedingt aussagefähig.

	R	R^2
Prämissenkontrolle	0,40	0,16
Durchführungskontrolle	0,61	0,37
strategische Überwachung	0,12	0,01

Tabelle 9: Korrelation der Nettorendite mit der Wahrnehmung der Kontrollaktivitäten durch den PE-Fonds (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Häufigkeit der Initiierung von Anpassungen der Geschäftspolitik bzw. -planung eines Unternehmens durch den PE-Fonds zeigt eine positive Korrelation mit der Nettorendite (vgl. Abbildung 56). Der Zusammenhang ist mit $R = 0,71$ und $R^2 = 0,50$ relativ stark ausgeprägt. Im Durchschnitt aller befragten PE-Fonds werden monatlich 3,4 Anpassungsmaßnahmen initiiert, bei einer Standardabweichung von 2,0 Maßnahmen. Die Initiierung von Anpassungen – als Ergebnis der Kontrollaktivitäten – geht mit Rückgriff auf das vorangegangene Ergebnis maßgeblich auf die Durchführungskontrolle zurück. Insofern werden Anpassungsmaßnahmen primär initiiert, wenn die Verfehlung der Zwischenziele eintritt oder sich dies abzeichnet.

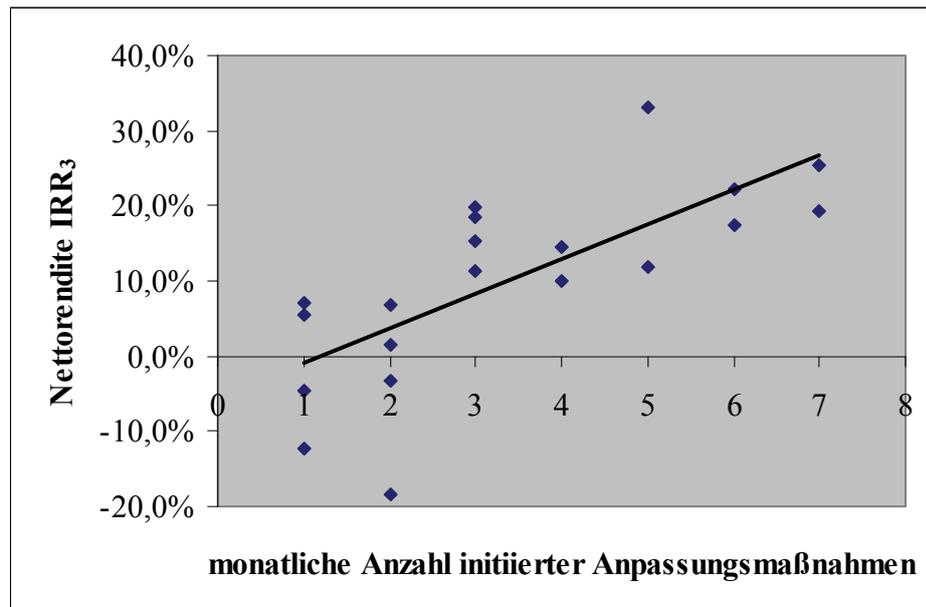


Abbildung 56: Korrelation der Nettorendite mit der Anzahl vom PE-Investor initiierten Anpassungsmaßnahmen ($n=20$)

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Umsetzung der vom PE-Investor initiierten Anpassungsmaßnahmen korreliert positiv mit der Nettorendite ($R = 0,53$ und $R^2 = 0,28$). Bei differenzierter Betrachtung über alle PE-Fonds werden die Maßnahmen nur in einer relativ engen Bandbreite umgesetzt (vgl. Abbildung 57). Für die Randbereiche der Bewertungsskala können daher keine

Aussagen getroffen werden. Der Trend deutet jedoch darauf hin, dass der PE-Investor durch seinen Einfluss verstärkt darauf hinwirken muss, dass die von ihm initiierten Anpassungsmaßnahmen auch vom Unternehmer umzusetzen sind. Die damit verbundenen Anpassungskosten werden dann von zusätzlichen Erfolgswirkungen überkompensiert.

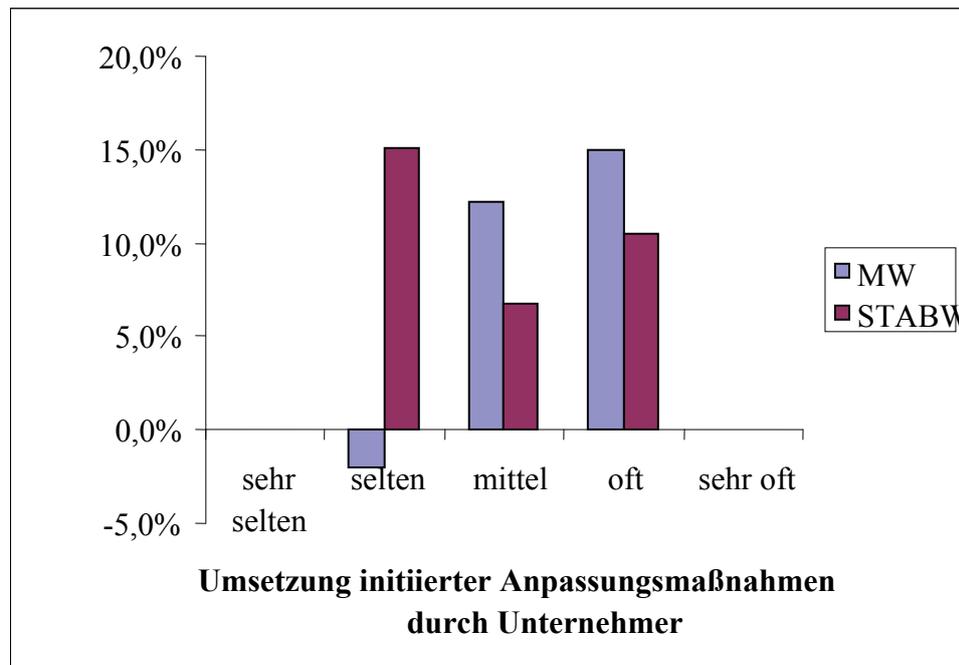


Abbildung 57: Abhängigkeit der Nettorendite von der Umsetzung initiiertes Anpassungsmaßnahmen durch den Unternehmer (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Der Einsatz von Anreiz- und Sanktionsmechanismen zeigt positive Korrelationen mit der Nettorendite (vgl. Tabelle 10). Dabei ist der Zusammenhang beim Einsatz von Anreizmaßnahmen etwas ausgeprägter als bei Sanktionen.

	R	R ²
Anreize	0,60	0,36
Sanktionen	0,55	0,30

Tabelle 10: Korrelation der Nettoendite mit dem Einsatz von Anreiz- und Sanktionsmaßnahmen durch den PE-Fonds (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Auffällig bei den Anreizmaßnahmen ist, dass ein sehr starker Einsatz im Vergleich zu den anderen Einsatzstärken im Durchschnitt wesentlich höhere Nettoenditen hervorbringt (vgl. Abbildung 58). Die Nettoendite bei schwachem, mittlerem und starkem Einsatz bewegt sich in etwa auf dem gleichen Niveau. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch bei Sanktionsmaßnahmen (vgl. Abbildung 59). Allerdings sind hier die Renditeabstände zwischen schwachem, mittlerem und starkem Einsatz wesentlich größer.

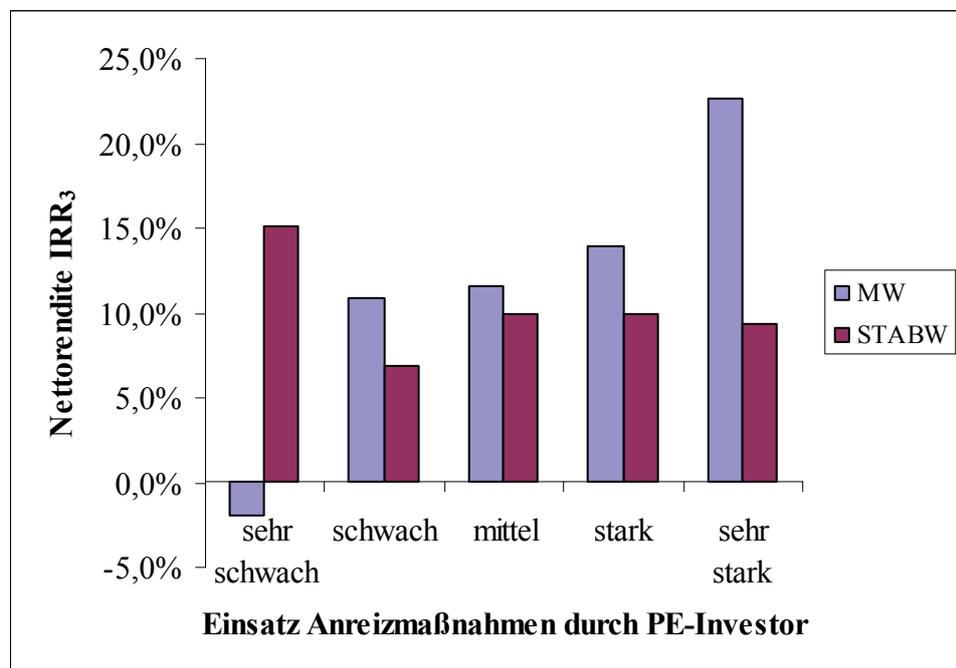


Abbildung 58: Abhängigkeit der Nettoendite vom Einsatz von Anreizmaßnahmen durch den PE-Investors (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

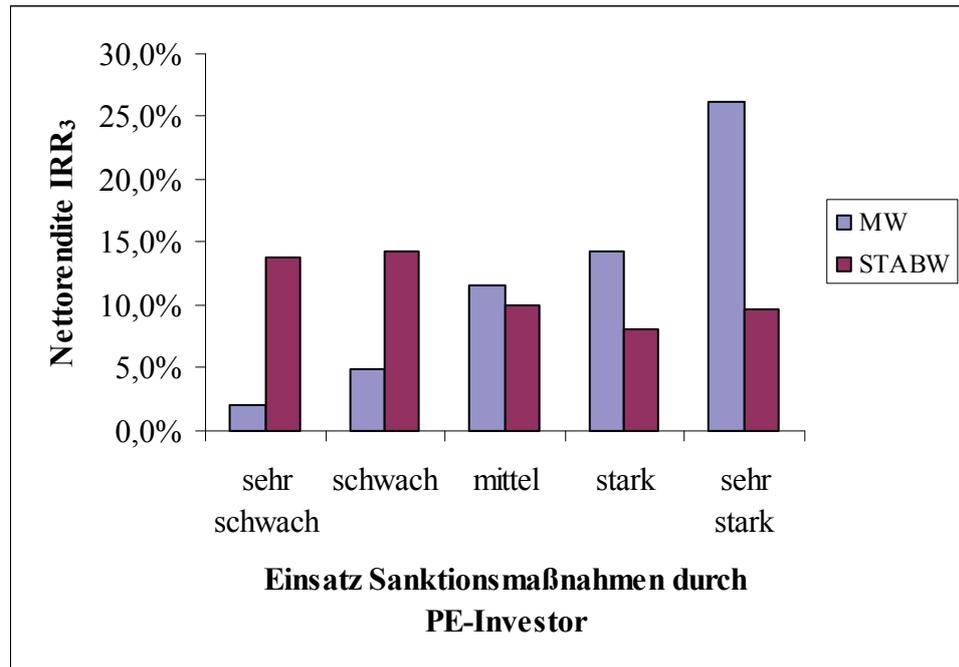


Abbildung 59: Abhängigkeit der Nettorendite vom Einsatz von Sanktionsmaßnahmen durch den PE-Investors ($n=20$)

(Quelle: eigene Darstellung)

Eine Änderung der Einflussnahme/Management-Unterstützung des PE-Investors bei Zielverfehlungen bzw. bei deren Abzeichnen in den einzelnen Unternehmensbereichen des Unternehmens zeigt unterschiedliche Wirkungen auf die Nettorendite (vgl. Tabelle 11). Eine Einflussänderung wirkt am deutlichsten im Rechnungswesen/Controlling und in der Unternehmensführung. Beide sind im Vergleich zu den anderen Bereichen weniger spezifisch, so dass der PE-Investor in stärkerem Maße seinen Einfluss und seine Management-Unterstützung anders gestalten kann.

	R	R ²
Unternehmensführung	0,51	0,26
Marketing	0,33	0,11
Produktion	0,19	0,04
Beschaffung	0,31	0,10
F&E	0,11	0,01
RW/Controlling	0,62	0,38

Tabelle 11: Korrelation der Nettoendite mit Änderung der Einflussnahme/Management-Unterstützung des PE-Fonds bei Zielverfehlungen (n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

5.3.5 Schlussphase

Die Häufigkeit der von den befragten PE-Fonds durchgeführten Arten des Exits zeigt die Abbildung 60). Am häufigsten wurden Secondary und Tertiary Purchases sowie Trade Sales genannt. Da sich die Börse als potentieller Exit-Kanal nach dem Platzen der Technologiebörsen Anfang des 20. Jahrhunderts als problematisch erwiesen hat, ist deren Bedeutung relativ gering. Allerdings zeigt die Regressionsrechnung, dass mit zunehmender Nennung der Exit-Form Börse die Nettoendite ansteigt. Offenbar lassen sich in bestimmten Technologiebranchen hohe Platzierungspreise bei der Erstnotierung durchsetzen. Auch mit zunehmender Anzahl durchgeführter Secondary und Tertiary Purchases sowie Trade Sales als immer häufiger anzutreffende Alternative zum Börsengang steigt die Nettoendite. Erwartungsgemäß korreliert die Exitform Liquidation/Insolvenz negativ mit der Nettoendite.

