


VentureCapital

Magazin

www.venturecapital.de

Das Magazin für Investoren und Entrepreneur

Mit Sonderbeilage
„Kauf und Verkauf von
kleineren und mittleren
Unternehmen“



Kapitalüberhang oder Verkaufsdruck?

Private Equity-Häuser

im Spannungsfeld

**ERGO Equity übernimmt
Innotech-Fonds**

HAUPTINVESTOR ENBW ZIEHT SICH AUS
DEM BETEILIGUNGSGESCHÄFT ZURÜCK

**Risikowahrnehmung von
Private Equity**

PLÄDOYER FÜR EINE
ANLAGEKLASSE – SERIE, TEIL I

**Börsengänge immer noch in
weiter Ferne**

EINE UMFRAGE DES BVK
ZUM EXITKANAL IPO

Armer Welteke

Sicherlich war es eine Verfehlung von Bundesbankpräsident Ernst Welteke, die Einladung der Dresdner Bank zu einem Luxus-Aufenthalt im Adlon zu akzeptieren. Das Ausmaß, die Beharrlichkeit und vor allem das Niveau der Demontage sowohl der Person wie auch der Amtswürde werfen jedoch Fragen auf, deren Beantwortung die Rücktrittsforderer in ein weitaus schlechteres Licht rückt als Ernst Welteke. Zwar geht es bei einem hohen Beamten wie dem Präsidenten der Bundesbank vorrangig um das Prinzip, doch genau betrachtet gibt es eine Vielzahl von Vergehen, die weit schwerer wiegen als eine Vorteilnahme im Wert von ein paar Tausend Euro, die als solche im Rahmen der vielfältigen Repräsentationspflichten mit und in solchen Adressen gar nicht wahrgenommen worden sein mag.

Die persönlichen Attacken, teils von wieder salonfähig werdenden ideologischen Verblendungen getragen, teils von simplem, durchsichtigem Machtkalkül, sind nach Mannesmann/Esner/Ackermann innerhalb kürzester Zeit ein weiterer Beweis für Überreaktionen, die in populistischer, ja demagogischer Weise buchstäblich „ausgeschlachtet“ werden. Von wem? Es sind die üblichen Verdächtigen: Politiker, Konkurrenten, Medien, wobei letztere aufgrund des brain drains kaum noch in der Lage sind, ihre Rolle in der Demokratie – die vierte Gewalt – auszufüllen und sich aufgrund vielfältiger Abhängigkeiten oft genug instrumentalisieren lassen und damit in eine gefährliche Position abrutschen, die in der deutschen Geschichte mehr als einmal für Unheil gesorgt hat.

Bei noch genauerer Betrachtung stellt sich dann die Frage, warum Welteke, Ackermann, Dosenpfand, das Liebesleben der Beckhams, etc. hierzulande zu Dauerthemen avancieren und die wirklich bedeutsamen Themen so krampf- und zwanghaft überlagern.

Es scheint, als ob eine unheilige Allianz aus Regierungspolitikern, Beamten, Gewerkschaften und Verbänden im Verbund mit ausgebluteten Medien der Öffentlichkeit ein „Alice in Wonderland-Szenario“ vorspiegeln möchte – Vollbeschäftigung und Wohlstand für alle „just around the corner“ – wenn nur die gierigen Kapitalisten nicht wären. Ob diese schlicht auf Machterhalt abzielende Taktik die SPD aus ihrem Stimmungstief herausreißen kann, bleibt zweifelhaft.

Tatsache ist dagegen, daß die Versäumnisse und Unfähigkeiten der Regierung hinsichtlich der Herstellung von „bestandsfesten und international wettbewerbsfähigen Rahmenbedingungen“, wie sie gerade Ernst Welteke immer eingefordert hat, einen kaum wiedergutzumachenden volkswirtschaftlichen Schaden anrichten. Esner, Ackermann, Welteke, sind somit lediglich „Sündenböcke“, mit Hilfe derer Diskussionen über unliebsame Themen schlicht verdrängt werden. So fällt Deutschland außer bei Insolvenzen (siehe Seite 7) und beim Schuldenmachen in nahezu jeder Hinsicht (siehe u.a. Titelstory ab Seite 8) weit hinter sein Potential und die Nachbarländer zurück. Wie die jüngste BVK-Umfrage (siehe Seite 32) zeigt, denken auch immer mehr PE-Gesellschaften über



Karim Serrar, Chefredakteur
VentureCapital Magazin

Börsengänge ihrer Portfoliogesellschaften an anderen Börsenplätzen wie Zürich oder London nach. Extrapoliert man die Trends der letzten Jahre nur fünf Jahre in die Zukunft, so erreichen wir eine wirtschaftliche Realität, die niemand ernsthaft für erstrebenswert halten kann. Zu wünschen bleibt eine Zäsur, je eher, je besser.

Karim Serrar

Editorial

- 3 Armer Welteke

Marktbarometer

- 6 Top-News, Stimmungen und Tendenzen
Was bewegt die PE-Industrie?



Schwerpunkthema Buy-outs/Mezzanine/Nachfolge

- 8 Kapitalüberhang oder Verkaufsdruck?

Im ersten Quartal des laufenden Jahres lag das Volumen der M&A-Transaktionen weltweit deutlich über dem des Vorjahres. Auch kam es zur Ankündigung großer feindlicher Übernahmen, klassischerweise ein Zeichen steigender Zuversicht an den Kapitalmärkten. Auf der anderen Seite verläuft das Fundraising in Europa eher schleppend. Zwar sitzen einige große Fonds noch auf hoher Liquidität, dem steht jedoch auch ein wachsender Exitdruck von Investoren gegenüber.

- 14 Steuerliche Besonderheiten am Beispiel der stillen Gesellschaft

Immer häufiger stehen Unternehmen vor Aufgaben, die nicht mehr über klassische Kredite finanziert werden können. In diesen Fällen wird zunehmend Mezzanine-Kapital eingesetzt, das eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital darstellt. Dabei sind die stille Gesellschaft, das Nachrangdarlehen und das Genußrecht die typischen Gestaltungsformen. Sie erhalten ihren mezzaninen Charakter jeweils durch folgende spezifische Merkmale: Nachrangigkeit, gewinnabhängige Vergütung und zeitliche Befristung der Kapitalüberlassung.

- 42 Fallstudie: Nachfolge im MidCap-Bereich mit einem Finanzinvestor

Als Wachstumstreiber für die in den letzten drei Jahren immer stärker ausgeprägte Dominanz der Buy-out-Transaktionen ist insbesondere die verschärfte Nachfolgeproblematik in Deutschland zu sehen. Dabei intensivieren die dürftige Eigenkapitalausstattung und die restriktive Kreditvergabe politik der Banken die Beziehung zwischen Mittelstand und Private Equity-Gesellschaften. Das Fallbeispiel von Michael Keller beschreibt die Unternehmensnachfolge in einem inhabergeführten Unternehmen.

Investment

- 16 ERGO Equity übernimmt Management der Innotech VC-Fonds

Hauptinvestor EnBW zieht sich aus dem Beteiligungsgeschäft zurück

- 18 Daseinsvorsorge als schwaches Argument gegen Wettbewerbssysteme

Privatisierung und Liberalisierung netzgebundener Wirtschaftszweige

- 20 S-Refit integriert ANTARES

*Der Ablauf einer Portfolioübernahme
Thomas Hutter und
Bernhard Köhler, S-Refit*

- 22 Portrait:
Man muß im Land verwurzelt sein

Permira setzt auf lokale Expertise für den Investmenterfolg

- 24 Private Equity als Portfoliobeimischung
Teil 2 der Mackewicz-Studie
Hohe Renditen und Erweiterung des Diversifikationsspektrums
Detlef Mackewicz,
Uwe Fleischhauer

- 26 Risikowahrnehmung von Private Equity, Serie, Teil 1
Plädoyer für eine Anlageklasse

28 „Fehlallokation nicht vorstellbar“

Sechs Fragen zum ERP-EIF-Dachfonds an Dr. Holger Frommann

29 Fund-of-Funds-News

30 Marktüberblick

Das Private Equity-Jahr 2003 in Europa

31 Standpunkt Investor: Frühlingsluft für Venture Capital

Wolfgang Hanrieder, The Carlyle Group

32 Börsengänge immer noch in weiter Ferne

Eine Umfrage des BVK zum Exitkanal IPO



34 MBO: Finanzierung ohne (Finanz-) Historie

*Individuelle Nutzenanalyse eines externen Ratings
Silke Naused, Euler Hermes*

36 Für jeden das richtige Werk

Bücher zu VC-Themen gibt es derzeit mehr als genug

38 Die Kolumne von Michael Keller

Due Diligence bei einer SmallCap M&A-Transaktion

Entrepreneurship

40 Innovation Excellence

Bedeutung von Innovationsprozessen für die Investitionsstrategien von VC-Gesellschaften

44 Eigenkapital aktiv gestalten

*Nachrangdarlehen, Stille Beteiligung und Genusscheine
Wilhelm Höser, Falke Bank*

46 Success-Story

*Steiles Wachstum auch in Krisenzeiten
Die sächsische Erfolgsgeschichte der Zentrum Mikroelektronik Dresden*

47 Die Kolumne von Falk F. Strascheg

IPO – wieder nichts

48 Standpunkt Unternehmer:

*Investiert nicht in Wertpapiere, sondern in Werbung
Thomas Keil, Yellow phone*

Deal-Monitor

48 New Deals

53 Exits

Events

56 Veranstaltungen für VCs, Gründer und Dienstleister

People

58 Zitat des Monats

58 Personalmeldungen aus der Beteiligungsbranche

59 Vorschau
Die Themen im Juni – Ausgabe 06/2004

59 Impressum/
Unternehmensindex

CeBIT – Trotz Besucherrückgangs mehr Zuversicht



Obwohl die Zahl der Besucher der diesjährigen CeBIT mit 510.000 zum dritten Mal in Folge rückläufig war, fiel

das Urteil der Aussteller fast durchweg positiv aus. Ein besonderes Lob sprach dabei Willi Berchtold, Präsident des Branchenverbands BITKOM, dem Mittelstandsprogramm der Messe aus, und verwies auf 20 % mehr Besucher in diesem Bereich. Wie der BITKOM-Präsident, so äußerte sich auch der Messe-Vorstand Ernst Raue überaus positiv zum diesjährigen Ergebnis. Nie war die Investitionsbereitschaft der Fachbesucher, von denen sich nahezu 50 % mit konkreten Investitionsvorhaben trugen, höher. Auch der Anteil der ausländische Besucher erreichte mit 25 % seine bisherige Höchstmarke.

Start-up Monitor der Universität Kiel



Die Anzahl von Unternehmen wie VCs des vom VentureCapital Magazin unterstützten Start-up Monitors der Universität Kiel, der Unternehmern bei der Auswahl von VC-Gebern und umgekehrt behilflich sein soll, beträgt aktuell 175 Hightech-Start-ups (Europa, USA) und 323 VC-Geber (Europa, USA, Asien). Mehr Info unter www.e-venture.info – Studien – Start-up Monitor.

EVCA Quarterly PE-Indicator: Weniger Fundraising – mehr Exits




Die European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) hat ihren „Quarterly PE Indicator“ für das vierte Quartal 2003 ergänzt. Der Indikator versucht, Trends im europäischen Beteiligungsgeschäft auszumachen, indem er ausgewählte Private Equity-Gesellschaften Europas zu ihren Aktivitäten im Fundraising sowie zu Investments und Divestments im vergangenen Quartal befragt. Die Engagements im Fundraising gingen demnach um 41 % gegenüber dem 3. Quartal 2003 zurück. Dies liegt jedoch weniger in einer Marktschwäche begründet, sondern am außerordentlich starken 3. Quartal. Bei den Investitionen konnte das hohe Level des 3. Quartals gehalten werden. Buy-out-Aktivitäten waren weiterhin stark, und der Rückgang im Early Stage-Sektor wurde durch den Anstieg bei Expansionsfinanzierungen ausgeglichen. Verdoppelt hat sich das Volumen der Divestments. Hauptgrund ist der Anstieg im Bereich Trade Sale. Dabei überwogen „Sales to Management“ und Verkäufe an andere PE-/VC-Gesellschaften.

Europäischer Buy-out Markt wächst 2003 um 4 %

Im vergangenen Jahr 2003 haben die Buy-out-Transaktionen im Mittelstand das Wachstum des europäischen Private Equity-Marktes am stärksten vorangetrieben. Zu diesem Schluß kommt die diesjährige Studie „Europe Buy-out-Review“ von Initiative Europe und der Beteiligungsgesellschaft Bridgpoint. Die jährlich publizierte Studie dokumentiert die wichtigsten Entwicklungen beim Einsatz von Private Equity in Europa mit einer umfassenden Statistik. Das gesamte Volumen der Bruttoinvestitionen von Private Equity zur Realisierung von Buy-outs im europäischen Markt wuchs im Jahr 2003 um 4 % auf 60,7 Mrd. Euro, während die Zahl der Buy-outs um 11,5 % auf 397 Transaktionen stieg.