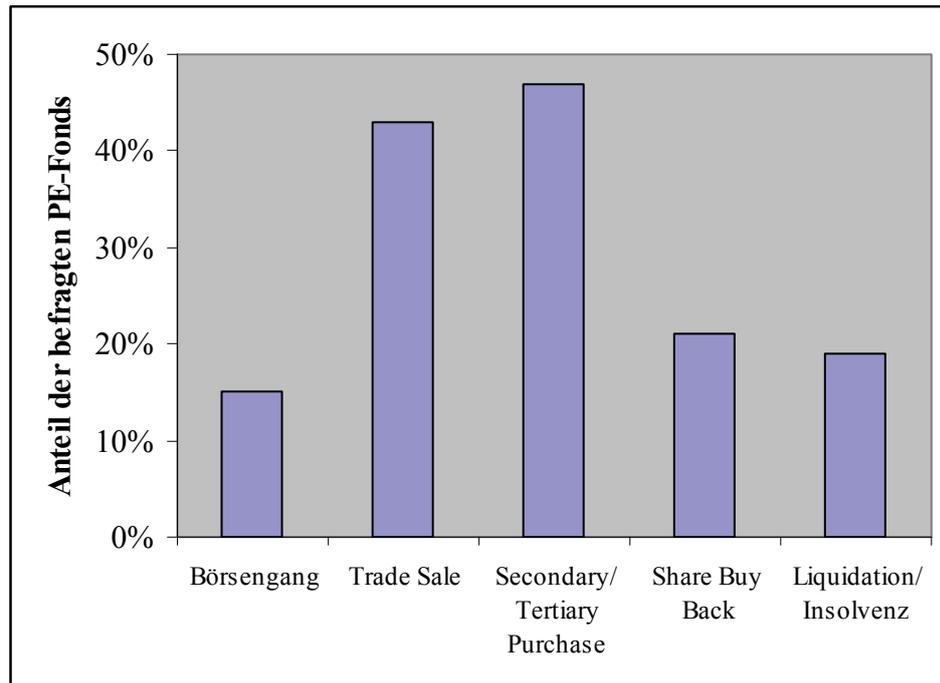


Abbildung 60: Häufigkeit der durchgeführten Exit-Arten bei den befragten PE-Fonds
(Mehrfachnennungen möglich, n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

	R	R ²
Börsengang	0,61	0,37
Trade Sale	0,54	0,29
Secondary/Tertiary Purchase	0,57	0,32
Share Buy Back	0,12	0,01
Liquidation/Insolvenz	-0,51	0,26

Tabelle 12: Korrelation der Nettorendite mit den Exit-Formen der PE-Fonds (Mehrfachnennungen möglich; n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

Zwischen der Nettorendite und der Erreichung der geforderten Renditevorgaben des PE-Fonds zeigt sich erwartungsgemäß ein positiver Zusammenhang. (R = 0,51 und R² =

0,26). Allerdings liegen bei differenzierter Betrachtung die durchschnittlichen Nettorenditen bei mittlerer, häufiger und sehr häufiger Zielerreichung relativ nah beieinander (vgl. Abbildung 61). Hier bestehen entsprechende Unterschiede bei den geforderten Renditen, was auf verschiedene Risikostrukturen und -prämien der einzelnen PE-Fonds schließen lässt.

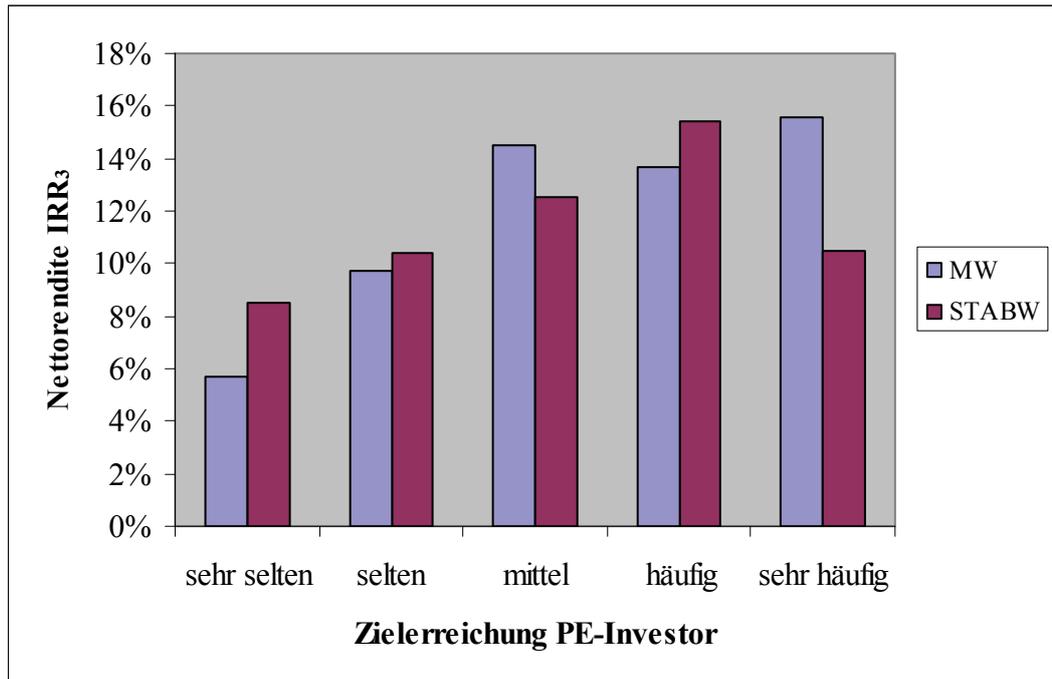


Abbildung 61: Abhängigkeit der Nettorendite von der Zielerreichung des PE-Fonds
(n=20)

(Quelle: eigene Darstellung)

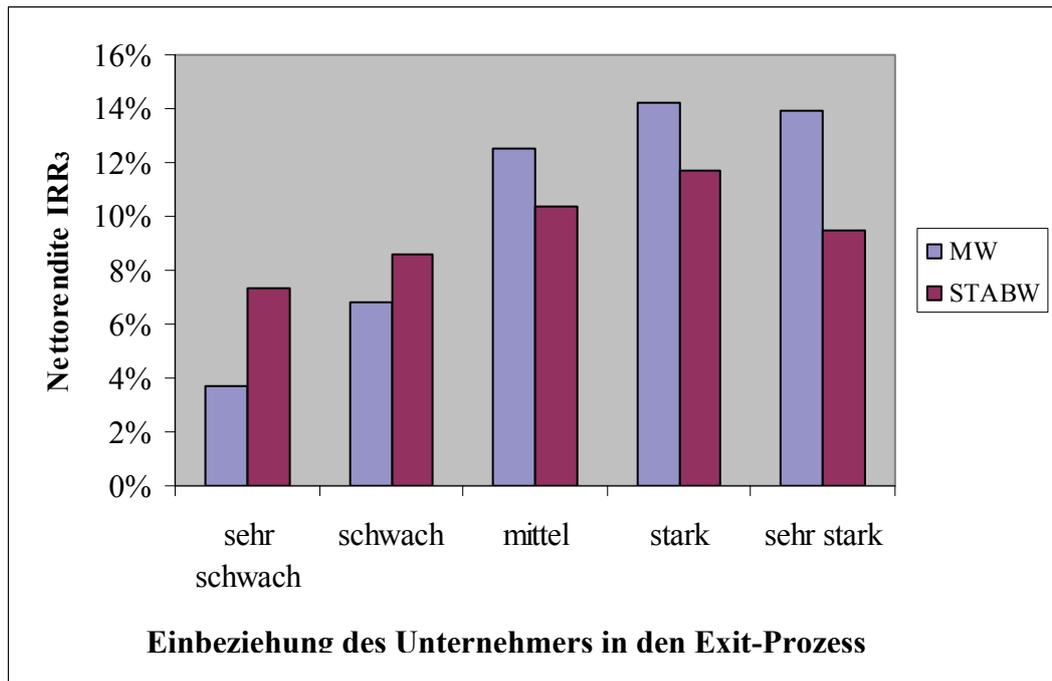


Abbildung 62: *Abhängigkeit der Nettoendite von der Einbeziehung des Unternehmers in den Exit-Prozess (n=20)*

(Quelle: eigene Darstellung)

Die Einbeziehung des Unternehmers in den Exit-Prozess wirkt sich positiv auf die Erfolgswirkung des PE-Investors aus (vgl. Abbildung 62). Je stärker der PE-Investor den Unternehmer einbezieht, desto höher liegt die Nettoendite des PE-Fonds ($R = 0,79$ und $R^2 = 0,62$). Ein frühes Einbeziehen dürfte dafür sorgen, dass sich der Unternehmer rechtzeitig darauf einstellen kann und eher bereit ist, mit dem PE-Investor kooperativ an der Umsetzung der Exit-Strategie mitzuwirken.

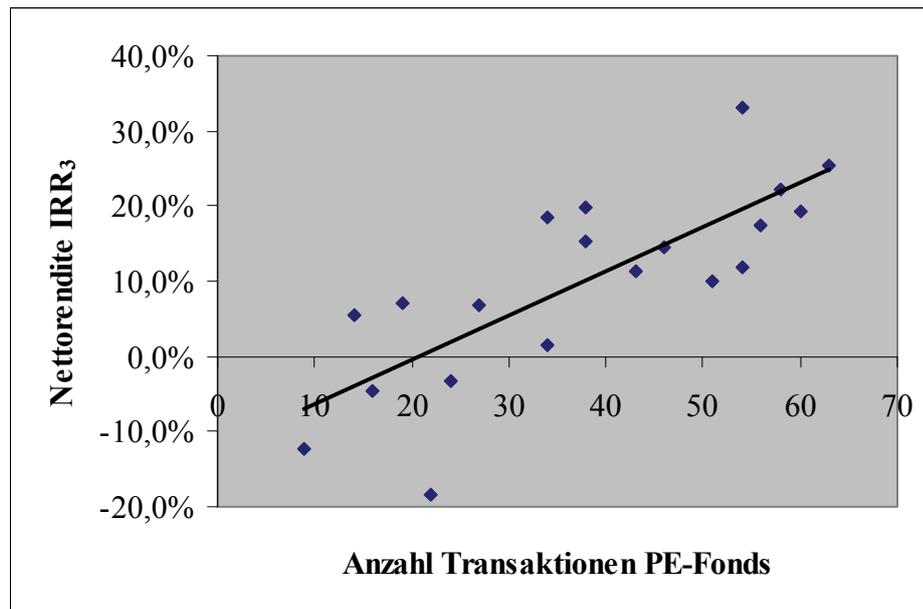


Abbildung 63: Korrelation der Nettorendite mit der Anzahl von den PE-Fonds bisher durchgeführten Transaktionen ($n=20$)

(Quelle: eigene Darstellung)

Schließlich korreliert die Anzahl der bisher von den PE-Fonds durchgeführten Transaktionen positiv mit der Nettorendite, wie Abbildung 63 verdeutlicht ($R = 0,76$ und $R^2 = 0,58$). Durchschnittlich haben die befragten PE-Fonds bisher 38 Transaktionen bei einer Standardabweichung von 17 Transaktionen abgewickelt. Eine zunehmende Transaktionshäufigkeit führt tendenziell zu steigenden Nettorenditen, so dass hier Erfahrungseffekte des PE-Investors zum Tragen kommen.

5.4 Zwischenfazit II

Die Ergebnisse der Untersuchung haben gezeigt, dass zwischen den einzelnen Einflussgrößen und den Erfolgs-/Misserfolgswirkungen beim PE-Investor mehr oder minder stark ausgeprägte Einfluss-/Wirkungsbeziehungen bestehen. Über den gesamten Transaktionsprozess gesehen kann gesagt werden, dass ein zunehmender Einfluss des PE-Investors auf die Entwicklung des Unternehmens positiv auf die Nettorendite der PE-

Fonds wirkt. Bei differenzierter Betrachtung der Transaktionsphasen bleibt festzuhalten, dass je weiter die Zeitspanne zwischen Einflussnahme und Wirkung ausfällt, desto weniger stark sind die Einfluss-/Wirkungs-Beziehungen ausgeprägt. Der Einfluss des PE-Investors in frühen Phasen des Transaktionsprozesses lässt sich nur noch schwach einer Wirkung in späteren Transaktionsphasen zuordnen. Verantwortlich hierfür können Auswirkungen zeitlicher Veränderungen während des Transaktionsverlaufs oder eine Abschwächung der Wirkungen mit weiterem Voranschreiten des Transaktionsprozesses sein.

6 Gestaltungsempfehlungen für das Private Equity-Investment

6.1 Anforderungen an Gestaltungsempfehlungen

Gestaltungsempfehlungen für den Einfluss des PE-Investors zielen prinzipiell darauf ab, die durchschnittlichen Transaktionskosten zu senken, die Informationsasymmetrie gegenüber dem Unternehmer zu reduzieren und die Erfolgswirkungen im Transaktionsprozess zu steigern. Zusätzliche Transaktionskosten und Verbesserungen des Informationsstandes sind für den PE-Investor vertretbar, solange die daraus resultierenden Erfolgswirkungen für eine Überkompensierung sorgen (z.B. Steigerung der Nettorendite des PE-Fonds).

Für die Ableitung von Gestaltungsempfehlungen sind die Besonderheiten in den einzelnen Transaktionsphasen zu berücksichtigen, in denen der PE-Investor seinen Einfluss auf das Unternehmen geltend macht und in denen die Erfolgs-/Misserfolgswirkungen erwartet werden. Je weiter Einfluss und Wirkung im Transaktionsprozess auseinanderliegen, desto wichtiger, aber auch schwieriger wird die Antizipation der Einfluss-/Wirkungsbeziehungen. Zudem können sich die erwarteten Einfluss-/Wirkungsbeziehungen im zeitlichen Verlauf des Transaktionsprozesses ändern, so dass auch die erwarteten Wirkungen Änderungen unterliegen. Insofern müssen Gestaltungsempfehlungen eine hinreichende Flexibilität besitzen, um bei Änderungsbedarf erforderliche Gestaltungsanpassungen in einer bestimmten Transaktionsphase vornehmen zu können.

Schließlich können Gestaltungsempfehlungen für den Einfluss des PE-Investors nicht sämtliche unternehmer-, technologie- und branchenspezifischen Ausprägungen von Unternehmen berücksichtigen. Ebenso ist die Einflussnahme abhängig von der Entwicklungsphase, in denen sich das Unternehmen zum Einflusszeitpunkt befindet. Insofern sollen nachfolgend auf Basis der theoriegeleiteten Erkenntnisse (Transaktionskostentheorie und Principal-Agency-Theorie) und empirischen Erkenntnisse Gestaltungsansätze abgeleitet werden, die ggf. den spezifischen Gegebenheiten einer Transaktionssituation anzupassen sind.

6.2 Gestaltungsempfehlungen für die einzelnen Transaktionsphasen

6.2.1 Anbahnungsphase

In der Anbahnungsphase zielen Gestaltungsmaßnahmen des PE-Investors auf eine Verbreiterung der Informationsbasis, um relevante Unternehmen zu identifizieren und den vorvertraglichen Informationsstand über ein in Betracht kommendes Unternehmen zu reduzieren. Damit sollen die durchschnittlichen Anbahnungskosten gesenkt und die verbesserte Grundlage für spätere Erfolgswirkungen geschaffen werden.