 Der deutsche Buy-out-Markt hat sich 2003 deutlich erholt und weist insgesamt ein um mehr als 50 % auf 9,4 Mrd. Euro gestiegenes Wachstum der Bruttoinvestitionen auf.

 In Frankreich stieg die Zahl der Private Equity Buy-outs um 60 % an, während die

entsprechende Investitionssumme um 29 % auf 9,5 Mrd. Euro zurückging.



Großbritannien war auch 2003 mit 38 % Marktanteil der größte Private Equity-Markt in Europa – und dies trotz eines Rückgangs bei der Anzahl der Buy-outs um 5 %. Das Investitionsvolumen stieg hingegen um 9 % auf 22,9 Mrd. Euro.



Italien konnte das bisher stärkste Jahr für Private Equity-Buy-outs verzeichnen: Die Bruttoinvestitionen wurden auf 8,6 Mrd. Euro mehr als verdoppelt, in erster Linie durch die jeweils über eine Mrd. Euro schweren Transaktionen von SEAT Pagine Gialle, FIAT Avio und Safilo.



In Schweden wuchsen die Bruttoinvestitionen der Private Equity-Buy-outs 2003 um 42 % auf 1,3 Mrd. Euro, die Zahl der Transaktionen stieg um 60 %.



**VentureCapital Magazin-Autor
Andreas Uhde für 2. Europäischen
Private Equity Award nominiert**

TOP

Andreas Uhde vom VentureCapital Magazin ist einer der Preisträger des mit insgesamt 13.000 Euro dotierten 2. Europäischen Private Equity Award. Uhde wurde für seinen Artikel „Visionen 2004 – Private Equity lohnt sich wieder“, der im VentureCapital Magazin 1/2004 veröffentlicht wurde, als einer von vier Wirtschaftsjournalisten aus Deutschland und Großbritannien nominiert. Neben Uhde zählen Tom Bawden, „The Times“, London, Walther Becker, „Börsen-Zeitung“, Frankfurt, und Dr. Lutz Frühbrodt, „Die Welt“, Frankfurt, zu den Preisträgern. Die Bekanntgabe der Sieger in deutscher und englischer Sprache und die Preisverleihung finden am 6. Mai 2004 in den Räumen der IHK in Frankfurt am Main statt. Mit dem 2. Europäischen Private Equity Award zeichnet der in Zürich ansässige Fund of Funds-Manager Adveq-Gruppe Journalisten aus Europa für herausragende Artikel, Reportagen und Kommentare aus dem Bereich Private Equity aus. „Viele der über 50 eingegangenen Arbeiten sind von außergewöhnlich hoher Qualität“, sagte Dr. Heik Afheldt, Präsident der internationalen Jury, Wirtschaftswissenschaftler und Publizist. Mit ihm prüften Dr. Ulrich Niederer, Chairman UBS Global Asset Management Switzerland, Zürich, Frank-Rainer Vaessen, Managing Director, ERGO Trust, Düsseldorf, und Edmund Truell, Group Chief Executive, Duke Street Capital, London, die eingegangenen Arbeiten.



Andreas Uhde

FLOP

**Pleitewelle erreicht
2003 einen neuen
Rekord**

Rund 101.000 Unternehmen und Privatleute meldeten im Vorjahr laut Statistischem Bundesamt Insolvenz an, das waren 19 % mehr als 2002. Dabei seien neben den Unternehmenspleiten auch die Zahl der zahlungsunfähigen Privatschuldner stark gestiegen – um 31,1 % auf 61.403. Auch die Zahl der Firmenpleiten erreichte mit einem Plus von 4,6 % auf 39.320 Unternehmen einen neuen Höchststand. Allerdings schwächte sich der Anstieg in der zweiten Jahreshälfte 2003 auf 0,4 % ab, während es im ersten Halbjahr noch 9,1 % mehr Insolvenzfälle bei Unternehmen als von Januar bis Juni 2002 gab.



Anzeige

S P

**r r B Wurf
f r Ihr n Erf l**

M s s f r Dest n z r n un,
R n ch s n ut un U n t m h m n

M t r 12. s u ch m un r un 23 usst l m st ST n n e r
r l r ch s n Ex s t n z r n r un Fr n ch s -M s s n n u s ch n u l l r
h n s s t n ch n e f n n t s h n n n k m k t s n s

Erf l r ch s t u n u n t m h m n n s t u n t m h m n s
n e n t l r s u ch t l a t s u n t r
www.munich.de/fitforboss

M s s E s s n,
17. s 1 . .2
www.st-re-m ss .

FIT FOR BOSS

Partners: Euro, kfw, asfc, a, d, e, f, g, h, i, j, k, l, m, n, o, p, q, r, s, t, u, v, w, x, y, z

Kapitalüberhang oder Verkaufsdruck?

Der M&A-Markt hat sich belebt, ist aber von einer Überhitzung weit entfernt

Im ersten Quartal des laufenden Jahres lag das Volumen der M&A-Transaktionen weltweit deutlich über dem des Vorjahres. Auch kam es zur Ankündigung großer feindlicher Übernahmen, klassischerweise ein Zeichen steigender Zuversicht an den Kapitalmärkten. Auf der anderen Seite verläuft das Fundraising in Europa eher schleppend. Zwar sitzen einige große Fonds noch auf hoher Liquidität, dem steht jedoch auch ein wachsender Exitdruck von Investoren gegenüber, die ihre Beteiligungsportfolios in den späten neunziger Jahren aufbauten. Um ihre Ziele zu erreichen, muß die Branche weiter auf akkomodierende Finanzmärkte hoffen.

Deutliche Erholung des M&A-Marktes

Da werden Erinnerungen an die Boomzeiten wach. In den ersten drei Monaten dieses Jahres lag das weltweite Volumen an Unternehmensübernahmen nach den vorläufigen Zahlen von Thomson Financial mit 530 Mrd. US-\$ auf dem höchsten Niveau seit dem Rekordjahr 2000. Das anämische Niveau vom Jahresanfang 2003 wurde etwa verdoppelt. Allerdings ging die Zahl der Transaktionen leicht zurück, gegenüber dem Schlußquartal des Jahres 2003 sogar um rund 10 %. Die ersten Anzeichen für die Wiederauferstehung des M&A-Marktes zeigten sich im Februar, als der Mobilfunkanbieter AT&T Wireless Services nach einem harten Bieterwettkampf von Cingular Wireless für 41 Mrd. US-\$ geschluckt wurde. Die Vodafone Group wurde aus dem Feld geschlagen, gleichzeitig war die Transaktion der größte Cash-Deal aller Zeiten. Allerdings überwogen im ersten Quartal die Übernahmen gegen Aktien mit einem Anteil von 65 % am gesamten Transaktionsvolumen – sicher eine Reflexion der wieder gestiegenen Börsenbewertungen.

Wieder große feindliche Übernahmen

Bemerkenswert ist darüber hinaus die Rückkehr der feindlichen Übernahmen. In den USA ragte das Übernahmeangebot von Comcast für Disney über 55 Mrd. US-\$ heraus, in Europa die Sanofi/Aventis-Transaktion mit einem Volumen von ca. 50 Mrd. Euro. Da feindliche Übernahmen in der Regel wesentlich zeit- und kostenintensiver sind als einvernehmliche Transaktionen und erhebliche zusätzliche Risiken bringen, kann man das Auftauchen aggressiver Übernehmer sicherlich als Zeichen

FÜHRENDE M&A-BERATER WELTWEIT, 1. QUARTAL 2004 (NACH VOLUMEN)

BERATER	TRANSAKTIONEN	VOLUMEN (IN MRD.US-\$)
GOLDMAN SACHS	87	205
MORGAN STANLEY	56	183
JP MORGAN	77	176
MERRILL LYNCH	36	128
ROHATYN ASSOCIATES	2	114
CITIGROUP	70	98
LAZARD	40	86
LEHMAN BROTHERS	37	78
BNP PARIBAS	14	76
ROTHSCHILD	42	72

Quelle: Thomson Financial

eines zunehmenden Optimismus deuten. Die Unternehmen haben ihre finanziellen Hausaufgaben gemacht, seit mehreren Quartalen steigt der Cash-Flow, die Finanzmärkte ermöglichen eine kostengünstige Refinanzierung, und so sind die Manager wieder vermehrt bereit, größere Risiken einzugehen.

Europäer noch mit relativ viel Vorsicht

Der weltweite Aufschwung des M&A-Geschäfts wurde vor allem durch Wachstum in den USA und Asien getragen. Für Europa ergibt sich vordergründig zwar ein ähnliches Bild: Das Transaktionsvolumen lag mit 146 Mrd. Euro über dem Vorjahresniveau. Nimmt man jedoch den Übernahmeversuch von Aventis durch Sanofi heraus, sieht das europäische Volumen schon nicht mehr so robust aus, die Zahl der Transaktionen war ohnehin rückläufig. Das generelle Klima ist in Europa noch mehr von Vorsicht geprägt als jenseits des Atlantiks. Insbesondere nach den Terroranschlägen von Madrid befürchten die Investmentbanker ein Abflauen der Aktivität.

Mezzanine-Finanzierungen etablieren sich

Nachhaltig scheint aber auch in Europa der strukturelle Aufschwung der Mezzanine-Investitionen zu sein. Im Jahr 2003 nahm das Volumen nach Berechnungen von Mezzanine Management um 16 % auf 4,03 Mrd. Euro zu, das zweitbeste Ergebnis nach 4,2 Mrd. Euro im Jahr 2001.

Es stieg sowohl die Zahl der Transaktionen von 94 auf 106 als auch der durchschnittliche Anteil von Mezzanine am Transaktionsvolumen von 12,7 % auf 16,2 %. Großbritannien blieb auch im vergangenen Jahr mit 1,1 Mrd. Euro der aktivste Mezzanine-Markt, den größten Zuwachs verzeichnete man jedoch in Deutschland. In nationalen deutschen Transaktionen wurde eine Mrd. Euro Mezzanine-Kapital investiert, darunter eine 265 Mio. Euro Tranche bei der Übernahmen der Springer-Fachverlage. Das kürzliche Closing des mit 668 Mio. Euro bislang größten europäischen Mezzanine-Fonds der Intermediate Capital Group, die Ankündigung weiterer Fonds von z.B. der schwedischen EQT (Zielvolumen 250 Mio. Euro) sowie das zunehmende Interesse auch deutscher Banken unterstreichen die anhaltende Attraktivität dieser Finanzierungsform, die viele Charakteristika einer Fremdkapitalfinanzierung mit hohen Renditen vereint.

Vorsichtiger Optimismus in Deutschland

Das Stimmungsbild in Deutschland lässt sich am besten mit „vorsichtiger Optimismus“ beschreiben. Das Jahr 2003 brachte einen Anstieg des Buy-out-Marktes auf 16,1 Mrd. Euro, womit sogar das bisherige Rekordjahr

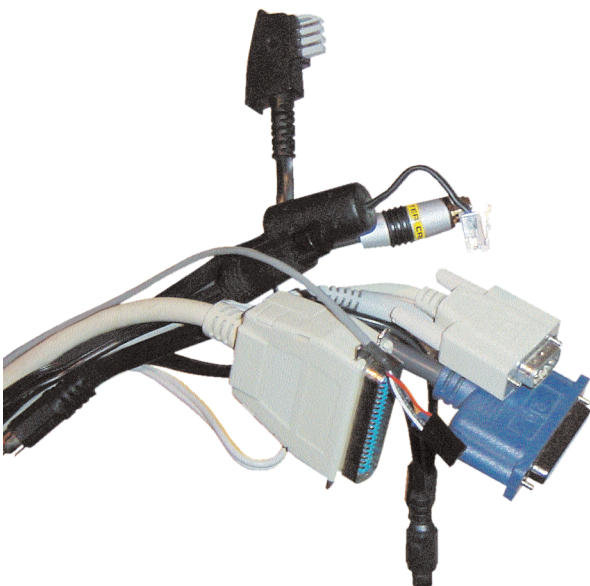


Dr. Mathias Döpfner,
Vorstandsvorsitzender der Axel Springer
Verlags AG

2000 leicht übertroffen werden konnte. Auch das German Private Equity Barometer, das gemeinsam von dem BVK und der KfW erhoben wird, signalisierte mit einem weiteren Anstieg im vierten Quartal auf den bislang höchsten Wert zunehmende Zuversicht. Auch die Aussichten für den weiteren Jahresverlauf werden von den Marktteilnehmern positiv eingeschätzt. Neben der sich auch in Deutschland allmählich verbessernden Wirtschaftslage ist ein Grund dafür sicherlich die Aufhellung des Börsenklimas, die Exits über IPOs in absehbarer Zeit wieder möglich machen sollte. Der BVK erwartet daher einen weiteren leichten Aufschwung der Investitionen im deutschen Markt.

Anzeige

> Passt Ihr Berichtswesen eigentlich zu Ihren Anforderungen ?



VC > on target

enabling venture capital

Die Entscheidung über die Anschaffung von Controlling-Software trifft jedes Unternehmen autonom. Die Aggregation von Berichtsdaten aus verschiedenen Systemen bindet jedoch beim VC-Investor wertvolle Ressourcen, die für die detaillierte Analyse fehlen.

Das Berichtswesen über VC on target übermittelt Ihnen einheitliche Berichte aus unterschiedlichen Controlling-Systemen und erspart Ihnen die aufwändige Umformattierung. Sie gewinnen schnelleren Datenüberblick, aussagekräftige Entscheidungsgrundlagen und Zeit für Ihr Kerngeschäft.

VC on target – standardisiertes Reporting von Format.

<http://www.vcontarget.de>

FÜHRENDE M&A BERATER IN EUROPA, 1. QUARTAL 2004 (NACH FEES)		
BERATER	FEES (IN MIO. US-\$)	ANTEIL (IN %)
DEUTSCHE BANK	64	7,4
JP MORGAN	57	6,6
UBS	54	6,2
MERRILL LYNCH	53	6,2
GOLDMAN SACHS	50	5,8
CSFB	46	5,3
MORGAN STANLEY	44	5,0
ROTHSCHILD	41	4,7
CITIGROUP	40	4,6
LAZARD	37	4,2

Quelle: Dealogic

Konsolidierung des deutschen Kabelnetzes

Die in den vergangenen Wochen angekündigten großen Transaktionen stützen den aufkeimenden Optimismus. So gab Kabel Deutschland, der von den Private Equity-Gesellschaften Apax Partners, Providence Equity Partners und Goldman Sachs Capital Partners kontrollierte größte Kabelnetzbetreiber Deutschlands, Anfang April bekannt, seine größten drei regional operierenden Konkurrenten für 2,7 Mrd. Euro von den kreditgebenden Banken zu übernehmen. Die Transaktion erforderte simultane Verhandlungen mit allen drei Verkäuferkonsortien und mündete in dem gleichzeitigen Abschluß der drei Kaufverträge an einem Wochenende. Die Zustimmung des Bundeskartellamts vorausgesetzt, würde Kabel Deutschland damit den deutschen Markt für Kabelfernsehen komplett kontrollieren und zu einer der größten Kabelgesellschaften weltweit aufsteigen. Die 1999 von der Deutschen Telekom aus kartellrechtlichen Gründen und zum Schuldenabbau separat verkauften Kabelaktivitäten würden damit wieder in einer Hand vereinigt. Kabel Deutschland will nach der Genehmigung der Übernahmen deutschlandweit das digitale Fernsehen und weitere Multimediaprodukte, die in anderen europäischen Märkten bereits erhältlich sind, anbieten. Nach der Marktkonsolidierung und der Produkteinführung ist ein IPO zur weiteren Kapitalaufnahme bzw. zum Exit denkbar.

Merck verkauft seinen Laborhandel

Nur wenige Tage später gab das amerikanische Buy-out-Haus Clayton, Dubilier & Rice (CD&R) den Abschluß des im Februar angekündigten Kaufs der Laborhandelssparte VWR International des Darmstädter Pharmaunternehmens Merck KGaA für 1,36 Mrd. Euro (1,65 Mrd. US-\$) bekannt. CD&R hat sich in dem Verkaufsprozeß gegen sechs Konkurrenten, darunter andere Finanzinvestoren, durchgesetzt. Der Kaufpreis entspricht knapp 60 % des

Umsatzes und etwa dem siebzehnfachen operativen Ergebnis von VWR International im vergangenen Jahr und dürfte damit das Resultat eines kompetitiven Verkaufsprozesses sein. Ursprünglich sollte die Transaktion mit einem Eigenkapitalanteil von 600 Mio. aus dem Fonds VI von CD&R (Volumen 3,5 Mrd. US-\$) finanziert werden, der Anteil wurde letztlich auf lediglich 450 Mio. US-\$ reduziert. Die Co-Investoren Citibank und Bank of America investieren zusätzlich jeweils 35 Mio. US-\$ Eigenkapital, der restliche Kaufpreis wird von einem Bankenkonsortium unter Führung der Citigroup und der Deutschen Bank über mehrere Fremdkapitaltranchen bereitgestellt.

Fundraising bleibt schwierig

Trotz des gestiegenen Optimismus bleibt in Deutschland das Fundraising die große Herausforderung – und das auch nachdem durch das Bundesfinanzministerium die steuerlichen Unsicherheiten für Private Equity-Fonds endlich beseitigt wurden. Auch auf europäischer Ebene hat sich in den vergangenen zwölf bis 18 Monaten gezeigt, daß längst nicht alle bei der Auflegung eines Fonds avisierten Volumina auch erreicht wurden. Almeida Capital schätzt, daß gegenwärtig rund 90 europäische Initiatoren versuchen, Fonds mit einem Volumen von zusammen ca. 100 Mrd. Euro zu platzieren. Für die zweite Jahreshälfte kündigen sich große Fonds mit zusätzlichen 20 Mrd. Euro an. Nach den Ergebnissen des Vorjahres erscheinen diese Volumina eher als Wunschvorstellung.

Erfolge beim Fundraising abhängig von lukrativen Realisierungen

Der Ausnahmeerfolg von Permira bei der Platzierung des mit 5,1 Mrd. Euro bislang größten europäischen Buy-out-Fonds Permira-Europe III ist wahrscheinlich vor allem auf die zuvor erfolgten lukrativen Verkäufe zurückzuführen. Der Erfolg beim Fundraising dürfte also entscheidend von einem guten Exit-Track-Record abhängen. An einem entsprechenden Nachweis mangelt es aber vielen Fonds, die ihre Beteiligungen in den Jahren um die Jahrtausendwende aufgebaut haben und wegen der widrigen Kapitalmarktverhältnisse bislang die Früchte ihrer Arbeit nicht realisieren konnten. Viele Fondsinivatoren stehen also erst einmal unter Verkaufsdruck, bevor sie mit guten Erfolgsaussichten an die Einwerbung neuer Mittel denken können.

Verkaufsstau bei vielen Investoren

Die schwierigen Bedingungen der vergangene Jahre haben zu einem regelrechten Verkaufsstau geführt. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG schätzt, daß der Anteil der seit mehr als vier Jahren in den Portfolios von europäischen Buy-out-Fonds gehaltenen Beteiligungen im Vergleich zum Jahr 2000 von 42 % auf 66 % gestiegen ist. Den Schätzungen entsprechend, müßten die Verkäufe sich im Jahr 2004 gegenüber dem Jahr 2002 verdreifachen, nur damit sich die durchschnittliche Haltdauer nicht weiter erhöht. Zum Glück für die potentiellen Verkäufer sind die Bedingungen für Verkäufer gegenwärtig so gut wie seit dem Jahr 2000 nicht mehr. Das IPO-Fenster scheint sich auch in Deutschland zu öffnen, und auch die strategischen Käufer sind wieder im Markt aktiv, nachdem die Unternehmen ihre Bilanzen bereinigt haben. Zudem sind auch die Kreditmärkte in Geberlaune, so daß auch Teil-Exits in Form von Refinanzierungen wieder in nennenswertem Umfang mög-

lich sind. Ob die verbesserte Aufnahmebereitschaft jedoch ausreicht, um die auf den Markt drängenden Verkäufer befriedigen zu können, bleibt abzuwarten.

Das Angebot reicht aus

Damit relativiert sich auch der zur Zeit gelegentlich diskutierte große Kapitalüberhang der Private Equity-Branche, der aus den hohen Liquiditätsbeständen einzelner, in den Jahren 2002 und 2003 platzierter großer Buy-out-Fonds abgeleitet wird. Ein erheblicher Teil dieser Liquidität wird in Secondaries fließen, die den Angebotsüberhang älterer Fonds aufnehmen. Darüber hinaus dürften sich die großen Fonds vor allem auf entsprechend große Transaktionen konzentrieren. Der breite Markt für mittelgroße Buy-outs muß auf ein Andauern des günstigen Umfeldes hoffen, um sich weiter positiv zu entwickeln. Erst wenn der Verkaufsstau aus den Vorjahren aufgelöst ist, kann es zu einem echten Verkäufermarkt kommen, zumal dann auch das Fundraising erfolgreicher sein wird.



Alan Greenspan, Chef der amerikanischen Notenbank

Blick in die Kristallkugel

Versucht man einmal, eine – wie immer mit notorisch hoher Unsicherheit behaftete – Prognose des Marktumfeldes zu geben, so gibt es durchaus Gründe, für die nächsten Jahre optimistisch zu sein. Zwar besteht auf Grund der wieder deutlich erhöhten Bewertungen an den Aktienmärkten Rückschlagspotential, und die Risikoprämien an den Kreditmärkten haben auf den erreichten langjährigen Tiefständen eigentlich auch nur Bewegungsspielraum nach oben.

Jedoch spricht viel dafür, daß es sich bei einem eventuellen

Rückschlag nur um eine Unterbrechung des im vergangenen Jahr begonnenen längerfristigen Aufschwungs handeln wird. Geht man davon aus, daß sich Wirtschaft und Finanzmärkte in einem in Grenzen wiederkehrenden Rhythmus bewegen, so stehen wir heute an einem Punkt wie in den Jahren 1984 und 1994, als es nach einer ersten kräftigen Erholung nach den Rezessionen einige Jahre zuvor zu einer zwar unangenehmen, aber zu verschmerzenden Abkühlung kam. Wie in den vorhergehenden Jahrzehnten könnte es die amerikanische Notenbank sein, die für die kalte Dusche sorgt. So rechnet man aktuell schon wieder vermehrt mit Leitzinserhöhungen in den USA, wenn es dann wirklich passiert, werden wieder einige Investoren auf dem falschen Fuß erwischt werden, und es wird für eine Zeitlang zu Verwerfungen auf den Finanzmärkten kommen. Danach sollte es jedoch bald aufwärts gehen. Die Kehrseite der Medaille: Der nächste Käufermarkt läge noch weit in der Zukunft.

Ralf Thielemann

Steuerliche Besonderheiten am Beispiel der stillen Gesellschaft

Auszug eines Vortrages im Rahmen des Mezzanine-Thementages des Venture Capital Forum NRW e.V.

Von Dr. Peter Hellich, Philipp von Alvensleben und Michael Häger*

Immer häufiger stehen Unternehmen vor Aufgaben, die nicht mehr über klassische Kredite finanziert werden können. In diesen Fällen wird zunehmend Mezzanine-Kapital eingesetzt, das eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital darstellt. Dabei sind die stille Gesellschaft, das Nachrangdarlehen und das Genußrecht die typischen Gestaltungsformen. Sie erhalten ihren mezzaninen Charakter jeweils durch folgende spezifische Merkmale: Nachrangigkeit, gewinnabhängige Vergütung und zeitliche Befristung der Kapitalüberlassung.

Beispiel stille Gesellschaft

Ausgangspunkt für die Strukturierung von Mezzanine-Kapital ist in der Praxis die Handels- bzw. Steuerbilanz. Der jeweilige Einsatzzweck von Mezzanine-Kapital bestimmt die angestrebte Zielstruktur der Passivseite der Bilanz. Sämtliche der zuvor beschriebenen Grundtypen können sowohl handelsbilanziell als auch steuerbilanziell entweder als Eigenkapital oder als Fremdkapital ausgestaltet werden. Man unterscheidet daher eigenkapitalnahe Ausprägungen (Equity Mezzanine Capital, Junior Mezzanine) und fremdkapitalnahe Ausprägungen (Debt Mezzanine Capital, Senior Mezzanine). Wegen der Flexibilität der möglichen Gestaltungselemente ist die Abgrenzung zwischen diesen Formen fließend. Einige der handelsbilanziellen und steuerlichen Parameter seien nachstehend in gebotener Kürze am Beispiel der stillen Gesellschaft als dem in der Praxis häufigsten mezzaninen Finanzierungsinstrument skizziert: Das HGB enthält für die Bilanzierung von stillen Gesellschaften keine speziellen Vorschriften. Auf Grund der weitgehenden wirtschaftlichen Vergleichbarkeit von stillen Beteiligungen und Genußrechten können die vom Haupt-Fachausschuß des Instituts der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) in der Stellungnahme HFA 1/1994 erarbeiteten Grundsätze „Zur Behandlung von Genußrechten im Jahresabschluß von Kapitalgesellschaften“ auch auf die Bilanzierung von stillen Beteiligungen übertragen werden. Danach ist die Einlage des Stillen nur dann dem Eigenkapital zuzuordnen, wenn kumulativ folgende Voraussetzungen erfüllt sind:

- Nachrangigkeit des überlassenen Kapitals
- Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung
- Erfolgsabhängigkeit der Vergütung
- Verlustbeteiligung des Kapitalgebers

Allerdings ist die handelsbilanzielle Eigenkapitalqualifikation nicht unbedingt erforderlich, um die typischen Ziele der Erhöhung der Bonität im Rahmen eines Ratings, der Erweiterung des Kreditspielraums, der Schaffung eines Insolvenzpuffers und der Sicherstellung des steuerlichen Betriebsausgabenabzugs zu erreichen. Hierfür genügt vielmehr eine sorgfältig formulierte Nachrangabrede, die sicherstellt, daß die betreffende Kapitaltranche im Überschuldungsstatus nicht passiviert werden muß. Schon der durch die Nachrangigkeit bedingte eigenkapitalähnliche Charakter wird von Banken und Rating-Agenturen unabhängig von der bilanziellen Ausweisung als wirtschaftliches Eigenkapital gewertet und verbessert somit die Eigenkapitalquote.