Durch gezielte Ausweitung der Such- und Informationsquellen lassen sich die Erfolgswirkungen des PE-Investors durch Reduzierung der Informationsasymmetrie bei gleichzeitig unterproportionalem Anstieg der Anbahnungskosten verbessern. Hierfür kann der PE-Investor z.B. in Kontakte treten mit (vgl. auch Abbildung 64):

- anderen PE-Gesellschaften
- Industrieunternehmen
- Forschungseinrichtungen
- Inkubatoren

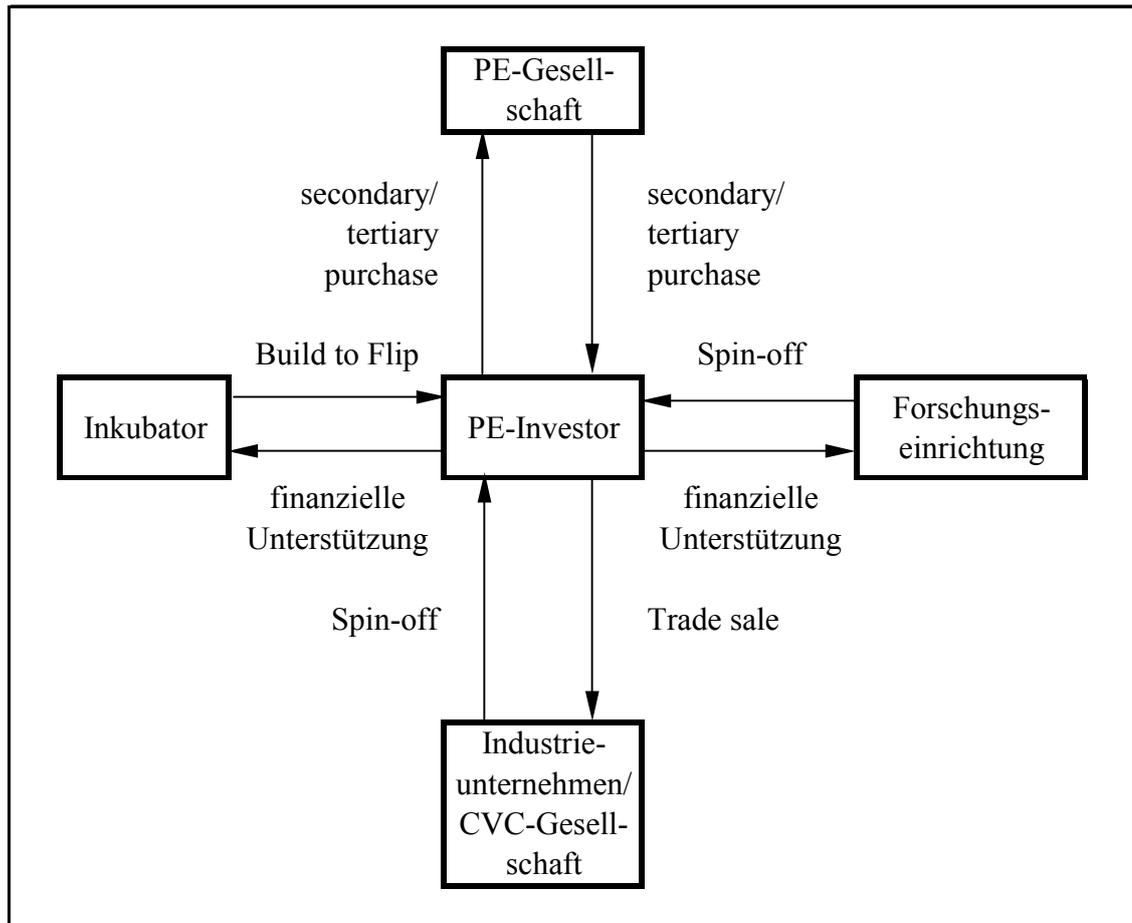


Abbildung 64: Kooperationen von PE-Investoren zur gezielten Erschließung von Such- und Informationsquellen

(Quelle: eigene Darstellung)

Vor dem Hintergrund, dass secondary und tertiary purchases aufgrund des Rückgangs der Börsengänge zunehmend an Bedeutung gewinnen²⁰⁹, kommen verstärkt andere PE-Gesellschaften als Nachfrager von Unternehmen in Betracht. Der Vorteil für den PE-Investor besteht darin, dass die veräußernde PE-Gesellschaft bereits ihre Informationsasymmetrie gegenüber dem Unternehmer reduziert hat. Dem PE-Investor muss es gelingen, auf den gleichen Informationsstand wie die veräußernde PE-Gesellschaft zu kommen. Der PE-Investor hat jedoch damit zu rechnen, dass die veräußernde PE-

²⁰⁹ So machten im Jahr 2005 secondary und tertiary purchases mit 21 % volumenmäßig den größten Anteil am gesamten Exit-Volumen aus. Vgl. BVK (2006), S. 12.

Gesellschaft relevante Informationen über Qualitäts- und Verhaltensmerkmale des Unternehmers nicht weitergibt oder sogar verfälscht. Um dennoch an die gewünschten Informationen zu gelangen wäre es für den PE-Investor denkbar, dass die veräußernde PE-Gesellschaft mit einem bestimmten Anteil an dem Unternehmen, etwa in Form eines co-Investments (Syndizierung), beteiligt bleibt.²¹⁰ Somit hat auch der Veräußerer Interesse an einer erfolgreichen Entwicklung des Unternehmens und ist eher bereit, die relevanten Informationen zu übermitteln. In einem weiteren Schritt kann der Kontakt auch zu einer vertiefenden Kooperation ausgebaut werden, indem weitere co-Investments eingegangen werden, bei denen auch der PE-Investor seinerseits Unternehmen an die PE-Gesellschaft veräußert. Damit lassen sich Risiken auf verschiedene PE-Investoren bzw. -Gesellschaften verteilen, was allerdings auch für die Chancen gilt. Durch Einbindung des PE-Investors in ein Netzwerk von PE-Gesellschaften kann er in starkem Maße seine Informationsasymmetrie gegenüber potentiellen Unternehmern reduzieren. Dafür fallen dann Transaktionskosten für das Networking an, um eine möglichst zentrale Position in einem dichten Netzwerk zu erreichen.²¹¹

Den Informationsstand des PE-Investors können auch Kontakte zu Industrieunternehmen verbessern, wenn diese im Rahmen eines Spin-off planen, eine Abteilung oder einen Unternehmensteil auszugliedern oder zu verselbständigen. Dazu gehören etwa ein (innovatives) Geschäftsfeld, das nicht mehr in die zukünftige Konzernstruktur des Industrieunternehmens passt oder in dem Unternehmen entstandene Innovationen, die aufgrund eingeschränkter Entwicklungsmöglichkeiten nicht weiter verfolgt werden sollen. Das Ausscheiden aus dem Unternehmensverbund erfolgt mit Wissen des Industrieunternehmens und beinhaltet mitunter auch finanzielle und beratende Unterstützung. Mit der Ausgliederung oder Verselbständigung wechseln oftmals die bisher hierfür verantwortlichen Mitarbeiter (auch Wissenschaftler) in das neu gegründete Unternehmen und übernehmen dabei einen Anteil an dem Unternehmen. Das Industrieunternehmen besitzt Informationen über Qualitäts- und Verhaltensmerkmale der übernommenen Mitarbeiter, die dem PE-Investor zunächst verborgen bleiben. Um dennoch an die relevan-

²¹⁰ Bei einer Syndizierung von zwei oder mehreren PE-Investoren übernimmt üblicherweise einer, der sog. Lead-Investor, die Konsortialführerschaft Vgl. Jesch (2004), S. 65-68; Leopold/Frommann//Kühr (2003), S. 159-160.

²¹¹ Vgl. Leopold/Frommann//Kühr (2003), S. 159-160.

ten Informationen zu gelangen, könnte das Industrieunternehmen weiterhin am ausgegliederten beteiligt bleiben und so selbst Interesse an einem Abbau der Informationsasymmetrie haben. Umgekehrt kann der PE-Investor auch seine als Beteiligungsobjekt gehaltenen Unternehmen im Rahmen eines Trade Sale an das Industrieunternehmen veräußern.²¹² Dadurch lassen sich gegenseitige Geschäftsbeziehungen aufbauen, die beiden sowohl als Beteiligungs- als auch Exit-Kanal dienen. Wie mit anderen PE-Gesellschaften kann der PE-Investor auch Kooperationen und co-Investments mit CVC-Gesellschaften – als konzerneigene Tochtergesellschaft eines Industrieunternehmens – eingehen und versuchen, sich ein dichtes Netzwerk mit solchen Gesellschaften aufzubauen und durch Networking eine möglichst zentrale Netzwerkposition zu erarbeiten.

Kontakte zu Forschungseinrichtungen bei der Suche nach Beteiligungsobjekten sind für PE-Investoren interessant, wenn innovative Unternehmen aus solchen Einrichtungen heraus gegründet werden. Innovationen, die innerhalb eines universitären oder außer-universitären Forschungsinstituts entwickelt worden sind, lassen sich so in Form eines Geschäftskonzepts vermarkten. Für den PE-Investor bietet sich die Möglichkeit, frühzeitig an den Forschungsergebnissen durch Erwerb von Anteilen an jungen Unternehmen teilzuhaben. Der bzw. die Wissenschaftler der Forschungseinrichtung, die die Intention in eine Innovation umgesetzt haben und auf die Unternehmensgründung übergehen, werden dann zu Unternehmern. Die Forschungseinrichtung besitzt relevante Informationen über Qualitäts- und Verhaltensmerkmale, die dem PE-Investor zunächst nicht bekannt sind. An diese Informationen kann der PE-Investor etwa über den Vorgesetzten (z.B. Institutsleiter) gelangen und zur Steigerung der Informationsbereitschaft die Forschungseinrichtung finanziell unterstützen. Durch Vernetzung mit verschiedenen Forschungseinrichtungen erhält der PE-Investor Zugang zu einem Forschungsnetzwerk und mithin aktuellen Forschungsergebnissen.²¹³

Kontakte zu Inkubatoren ermöglichen es dem PE-Investor, sich an inkubierten Unternehmen zu beteiligen. Ein Inkubator kann als Dienstleistungszentrum aufgefasst werden, der Unternehmen im frühesten Entwicklungsstadium ganzheitlich unterstützt (sog. Brutkastenprinzip). Je nach Initiatoren können förder-, forschungs-, ertrags-, strategi-

²¹² Vgl. Lorenz/Seeliger (2000), S. 658-662; Schmeisser (2000), S. 190.

²¹³ Vgl. Schumann (2005), S. 48-58.

sche und hybride Inkubatoren unterschieden werden. Merkmale von Inkubatoren sind Finanzierungs-, Standort-, Beratungs- und Vermittlungsfunktion. Sie stellen finanzielle Mittel, Sachmittel und Humanressourcen, Beratungsleistungen sowie Zusatzleistungen bereit und bietet damit ein breiteres Dienstleistungsspektrum als herkömmliche PE-Investoren an. Als Exit kommen für Inkubatoren zwei Strategien in Betracht. Beim Build to hold werden die inkubierten Unternehmen langfristig gehalten. Ziel dabei ist es, komplementäre Unternehmen unter dem Dach einer Holding zusammenzuführen, die untereinander kooperieren und am Markt agieren. Beim Build to flip werden die inkubierten Unternehmen eine bestimmte Zeit betreut (sog. „Brutdauer“), um sie „flügge“ wieder abzustößen. Inkubatoren sind somit eine gezielte Such- und Informationsquelle für PE-Investoren, zumal die inkubierten Unternehmen bereits die früheste Entwicklungsphase überstanden haben. Der Inkubator besitzt Informationen über Qualitäts- und Verhaltensmerkmale des bzw. der inkubierten Unternehmen, die für den PE-Investor relevant sind. Um auf eine Preisgabe dieser Informationen hinzuwirken, kann der PE-Investor Co-Investments mit Inkubatoren eingehen, so dass beide ein Interesse an einem gleichen Informationsstand über das Unternehmen haben, um die jeweiligen Erfolgsziele zu verfolgen. Übernimmt der Inkubator dabei die Management-Betreuung des Unternehmens (für eine gewisse Zeit) weiter, führt dies zu einer Entlastung der Management-Kapazitäten des PE-Investors. Daneben bietet sich dem PE-Investor zur Verbesserung der Informationsbereitschaft auch die Möglichkeit, z.B. öffentliche Inkubatoren finanziell zu unterstützen und dadurch eine gegenseitige Abhängigkeit zu schaffen. Durch Einbindung in ein dichtes Netzwerk von Inkubatoren mit möglichst zentraler Netzwerkposition erhält der PE-Investor Zugang zu einem großen Potential an Unternehmen, die bereits erste Entwicklungsphasen durchlaufen haben und weniger risikobehaftet sind.²¹⁴

Insgesamt betrachtet kann durch Kooperationen mit anderen PE-Investoren, Industrieunternehmen, Forschungseinrichtungen und Inkubatoren, die bereits Unternehmen halten bzw. aus denen Unternehmen hervorgegangen sind, der PE-Investor seine Erfolgswirkungen verbessern. Die Kooperationspartner übernehmen eine Art Filter- und Informationsfunktion für den PE-Investor und verbessern so die gezielte Suche nach geeig-

²¹⁴ Vgl. Hering/Vincenti/Heinle (2002), S. 615-618; Achleitner/Engel (2001), S. 77-82; Engelmann (2000), S. 329-334

neten Unternehmen sowie die gezielte Informationsbeschaffung. Sie besitzen als Such- und Informationsquelle bereits Informationen über Qualitäts- und Verhaltensmerkmale des bzw. der Unternehmer, die dem PE-Investor die Selektion einer großen Anzahl von potentiellen Unternehmen erleichtert. Die Management-Kapazitäten des PE-Investors werden entlastet und stehen anderweitig zur Verfügung. Die freiwerdenden Kapazitäten können etwa dazu genutzt werden, die Management-Unterstützung für potentielle Beteiligungsobjekte zu antizipieren, um im Fall einer Beteiligung die kapazitative Belastung der zukünftigen Management-Unterstützung abzuschätzen.

Die zentrale Einbindung in dichte Netzwerke mit potentiellen Kooperationspartnern ermöglicht dem PE-Investor in der Anbahnungsphase eine signifikante Verringerung seiner Such- und Informationskosten, die jedoch in angemessenem Verhältnis zu den Transaktionskosten für das Networking stehen müssen. Je mehr die Such- und Informationsaktivitäten auf die mit dem PE-Investor vernetzten Kooperationspartner übertragen werden, desto stärker ist die Integration des Kooperationspartners in den Transaktionsprozess. Das kann Kooperationsprobleme hervorrufen, die Gegenstand weiterer Forschungsansätze wären (vgl. auch Abschnitt 6.3).

6.2.2 Vereinbarungsphase

In der Vereinbarungsphase zielen Gestaltungsmaßnahmen des PE-Investors auf eine Senkung der durchschnittlichen Vereinbarungskosten, eine Reduzierung der vorvertraglichen Informationsasymmetrie und eine Verbesserung der Grundlage für spätere Erfolgswirkungen. Dazu hat der PE-Investor die Durchführung der Due Diligence und die vertraglichen Vereinbarungen erfolgswirksam zu gestalten.