Die Frage der Mitunternehmerschaft

Im Gegensatz zum Handelsrecht ist die Abgrenzung zwischen typischer und atypischer stiller Beteiligung im Steuerrecht sowohl für den stillen Gesellschafter als auch für den Geschäftsinhaber von erheblicher materieller Bedeutung. Die Abgrenzung zwischen typischer und atypischer stiller Beteiligung erfolgt im Steuerrecht über den Mitunternehmerbegriff. Kennzeichen der Mitunternehmerschaft sind Mitunternehmerinitiative und Mitunternehmerisiko durch den Stillen. Mitunternehmerschaft ist in der Regel zu bejahen, wenn der nicht an der Unternehmensführung beteiligte Stille am laufenden Gewinn und Verlust teilnimmt und bei Auflösung der Gesellschaft auch einen Anteil an den Wertsteigerungen des Betriebsvermögens, einschließlich Geschäftswert, erhalten soll.

Atypische stille Gesellschaft

Sind die Voraussetzungen einer Mitunternehmerschaft im Sinne des § 15 Abs. 1 Nr. 2 EStG gegeben, liegt eine atypische stille Gesellschaft im steuerlichen Sinne vor, die damit Subjekt der Gewinnerzielung, Gewinnermittlung und der Einkünftequalifikation ist. Die auf den Stillen entfallenden Gewinnanteile können nicht als Betriebsausgaben abgezogen werden, da die Gewinne der Mitunternehmerschaft dem Bereich der Einkommensverwendung angehören und sowohl dem stillen Gesellschafter als auch dem Geschäftsinhaber gemäß § 15 Abs. 1 Nr. 2 Satz 1 EStG als Einkünfte aus Gewerbebetrieb zugerechnet wer-

den. Bei einer Kapitalgesellschaft als Geschäftsinhaber läßt sich so erreichen, daß diese als GmbH & atypisch stille Gesellschaft ertragsteuerlich wie eine Personengesellschaft behandelt wird. Verlustanteile sind beim stillen Gesellschafter nach Maßgabe des § 15 a EStG nur bis zur Höhe des steuerlichen Einlagekontos abzugsfähig und darüber hinaus mit zukünftigen Gewinnanteilen verrechenbar. Ferner können gemäß § 15 Abs. 4 Satz 6 EStG Verluste aus stillen Gesellschaften an Kapitalgesellschaften, bei denen der Stille als Mitunternehmer anzusehen ist, nur mit Gewinnen, die der Stille in dem unmittelbar vorangegangenen Wirtschaftsjahr oder in den folgenden Wirtschaftsjahren aus derselben stillen Beteiligung zieht, verrechnet werden. Dabei sind die Einschränkungen des Verlustvortrags gemäß § 10 d EStG zu berücksichtigen, wonach ein Verlustrücktrag nur bis zu einem Betrag von 511.500 Euro und ein Verlustvortrag nur bis zur Höhe von einer Mio. Euro unbeschränkt möglich ist. Darüber hinaus ist eine Verlustverrechnung nur bis zu 60 % des übersteigenden Gesamtbetrags der Einkünfte möglich. Bei Begründung einer atypisch stillen Beteiligung unterliegen sämtliche Bezüge des Stillen auf Ebene des Geschäftsinhabers der Gewerbesteuer und werden nicht vom Stillen selbst geschuldet. Ein gewerbesteuerlicher Verlust kann im Falle der atypischen stillen Beteiligungen nicht auf die Ebene des Stillen verlagert werden, da Gewerbesteuersubjekt die Mitunternehmerschaft (in Form der atypisch stillen Gesellschaft) ist.

Typisch stille Gesellschaft

Sind die Voraussetzungen der Mitunternehmerschaft nicht gegeben, liegt eine typisch stille Gesellschaft im steuerlichen Sinne vor. Auf der Ebene des Geschäftsinhabers ist das gewinnabhängige Entgelt für die Kapitalüberlassung als Betriebsausgabe abzugsfähig. Gewerbesteuerlich erfolgt eine volle Hinzurechnung gemäß § 8 Nr. 3 GewStG, sofern der Gewinnanteil beim Stillen nicht der Gewerbesteuer unterliegt. Im Falle einer Verlustteilnahme vermindert sich der dem Geschäftsinhaber zuzurechnende Verlust um den auf den Stillen entfallenden Verlustanteil. Für die Zwecke der Gewerbesteuer ist der Gewerbeverlust um den auf den Stillen entfallenden Verlustanteil zu kürzen. Der Geschäftsinhaber muß auf das Beteiligungsentgelt Kapitalertragsteuer in Höhe von 25 % einbehalten und abführen.

Körperschaft

Handelt es sich bei dem Stillen um eine Körperschaft, sind die Beteiligungsentgelte als Einkünfte aus Kapitalvermögen körperschaftsteuerpflichtig. Sofern eine Verlustteilnahme des Stillen ausgeschlossen ist, kommt eine Verlustnutzung nur im Wege der Teilwertabschreibung in



Betracht, welche gemäß § 6 Abs. 1 Nr. 2 Satz 2 EStG nur bei dauerhafter Verschlechterung der Vermögensverhältnisse des Geschäftsinhabers möglich ist. Im übrigen gelten für die Verlustnutzung über § 20 Abs. 1 Nr. 4 Satz 2 EStG die Einschränkungen der §§ 15 Abs. 4 Satz 6 und 15a EStG auch für die Beteiligung an einer typischen stillen Gesellschaft. Wird die stille Beteiligung im steuerlichen Betriebsvermögen des Stillen gehalten, entsteht Gewerbesteuer auf Gewinnanteile. Sofern wesentlich beteiligte Gesellschafter einer Kapitalgesellschaft (25 % unmittelbar oder mittelbar), diesen nahestehende Personen (i.S.v. § 1 Abs. 2 AStG) oder jeder Fremdkapital gewährende Dritte (insbesondere Kreditinstitute), der auf Anteilseigner oder einen Nahestehenden zurückgreifen kann (zum Beispiel über eine Bürgschaft oder sonstige Sicherheit eines Gesellschafters), eine stille Beteiligung an die Kapitalgesellschaft ausreichen, greift § 8 a Abs. 1 Nr. 1 KStG mit der Folge, daß die Vergütung bei gewinnabhängiger Höhe vollständig als verdeckte Gewinnausschüttung (vGA) qualifiziert und dem Gewinn sowie dem Gewerbeertrag des Geschäftsinhabers hinzugerechnet wird. Dies läßt sich nur vermeiden, wenn die stille Beteiligung handelsbilanziell und steuerlich als Eigenkapital strukturiert wird. Wenn allerdings die Vergütung für die Kapitalüberlassung 250.000 Euro im Jahr nicht übersteigt (Freigrenze), unterbleibt die Umqualifizierung in eine vGA.

* Dr. Peter Hellich ist Rechtsanwalt und Partner, Philipp von Alvensleben ist Rechtsanwalt der internationalen Sozietät TaylorWessing. Michael Häger ist geschäftsführender Gesellschafter der Warth & Klein Wirtschaftsprüfungsgesellschaft. Alle drei sind Co-Autoren, Michael Häger ist Mitherausgeber des Buches Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Stille Gesellschaft – Nachrangdarlehen – Genussrechte, (Erich-Schmidt-Verlag 2004, 333 Seiten, EUR 46,80/sfr. 77,00, ISBN 3503063730) von Häger/Elkemann-Reusch (Hrsg.).

ERGO Equity übernimmt Management der Innotech VC-Fonds

Hauptinvestor EnBW zieht sich aus dem Beteiligungsgeschäft zurück

„Der Innotech VC-Fonds hat das Management gewechselt.“ Auf den ersten Blick reiht sich diese Nachricht nahtlos in das Gesamtbild der Restrukturierung der deutschen VC-Szene ein. Doch trotz der auf den ersten Blick bestehenden Parallelen ist der Fall bei Innotech ein wenig anders geartet.

Hintergrund

Ausgelöst wurde der Wechsel des Fonds-Managements nicht etwa durch die schlechte Performance des Fonds, sondern durch einen Strategiewechsel des Hauptinvestors und Mitinitiators EnBW. Dieser zieht sich seit 2003 aus dem gesamten Beteiligungsgeschäft zurück und gab in diesem Zusammenhang auch sein Engagement bei Innotech auf. Die Anteile der EnBW konnten zwar an die übrigen Investoren übertragen werden, aber es blieb kein Spielraum mehr für neue Beteiligungen. Dieser Kurswechsel veränderte auch die Rahmenbedingungen für das Innotech-Management. Der Innotech-Gründer und Geschäftsführer der Innotech Verwaltungs GmbH, Ingo Johannsen, meint dazu: „Der notwendige Strategiewechsel deckt sich leider nicht mit meiner Vorstellung von einem aktiven VC-Geschäft, das zur Hälfte aus der Prüfung neuer Beteiligungen bestehen sollte.“ Sein Gründer-Kollege Mikael Karlin ergänzt: „Es gibt derzeit nicht viele, aber sehr interessante Beteiligungsmöglichkeiten, und es ist schade, diese nicht nutzen zu können.“

„Die Übertragung der Fonds-Verwaltung auf eine darauf spezialisierte Gesellschaft wie die ERGO Equity Partner war unter diesen Umständen die beste Lösung“, führt Karlin weiter aus.

Übergabe

„Das Management des Fonds wurde durch ERGO Equity zum 01.04.2004 übernommen“, sagt Clemens von Berger, CEO bei der ERGO Equity Partner AG. Dem vorange-



Ingo Johannsen, Gründer und Geschäftsführer der Innotech Verwaltungs GmbH

gangen war eine monatelange Vorbereitung der Übertragung in einer „sehr professionellen und kollegialen Atmosphäre“, so Johannsen. „Wir wünschen allen Beteiligten viel Erfolg“, sagt Johannsen und meint weiter: „Da uns unsere alten Beteiligungen nach wie vor am Herzen liegen, sind wir froh darüber, daß die Weiterführung gesichert ist.“ Dank der umfangreichen Vorarbeiten kann die eigentliche Übertragung des Fonds kurzfristig abgeschlossen werden. Von Berger meint dazu: „Die Überleitung der Portfolio-Unternehmen wird bereits im Laufe des Monats April abgeschlossen sein.“



Mikael Karlin, Gründer und Geschäftsführer der Innotech Verwaltungs GmbH

Neuausrichtung

Der Wechsel des Managements geht mit einer strategischen Neuausrichtung des Fonds einher. Nach außen hin sichtbar wird dies durch den neuen Namen, den der Innotech-Fonds unter der Regie der ERGO Equity Partner bekommen hat. Seit Anfang April firmiert er unter dem Namen Techinvest Beteiligungsgesellschaft mbH & Co. KG. Der Name Innotech verbleibt beim alten Management. Der Wechsel bedeutet aber nicht das Aus für die Finanzierungspläne der Portfolio-Unternehmen. „Für den Fonds liegt der Schwerpunkt jetzt in der Begleitung der PF-Unternehmen und der Administration des bestehenden Portfolios“, meint von Berger. „Die verbliebenen Investoren haben genügend Kapital für die zu erwartenden Anschlußfinanzierungen bereitgestellt, so daß sich für die im Portfolio befindlichen Beteiligungsunternehmen aus der Strategieänderung keine Konsequenzen ergeben“, so von Berger weiter.