In der Vereinbarungsphase sollte der PE-Investor bei der Due Diligence verstärkt auf ein Signalling des Unternehmers hinwirken, indem eine Konkurrenzsituation zwischen den in Betracht kommenden Unternehmen als potentielle „Motivationshilfe“ geschaffen wird. Dies kann etwa geschehen, indem der PE-Investor alle potentiellen Beteiligungsobjekte anonym über die jeweiligen Wettbewerber informiert. Dem Unternehmer wird dann Gelegenheit gegeben, sich gegenüber den Merkmalen der konkurrierenden Unternehmen argumentativ hervorzuheben. Daneben lässt sich eine solche Konkurrenzsituation auch in Form eines Assessment Center herstellen, wie es bei der Auswahl von

Fach- und Führungskräften zum Einsatz kommt. Die Unternehmer treffen unmittelbar aufeinander, lösen einzeln oder in der Gruppe bestimmte Aufgaben und werden in Einzel- oder Gruppeninterview befragt. Dabei lässt sich das Verhalten und Handeln durch Erfassung der relevanten Qualitäts- und Verhaltensmerkmale beobachten, um das persönliche Potential der Unternehmer systematisch erfassen zu können. *Hücker/Scherer* nennen den kognitiven, motivationalen, emotionalen, interpersonellen und professionellen Bereich als Kategorienprofil des persönlichen Potentials von Unternehmern. Den einzelnen Bereichen ordnen sie ausgewählte Eigenschaften und Fähigkeiten zu, die es durch geeignete Erfassungsmethoden während des Assessment-Verfahrens zu ermitteln gilt.²¹⁵ Der PE-Investor erstellt vor dem Assessment ein Idealprofil, an dem die angewandten Erhebungsinstrumente auszurichten sind und dem die in Betracht kommenden Unternehmer am nächsten kommen sollen. Während des Assessment können auch durch Self Selection relevante Informationen in Erfahrung gebracht werden, wie sich der Unternehmer verhalten würde, wenn der PE-Investor einen bestimmten Einfluss auf das Unternehmen ausübt. So werden einige Unternehmer nicht bereit sein, auf ein Stage Financing als Finanzierungsdesign einzugehen. Damit verfehlt das Setzen von Anreizen bei solchen Unternehmern seine Wirkung, was der PE-Investor als Indiz für geringe Leistungsbereitschaft auf Basis von Zielvereinbarungen werten kann. Zugleich lassen sich Rückschlüsse auf die Qualitätsmerkmale des Unternehmers ziehen, da er sich offenbar die Erreichung von Zwischenzielen aufgrund unzureichender Qualifikation selbst nicht zutraut.²¹⁶

Durch Einsatz moderner IuK-Technologie können die persönlichen Profile der Unternehmer erstellt und automatisch mit dem Zielprofil abglichen werden.²¹⁷ Die Durchführung kann der PE-Investor selbst vornehmen oder ein darauf spezialisiertes Unternehmen beauftragen. Den dabei anfallenden Transaktionskosten müssen Erfolgswirkungen in der Form gegenüberstehen, dass eine bessere Auswahl als ohne systematisches Assessment persönlicher Potentiale der Unternehmer getroffen wird.

²¹⁵ Vgl. ausführlich Hücker/Scherer (2000), S. 534-537.

²¹⁶ Vgl. Kressin (2003), S. 124.

²¹⁷ Beispiel hierfür ist das Computergestützte Assessment des Persönlichen Potentials. Vgl. Hücker/Scherer (2000), S. 537.

Anhand der Ergebnisse der Due Diligence kann der PE-Investor Defizite des Unternehmers und in den einzelnen Unternehmensbereichen (Unternehmensführung, Marketing, Produktion, Beschaffung, F&E und Rechnungswesen/Controlling) erkennen. Für den Fall einer Beteiligung sollte der PE-Unternehmer bereits in der Vereinbarungsphase konkrete Planungen hinsichtlich des erwarteten Bedarfs an Management-Unterstützung anstellen (z.B. Dauer, Häufigkeit und Intensität der Betreuung) und diese mit den Planungen für die bereits gehaltenen Beteiligungsobjekte abstimmen. Dadurch lassen sich frühzeitig Engpässe der Management-Kapazitäten für bestimmte Beratungsbereiche erkennen, die im Beteiligungsfall rechtzeitig zu beseitigen sind. Zudem ermöglicht die Planung der Einflussnahme des PE-Investors, unter Annahme von Einfluss-Wirkungsbeziehungen schon in der Vereinbarungsphase Rückschlüsse auf erwartete Erfolgswirkungen zu ziehen.²¹⁸

Bei der Gestaltung des Beteiligungsvertrages sollte der PE-Investor verstärkt Einfluss auf Vereinbarungen zu Anreiz- und Sanktionsmaßnahmen nehmen. Dies gilt für Informations- und Kontrollrechte, stufenweise Form der Finanzmittelbereitstellung sowie Garantien- und Wohlverhaltensklauseln. Die Informationsrechte sollten neben der Festlegung der Informationsübermittlung (insb. Form, Übertragungsweg und -zeitpunkte) auch ein Kündigungsrecht beinhalten, dass bei Übermittlung falscher Informationen sanktionierend wirkt. Für den Unternehmer wird so ein Anreiz geschaffen, Informationen vor deren Übertragung auf Korrektheit, Plausibilität und Vollständigkeit zu überprüfen. Bei den Kontrollrechten sollte der Einsatz von Negativklauseln, die dem Unternehmer bestimmte Handlungen verbieten, auf elementare Unternehmensrisiken beschränkt bleiben, da ansonsten der Entscheidungs- und Entfaltungsfreiraum des Unternehmers zu stark eingeschränkt und reglementiert wird. Stattdessen bieten sich Mitspracherechte an, bei denen eine Zustimmungspflicht des PE-Investors besteht. Dabei kann er seine Managementunterstützung gezielt einbringen und den Unternehmer falls erforderlich umstimmen, um auf die Erreichung der Erfolgsziele des PE-Investors hinzuwirken. Mittels Garantieverprechen lässt sich der Unternehmer in Haftung nehmen, was den Anreiz zur korrekten, plausiblen und vollständigen Darstellung aller relevanten Angaben und Umstände weiter verstärkt. Zur Besicherung bietet sich die Übertragung der

²¹⁸ Ähnlich in Schefczyk (2000), S. 363-364.

vom Unternehmer gehaltenen Anteile an, da der Unternehmer seine ganzen finanziellen Mittel meist in das Unternehmen investiert hat. Durch Wohlverhaltensklauseln kann der Unternehmer auf die Einhaltung der Treue- und Sorgfaltspflichten, z.B. ordnungsgemäße Unternehmensführung und Rechnungslegung nach den gesetzlichen Bestimmungen, verpflichtet werden. Ein Verstoß dagegen ist vertraglich zu sanktionieren.²¹⁹

6.2.3 Abwicklungsphase

In der Abwicklungsphase zielen Gestaltungsmaßnahmen auf eine Verringerung der durchschnittlichen Abwicklungskosten, eine Reduzierung nachvertraglicher Informationsasymmetrien und die Umsetzung der erwarteten Erfolgswirkungen.

Der PE-Investor sollte verstärkt auf einen Know how- und Erfahrungsaustausch zwischen den Beteiligungsobjekten hinwirken. Dies ist umso eher möglich, je homogener die Beteiligungsobjekte hinsichtlich Technologie, Branche, Geschäftskonzept u.ä. Geschäftsmerkmale sind. Eine hohe Homogenität des Unternehmens im PE-Fonds bedeutet allerdings ein hohes Risikopotential, so dass eine Risikostreuung nur bedingt möglich ist. Gleichzeitig steigen die Anforderungen an das Risikomanagement des Fonds, da gleichartige Risiken bei mehreren Unternehmen wirken (z.B. Branchen- oder Technologierisiken). Grundsätzlich stehen zwei Optionen für den Know how- und Erfahrungsaustausch innerhalb des PE-Fonds zur Verfügung (vgl. Abbildung 65):

1. Der PE-Investor fungiert als zentrale Drehscheibe für den Fondsweiten Know how- und Erfahrungstransfer zwischen den Beteiligungsobjekten und steuert dabei gezielt den Austausch von Informationen.
2. Der PE-Investor stellt den unmittelbaren Kontakt zwischen den Beteiligungsobjekten her ohne steuern auf den Know how- und Erfahrungsaustausch Einfluss zu nehmen.

²¹⁹ Vgl. Heitzer (2006), S. 516-518; Leopold/Frommann/Führ (2003), S. 139-141..

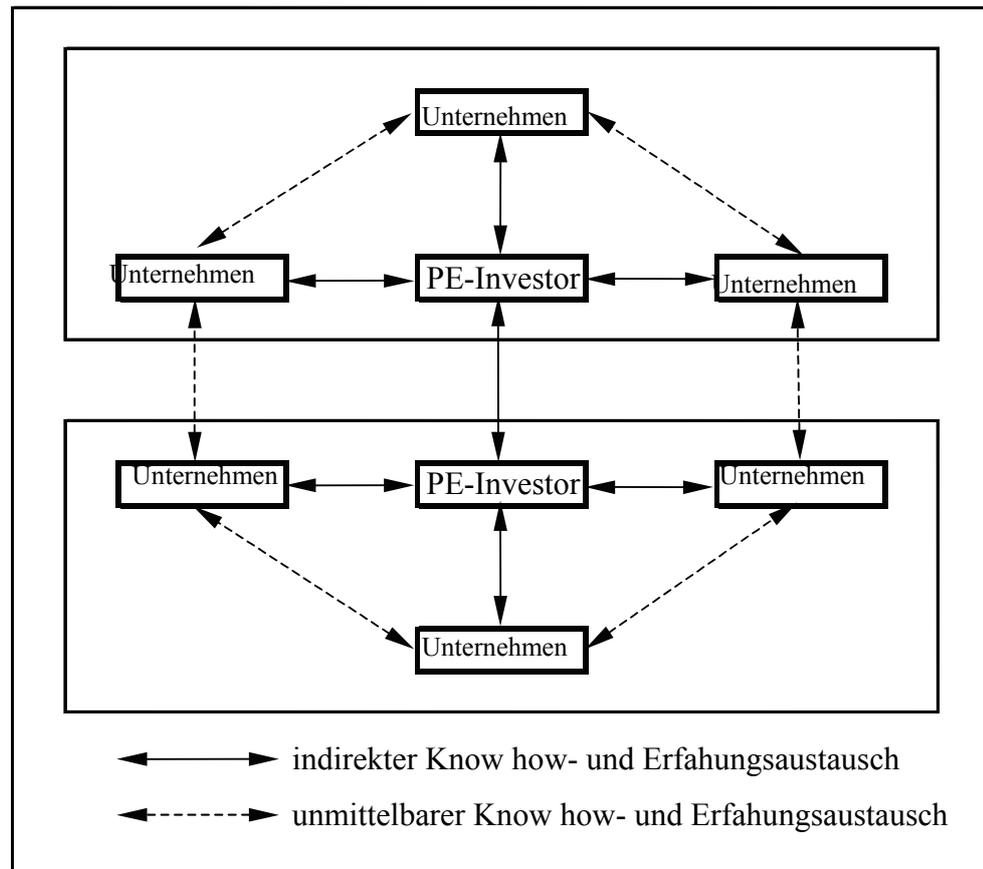


Abbildung 65: Formen des Know how- und Erfahrungstransfers innerhalb eines PE-Fonds und Fondsübergreifend (schematisch)

(Quelle: eigene Darstellung)

Im ersten Fall treten die Beteiligungsobjekte nicht direkt in Kontakt miteinander. Vielmehr kanalisiert der PE-Investor die Informationen und versorgt die Beteiligungsobjekte zielgerichtet. Der PE-Investor übernimmt eine Art Filterfunktion, so dass die Unternehmen nicht mit einer Informationsflut überfrachtet werden. Gegebenenfalls muss der PE-Investor vorher die Informationen aufbereiten, um sie an die konkreten Erfordernisse eines Beteiligungsobjekts anzupassen. Durch zentrale Speicherung des Fondsweiten Know hows und Erfahrungswissens in einer Datenbank kann der PE-Investor unter Einsatz leistungsfähiger Zugriffssoftware mit entsprechenden Selektionsfunktionen Informationen beliebig oft und jederzeit den Unternehmen zur Verfügung stellen. Zudem erhält der PE-Investor Rückmeldung, ob die übermittelten Informationen beim Beteiligungsobjekt die erwarteten Erfolgswirkungen hervorgerufen haben.

Im zweiten Fall wird der PE-Fonds von unterstützenden Aufgaben entlastet, da die direkt kommunizierenden Beteiligungsobjekte gegenseitig Informationen austauschen und unmittelbar vom Know how und den Erfahrungen des Kommunikationspartners profitieren. Dies gilt insbesondere bei hoher Spezifität der zu übermittelnden Informationen, die vom PE-Investor nur bedingt beurteilt und transferiert werden können. Durch Kooperation von zwei oder mehrere Unternehmen können auch Synergieeffekte auf horizontaler oder vertikaler Ebene realisiert werden. Beispiele hierfür sind die Belieferung eines innovativen jungen Unternehmens mit technologischen Vorprodukten oder die gemeinsame Vermarktung sich technologisch ergänzender Innovationen. Eine Kanalisierung über den PE-Investor würde das Fondsmanagement überlasten, da ein permanenter Informationsaustausch zwischen den kooperierenden Unternehmen erforderlich ist. Aufgabe des PE-Investors ist es, die Realisierung der erwarteten Synergieeffekte zu überwachen und bei auftretenden Koordinationsproblemen unterstützend einzugreifen. Mit zunehmender Intensivierung der Zusammenarbeit zwischen den Beteiligungsobjekten lässt sich auch eine Unternehmenseinheit formen, die dem PE-Investor beim Exit einen höheren Verkaufspreis erbringt als bei einzelner Veräußerung.

Bei kooperierenden PE-Investoren besteht zudem die Option, dass Know how und Erfahrungen zwischen den Beteiligungsobjekten unterschiedlicher PE-Fonds ausgetauscht werden (vgl. Abbildung 64). Auch hier kann der Transfer über die beteiligten PE-Investoren mit der Möglichkeit der Steuerung der Informationsflüsse erfolgen. Oder die Beteiligungsobjekte unterschiedlicher PE-Investoren treten unmittelbar in Kontakt. Die am Informationsaustausch beteiligten PE-Investoren bzw. Unternehmen können von einer breiteren Know how- und Erfahrungsbasis sowie größeren Synergiepotentialen profitieren. Allerdings erfordert dies einen erhöhten Übermittlungs- und Koordinationsaufwand der beteiligten PE-Investoren.

6.2.4 Anpassungsphase

In der Anpassungsphase zielen Gestaltungsempfehlungen auf eine intensivere Kontrolle des Unternehmens sowie die rechtzeitige Initiierung und Umsetzung von Anpassungsmaßnahmen. Damit sollen die durchschnittlichen Anpassungskosten gesenkt, die nach-

vertragliche Informationsasymmetrie reduziert und die Realisierten Erfolgswirkungen abgesichert werden.