Perspektive

Für die Manager der ERGO Equity Partner AG ist die Übernahme anderer Fonds ein wichtiger Bestandteil der Unternehmensstrategie. „Die Unternehmen aus dem Innotech-



Clemens von Berger, CEO
der ERGO Equity Partner AG

Fonds werden durch das neue Management der ERGO Equity Partner und das vorhandene Netzwerk professionell betreut, eine Strategieänderung bezüglich der Portfolio-Unternehmen gibt es nicht“, sagt von Berger. Vor dem Innotech-Fonds hatte die ERGO Equity Partner bereits die IMH-Fonds übernommen, die sich in einer angespannten Liquiditätssituation befanden, da der dritte Fonds nicht mehr geschlossen werden konnte. „Auch in

der Zukunft steht unser Team für neue Mandate zur Verfügung“, so von Berger. Er führt weiter aus: „Wir planen, weiterhin in dieser Richtung zu expandieren und werden nach Bedarf zusätzliche Investment-Manager dafür einstellen und von Fall zu Fall auch Mitglieder des ehemaligen Teams übernehmen, um das historische Wissen zu sichern und einen friktionslosen Übergang zu gewährleisten.“

Alternativen

Was die Zukunft für die Innotech-Gründer mit sich bringt, ist hingegen noch offen. „Unsere ehemaligen Mitarbeiter haben sich mittlerweile fast alle neuen Aufgaben zugewandt, aber wir selbst hatten durch die Mühen der Übertragung bislang keine Zeit für neue Pläne“, sagt Johannsen. Untätig werden die beiden erfahrenen VC-Veteranen jedoch sicherlich nicht sein. Auch die Innotech-Homepage (www.innotech.de) bleibt zunächst bis Juni im alten Format bestehen und wird erst danach neu gestaltet. Die Zukunft des dort zu findenden „VC-Checks“, mit dem Unternehmer ihre prinzipielle Eignung für eine VC-Finanzierung online abklären können, ist noch offen. „Wir haben zwar bereits Interessenten, können uns aber durchaus vorstellen, das von uns zusammen mit Prof. Kollmann von der Uni Kiel entwickelte Tool selbst weiter zu betreiben“, meint Karlin. Das nützliche Tool wird der VC-Branche also erhalten bleiben.

Albrecht Reinicke

Anzeige

Daseinsvorsorge als schwaches Argument gegen Wettbewerbssysteme

Privatisierung und Liberalisierung netzgebundener Wirtschaftszweige

Grundsätzlich ist die Bundesrepublik Deutschland dazu verpflichtet, ihren Bürgern die Bereitstellung eines umfangreichen Bündels sogenannter „Dienstleistungen von allgemeinem wirtschaftlichen Interesse“ zu garantieren. Dazu gehören u. a. diverse Leistungen der großen netzgebundenen Wirtschaftszweige, wie des Verkehrswesens, der Post- und Telekommunikationsdienste sowie der Wasser- und Energieversorgung. Obwohl die Verantwortung des Staates einer weitgehenden Liberalisierung und Privatisierung der genannten Sektoren nicht zwangsläufig entgegensteht, wird mit dem Hinweis auf (angebliches) Marktversagen das dringend erforderliche Aufbrechen verkrusteter Strukturen in einigen dieser Bereiche immer noch unnötig verzögert.

Telekommunikation: Musterbeispiel gesicherter Daseinsvorsorge

Welche Vorteile sich für den einzelnen Verbraucher, aber auch die gesamte Volkswirtschaft durch verantwortungsbewusste Einbeziehung der Privatwirtschaft in zuvor abgeschottete Wirtschaftsbereiche ergeben können, läßt sich besonders gut an der Telekommunikation verdeutlichen. Zwar wurde die Deutsche Telekom bereits 1996 teilprivatisiert, zu gravierenden Veränderungen des Sektors kam es aber erst mit Aufhebung des Festnetz-Monopols bei Fern- und Auslandsgesprächen im Jahr 1998. Der Markteintritt privater Serviceanbieter und Netzbetreiber hat seitdem nicht nur zu massiven Preissenkungen, sondern auch zu deutlich verbessertem Service sowie dem Einzug neuer

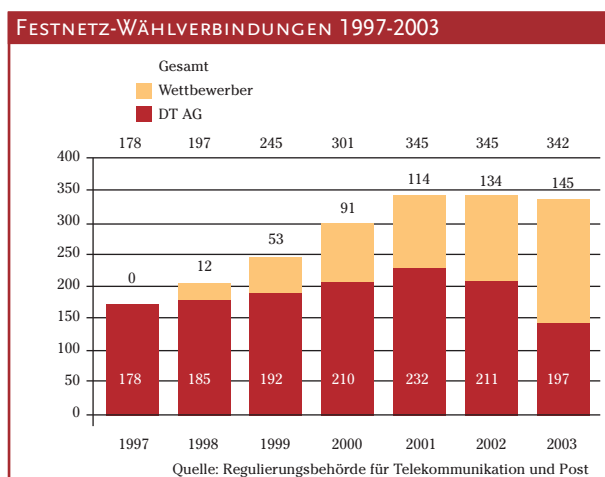
Übermittlungstechnologien geführt. Eine Vernachlässigung der Daseinsvorsorge in bevölkerungsarmen Randgebieten Deutschlands – immer wieder angeführtes Hauptargument gegen jegliche Bemühungen, monopolistische Märkte zu öffnen – ist bis heute zumindest nicht zu erkennen.

Strom: Mehr Markt durch Chancengleichheit

Auch im Elektrizitätssektor sorgte die Liberalisierung relativ schnell zu einem spürbaren Abschmelzen von Monopolrenditen. Die Strompreise gingen allerdings nur kurzfristig zurück und steigen inzwischen wieder an. Größte Kostentreiber sind dabei jedoch staatlich auferlegte Sonderbelastungen, wie beispielsweise die Förderung erneuerbarer Energien und die Ökosteuern. Gleichzeitig muß aber eingeräumt werden, daß der zunächst entbrannte scharfe Wettbewerb mittlerweile stark abgeklungen ist. Zwar ist der Elektrizitätsmarkt de jure zu 100 % geöffnet, de facto – so die Monopolkommission – befindet sich die Stromwirtschaft aber auf dem Weg zurück zu vermachteten Strukturen, die den Gebietsmonopolen vor der Liberalisierung gleichen. Zurückführen läßt sich dies auf die beispiellose vertikale und horizontale Konzentration, die in den letzten Jahren stattgefunden hat. Durch die Zusammenschlüsse von VEBA und VIAG sowie RWE und VEW hat sich die Zahl der großen Verbundunternehmen auf vier (E.ON, RWE, EnBW und Vattenfall) reduziert. Aufgrund der dominierenden Marktstellung der beiden erstgenannten handelt es sich praktisch sogar um ein Duopol. Überhöhte Durchleitungspreise für die Übertragungsnetze sind die Folge. Trotz der Forderung nach mehr Markt kann auf staatliche Instanzen, wie beispielsweise das Bundeskartellamt, an dieser Stelle selbstverständlich nicht verzichtet werden. So ist fairer Wettbewerb nämlich nur bei marktconformen Zugangsmöglichkeiten zu den vorhandenen Netzen möglich.

Wasser: Kapital- und Know-how-Transfer als Privatisierungstreiber

Gingen Veränderungsprozesse im deutschen Strom- und Gasmarkt sowie der Telekommunikation maßgeblich von der EU-Kommission aus, hat sich das Europäische Parlament erst Mitte vergangenen Monats erneut gegen eine „Zwangliberalisierung“ der Wasserwirtschaft ausgesprochen. Die Privatisierungsbestrebungen verschiedener



Stadt- und Wasserwerke wird diese Entscheidung aber wohl kaum bremsen. So werden bereits heute rund 25 % der deutschen Wasserversorgung von privaten Anbietern abgewickelt. Der aus Sicht der Kommunen größte Vorteil ist dabei sicherlich die Erschließung privaten Kapitals zur Finanzierung dringend notwendiger Investitionen. Allein für die kommenden 15-20 Jahre schätzt die Bundesrepublik den Finanzierungsbedarf zur Sanierung und zum Erhalt der zum Teil über 100 Jahre alten Wasser- und Abwassersysteme auf bis zu 250 Mrd. Euro. Weitere Vorteile einer Privatisierung liegen aber auch im Know-how-Transfer sowie der im Durchschnitt höheren Effizienz, die privaten

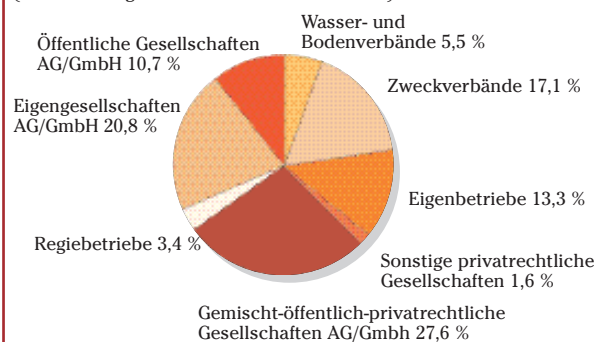
Unternehmen im Vergleich zu öffentlich-rechtlichen in empirischen Studien immer wieder bescheinigt wird. So ist es vielen der 6.500 deutschen Wasserversorgungsunternehmen schon allein aus Größenaspekten nicht möglich, das benötigte fachliche Know-how zu angemessenen Kosten vorzuhalten und den steigenden Anforderungen an Organisations- und Betriebssicherheit gerecht zu werden. Neben weiteren Privatisierungen wird es in den kommenden Jahren deshalb zu unzähligen Zusammenschlüssen innerhalb der Branche kommen.

PPPs als Privatisierungsvehikel bevorzugt

Da Vollprivatisierungen kommunaler Wasserversorgungsunternehmen in Deutschland politisch derzeit kaum konsensfähig sind, wird meist der Weg der Private Public Partnership gewählt. Der Anteil der Privatwirtschaft wird dabei in der Regel auf maximal 49,9 % begrenzt. Zum Zuge kommen dabei in erster Linie die großen deutschen Wasserversorger wie die E.ON-Töchter Thüga und Gelsenwasser oder RWE Aqua sowie Unternehmen mit starkem regionalen Bezug wie die Mannheimer MVV Energie AG. Gerade im Osten Deutschlands engagieren sich allerdings zunehmend auch die französischen Wasserkonzerne (Veolia, Ondeo, SAUR) und die niederländische Essent. Private Investoren, denen es lediglich um eine Kapitalbeteiligung geht, finden sich in diesem Bereich dagegen nicht. Zum einen entfällt der Aspekt des Know-how-Transfers, zum anderen wird kaum ein branchenfremder Investor bereit sein, die strategischen Preise der großen Wasserversorger zu überbieten. Ein grundsätzlich anderer Privatisierungsweg wird derzeit dagegen in Italien gegangen, wo einzelne Versorgungsverbände versuchen, ihren Kapitalbedarf durch den Gang an die Börse zu decken. Trotz katastrophaler IPO-Märkte gelang beispielsweise Hera, dem Regionalversorger mehreren Städte um Bologna herum, im vergangenen Jahr ein erfolgreiches Börsendebüt. Weitere kommunale Versorgungsunternehmen sollen laut italienischen Presseberichten noch in diesem Jahr folgen.

UNTERNEHMENSFORMEN IN DER ÖFFENTLICHEN WASSERVERSORGUNG

(Anteile bezogen auf das Wasseraufkommen)



Quelle: BGW Bundesverband der deutschen Gas- und Wasserwirtschaft e.V.

Fazit:

Auch in den netzgebundenen Wirtschaftszweigen – also Märkten, die lange Zeit als natürliche Monopole angesehen wurden – schreitet die Privatisierung seit einigen Jahren kontinuierlich voran. Ein signifikanter Nutzen für den einzelnen Verbraucher sowie die gesamte deutsche Volkswirtschaft wird sich daraus allerdings nur in Verbindung mit der marktkonformen Liberalisierung dieser Bereiche ergeben. Als eins der wachstumsschwächsten Mitgliedsländer der EU sollte gerade Deutschland besonderes Interesse daran haben, entsprechende Bestrebungen aus Brüssel zu unterstützen und auf diese Weise dringend benötigtes Wachstumspotential zu erschließen.

Dr. Martin Ahlers

S-Refit integriert ANTARES

Der Ablauf einer Portfolioübernahme

Von Thomas Hutter und Bernhard Köhler,
Beteiligungsmanager der S-Refit AG

Die S-Refit AG, Bayerns größte Sparkassenbeteiligungsgesellschaft mit Sitz in Regensburg, übernahm im Zuge ihrer Expansionsstrategie im Juli 2003 die ANTARES Beteiligungsgesellschaften für den Mittelstand Bayern und Sachsen von der SchmidtBank AG, Hof. Der Verlauf dieser Portfolio-Übernahme – von der Anbahnung bis zur Integration der Beteiligungsunternehmen der ANTARES Beteiligungsgesellschaften – wird in den Grundzügen nachfolgend dargestellt.

Vom Erstkontakt zu ersten Gesprächen

Der Erstkontakt zu ANTARES fand Mitte März 2003 über Geschäftspartner aus dem Netzwerk der S-Refit AG statt. Erste Gespräche mit Vertretern der Schmidt Bank wurden jedoch bereits nach kurzer Zeit wegen unterschiedlicher Vorstellungen bezüglich des möglichen Übernahme szenarios ergebnislos abgebrochen. Ein erneuter Kontakt wurde Anfang Mai 2003 über ein Consulting-Unternehmen aus dem Netzwerk der S-Refit AG hergestellt. Diese Gespräche fanden nun ohne jegliche Vorbedingungen seitens der SchmidtBank AG statt. Die damit offene Gesprächsposition ermöglichte einen konstruktiven Dialog zwischen der SchmidtBank/ANTARES und der S-Refit AG. Am Portfolio der ANTARES waren mehrere Unternehmen der VC-Branche interessiert. Deren Gespräche hatten teilweise bereits das Stadium der Entscheidungsreife erreicht.

Bildung einer Projektgruppe und erste Verhandlungen

Mitte Mai bildete die S-Refit AG eine Projektgruppe, die die gesamte Übernahme projektierte und koordinierte. Dieser Gruppe gehörten die Autoren sowie der Vorstand der S-Refit AG, Dr. Peter Terhart, an. Die SchmidtBank AG formuliert zu diesem Zeitpunkt ihre vier Kernziele der Übernahme:

- Völlige Trennung von ANTARES
- Geordneter Rückzug aus den Beteiligungsaktivitäten unter Wahrung eines verantwortungsvollen Umgangs mit dem Portfolio
- Akzeptabler Kaufpreis
- Fähigkeit des Käufers zur dauerhaften Betreuung des Portfolios

All diese Postulate konnte die S-Refit AG erfüllen, zumal bei beiden Unternehmen eine ähnliche Unternehmensphilosophie des „regionalen Charakters der Beteiligungsaktivitäten“ bestand. Somit konzentrierten sich die Gespräche

der SchmidtBank AG auf die S-Refit AG als qualifizierter Übernehmer der ANTARES.

Aufstellung eines konkreten Zeitplans und Due Diligence

Der konkrete Fahrplan und das Zeitfenster bis zum Abschluß des Kaufvertrages wurden einvernehmlich festgelegt. Innerhalb von 14 Tagen nach Durchführung der ersten Due Diligence sollte die Entscheidung durch den Kaufinteressenten bekannt gegeben werden. Im Falle der Bestätigung durch die S-Refit AG sollte der notarielle Kaufvertrag innerhalb von weiteren vier Wochen geschlossen werden. Ende Mai 2003 fand die Due Diligence durch die Projektgruppe der S-Refit AG im speziell dafür eingerichteten Datenraum der SchmidtBank statt. Diese Prüfung konzentrierte sich auf die Werthaltigkeit der einzelnen Beteiligungen und umfaßte folgende konkrete Schritte:

- Beurteilung der Business-Modelle der einzelnen Beteiligungsunternehmen
- Inhalt der Beteiligungsverträge zwischen den Beteiligungsunternehmen und der ANTARES
- Wirtschaftliche Daten der einzelnen Beteiligungsunternehmen

Nach Durchführung dieser Erstüberprüfung des Portfolios konnte die S-Refit AG der SchmidtBank AG ihr Übernahmeinteresse bestätigen und die zweite Phase der Due Diligence starten. Gleichzeitig erklärte sich die Verkäuferin bereit, das vereinbarte Zeitfenster für eine abschließende Detailprüfung durch die S-Refit AG noch weiter offen zu halten. Die Legal Due Diligence, die von einer hierauf spezialisierten Wirtschaftsprüfungsgesellschaft durchgeführt wurde, konzentrierte sich auf die ANTARES in ihrer Gesamtheit, wobei die Prüfung der Durchsetzbarkeit der Rechte aus den einzelnen Beteiligungsverträgen und die Risiken der einzelnen Beteiligungen (z. B. Nachschulpflichten) im Vordergrund standen. Die Tax Due Diligence konzentrierte sich ausschließlich auf die Gesellschaft ANTARES. Nach Abschluß der Due Diligence fand eine Prüfung und Bewertung des Gesamtkonstruktes „ANTARES-Portfolio“ in bezug auf dessen Renditeerwartung statt. Hierzu wurden diverse Szenarien gerechnet. Die Tatsache, daß ANTARES über keinen eigenen Overhead verfügte, sondern von Mitarbeitern der SchmidtBank gemanagt wurde und sich damit für die Käuferin keine über das ope-



von links nach rechts:
Bernhard Köhler, Dr. Peter Terhart (Vorstand), Thomas Hutter.

rative Geschäft hinausgehenden Verpflichtungen ergaben, haben die Entscheidung der S-Refit AG positiv beeinflusst. „Die Renditeerwartung der ANTARES als Gesellschaft ergab sich „bottom up“ als Summe der Renditeerwartungen der einzelnen Portfolio-Unternehmen“, so S-Refit-Vorstand Dr. Peter Terhart. In letzter Konsequenz wurde als Kaufpreis der Buchwert des Portfolios abzüglich eines Risikoabschlages den weiteren Verhandlungen zugrunde gelegt. Mit dem positiven Abschluß der Due Diligence gab die S-Refit AG Mitte Juni 2003 ihre noch unter Gremienvorbehalt stehende Zusage zur Übernahme der ANTARES bekannt.

Abschließende Kaufpreisverhandlungen und Vertragsabschluß

Die abschließenden Kaufpreisverhandlungen und die juristische Ausarbeitung des Kaufvertrages begannen. Ende Juni gab der Aufsichtsrat der S-Refit AG seine Zustimmung zur Übernahme der ANTARES. Am 14. Juli 2003 wurde schließlich der notarielle Kaufvertrag zwischen der SchmidtBank AG und der S-Refit AG geschlossen.

Operativer Vollzug der Übernahme

Nach der rechtlichen Übernahme wurden sämtliche neuen Beteiligungsunternehmen durch das Projekt-Team der S-Refit AG über ihren neuen Gesellschafter informiert. Direkte Kontakte waren seitens der Verkäuferin im Vorfeld der Übernahmeverhandlungen nicht erwünscht, um eine Verunsicherung der Beteiligungspartner aufgrund der Zahl der Übernahmeinteressenten zu vermeiden. Am 15. Juli 2003 wurden die Aktionäre der S-Refit AG durch Rundbrief

und die Öffentlichkeit über die Medien von der Übernahme in Kenntnis gesetzt. Bis zum 31. Dezember 2003 konnte die Integration der Beteiligungsunternehmen in die S-Refit AG abgeschlossen und die ANTARES Beteiligungsgesellschaften aufgelöst werden. Von den 13 zum Übernahmezeitpunkt aktiv betreuten Beteiligungen befinden sich aktuell noch zehn im Portfolio der S-Refit AG. Von drei Beteiligungen hat sich die Käuferin zwischenzeitlich aufgrund von bereits vor der Übernahme der ANTARES durch die jeweiligen Unternehmer vorgedachten Exit-Überlegungen einvernehmlich getrennt.

AUSZUG AUS DER PORTFOLIO-LISTE DER ANTARES-BETEILIGUNGEN

- BEHÄLTERBAU BADER GMBH, HERSBRUCK
- DELTA TIME-CONTROL GMBH, MÜNCHEN
- DRONCO AG, WUNSIEDEL
- IISY INTELLIGENTE INFORMATIONSSYSTEME AG, RIMPAR/WÜRZBURG
- MULTI ORBITAL SYSTEMS GMBH, NAILA
- NCP ENGINEERING GMBH, NÜRNBERG
- SCHWALBE METALLBAU GMBH, MÜLSEN-ST. MICHELN

Ausblick und Bewertung des Übernahmedeals

Strategisch stellt die Übernahme der ANTARES für die S-Refit AG eine ideale Ergänzung ihres eigenen Portfolios dar, da sich aufgrund der fast deckungsgleichen regionalen Beteiligungsphilosophie und einer ausgewogenen Branchendiversifikation (sowohl VC als auch Mittelstandsfinanzierung) beider Unternehmen eine schnelle Integration des Portfolios realisieren ließ. In zwei Fällen wurden bereits Nachfinanzierungen in Form einer Aufstockung des Beteiligungskapitals durchgeführt. In einem Fall gelang bereits ein für alle Beteiligten vorteilhafter Verkauf an einen strategischen Investor. Bei einem weiteren Unternehmen laufen derzeit auf Wunsch der Unternehmensleitungen Exit-Verhandlungen. Die verbleibenden Beteiligungsunternehmen sollen einzelfallabhängig weiter betreut und bewirtschaftet werden. Insgesamt betreut die S-Refit AG damit aktuell 28 Beteiligungen.

Man muß im Land verwurzelt sein

Permira setzt auf lokale Expertise für den Investmenterfolg

Auch im Investmentgeschäft kommt es darauf an, sich von den Wettbewerbern zu differenzieren, um langfristig überdurchschnittliche Erfolge zu erzielen. Die in Europa führende Private Equity-Gesellschaft Permira setzt auf eine auch zahlenmäßig starke Präsenz kompetenter Investment-Manager vor Ort, um im Wettbewerb die Nase vorn zu behalten. Der Erfolg gibt den Partnern recht: Auch im schwierigen Umfeld des vergangenen Jahres konnten sie überwiegend bei ihren bestehenden, zufriedenen Investoren den bislang größten europäischen Buy-out-Fonds plazieren. Bei Investments scheint Permira gegenwärtig eher vorsichtig zu agieren; in den vergangenen Monaten überwogen die Verkäufe aus dem bestehenden Portfolio.

Pionier der Beteiligungsfinanzierung in Deutschland

Allzulange wird in Deutschland noch gar nicht über Private Equity geredet – man möchte fast sagen: erst, seitdem es Permira gibt. Bereits 1986 schloß der Pionier im deutschen Beteiligungsmarkt die erste Transaktion ab. Aus dem Büro mit damals vier Mitarbeitern ist heute ein Team von zwanzig Investment Professionals geworden, davon sind sieben Partner des Unternehmens. Seit 1986 wurden 58 Transaktionen mit einem Investitionsvolumen von 1,7 Mrd. Euro und einem Transaktionsvolumen von über 10,4 Mrd. beraten. Die derzeit von Deutschland aus betreuten Beteiligungen erzielen mit rund 42.000 Mitarbeitern einen Umsatz von über 7,5 Mrd. Euro. Permira ist damit in Deutschland wie auch in Europa eine der führenden Private Equity-Gesellschaften.

Aufstieg und Unabhängigkeit

Der Aufstieg von Permira führte über eine breite regionale Präsenz. In den achtziger Jahren wurden selbständige Beteiligungsberatungen in Europa, den USA, Kanada, Japan und Asien unter Beteiligung der englischen Investmentbank Schroders plc. gegründet. Die Partnerschaften in Deutschland, Frankreich, Italien und Großbritannien schlossen sich 1987 zunächst unter dem Namen Schroders Ventures Europe zusammen, die ersten beiden europäischen Fonds wurden mit einem Volumen von 0,9 Mrd. Euro (1997) bzw. 3,5 Mrd. Euro



Thomas Krenz

Permira

INVESTITIONSANSATZ VON PERMIRA

- STABILES, PROFITABLES GESCHÄFT
- WERTSTEIGERUNGSKONZEPT ENTWICKELN, DAS SICH AN DER INDUSTRIELOGIK ORIENTIERT
- PERMIRAS BRANCHEN-KNOW-HOW WIRD ZUR WERTSTEIGERUNG EINGESETZT
- PARTNERSCHAFTLICHE UND LANGFRISTIGE UNTERSTÜTZUNG DER BETEILIGUNGEN

(2001) aufgelegt. In den Jahren 2000 und 2001 wurde Schroders Ventures Europe dann vollständig unabhängig von Schroders plc.. Die Partner gaben ihrem Unternehmen den neuen Namen Permira und bauten es mit der Eröffnung neuer Büros in Stockholm, New York und Madrid weiter aus.

Starke Präsenz vor Ort

Die Verwurzelung in den Regionen spiegelt sich noch heute im Geschäftsmodell von Permira wider. In allen wichtigen Ländern ist man mit einem großen Büro und einer im Vergleich zu anderen führenden Private Equity-Investoren hohen Zahl von Investment Professionals vor Ort vertreten. Dieses relativ personal-

intensive und damit teure Geschäftsmodell versetzt Permira sowohl in die Lage, auch kleinere Deals zu verfolgen, als auch einzelne Transaktionen intensiv zu recherchieren und zu bearbeiten. So waren bei dem Kauf des Pay-TV Senders Premiere aus der Konkursmasse des Kirch-Imperiums fünf Permira Investment-Manager neun Monate ausschließlich mit der Prüfung dieser Beteiligung beschäftigt. Die genaue Detailkenntnis und enge Zusammenarbeit mit Premiere-Chef Georg Kofler ermöglichte den Kauf des damals hochdefizitären Senders, der heute an der Gewinnschwelle arbeitet und möglicherweise in absehbarer Zeit den Weg an die Börse findet.