Das Screening des Unternehmens durch den PE-Investor wird nach der empirischen Untersuchung stark von der Durchführungskontrolle dominiert. Hingegen findet die Prämissenkontrolle und vor allem die strategische Überwachung auf Basis schwacher Signale weniger Beachtung. Alle drei Kontrollarten sollten gleichermaßen berücksichtigt und in ein Risiko- und Chancenmanagement zur Überwachung der Erfolgs-/Misserfolgswirkungen integrierten werden. Der PE-Investor nutzt hierfür seine Kenntnisse und Erfahrungen, die er durch Portfoliobildung und Spezialisierung (Risiko- und Chancenmanagement auf Markoebene) sowie durch Such-, Informations-, Auswahl- und Bewertungsprozesse, Finanzierungsstrukturierungen und Management-Unterstützung (Risiko- und Chancenmanagement auf Mikroebene) gesammelt hat.²²⁰ Dafür sind die Chancen und Risiken auf Ebene der einzelnen Beteiligungsobjekte zu erfassen und deren Wirkungen auf die Risiken und Chancen der PE-Fond-Ebene aufzuzeigen. Geht das Chancen- und Risikomanagement auf Mikroebene im Laufe der Anpassungsphase vom PE-Investor auf die Führung des Unternehmens über, bedeutet dies eine Entlastung für das Fondsmanagement. Allerdings ist der PE-Investor darauf angewiesen, dass das Unternehmen selbst die Gültigkeit der gesetzten Prämissen, die Erreichung der vertraglich vereinbarten Zwischenziele und Verifizierung schwacher Signale vornimmt. Die elektronische Vernetzung zwischen dem Risiko- und Chancenmanagement auf Ebene des PE-Fonds und der einzelnen Beteiligungsobjekte gewährleistet, dass der PE-Investor zeitnah auf die chancen- und risikorelevanten Informationen des Unternehmens zugreifen kann. Dies erlaubt es ihm, bei Auftreten von Fehlentwicklungen frühzeitig Anpassungsmaßnahmen zu initiieren bzw. auf eine Initiierung durch den Unternehmer hinzuwirken. Häufige Initiierungen, die empirisch zu verbesserten Erfolgswirkungen führen, sind dem innovativen Umfeld geschuldet, in dem sich ein Unternehmen bewegt.

²²⁰ Vgl. Hendel (2001), S. 353-380. Zu Controllingsystemen von VC-Gesellschaften vgl. Basen/Gröne (2003), S. 293-299. Zum Risikomanagement von VC-Gesellschaften

Zur Realisierung von Anpassungsmaßnahmen sollte der PE-Investor verstärkt seinen Einfluss geltend machen. Häufige Anpassungserfordernisse erfordern eine schnelle Umsetzung, die der PE-Investor durch Management-Unterstützung forcieren kann. Gleichzeitig sollten Anreiz- und Sanktionsmechanismen für den Unternehmer ergänzend eingesetzt werden, indem die Umsetzung von Anpassungsmaßnahmen belohnt (z.B. Bereitstellung weiterer Finanzmittel oder Management-Unterstützung) und die Nicht-Umsetzung sanktioniert (z.B. Kündigung des Beteiligungsvertrages oder Übertragung von Gründeranteilen an den PE-Investor) wird. Im Hinblick auf die empirisch zu beobachtende stärkere Erfolgswirkungen von Anreizen, ist ein stärkeres Gewicht auf motivierende Elemente zu legen.

6.2.5 Schlussphase

In der Schlussphase zielen Gestaltungsempfehlungen auf die richtige Wahl des Exit-Zeitpunktes und der Exit-Form. Damit sind die durchschnittlichen Desinvestitionskosten zu senken, die nachvertragliche Informationsasymmetrie zu reduzieren und die Erfolgswirkungen zu realisieren.

Der optimale Exit-Zeitpunkt wird erreicht, wenn sich mit einer Exit-Form die erwarteten Erfolgswirkungen vollständig realisieren und damit die Erfolgsziele des PE-Investors erreichen lassen. Dazu ist eine permanente Beobachtung des Exit-Umfelds erforderlich, um die Kaufbereitschaft potentieller Investoren in Erfahrung zu bringen. Sofern das Börsenumfeld für ein IPO kaum attraktiv erscheint, bieten Secondary/Tertiary Purchases und Trade Sales alternative Exit-Optionen. Dabei erweisen sich bestehende Kooperationen mit anderen PE-Gesellschaften oder Industrieunternehmen als hilfreich, indem die Suche nach Käufern weniger aufwendig ausfällt und die Verhandlungen auf Basis von Kooperationsbeziehungen gezielter ablaufen. Die zentrale Einbindung in ein dichtes Netzwerk von PE-Gesellschaften und Industrieunternehmen als potentielle Käufer erhöht die Wahrscheinlichkeit für den PE-Investor, einen geeigneten Exit-Partner zu finden und Erfolgswirkungen zu realisieren. Co-Investments bieten dem PE-Investor die Möglichkeiten, seine Anteile an den oder die Co-Investoren zu veräußern. Dadurch entfällt einerseits die Suche nach Kaufkandidaten, was die Desinvestitionskosten für den PE-Investor verringert. Zum anderen ist die Informationsa-

symmetrie zwischen Verkäufer und Käufer relativ gering, so dass die Verkaufs- bzw. Kaufpreisvorstellungen weniger stark auseinander fallen, die Verhandlungen zügig geführt werden können und der PE-Investor die Erfolgswirkungen in kurzer Vereinbarungszeit realisiert.

In jedem Fall sollte der Unternehmer möglichst früh in den Exit-Prozess einbezogen werden. Einfluss kann der PE-Investor hier ausüben, indem er durch Anreiz- und Sanktionsmaßnahmen auf eine kooperative Mitwirkung beim Exit hinwirkt. Dies gilt etwa für die Präsentation und die Informationsbereitschaft des Unternehmers gegenüber eines potentiellen Käufers der vom PE-Investor gehaltenen Anteile. Schließlich ist der Unternehmer an einem hohen Verkaufspreis interessiert, denn dadurch gewinnen auch die vom Unternehmer gehaltenen Anteile an Wert.

7 Schlussbetrachtung

Zielsetzung der vorliegenden Arbeit war es, eine theoriegeleitete und empirische Analyse des Einflusses und der Wirkung von Private Equity auf den Erfolg von Unternehmen durchzuführen. Auf Basis der theoretischen und empirischen Erkenntnisse wurden Maßnahmen zur Gestaltung von Private Equity-Investments abgeleitet, welche die Voraussetzung für die erfolgreiche Entwicklung von Unternehmen aus Sicht von PE-Investoren schaffen.

Zusammenfassend ergeben sich folgende Erkenntnisse aus der Einfluss-/Wirkungs-Analyse und der Ableitung von Gestaltungsempfehlungen:

1. Private Equity beschreibt eine Form der zeitlich begrenzten Bereitstellung von Beteiligungskapital zur Eigenkapitalfinanzierung von kleinen und mittleren Unternehmen. Gegenüber Public Equity, das auf Beteiligungskapital für börsennotierte Unternehmen abzielt, bezeichnet Private Equity außerbörsliches Beteiligungskapital für nicht börsennotierte Unternehmen. Untergruppen von Private Equity sind Venture Capital, Buy outs, Mezzanine Capital und Secondary/Tertiary Purchase.

2. Auf dem Markt für Private Equity treffen Anbieter und Nachfrager von außerbörslichem Beteiligungskapital aufeinander. Nachfrager sind Unternehmen und etablierte Mittelstandsunternehmen. Auf Anbieterseite ist zwischen informellen und formellen Beteiligungskapitalgebern zu unterscheiden. Der formelle PE-Markt, auf dem institutionelle Finanzinvestoren, Industrieunternehmen und institutionelle Finanzintermediäre agieren, ist im Unterschied zum informellen PE-Markt, der von Founder, Family und Friends, Management-/Mitarbeiterbeteiligungen sowie aktiven und passiven Privatinvestoren geprägt wird, relativ stark institutionalisiert und organisiert.
3. Die Beurteilung des Erfolgs von Unternehmen hängt von den subjektiven Erfolgszielen des bzw. der Unternehmer und dem PE-Investor ab. Kennzeichnend für den Unternehmenserfolg sind neben unternehmensbezogenen Interessen in verstärktem Maße auch persönliche Motive. PE-Investoren handeln stärker renditeorientiert, da sie gegenüber ihren Kapitalgebern verpflichtet sind, eine risikoadäquate Rendite zu erwirtschaften.
4. Die Beteiligung eines PE-Investors an einem Unternehmen kann basierend auf der Transaktionskostentheorie als ein Transaktionsprozess aufgefasst werden. Der Transaktionsprozess lässt sich in die drei Bereiche Matching, Betreuung und Exit unterteilen, denen wiederum phasenbezogen die Anbahnung-, Vereinbarungs-, Abwicklungs-, Anpassungs- und Schlussphase zuzuordnen sind.
5. Die Anbahnungsphase beinhaltet die Suche nach Transaktionspartnern und die Beschaffung von relevanten Informationen. Der Unternehmer sucht nach PE-Investoren, um den lebenszyklusspezifischen Kapitalbedarf und Bedarf an Management-Unterstützung zu decken. Der PE-Investor sucht nach Unternehmen, die seine risikoadäquaten Renditeforderungen erfüllen. Die Suche und Informationsbeschaffung kann über formelle und informelle Such- bzw. Informationsquellen erfolgen.
6. In der Vereinbarungsphase treffen die Transaktionspartner ihre Entscheidung und verhandeln über den Beteiligungsvertrag. Der Unternehmer weist dabei die Beteiligungswürdigkeit durch einen Businessplan und die persönliche

Präsentation seines Unternehmens nach, während PE-Investoren die Beteiligungswürdigkeit mittels Due Diligence und Bewertung des Unternehmens prüfen.

7. In der Abwicklungsphase nimmt der Unternehmer die finanzielle und beratende Unterstützung des PE-Investors in Anspruch. Je nach Intensität der Einflussnahme kann der PE-Investor eine hands off-, reactive- oder hands on-Betreuung vornehmen. Davon hängt ab, in welchem Umfang sich ein Added Value generieren lässt.
8. In der Anpassungsphase soll die Realisierung des Businessplans sichergestellt werden. Fehlentwicklungen sind frühzeitig durch eine Prämissen-, Durchführungskontrolle und strategische Überwachung zu identifizieren, um geeignete Anpassungen der Geschäftsplanung vorzunehmen.
9. In der Schlussphase bestimmt der PE-Investor Zeitpunkt und Form des Exit, um die Erfolgswirkungen zu realisieren bzw. die Misserfolgswirkungen in Grenzen zu halten. Als Exit-Optionen stehen Börsengang, Trade Sale, Secondary/Tertiary Purchase, Share Buy Back und Liquidation/Insolvenz zur Verfügung.
10. Der Transaktionsprozess ist durch Verhaltensannahmen gekennzeichnet, die auf beschränkter Rationalität der Transaktionspartner in Verbindung mit Unsicherheit/Komplexität sowie auf Opportunismus der Transaktionspartner in Verbindung mit Spezifität beruhen. Beschränkte Rationalität wird für den PE-Investor (unsicheres und komplexes Unternehmenskonzept) und Unternehmer (unsicheres und komplexes Finanzierungs- und Betreuungskonzept) zum Problem, wenn die Grenze der Informationsverarbeitungskapazitäten und Kommunikationsfähigkeit in einem unsicheren und komplexen Umfeld erreicht ist. Opportunistisches Verhalten als Folge von individueller Nutzenmaximierung führt bei hoher Spezifität zu Problemen für den PE-Investor (Sach- und Humankapitalspezifität der Gründung) und Unternehmer (Spezifität des Finanzierungs- und Betreuungskonzepts).
11. Beschränkte Rationalität in Verbindung mit Unsicherheit/Komplexität und Opportunismus in Verbindung mit Spezifität verursachen beim PE-Investor

und Unternehmer in den einzelnen Transaktionsphasen Anbahnungs-, Vereinbarungs-, Abwicklungs-, Anpassungs- und Desinvestitionskosten. In der Anbahnungsphase sind dies Such- und Informationskosten, um den Zustand unvollständiger Information zu verbessern. In der Vereinbarungsphase fallen für den Unternehmer Kosten zur Konzeptionierung, Erstellung und Präsentation des Businessplans an, während die Durchführung der Due Diligence und die Bewertung von dem Unternehmen beim PE-Investor Kosten verursacht. Hinzu kommen für beide Transaktionspartner Verhandlungskosten für Verhandlungsvorbereitungen, -führung und Vertragsgestaltung. Abwicklungskosten fallen für den PE-Investor mit Bereitstellung der Management-Unterstützung an. Bei dem Unternehmen entstehen Kosten, um den laufenden Informations-, Mitsprache- und Mitwirkungspflichten des PE-Investors nachzukommen. Anpassungskosten des PE-Investors stehen in Zusammenhang mit der Wahrnehmung der Kontrollaktivitäten und der Initiierung von Anpassungsmaßnahmen bei Zielverfehlungen. Für den Unternehmer fallen Kosten für die Mitwirkung bei der Kontrolle und die Umsetzung von Anpassungsmaßnahmen an. Die Desinvestitionskosten des PE-Investors umfassen die Beobachtung des Exit-Umfelds und die Suche nach potentiellen Käufern für die gehaltenen Anteile. Für das Unternehmen fallen mit dem Ausstieg des PE-Investors Kosten für die Substitution der bisher überlassenen Finanzmittel und in Anspruch genommenen Managementunterstützungen an.

12. Nach der Principal Agency Theorie stehen der PE-Investor als Principal (Auftraggeber) und der Unternehmer als Agent (Auftragnehmer) in Beziehung. Probleme für den PE-Investor ergeben sich aus der vor- und nachvertragliche Informationsasymmetrie gegenüber dem Unternehmer (Hidden information und Hidden Characteristics vor Vertragsabschluss und Hidden Action und Hidden Intention nach Vertragsabschluss), da er die Qualitäts- und Verhaltensmerkmale des Unternehmers nur bedingt erkennen kann. Maßnahmen zur Reduzierung der Informationsasymmetrie vor Vertragsabschluss sind Screening und Self Selection durch den PE-Investor und Signalling durch den Unternehmer, während nach Vertragsabschluss das Monitoring

durch den PE-Investor und der Interessenausgleich zwischen PE-Investor und Unternehmer zur Verfügung stehen.