Exklusivität durch spezifisches Know-how

Das Beispiel des Kaufs von Premiere ist typisch für die Strategie von Permira: Durch den Einsatz spezifischen Know-hows will man sich im Wettbewerb mit anderen Private Equity-Gesellschaften differenzieren und eine exklusive Stellung gegenüber dem Verkäufer erlangen. Die Transaktion soll möglichst außerhalb eines preistreibenden Auktionsverfahrens abgewickelt werden. Um die erforderliche Nähe zu den potentiellen Beteiligungen herstellen zu können, achten die Permira-Partner darauf, daß ihre Investment Professionals einen entsprechenden Hintergrund haben. Nur ein kleiner Teil hat die beruflichen Erfahrungen in einer Investmentbank gesammelt, die Mehrzahl kommt aus verschiedenen Branchen der Industrie oder einer Unternehmensberatung.

Der größte europäische Fonds erfolgreich plziert

Der unternehmerische Investmentansatz hat Permira gerade auch in Deutschland zu Investmentserfolgen verholfen. Hier ist es besonders wichtig, die Sprache der industriellen Unternehmer und Manager zu sprechen. Die mit deutschen Investments erzielte Rendite liegt bei Permira anders als bei vielen Wettbewerbern nicht unter dem Durchschnitt der übrigen Beteiligungen. Auch insgesamt scheinen die Investoren mit den durch die Beratung von Permira erzielten Ergebnissen zufrieden zu sein. Im vergangenen Jahr gelang es der Gesellschaft in nur drei Monaten, 5,1 Mrd. Euro für den bislang größten europäischen Buy-out-Fonds Permira Europe III einzusammeln,

besonders im Hinblick auf das im Jahr 2003 insgesamt deutlich rückläufige Mittelaufkommen der Private Equity-Branche ein bemerkenswerter Erfolg. Etwa 70 % des Volumens kam von Investoren, die bereits in früheren Permira-Fonds engagiert waren. Für den neuen Fonds konnten aber auch erstmals vermögende Privatkunden und Stiftungen als Investoren gewonnen werden.

Gefüllte Kriegskasse

Nachdem der Vorläufer Permira Europe II fast vollständig investiert ist, steht damit wieder ausreichend Kapital zur Verfügung. Auch für den neuen Fonds werden möglichst Mehrheitsbeteiligungen an etablierten Unternehmen angestrebt. Der Eigenkapitalanteil eines Investments soll zwischen 50 und 650 Mio. Euro betragen. Mit dem Erwerb von Inmarsat, eines führenden Anbieters von globalen mobilen Satellitenkommunikationsdienstleistungen, wurde im Dezember vergangenen Jahres gemeinsam mit Apax Partners eine erste große Transaktion abgeschlossen.

Verkäufe überwiegen aktuell

Ansonsten sind die Permira-Partner in der jüngeren Vergangenheit jedoch vornehmlich mit Verkäufen in Erscheinung getreten. So wurden Anfang dieses Jahres die Dentalhandelsunternehmen Demedis GmbH und Euro Dental Holding GmbH an die Henry Schein Inc. für 255 Mio. Euro verkauft. Darüber hinaus wurde die Sirona-Gruppe, der international führende Hersteller von dentalen Ausrüstungsgütern, für 417,5 Mio. Euro an den Private Equity-Investor EQT und das Management veräußert und der Verkauf der TFL Ledertechnik an das deutsche Private Equity-Haus Odewald & Compagnie bekanntgegeben. Das Überwiegen der Verkäufe könnte auch eine Reaktion auf das mittlerweile wieder erreichte Bewertungsniveau am Beteiligungsmarkt sein. Wenn Permira vorsichtig wird, sollte der Markt aufhorchen: Schon aus der Internetblase Ende der neunziger Jahre hatten sich die Partner klug herausgehalten und damit Probleme für sich und ihre Investoren vermieden, die großen Wettbewerbern später schwer zu schaffen machten.

Ralf Thielemann

Bisher im Portrait:

Accenture	VC 10/2001	bmp	VC 07/2001	iFormation	VC 08/2001
ACCERA	VC 11/2003	Brockhaus Private Equity	VC 06/2001	innotech	VC 03/2003
AdAstra	VC 02/2002	BW-Venture	VC 01/2002	Life Sciences Partners	VC 06/2003
Aurelia Private Equity	VC 05/2003	Doughty Hanson		Mediport Venture	VC 06/2002
BASF Venture Capital	VC 09/2002	Technology Ventures	VC 10/2003	MPM Capital	VC 04/2003
BayBG	VC 02/2004	Dr. Neuhaus Techno Nord	VC 07/2002	Novartis Venture Fund	VC 03/2002
BayTech	VC 09/2003	DVC	VC 11/2002	Peppermint Financial Partners	VC 05/2001
b-business partners	VC 10/2002	enjoyventure	VC 12/2002	Quadriga Capital	VC 01/2004
Berlin Capital Fund	VC 12/2001	First Ventury	VC 03/2004	RWE Dynamics	VC 04/2004
		Global Life Sciences Ventures	VC 01/2003	SAP Ventures	VC 11/2001
		Haspa BGM	VC 12/2003	Siemens Mobile Acceleration	VC 07/2003
		Heidelberg Innovation	VC 04/2002	Spark	VC 09/2001
		Hg Capital	VC 08/2002	S-REFIT	VC 05/2002
		holtzbrinck networXs	VC 08/2003	Wellington Partners	VC 02/2003

Private Equity als Portfoliobeimischung

Teil II der neuen Mackewicz-Studie

Hohe Renditen und Erweiterung des Diversifikationsspektrums

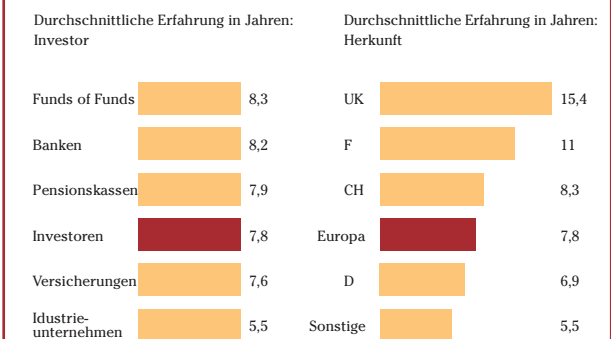
Von Detlef Mackewicz und Uwe Fleischhauer

Weltweit sind Anlageberater, Vermögensverwalter und Asset Manager in Privat-, Geschäfts- und Investmentbanken, Investmentfonds-Gesellschaften, Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen, Stiftungen und Family Offices darum bemüht, Investitionsmöglichkeiten zu identifizieren, um Kapitalvermögen durch die Anlage in renditestarke Anlageformen zu vermehren. Mit dem Einsetzen der Börsenflaute im Frühjahr 2000 hatten die Anleger bis in das Jahr 2003 hinein erhebliche Kursrückschläge zu verkraften. Parallel gingen die Renditen an den Anleihemärkten zurück, wodurch sich die Investoren mit der historisch seltenen Kombination aus niedrigen Aktienkursen und Zinsen konfrontiert sahen. Nach den Erfahrungen dieser drei „Baissejahre“, die zu allem Überfluß auch noch von der Aufdeckung spektakulärer Finanzskandale begleitet waren, bemühten sich alle Institutionen darum, neue Anlagestrategien zu entwickeln, die den Renditeverfall bremsen sollen. In logischer Folge gewannen Überlegungen zur strategischen Asset Allocation an Bedeutung, wobei Kriterien wie die mit der Kapitalanlage verbundenen Ziele, Anlagehorizonte und Risikobereitschaft berücksichtigt werden.

Alternative Assets

Sowohl Private Equity als auch Hedge-Fonds gelten als sehr anspruchsvolle Anlageklassen. Während institutionelle Anleger aus den angelsächsischen Ländern im Umgang mit „Alternative Assets“ einen hohen Erfahrungshintergrund aufweisen, halten sich die Institutionen aus dem „alten Europa“ noch stark zurück, weil sie die neuen Risiken nur schwer einschätzen können und ihnen die Expertise über die hierzulande immer noch als „avantgardistisch“ bezeichneten Märkte für Private Equity fehlt. Halten amerikanische Pensionsfonds, Stiftungen und Versicherungen durchschnittlich 8 bis 10 % ihres gebundenen Vermögens in Private Equity, so sind vergleichbare Institutionen, beispielsweise in Deutschland, von diesen Dimensionen noch weit entfernt. Die durchschnittliche Erfahrung der von uns befragten 145 Institutionen liegt bei knapp acht Jahren, d.h. im Durchschnitt haben die europäischen Investoren im Jahr 1996 die Anlageklasse Private Equity erstmalig für sich entdeckt. Ein Einstiegszeitpunkt, der sicherlich nicht zufällig mit der beginnenden Hype-Phase an der Börse und hohen Renditeversprechungen zusammenhängt.

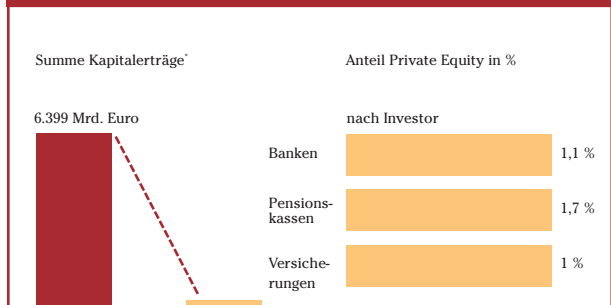
ERFAHRUNG ALS PRIVATE EQUITY-INVESTOR: BANKEN MIT ERFAHRUNGSVORSPRUNG IN EUROPA – SIGNIFIKANTE UNTERSCHIEDE IN EUROPA



Quelle: Mackewicz & Partner (Empirische Analyse 2003/2004)

Banken gehören zu den Pionieren der Private Equity-Kultur in Europa. Insofern überrascht es auch nicht, daß sie europaweit eine überdurchschnittlich lange Erfahrung als Investor in Private Equity aufweisen. Nachholbedarf ist hier bei Versicherungen und auch Industrieunternehmen zu erkennen.

ASSET-ALLOKATION



* ohne Fund of Funds, Industrie und Sonstige; Basis: 98 Interviews mit Banken, Pensionskassen und Versicherungen

Quelle: Mackewicz & Partner (Empirische Analyse 2003/2004)

Erfahrene Briten

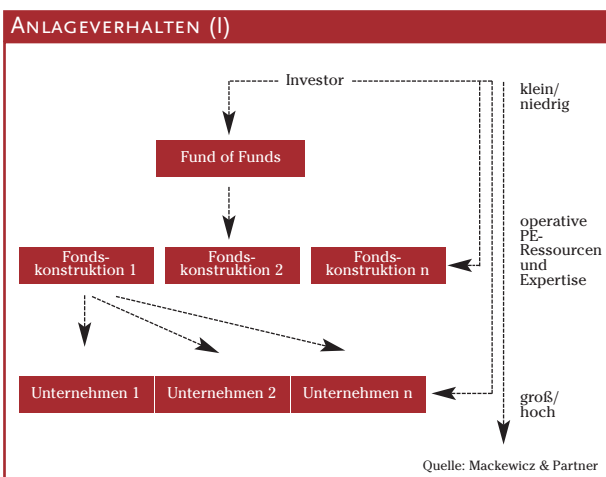
Was die regionalen Unterschiede betrifft, weisen die Investoren in Großbritannien die mit Abstand größte Erfahrung auf. Es folgen die Franzosen, bei denen Private Equity – auch aufgrund staatlicher Initiativen – bereits seit einigen Jahren fester Bestandteil im Portfolio eines institutionellen Investors ist. Auch die im Finanzumfeld sehr angelsächsisch orientierten Schweizer haben einen gewissen Erfahrungsvorsprung. Der Nachholbedarf ist dagegen in Kontinentaleuropa am größten. So weisen die deutschen Investoren im Durchschnitt nur einen Erfahrungshorizont von weniger als sieben Jahren auf. Auch Italien und Spanien stehen erst am Anfang der Entwicklung. Die von uns befragten Institutionen aus dem Segment Banken, Pensionskassen und Versicherungen betreuen Kapitalbeträge in Höhe von insgesamt knapp 6.400 Mrd. Euro, wovon aktuell 1,1 % auf die Anlageklasse Private Equity entfallen. Den höchsten prozentualen Anteil weisen die Pensionskassen mit 1,7 % auf, wobei es hier signifikante länderspezifische Unterschiede gibt. Im Prinzip kann der Investor für die Ausgestaltung seiner Anlagestrategie zwischen drei Alternativen auswählen:

So kann er sich für die direkteste Variante entscheiden, einzelne Unternehmen identifizieren und sich daran beteiligen. Alternativ kann er sich direkt bei einzelnen Beteiligungsgesellschaften (Fonds) engagieren, oder er wählt die indirekte Variante und investiert in Dachfonds. Jede dieser drei Varianten steht für ein unterschiedliches Risikoprofil, erfordert unterschiedliche Ressourcen und Expertise, besitzt aber auch unterschiedliche Renditepotentiale. Je mehr Ebenen zwischen dem institutionellen Investor und dem Portfolio-Unternehmen (target) vorhanden sind, umso höher sind die Diversifikation, aber auch die mit den Investments verbundenen Gebühren. Desto geringer fallen aber auch der direkte Zugang oder der Einblick in die Ziel-Fonds oder targets aus.