13. Für den Erfolg/Misserfolg von Unternehmen sind vor allem die Erfolgs-/Misserfolgswirkungen verantwortlich, die maßgeblich Einfluss auf den Unternehmenserfolg/-misserfolg haben. Dabei sind besonders die sensiblen Faktoren von Bedeutung, bei denen relativ kleine Änderungen zu verhältnismäßig großen Erfolgs-/Misserfolgswirkungen führen. Unternehmensinterne Erfolgs-/Misserfolgswirkungen sind Unternehmer / Managementteam, Geschäftskonzept und Konzeptumsetzung. Zu den unternehmungsexternen Erfolgs-/Misserfolgswirkungen zählt die finanzielle Unterstützung und Managementbetreuung des PE-Investors.
14. In den einzelnen Transaktionsphasen kann der PE-Investor mehr oder minder Einfluss auf die unterschiedlichen Bereiche des Unternehmens (Unternehmensführung, Marketing, Produktion, Beschaffung, F&E und Rechnungswesen/Controlling) nehmen. Fungiert der PE-Investor dabei steuernd als zentrale Drehscheibe für den Know-how- und Erfahrungstransfer zwischen den gehaltenen Beteiligungsobjekten des PE-Fonds, lassen sich erfolgswirksame Synergieeffekte realisieren.
15. Die Wirkung der Einflussnahme des PE-Investors wird durch Einfluss-/Wirkungsbeziehungen, die im zeitlichen Verlauf Änderungen unterliegen können, bestimmt. Bedingt durch die Schwierigkeit die unterschiedlichen Einflussmöglichkeiten den verschiedenartigen Wirkungen in einem innovativen Umfeld zuzuordnen liegen sehr komplexe und unsichere Beziehungen vor. Zudem wirkt der Einfluss des PE-Investors erst mit zeitlicher Verzögerung auf das Unternehmen, was die Problematik verschärft.
16. Das Eintreten der Erfolgs-/Misserfolgswirkungen hängt von den Phasen des Transaktionsprozesses ab, in denen der PE-Investor seinen Einfluss geltend macht. Im Hinblick auf die Planung der Einflussnahme durch den PE-Investor sind die erwarteten Einfluss-/Wirkungsbeziehungen in den Transaktionsphasen und transaktionsphasenübergreifend zu bestimmen. Liegen Ein-

fluss und Wirkung in unterschiedlichen Transaktionsphasen müssen die in einer späteren Transaktionsphase auftretenden Wirkungen antizipiert werden.

17. Empirisch konnte gezeigt werden, dass die Einflussnahme des PE-Investors in den einzelnen Transaktionsphasen positiv wirkt. Mit zunehmendem Einfluss verbessern sich mehr oder minder die Erfolgswirkungen. Dabei ist der Zusammenhang umso ausgeprägter, je näher Einfluss und Wirkung innerhalb des Transaktionsprozesses zeitlich beieinander liegen.
18. Gestaltungsempfehlungen für den Einfluss des PE-Investors zielen darauf ab, die durchschnittlichen Transaktionskosten und die Informationsasymmetrien in den einzelnen Transaktionsphasen zu senken und die Erfolgswirkungen zu verbessern. Dabei sind die Besonderheiten der einzelnen Transaktionsphasen zu berücksichtigen, in denen der PE-Investor seinen Einfluss auf das Unternehmen ausübt und in denen die Erfolgs-/Misserfolgswirkungen zu erwarten sind. Zusätzliche Transaktionskosten und Verbesserungen des Informationsstandes bleiben für den PE-Investor vorteilhaft, soweit eine Überkompensierung durch die daraus resultierenden Erfolgswirkungen stattfindet.

7.1 Ansätze für weiterführende Forschungen

Auf Basis der Erkenntnisse der vorliegenden Arbeit ergeben sich weitere Forschungsansätze, um die Relevanz von Private Equity für erfolgreiche Unternehmen umfassend zu beschreiben und erklären zu können.

Im Rahmen dieser Arbeit wurde die Wirkung des Einflusses des PE-Investors auf dessen Erfolg/Misserfolg untersucht, wobei der Erfolg anhand der Nettorendite des PE-Fonds festgemacht wurde. Neben dieser Einfluss-/Wirkungs-Beziehung ergeben sich drei weitere Fragestellungen:

- Welche Wirkung hat der Einfluss des PE-Investors auf den Erfolg/Misserfolg des Unternehmers?
- Welche Wirkung hat der Einfluss des Unternehmers auf den Erfolg/Misserfolg des PE-Investors?
- Welche Wirkung hat der Einfluss des Unternehmers auf dessen finanziellen Erfolg/Misserfolg?

Im Hinblick auf die Erreichung einer Win-Win-Situation für PE-Investor und Unternehmer ist der Einfluss beider Transaktionspartner derart zu gestalten, dass daraus jeweils Erfolgswirkungen resultieren. Gelingt es, die eigenen Erfolgsziele zu erreichen, ohne dabei den anderen Transaktionspartner zu übervorteilen, kann die Gefahr durch opportunistisches Verhalten reduziert werden.

Die empirische Untersuchung beschränkte sich auf formelle PE-Investoren und hier speziell auf PE-Gesellschaften als Untersuchungsobjekt. Weiterführende Forschungsarbeiten können auf andere formelle PE-Investoren (Institutionelle Finanzinvestoren und Industrieunternehmen) und auf informelle PE-Investoren (insb. Business-Angel) ausgeweitet werden. Dadurch lassen sich bestehende investorentypische Besonderheiten der Einflussnahme, der Einfluss-/Wirkungsbeziehungen und der Erfolgs-/Misserfolgswirkungen identifizieren, aus denen wiederum investorentypische Gestaltungsempfehlungen für den Einfluss auf Unternehmen abzuleiten sind.

Durch Einbeziehung von Kooperationspartnern, wie PE-Gesellschaften, Industrieunternehmen, Forschungseinrichtungen oder Inkubatoren in den Transaktionsprozess, erweitert sich der Kreis der beteiligten Transaktionspartner und es treten weitere Principal Agency-Beziehungen hinzu. Ausgehend von den subjektiven Erfolgszielen der Transaktionspartner wäre zu untersuchen, welche Folgen dies für die Einflussnahme der Kooperationspartner, die Einfluss-/Wirkungsbeziehungen und die Erfolgs-/Misserfolgswirkungen hat.

Schließlich wurde bisher der Einstieg des PE-Investors nicht explizit für die jeweilige Entwicklungsphase, in der sich das Unternehmen zum Zeitpunkt des Einstiegs befindet, behandelt. Weiterführende Forschungsarbeiten zielen daher auf eine differenzierte Betrachtung nach den einzelnen Entwicklungsphasen, um entwicklungsphasentypische Einflussmöglichkeiten, Einfluss-/Wirkungsbeziehungen und Erfolgs-/Misserfolgswirkungen zu untersuchen.

Anhang - Fragebögen

Fragebogen zu Einfluss und Erfolgswirkungen des PE-Investors im Transaktionsprozess

Allgemeine Angaben

1. Auflegung des PE-Fonds

vor Jahren

2. Fondsvolumen

Mio. €

3. derzeit gehaltene Beteiligungsobjekte

Gründungen

4. Welche Art der Management-Unterstützung wird gewährt (Mehrfachnennungen möglich)?

hands off reactive hands on

5. In welchen Entwicklungsphasen einer Gründung werden Beteiligungen eingegangen (Mehrfachnennungen möglich)?

Early Stage Expansion Stage Late Stage

6. Welche Formen der Bereitstellung der Finanzmittel werden eingesetzt (Mehrfachnennungen möglich)?

einstufiges staging

Auszahlungsstaging

staging i.e.S.

7. Wie hoch ist bisherige Rendite IRR_3 des PE-Fonds (annualisiert)

% p.a.

Anbahnungsphase

8. Wie viele verschiedene Quellen werden bei der Suche nach Beteiligungsobjekten im Durchschnitt je Transaktion genutzt?

Suchquellen

9. Wie viele verschiedene, voneinander unabhängige Informationsquellen nutzen Sie für Informationen über Beteiligungsobjekte im Durchschnitt je Transaktion?

Informationsquellen

10. Wie viele verschiedene Qualitäts- und Verhaltensmerkmale eines Gründers werden versucht abzuschätzen?

Qualitätsmerkmale

Verhaltensmerkmale

11. Inwieweit wird die Intensität der Management-Unterstützung für ein potentielles Beteiligungsobjekt antizipiert?

sehr schwach sehr stark

Vereinbarungsphase

12. Wie intensiv wird die Due Diligence durchgeführt?

sehr geringe sehr hohe
Intensität Intensität

13. Wie viele verschiedene Qualitäts- und Verhaltensmerkmale eines Gründers werden im Rahmen der Due Diligence konkret untersucht?

	Qualitätsmerkmale
	Verhaltensmerkmale

14. Wie beurteilen Sie die Informationsbereitschaft des Gründers im Rahmen der Due Diligence?

sehr gering sehr hoch

15. In welchem Umfang wird die Einflussmöglichkeit auf die Gründung vertraglich fixiert?

sehr gering sehr hoch

16. Wie intensiv wird die Management-Unterstützung auf ein potentielles Beteiligungsobjekt geplant?

sehr schwach sehr stark

Abwicklungsphase

17. Wie stark hängt die Bereitstellung der Finanzmittel von der Erreichung von Zwischenzielen ab?

sehr schwach sehr stark

18. Wie stark sind die Betreuungskapazitäten ausgelastet?

sehr gering sehr hoch

19. Wie stark ist Einflussnahme/Management-Unterstützung in folgenden Bereiche?

	sehr schwach		sehr stark		
Unternehmensführung	<input type="checkbox"/>				
Marketing	<input type="checkbox"/>				
Produktion	<input type="checkbox"/>				
Beschaffung	<input type="checkbox"/>				
F&E	<input type="checkbox"/>				
RW/Controlling	<input type="checkbox"/>				

20. In welchem Umfang erfolgt ein Know how- und Erfahrungsaustausch zwischen den Beteiligungsobjekten des PE-Fonds?

	sehr schwach		sehr stark		
Unternehmensführung	<input type="checkbox"/>				
Marketing	<input type="checkbox"/>				
Produktion	<input type="checkbox"/>				
Beschaffung	<input type="checkbox"/>				
F&E	<input type="checkbox"/>				
RW/Controlling	<input type="checkbox"/>				

21. Wie oft treten Sie mit dem Gründer durchschnittlich in Kontakt, um Einfluss auszuüben oder zu beraten?

<input type="checkbox"/>	Kontakte pro Monat
--------------------------	--------------------

Anpassungsphase

22. Welche Kontrollaktivitäten werden wie stark wahrgenommen?

	sehr schwach				sehr stark
Prämissenkontrolle	<input type="checkbox"/>				
Durchführungskontrolle	<input type="checkbox"/>				
strategische Überwachung	<input type="checkbox"/>				

23. Wie häufig initiieren Sie Anpassungen der Geschäftspolitik bzw. -planung einer Gründung durchschnittlich?

Anpassungen pro Monat

24. Inwieweit werden die von Ihnen initiierten Anpassungsvorschläge vom Gründer umgesetzt?

sehr selten					sehr oft
<input type="checkbox"/>					

25. In welchem Umfang werden Sanktionen und Anreize zur Zielerreichung eingesetzt?

	sehr stark				sehr schwach
Sanktionen	<input type="checkbox"/>				
Anreize	<input type="checkbox"/>				

26. Wie stark ändern Sie Ihre Einflussnahme/Management-Unterstützung bei Zielverfehlungen?

	sehr wenig				sehr stark
Unternehmensführung	<input type="checkbox"/>				
Marketing	<input type="checkbox"/>				
Produktion	<input type="checkbox"/>				
Beschaffung	<input type="checkbox"/>				
F&E	<input type="checkbox"/>				
RW/Controlling	<input type="checkbox"/>				

Schlussphase

27. Wie häufig werden folgende Arten des Exit durchgeführt?

	sehr selten				sehr oft
Börsengang	<input type="checkbox"/>				
Trade Sale	<input type="checkbox"/>				
Secondary oder Tertiary Purchase	<input type="checkbox"/>				
Share Buy Back	<input type="checkbox"/>				
Liquidation/Insolvenz	<input type="checkbox"/>				

28. Inwieweit werden die Renditevorgaben mit dem Exit erreicht?

sehr selten				sehr oft
<input type="checkbox"/>				

29. Wie stark wird der Gründer in den Exit-Prozess einbezogen?

sehr wenig sehr stark

30. Wie viel Transaktionen wurden seit Auflegung des PE-Fonds durchgeführt (Transaktionshäufigkeit)

ca. Transaktionen

Literaturverzeichnis

Achleitner, A.-K. / Bassen, A. (2002): Controllingsysteme in jungen Wachstumsunternehmen – terra incognita, in: BB, 57. Jg. (2002), S. 1192-1198.

Achleitner, A.-K. / Engel, R. (2001): Situation und Entwicklungstendenzen auf dem Markt für Inkubatoren, in: FB, 3. Jg. (2001), S. 76-82.

Albach, H. (1998): Unternehmensgründungen in Deutschland – Potentiale und Lücken, in: DStR, 36. Jg. (1998): S. 988-992.

Amador, M.B. (1999): Aktivitäten renditeorientierte Kapitalbeteiligungsgesellschaften, in: Amador, M.B./Lohmann, K./Pleschak, F. (Hrsg.), Beteiligungskapital in der Unternehmensfinanzierung: Grundfragen – Konzepte – Erfahrungen, Wiesbaden 1999.

Angersbach, C.J. (2001): Due Diligence beim Unternehmenskauf, Baden-Baden 2001

Ansoff, H. I. (1976): Managing Surprise and Discontinuity – Strategic Response to weak Signals, in: ZfbF, 28. Jg. (1976), S. 129-152.

Arrow, K.J. (1985): The economics of agency, in: Pratt, J.W./Zeckhauser, R.J. (Hrsg.), Principals and agents – the structure of business, Bosten 1985, S. 37-50.

Baier, W. / Plschak, F. (1996): Marketing und Finanzierung junger Technologieunternehmen: den Gründungserfolg sichern, Wiesbaden 1996.

Baltzer, K. (2000): Die Bedeutung des Venture Capital für innovative Unternehmen, Aachen 2000.

Baums, T. / Möller, M. (1999): Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht, Arbeitspapier Nr. 83 des Instituts für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück, Osnabrück 1999.

Bea, F.X. (2000): Wissensmanagement, in: WiSt, 29. Jg. (2000), S. 362-367.

Becker, U./Schade, C., Betriebsformen der Unternehmensberatung: Eine Erklärung auf Basis der Netzwerktheorie und der Neuen Institutionenlehre, in: ZfbF, 47. Jg. (1995), S. 327-354.

Behler, S. (2002): Ermittlung und Entwicklung von Managementkompetenzen in wachstumsorientierten Unternehmen in der Gründungsphase, Aachen 2002.

Böhler, C. (2004): Bewertung von Private-Equity-Investitionen: Prozessorientierung zur Entschärfung der Objektivierungsproblematik, in: Der Schweizer Treuhänder, 78. Jg. (2004), S. 1113-1120.

Brettel, M. (2002): Zur Differenzierung von Business Plänen – Empirische Ergebnisse zum Einfluss der Finanzierungsphase auf Business Pläne, in: Zeitschrift für Planung, 13. Jg. (2002), S. 133-152.

Brettel, M. / Jaugey, C. / Rost, C. (2000): Business Angels: Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland, Wiesbaden 2000.

Börner, C.J. / Geldmacher, D. (2001): Exit am Ende – Desinvestitionsstrategien bei Venture Capital und die aktuelle Kapitalmarktsituation, in: FB, 3. Jg. (2001), S. 695-701.

Bousek, H. (Ehringer, G. (2001): Wertsteigerung durch Private Equity, in: Stadler, W. (Hrsg.), Venture Capital und Private Equity: erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Köln 2001, S. 97-106..

Brachtendorf, G. (2004): Gestaffelte Finanzierung junger Unternehmen: eine empirische Untersuchung in Deutschland, Wiesbaden 2004.

Brettel, M. / Jaugey, C. / Rost, C. (2000): Business Angels: Der informelle Beteiligungskapitalmarkt in Deutschland, Wiesbaden 2000.

Burns, P. (1996): The business plan, in: Burns, P./Dewhurst, J. (Eds.): Small Business and Entrepreneurship, 2nd Ed., Houndmills 1996, S. 180-197.

Bussiek, J. (1996): Anwendungsorientierte Betriebswirtschaftslehre für Klein- und Mittelunternehmen, 2. Aufl., München/Wien 1996.

BVK (2004): BVK-Statistik 2003 – Das Jahr 2003 in Zahlen, Berlin 2004.(abgerufen am 15.03.2006 unter

http://www.bvk-ev.de/statistiken-archiv/Das_Jahr_in_Zahlen_2003_komplett.pdf)

BVK (2005): BVK-Statistik 2004 – Das Jahr 2004 in Zahlen, Berlin 2005.(abgerufen am 15.03.2006 unter

<http://www.bvk-ev.de/pdf/103.pdf?title=BVK+Statistik+2004+-+Das+Jahr+in+Zahlen>)

BVK (2006): BVK-Statistik 2005 – Das Jahr 2005 in Zahlen, Berlin 2006.(abgerufen am 15.03.2006 unter

<http://www.bvk-ev.de/pdf/143.pdf?title=BVK+Statistik+2005+-+Das+Jahr+2005+in+Zahlen>)

Chmielewicz, K. (1992): Unternehmensleitung, Organisation der, in: Frese, E. (Hrsg.), Handwörterbuch der Organisation, 3. Aufl., Stuttgart 1992, Sp. 2464-2480.

Coase, R.H. (1937): The Nature of the Firm, in: *Economica*, Vol. 4 (1937), S. 386-405.

Commons, J.R. (1931): Institutional economics, in: *The American Economic Review*, Vol. 21 (1931), S. 648-657.

Corsten, H. (1988): Zielbildung als interaktiver Prozess, in: *WISU*, 19. Jg. (1988), S. 377-343.

Cullom, P. / Stein, C. (2001): MBO/MBI: Private Equity als Chance für den Start ins Unternehmerleben, in: Stadler, W. (Hrsg.), *Venture Capital und Private Equity: erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital*, Köln 2001, S. 123-140.

Dörner, W. (1992): Die Unternehmensbewertung, in: Institut der Wirtschaftsprüfer e.V. (Hrsg.), *Wirtschaftsprüfer-Handbuch 1992, Handbuch für Rechnungslegung, Prüfung und Beratung, Band II*, 10. Aufl., Düsseldorf 1992, S. 1-136.

Dörscher, M. / Hinz, H. (2003): Mezzanine Capital – Ein flexibles Finanzierungsinstrument für KMU, in: *FB*, 5. Jg. (2003), S. 606-612.

Dreier, C. (2001): Gründerteams: Einflussverteilung – Interaktionsqualität – Unternehmenserfolg, Berlin 2001.

Eilenberger, G. Prof. Dr. (2005): Kapitalmodernisierung im Mittelstand, in: Rostocker Hefte zur Unternehmungsführung – Band 15, S. 295-300.

Eisele, F. / Habermann, M. / Oesterle, R. (2003): Die Beteiligungsauswahl durch Venture Capital-Gesellschaften: Entscheidungskriterien bei Projekten unterschiedlicher Reife, in: FB, 5. Jg. (2003), S. 403-413.

Elser, T. / Jetter, J. (2005): Steuereffiziente Ausgestaltung von Mezzaninekapital, in: FB, 7. Jg. (2005), S. 625-635.

Engel, R. / Hofacker, K. (2001): Mehrwertschaffung durch Beteiligungskapital im Lebenszyklus des finanzierten Unternehmens, in: FB, 3. Jg. (2001), S. 204-214.

Engelmann, A. (2000): Das Inkubatorprinzip – Ein ganzheitlicher Ansatz zur Unterstützung der Existenzgründung, in: FB, 2. Jg. (2000), S. 329-335.

Engelmann, A. / Heitzer, B. (1999): Mobilisierung von Business Angels in Deutschland, in: FB, 1. Jg. (1999), S. 457-462.

Engelmann, A. / Heitzer, B. (2001): Beteiligungsprozess von Venture Capital-Gesellschaften und Business Angels bei Marktunvollkommenheit, in: FB, 3. Jg. (2001), S. 215-221.

Engelmann, A. / Juncker, K. / Natusch, I. / Tebroke, H.-J. (2000): Moderne Unternehmensfinanzierung: Risikokapital für Unternehmensgründung und -wachstum, Frankfurt am Main 2000.

EVCA (1994): The EVCA Performance Measurement Principles, Zeventem/Belgien 1994.

EVCA (2005): EVCA Yearbook, Zeventem/Belgien 2005.

EVCA (2006): 2005 returns – clear confirmation of upward trends, press release from 16 march 2006, Annex 1 (abgerufen am 15.03.2006 unter http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_8_art_190_att_936.pdf).

Fischer, L. (1987): Problemfelder und Perspektiven der Finanzierung durch Venture Capital in der Bundesrepublik, in: DBW, 47. Jg. (1987), S. 8-32.

Franke, N. / Gruber, M. / Henkel, J. / Hoisl, K. (2004): Die Bewertung von Gründungsteams durch Venture-Capital-Geber, in: DBW, 64 Jg. (2004), S. 651-670.

Freier, P. (2000): Etablierungsmanagement innovativer Unternehmensgründungen: eine empirische Analyse der Biotechnologie, Wiesbaden 2000.

Frommann, H. (2005): Entwicklung des Private Equity-Marktes in Deutschland, in: FB, 7. Jg. (2005), S. 535-538.

Gebert, D. (1992): Arbeitsgruppe, in: Gaugler, E./Weber, W. (Hrsg.), Handwörterbuch des Personalwesens, 2. Aufl. Stuttgart 1992, Sp. 120-129.

Goerdeler, R. (1987): Das Audit Committee in den USA, in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht, 16. Jg. (1987), S. 219-232.

Götze, U. (2001): Risikomanagement mit Instrumenten der strategischen Unternehmensführung, in: Götze, U./Henselmann, K./Mikus, B. (Hrsg.), Risikomanagement, Heidelberg 2001, S. 385-412.

Gompers, P. / Lerner, J. (2004): The Venture Capital Circle, 2nd ed., Cambridge/Massachusetts 2004.

Groh, A. (2004): Risikoadjustierte Performance von Private Equity-Investitionen, Wiesbaden 2004.

Groh, A. / Gottschalg, O. (2005): Venture Capital und Private Equity aus Sicht der Wissenschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 58. Jg. (2005), S. 26-29.

Gruber, M. (2000): Der Wandel von Erfolgsfaktoren mittelständischer Unternehmen, Wiesbaden 2000.

Gruber, M. (2005): Marketingplanung von Unternehmensgründungen: eine theoretische und empirische Analyse, Wiesbaden 2005.

Hammermann, P. / Maser, S. (2004): Private Equity – Added Value für innovative Mittelstandsfinanzierung, in: Fischer, M. (Hrsg.), Handbuch Wertmanagement in Banken und Versicherungen, Wiesbaden 2004, S. 537-552.

Hauschildt, J. (1993): Innovationsmanagement, München 1993.

Heinen, E. (1966): Das Zielsystem der Unternehmung, Grundlagen betriebswirtschaftlicher Entscheidungen, Wiesbaden 1966.

Heitzer, B. (2006): Venture Capital-Finanzierungen von jungen innovativen Unternehmen, in: FB, 8. Jg. (2006), S. 514-518.

Heitzer, B. (2000): Finanzierung junger innovativer Unternehmen durch Venture Capital-Gesellschaften, Lohmar/Köln 2000.

Hemer, J. (1999): Mobilisierung von Business Angels in Deutschland, in: Amador, M.B./Lohmann, K./Pleschak, F. (Hrsg.), Beteiligungskapital in der Unternehmensfinanzierung: Grundlagen – Konzepte – Erfahrungen, Wiesbaden 1999, S. 185-200.

Hendel, H. (2001): Risikomanagement bei Venture Capital Finanzierungen, in: Götze, U./Henselmann, K./Mikus, B. (Hrsg.), Risikomanagement, Heidelberg 2001, S. 351-381.

Hering, T. / Vincenti, A.J.F. / Heinle, B. (2002): Zum Einfluss des Inkubators auf Unternehmensgründungen, in: FB, 4. Jg. (2002), S. 614-619.

Hirsch, N. (2004): Agency-theoretische Analyse der Private-Equity Beteiligung: Gestaltungsmöglichkeiten zur Minimierung von Informationssymmetrien, Norderstedt 2004.

Höhn, R. (1995): Die Geschäftsleitung der GmbH: Organisation, Führung und Verantwortung durch Aufsichtsrat und Beirat, 2. Aufl., Köln 1995.

Holmlund, M. / Törnroos, J.-Å. (1997): What are Relationships in Business Networks?, in: Management Decision, Vol. 35 (1997), S. 304-309.

Hücker, G. / Scherer, K. (2000): Das systematische Assessment des persönlichen Potentials von Unternehmensgründern – Ein Thema für Banken-, Beteiligungs- und Venture Capital-Gesellschaften sowie Existenzgründerberatern, in: FB, 2. Jg. (2000), S. 533-538.

Hünerberg, R. (1984): Marketing, München/Wien 1984.

Jansen, D. (2000a): Netzwerke und soziales Kapital – Methoden zur Analyse struktureller Einbettung, in: Weyer, J. (Hrsg.), Soziale Netzwerke: Konzepte und Methoden der sozialwissenschaftlichen Netzwerkforschung, München 2000, S. 35-62.

Jansen, S.A. (2000b): Mergers & Acquisitions: Unternehmensakquisitionen und -kooperationen, 3. Aufl., Wiesbaden 2000.

Jensen, M. C. / Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structures, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3 (1976), S. 305-362.

Jesch, T.A. (2004): Private Equity-Beteiligungen: wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen aus Investorensicht, Wiesbaden 2004.

Jessen, John P. (2002): Venture Capital in Deutschland und in den USA: Methode zur Managementbetreuung von innovativen Frühphasenunternehmen, Frankfurt am Main 2002.

Jugel, S. (Hrsg.) (2003): *Private Equity Investments: Praxis des Beteiligungsmanagements*, Wiesbaden 2003.

Just, C. (2000): *Business Angels und technologieorientierte Unternehmensgründungen: Lösungsansätze zur Behebung von Informationsdefiziten am informellen Beteiligungskapitalmarkt aus Sicht der Kapitalgeber*, Stuttgart 2000.

Kamp, A. / Solmecke, H. (2005): *Mezzanine-Kapital: Ein Eigenkapitalsubstitut für den Mittelstand?*, in: *FB*, 7. Jg. (2005), S. 618-625.

Klemm, H.A. (1988): *Die Finanzierung und Betreuung von Innovationsvorhaben durch Venture Capital Gesellschaften: Möglichkeiten und Grenzen der Übertragung des amerikanischen Venture Capital Konzepts auf die Bundesrepublik Deutschland*, Frankfurt am Main 1988.

Kofler, G. / Polster, B. (2003): *Private Equity & Venture Capital: finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital, Gestaltungsmöglichkeiten*, Wien 2003.

Kokalj, L. / Paffenholz, G. / Moog, P. (2003): *Private Equity für wachsende Unternehmen*, in: *Kokalj, L./Paffenholz, G./Moog, P., Neue Tendenzen in der Mittelstandsfinanzierung*, Wiesbaden 2003, S. 1-89.

Kreikebaum, H. / Gilbert, D.U. / Reinhardt, G.O. (2002): *Organisationsmanagement internationaler Unternehmen: Grundlagen und moderne Netzwerkstrukturen*, 2. Aufl., Wiesbaden 2002.

Kressin, T. (2003): Risikokapital und Aktienfinanzierung: der Financial Growth Cycle innovativer Unternehmensgründungen, Wiesbaden 2003.

Kulicke, M. (1991): Ansätze zur Erklärung von Entwicklungsmustern technologieorientierter Unternehmensgründungen, in: BFuP, 43. Jg. (1991), S. 349-362.

Kußmaul, H. (1999): Aufgaben und Aufbau eines Business Plans, in: Der Steuerberater, 50. Jg. (1999), S. 471-477.

Kußmaul, H. (2002a): Business Plan – Der Schlüssel zum Erfolg, in: Corsten, H. (Hrsg.), Dimensionen der Unternehmensgründung: Erfolgsaspekte der Selbständigkeit, Berlin 2002, S. 104-125.

Kußmaul, H. (2002b): Business Plan – Aufbau, Inhalt, Zweck, Beispiele; Arbeitspapiere zur Existenzgründung, Band 2, 2. Aufl., Saarbrücken 2002.

Kußmaul, H. / Junker, A. (2000): Business Plan, in: WiSt, 29. Jg. (2000), S. 531-534.

Kußmaul, H. / Richter, L. (2000a): Betriebswirtschaftliche Aspekte von Venture Capital-Gesellschaften und ihre Bedeutung im Hinblick auf Existenzgründungen: Einordnung, Funktionsweise, Beteiligungsformen, Finanzierungsphasen, in: DStR, 38. Jg. (2000), S. 1155-1160.

Kußmaul, H. / Richter, L. (2000b): Betriebswirtschaftliche Aspekte von Venture Capital-Gesellschaften und ihre Bedeutung im Hinblick auf Existenzgründungen: Zeitlicher Ablauf und öffentliche Finanzierungsprogramme, in: DStR, 38. Jg. (2000), S. 1195-1204.

Laub, U.D. (1989): Zur Bewertung innovativer Unternehmensgründungen im institutionellen Zusammenhang: eine empirische gestützte Analyse, München 1989.

Lechler, T. / Gemünden, H.G. (2003): Gründerteams: Chancen und Risiken für den Unternehmenserfolg, Heidelberg/New York 2003.

Leopold, G. / Frommann, H. / Kühn, T. (2003): Private Equity – Venture Capital: Eigenkapital für innovative Unternehmer, 2. Aufl., München 2003.

Lorenz, M. / Seeliger, C.W. (2000): Corporate Venture Capital – Konzerne realisieren nicht nur hohe Renditen, sondern erschließen auch Innovationspotential, in: FB, 2. Jg. (2000), S. 658-662.

Lorenz, T. (1989): Venture Capital Today: a practical guide to the venture capital market, New York/London 1989.

Macharzina, K. (2003): Unternehmensführung: das internationale Managementwissen, 4. Aufl., Wiesbaden 2003.

Maehrle, H. / Friedrich, M. / Jaslowitzer, S. (2005): Bewertung junger High Tech-Unternehmungen, in: FB, 7. Jg. (2005), S. 834-839.

Maier, A. (2003): „Wo es im Gebälk knirscht, gibt es die besten Chancen“ – Für Wagniskapitalinvestitionen ist Deutschland kaum noch attraktiv / Buy-out-Fonds bleiben aber optimistisch, in: FAZ, Nr. 221 vom 23.09.2003, S. 21.

McKinsey&Company (1999): Planen, gründen, wachsen: mit dem professionellen Businessplan zum Erfolg, 2. Aufl., Zürich 1999.

Mellewigt, T. / Witt, P. (2002): Die Bedeutung des Vorgründungsprozesses für die Evolution von Unternehmen: Stand der empirischen Forschung, in: ZfB, 72. Jg. (2002), S. 81-110.

Mirow, M. (2003): Wertsteigerung durch Innovation, in: Ringlstetter, M.J./Henzler, H.A./Mirow, M. (Hrsg.), Perspektiven der Strategischen Unternehmensführung: Theorien – Konzepte – Anwendungen, Werner Kirsch zum 65. Geburtstag, Wiesbaden 2003, S. 331-346.

Mittendorfer, R. (2001): Die Szenerie der Investoren, in: Stadler, W. (Hrsg.), Venture Capital und Private Equity: erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital, Köln 2001, S. 43-70.

Möller, M. (2003): Rechtsformen der Wagnisfinanzierung: eine rechtsvergleichend Studie zu den USA und zu Deutschland, Frankfurt am Main 2003.

Moxter, A. (1990): Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Wiesbaden 1990.

Nathusius, K. (2003): Going Private als Instrumentalalternative für Private Equity Fonds, in: BFuP, 55. Jg. (2003), S. 175-189.

Nathusius, K. (2001a): Grundlagen der Gründungsfinanzierung: Instrumente – Prozesse – Beispiele, Wiesbaden 2001.

Nathusius, K. (2001b): Value Adding in Venture Capital Investing, in: Nathusius, K./Klandt, H./Seibt, D., Beiträge zur Unternehmensgründung, Köln/Lohmar 2001, S. 227-265.

Nienhüser, W. (1992): Wirkungsanalyse und Gestaltung betrieblicher Personalstrukturen, in: ZfP, 6. Jg. (1992), S. 75-96.

Niederöcker, B. (2001): Die Vorteilhaftigkeit von Business Angels für die Innovationsfinanzierung in jungen Unternehmen, in: FB, 3. Jg. (2001), S. 280-296.

Nittka, I. (2000): Informelles Venture Capital am Beispiel von Business Angels, Stuttgart 2000.

Noeske, M. (1999): Durchlaufzeiten in Informationsprozessen: Wege zur Beschleunigung der Informationsverarbeitung, Wiesbaden 1999.

North, K. (2002): Wissensorientierte Unternehmensführung: Wertschöpfung durch Wissen, 3. Aufl., Wiesbaden 2002.

NVCA (2005): NVCA Yearbook, Arlington/Virginia 2005.

NVCA/TVE (2006): Private Equity enjoyed record fundraising year in 2005, press release from 17 January 2006 (abgerufen am 26.03.2006 unter

<http://www.nvca.org/pdf/FundraisingQ42005final.pdf>).

O'Donnell, A. / Gilmore, A. / Cummins, D. / Carson, D., The Network Construct in Entrepreneurship Research: A Review and Critique, in: Management Decision, 39. Jg. (2001), S. 749-760.

o.V. (2005a): Bei der Finanzierung von Übernahmen ist Kreativität Trumpf, in: FAZ, Nr. 75 vom 01.04.2005, S. 23.

o.V. (2005b): Jagen im Rudel – Innovationen: Bündnisse ermöglichen immer größere Übernahmen, in: FAZ, Nr. 217 vom 17.10.2005, S. V53.

Osnabrugge, M.V. (2000): A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency theory-based Analysis, in: Venture Capital, Vol. 2 (2000), No. 2, S. 91-109.

Osnabrugge, M.V. / Robinson, R.J. (2000): Angel Investing: Matching Start-up Funds with Star-up Companies – The Guide for Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture Capitalists, San Francisco 2000.

Peemöller, V.H. / Geiger, T. / Barchet, H. (2001): Bewertung von Early-Stage-Investments im Rahmen der Venture Capital-Finanzierung, in: FB, 3. Jg. (2001), S. 334-344.

Perridon, L. / Steiner, M. (2003): Finanzwirtschaft der Unternehmung, 12. Aufl., München 2003.

Picot, A. (1982): Transaktionskosten in der Organisationstheorie: Stand der Diskussion und Aussagewert, in: DBW, 42. Jg. (1982), S. 267-284.

Picot, A. / Dietl, H. (1990): Transaktionskostentheorie, in: WiSt, 19 Jg. (1990), S. 178-184.

Picot, A. / Dietl, H. / Franck, E. (2002): Organisation: eine ökonomische Perspektive, 3. Aufl., Stuttgart 2002.

Pleschak, F. / Ossenkopf, B. / Wolf, B. u.a. (2002): Ursachen des Scheiterns von Technologieunternehmen mit Beteiligungskapital aus dem BTU-Programm, Stuttgart 2002.

Pleschak, F. / Sabisch, H. / Wupperfeld, U. (1994): Innovationsorientierte kleine Unternehmen: Wie Sie mit neuen Produkten neue Märkte erschließen, Wiesbaden 1994.

Preisendörfer, P. (2002): Erfolgsfaktoren von Unternehmensgründungen – Theorieansätze und empirische Ergebnisse, in: Corsten, H. (Hrsg.), Dimensionen der Unternehmensgründung: Erfolgsaspekte der Selbständigkeit, Berlin 2002, S. 43-70.

Roling, R. (2001): Venture Capital und Innovation, Lohmar/Köln 2001.

Richter, H.-J. Prof. (2007): Mittelständische Unternehmungen im Spannungsfeld der Globalisierung, Liepaja: Wissenschaftliche Zeitschrift Pädagogische Universität, 2007

Richter, H.-J. Prof. (2006): Unternehmungsnachfolge im Mittelstand, Rostocker Hefte zur Unternehmungsführung, Rostock, S. 237-238

Ripsas, S. (1997): Entrepreneurship als ökonomischer Prozeß: Perspektiven zur Förderung unternehmerischen Handelns, Wiesbaden 1997.

Ripsas, S. (1998): Der Business Plan – Eine Einführung, in: Faltin, G./Ripsas, S./Zimmer, J. (Hrsg.), *Entrepreneuership: wie aus Ideen Unternehmen werden*, München 1998, S. 141-151.

Rockholtz, C. (1999): *Marktwertorientiertes Akquisitionsmanagement: Due diligence-Konzeption zur Identifikation, Beurteilung und Realisation akquisitionsbedingter Synergiepotentiale*, Frankfurt am Main 1999.

Rudolph, B. / Fischer, C. (2000): Der Markt für Private Equity, in: *FB*, 2. Jg. (2000), S. 49-56.

Runia, P. (2002): *Arbeitsmarkt und soziales Kapital: Eine komprimierte Darstellung theoretischer Grundlagen und empirischer Befunde*, Duisburger Beiträge zur soziologischen Forschung, No.1/2002, Duisburg 2002.

Sader, M. (2000): *Psychologie der Gruppe*, 7. Aufl., Weinheim/München 2000.

Schäfer, D. (2005): Ansturm auf die Deutschland AG – Die Beteiligungsbranche geht eine Wette auf den Aufschwung ein, in: *FAZ*, Nr. 217 vom 17.10.2005, S. V53.

Schefczyk, M. (2000): *Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften: Analyse der Investitionsaktivitäten des Beteiligungsmanagement von Venture Capital-Gesellschaft*, 2. Aufl., Stuttgart 2000.

Schenk, G. (2004): Beobachtungen zum Controlling von VC-Beteiligungen, in: *FB*, Jg. (2004), S. 154-157.

Schmeisser, W. (2000): Venture Capital und Neuer Markt als strategische Erfolgsfaktoren der Innovationsförderung, in: FB, 2. Jg. (2000), S. 189-193.

Schmidt, D. (1999): Nicht immer Persönlichkeiten, aber stets wichtige Personen – zur wirtschaftlichen und sozialen Bedeutung des Eigentümer-Unternehmens, in: Bögenhold, D. (Hrsg.), Unternehmensgründung und Dezentralität: Renaissance der beruflichen Selbständigkeit, Opladen/Wiesbaden 1999, S. 93-108.

Schneider-Lenné, E.R. (1995): Das anglo-amerikanische Board-System, in: Scheffler, E. (Hrsg.), Corporate Governance, Wiesbaden 1995, S. 27-55.

Schnell, R. / Hill, P.B. / Esser, E. (1999): Methoden der empirischen Sozialforschung, 6. Aufl., München/Wien 1999.

Schreyögg, G. / Steinmann, H. (1985): Strategische Kontrolle, in: ZfbF, 37. Jg. (1985), S. 391-410.

Schröder, C. (1992): Strategien und Management von Beteiligungsgesellschaften: Ein Einblick in Organisationsstrukturen und Entscheidungsprozesse von institutionellen Eigenkapitalinvestoren, Baden-Baden 1992.

Schumann, K. (2005): Kooperationen von technologieorientierten Gründungsunternehmen und Forschungseinrichtungen: Erfolgskonzept, empirische Untersuchungen und Gestaltungshinweise, München/Merlin 2005.

Schuster, M. (2003): Corporate Venture Capital: Innovationsvorsprung für große Unternehmen durch Technologiemanagement und Unternehmertum, Stuttgart 2003.

Seidel, M.B. (1997): Erfolgsfaktoren von Franchise-Nehmern unter besonderer Berücksichtigung der Kundenzufriedenheit: eine empirische Analyse am Beispiel eines Franchise-Systems, Frankfurt am Main 1997.

Simon, H.A. (1957): Models of man, New York 1957.

Spieker, M. (2004): Entscheidungsverhalten in Gründerteams: Determinanten, Parameter und Erfolgsauswirkungen, Wiesbaden 2004.

Stahle, W.H. (1999): Management: eine verhaltenswissenschaftliche Perspektive, 8. Aufl., München 1999.

Stedler, R. / Peters, H.H. (2002): Business Angels in Deutschland – Empirische Studie der FH Hannover zur Erforschung des Erfolgsbeitrages von Business Angels bei Unternehmensgründungen aus der Hochschule, Kurzfassung, Hannover.

Steinmann, H. / Schreyögg, G. (2002): Management: Grundlagen der Unternehmensführung: Konzepte – Funktionen – Fallstudien, Nachdruck der 5. Aufl., Wiesbaden 2002.

Steiner, M. / Tebroke, H.-J. (2000): „Business-Angel-Venturing“ – Risikokapitalbeschaffung junger und innovativer Unternehmen über Business Angels, in: Berndt, R. (Hrsg.), Innovatives Management, Berlin u.a. 2000, S. 279-297.

Steuck, J.W. (1999): Businessplan, Berlin 1999.

Struß, N. (2003): Führungswechsel im Management: eine empirische Analyse innovativer Wachstumsunternehmen, Wiesbaden 2003.

Theisen, M.R. (2000): Der Konzern: betriebswirtschaftliche und rechtliche Grundlagen, 2. Aufl., Stuttgart 2000.

Theuvsen, L. (1997): Interne Organisation und Transaktionskostenansatz: Entwicklungsstand – weiterführende Überlegungen – Perspektiven, in: ZfB, 67. Jg. (1997), S. 971-996.

Tonger, T. (2000): Unternehmensgründer und Business Angel: eine Analyse ihrer Agency-Beziehung, Wiesbaden 2000.

Twickel, C.F.v. (2002): Beziehungen und Netzwerke in der modernen Gesellschaft: Soziales Kapital und normative Institutionenökonomik, Münster u.a. 2002.

Tykvová, T. (2005): Licht- und Schattenseiten des Private Equity-Geschäfts in Deutschland, in: FB, 7. Jg. (2005), S. 465-471.

Vater, D. (2002): Die Qualität deutscher Private-Equity-Unternehmen: Optimierungsmöglichkeiten bei der Vergabe von Beteiligungskapital, Wiesbaden 2002.

Volk, G. (2003): Mezzanine Capital: Neue Finanzierungsmöglichkeit für den Mittelstand, in: BB, 58. Jg. (2003), S. 1224-1226.

Watrin, C. / Gocksch, S. (2002): Problembereiche der Besteuerung inländischer Private Equity-Fonds, in: DB, 55. Jg. (2002), S. 341-345.

Weigand, A. / Buchner, H. (2000): Früherkennung in der Unternehmenssteuerung – Navigation für Unternehmen in turbulenten Zeiten, in: Horváth & Partner (Hrsg.): Früherkennung in der Unternehmenssteuerung, Stuttgart 2000, S. 1-36.

Weimerskirch, P. (1999): Finanzierungsdesign bei Venture-Capital-Verträgen, 2. Aufl., Wiesbaden 1999.

Wenger, E. / Terberger, E. (1988): Beziehung Die zwischen Agent und Prinzipal als Baustein einer ökonomischen Theorie der Organisation, in: WiSt, 17. Jg. (1988), S. 506-514.

Williamson, O.E. (1975): Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York 1975.

Williamson, O.E. (1985): The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting, New York 1985.

Wirtz, B.W. (2003): Mergers & Acquisitions Management: Strategie und Organisation von Unternehmenszusammenschlüssen, Wiesbaden 2003.

Wiswede, G. (1998): Soziologie: Grundlagen und Perspektiven für den wirtschafts- und sozialwissenschaftlichen Bereich, 3. Aufl., Landsberg am Lech 1998.

Wupperfeld, U. / Kulicke, M. (1994): Mißerfolgsursachen junger Technologieunternehmen, Karlsruhe 1994.

Wupperfeld, U. (1994): Strategien und Management von Beteiligungsgesellschaften im deutschen Seed-Capital-Markt – Ergebnisse einer empirischen Untersuchung von 33

Beteiligungsgesellschaften und Banken, Fraunhofer-Institut für Systemtechnik und Innovationsforschung, Karlsruhe 1994.

Zemke, I. (1995): Die Unternehmensverfassung von Beteiligungskapitalgesellschaften: Analyse der institutionellen Designs deutscher Venture Capital-Gesellschaften, Wiesbaden 1995.

Eidesstattliche Versicherung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit ohne unzulässige Hilfe Dritter und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher weder im Inland noch im Ausland in gleicher oder ähnlicher Form einer Prüfungsbehörde zur Erlangung eines akademischen Grades vorgelegt.

Datum

Philipp Barthelmess