Die auf Private Equity spezialisierte Unternehmensberatung Mackewicz & Partner, München, hat im Zeitraum Oktober bis Dezember 2003 fast 200 europäische Investoren hinsichtlich deren Anlageverhalten in Private Equity befragt. Dazu gehören Banken, Pensionskassen, Versicherungen, Industrieunternehmen sowie auch Dachfonds und family offices.

Das VentureCapital Magazin geht in den Ausgaben 04/2004 bis 08/2004 auf die entscheidenden Aspekte der Studie ein. In den kommenden drei Ausgaben des VentureCapital Magazins wird die im März begonnene Berichterstattung über die neue Mackewicz-Studie wie folgt fortgesetzt:

- Juni 2004: Dachfonds als eine spezifische Anlageform – Zielfonds und Investor in einem
- Juli 2004: Rendite- und Risikoaspekte der Anlageklasse Private Equity aus Sicht eines Institutionellen Investors
- August 2004: Marktentwicklung und Ausblick für die Branche

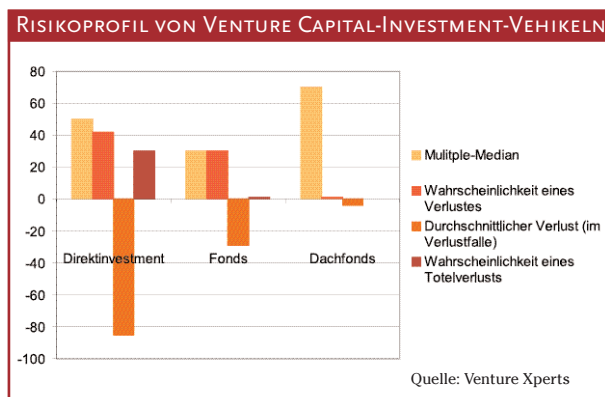


Risikowahrnehmung von Private Equity

Teil I

Plädoyer für eine Anlageklasse

Was ist wohl risikoreicher? Die von einer renommierten deutschen Großbank begebene Aktienanleihe oder ein Private Equity-Dachfonds? Ein Blick in die bankeigene Risikoeinstufung weist klar auf den Fonds, und auch der durchschnittlich informierte Anleger wird sich, ohne genau zu wissen, warum eigentlich, der Meinung anschließen. Man ahnt es bereits: Das Gegenteil läßt sich beweisen.



„Risikogefühl“ vs. „Tatsachen“

Nehmen wir einmal Branchen-Insider aus, so dürfte eine repräsentative Umfrage ein deutliches Urteil fällen: Für Private Equity wird spontan ein höheres Risiko „gefühl“. Im Gegensatz dazu impliziert eine Aktienanleihe Sicherheit – immerhin steht hinter der Anleihe, die an sich schon ein Versprechen und einen hohen Anspruch in sich trägt, eine Bank, die ihr solides Image jahrzehntelang erarbeitet hat. Die Faktenlage ist allerdings umgekehrt, wie die im Januar 2004 mit Unterstützung der EVCA veröffentlichte Studie von Dr. Tom Weidig und Pierre-Yves Mathonet herausarbeitet. Bei einer Anlage in einen Dachfonds für Venture Capital, dem ein höheres Ausfallrisiko zuzurechnen ist als Investitionen in reife Unternehmen, liegt das Risiko eines Totalverlusts bei Null und das Risiko einer negativen Rendite bei rund 1 %. Im Falle einer negativen Rendite hat diese einen Erwartungswert von -4 %. Bei der Aktienanleihe hingegen trägt der Anleger das volle Abwärtsrisiko der zugrundeliegenden Aktie – einschließlich einem Totalverlust – und wird damit meist für etwa ein Jahr mit einem optisch hohen, zudem steuerpflichtigen Zins entlohnt.

Amerika, Du hast es besser...

Man muß kritisch anmerken, daß die Weidig/Mathonet-Studie auf Datenmaterial über Private Equity-Beteiligungen, -Zielfonds und -Dachfonds aus den USA aufbaut. In Europa, so schreiben die beiden Experten, sei die Datenbasis vergleichsweise dünn. Nun muß man dem amerikanischen Kapital- und Beteiligungsmarkt einen höheren Organisationsgrad und eine etabliertere Kultur zubilligen als dem europäischen Pendant – vom deutschen ganz zu schweigen. Doch sind zahlreiche US-Fonds unterwegs, um auch in Europa preisliche Verzerrungen am Private Equity-Markt zu ihren Gunsten zu nutzen. Gleichzeitig gehören US-Zielfonds zu den Investitionszielen europäischer Dachfonds.

Warum ist Private Equity „hochriskant“?

Die allgemein hohe Risikoempfindung für Private Equity könnte sich am ehesten mit dem Liquiditäts-Gefälle der Asset-Klassen erklären lassen: je weniger liquide, desto risikoreicher. Durch die Brille eines Kreditgebers läßt sich die Einschätzung nachvollziehen, doch ist eine grundsätzliche Differenzierung des Risikos nach dem zum Einsatz kommenden Anlagevehikel erforderlich. Die Studie von Weidig/Mathonet ermittelt für Venture Capital-Direktbeteiligungen die Wahrscheinlichkeit eines Totalausfalls von 30 %. Auf der Ebene eines Einzelfonds sinkt dieser Wert dank der Risikostreuung auf nur noch 1 %, beim Dachfonds – wie erwähnt – auf Null.

Nicht über einen Kamm scheren!

Eine Dimension der Risiken ist systematischer Natur und hängt vom Anlageuniversum ab. Es ist ein erheblicher Unterschied, ob man einen Buy-out-Mezzanine-Fonds betrachtet oder einen Hightech Venture Capital Early Stage-Fonds. Ersterer kann, ausreichende Streuung und wenigstens durchschnittliche Qualität der Investitionsobjekte, schon beinahe als mündelsicher eingestuft werden, letzterer lebt vom hohen Risiko-Rendite-Verhältnis und kalkuliert eine gewisse Ausfallquote ein. Eine weitere Dimension ist das Adressenrisiko, sprich: die Gefahr, an einen unseriösen Fondsinitiator zu geraten. Verfolgt ein Initiator eine Strategie, mit der er lediglich einen durchschnittlichen Anlageerfolg in der Assetklasse erzielen kann, oder setzt er besondere

Schwerpunkte nach Phasen, Ländern oder Branchen? Bei Aktienfonds ist eine derartige Unterscheidung längst üblich: Je nach Strategie fallen sie in verschiedene Risikoklassen und sind Anlegern somit zugänglich oder eben nicht. Im Private Equity muß sich diese Unterscheidung erst noch etablieren.

Bisher inkonsistente Ratings

Die undifferenzierte Behandlung der Assetklasse Private Equity ist derzeit noch bei den deutschen Rating-Agenturen zu beobachten. Das Berliner Analysehaus Scope, nach Einschätzung vieler Marktteilnehmer führend in der unabhängigen Beurteilung von geschlossenen Fonds, hat sich mit den Angeboten aller relevanten Marktteilnehmer befaßt. Obwohl die angestrebte Tiefe der Risikostreuung, der Erfahrungshintergrund des Fondsmanagements und die Schwerpunkte bei der beabsichtigten Allokation zwischen den Anbietern unübersehbar differieren, herrscht beim zentralen Beurteilungskriterium „Prognosesicherheit“ nahezu Gleichklang.

Unsicherheit gehört zum Geschäft

Der Secondary-Buy-out-Dachfonds eines renommierten Anbieters landet danach auf ähnlich niedriger Stufe wie der Venture Capital-Direktbeteiligungsfonds eines neugegründeten Verwalters. Dabei trägt das „Abwertungskriterium“ Prognosesicherheit nicht dem Umstand Rechnung, daß diese in der Private Equity-Natur begründet liegt. Kein seriöser Initiator kann das Ergebnis seines Private Equity-Fonds im voraus so präzise abschätzen wie z.B. bei einem Leasingfonds.

Übertreibung in die Gegenrichtung

Auch die Praxis der Medienberichterstattung bringt keine Schützenhilfe. Über Massentlassungen und spektakuläre Zerschlagungen berichtet es sich leichter als über anspruchsvolle Wertschöpfungsmaßnahmen wie z.B. das Zusammenkaufen und Integrieren kleinerer Einheiten zur kritischen Masse eines neuen Geschäftsmodells. So wie in den Hochzeiten des Neuen Markts zum Run auf Spätphasen-VC-Fonds, Pre-IPO- und Bridge-Finanzierer geblasen wurde, so führt nun die „Irrational Exuberance“ zur überkritischen Einschätzung jeder Art von Private Equity als vermeintlichem Super-Risiko.

Durchsichtig für jeden: Asset Allocation

Zurückkommend zur Anatomie von Fonds, insbesondere Dachfonds, läßt sich festhalten, daß vom Grundsatz her ein ausgewogener Portfolioansatz im Private Equity gut ist. Dieser erste Schritt („Allokation“) bestimmt, in welchen Instrumenten, Phasen, Branchen, Ländern, etc. angelegt werden soll. Im nächsten Schritt folgt die Auswahl einzelner Initiatoren und ihrer Fonds im Rahmen der Due Diligence. Die Tricks mancher Initiatoren, sich um jeden Preis als Mitglieder des besonders gefragten „Top Quartile“, also der Gruppe der erfolgreichsten 25 % des Marktes, darzustellen, sind für Private Equity-Profis leicht durchschaubar, einem Laien dürfte dies schwerfallen. Die Asset Allocation jedoch läßt sich von jedermann nachvollziehen – ähnlich wie bei einem gewöhnlichen Aktieninvestmentfonds.

Fazit:

- Das systematische Risiko der Assetklasse Private Equity an sich wird durch Streuung auf verschiedene Positionen verteilt und ist absolut betrachtet geringer als gemeinhin angenommen.
- Der Anleger hat die Wahl zwischen spezialisierten und breit investierenden Fonds- und Dachfondsprodukten, um entweder die Chance auf eine besondere Überrendite bei besonderem Risiko oder mit hoher Wahrscheinlichkeit eine marktdurchschnittliche Rendite zu erzielen.
- Das Dachfondsmanagement sorgt, je nach Aufstellung und Performance, für die Möglichkeit einer Abweichung vom vorstehenden Erwartungswert, der sich aus der Asset Allocation ergibt, nach oben oder unten.

Volker Deibert

In der nächsten Ausgabe des VentureCapital Magazins werden die Auswirkungen des letztgenannten Punktes anhand eines konkreten Beispiels untersucht.

„Fehlallokation nicht vorstellbar“

Sechs Fragen zum ERP-EIF-Dachfonds an Dr. Holger Frommann

Als ein Kind der Deutschen Innovations-Initiative bereichert ab diesem Jahr der ERP-EIF-Dachfonds den Kreis der Venture Capital-Investoren in Deutschland. Der je zur Hälfte vom Bundesministerium für Wirtschaft und Arbeit (BMWA) und dem European Recovery Program (ERP) kapitalisierte Dachfonds soll einerseits helfen, spezialisierte Venture Capital-Fonds zu etablieren, andererseits auch privates Kapital zur Anlage in diesem Segment zu mobilisieren. Das VC Magazin wandte sich mit einigen spontanen Bedenken an Dr. Holger Frommann, Geschäftsführer des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK).

VC Magazin: Herr Dr. Frommann, im Jahre 2003 wurden gemäß Ihrer eigenen Statistik insgesamt nur 293 Mio. Euro in frühe Venture Capital-Phasen investiert, davon nur 27 Mio. Euro im Seed-Bereich. Wie will der neue ERP-EIF-Dachfonds in diesem Markt 500 Mio. Euro sinnvoll unterbringen?

Dr. Frommann: Sie müssen berücksichtigen, daß der Dachfonds diese 500 Mio. Euro verteilt auf fünf Jahre investieren will. Das Volumen der Frühphaseninvestments im Jahr 2003 bewegte sich etwa auf dem Niveau zwischen dem der Jahre 1997 und 1998, wobei 1998 schon der vorübergehende Höhenflug der Branche begann. Insofern ist im Jahr 2003 keineswegs unnatürlich wenig investiert worden. Derzeit stellt sich eher die Frage des „wohin“. Die Akteure, die heute im Markt aktiv sind, suchen eher die etablierteren Unternehmen, die bereits ein Standing und gewisse Erfolge aufzuweisen haben. Dagegen sehen wir seit zwei Jahren große Probleme bei den Ausgründungen, also quasi im „Very Early Stage“-Bereich, die nicht mehr in dem Maße stattfinden wie früher.

VC Magazin: Aus Mangel an Ausgründern oder VC-Investoren?

Dr. Frommann: Die potentiellen Ausgründer schauen sich zwar um, doch das Umfeld ist für Unternehmensgründer nicht gerade günstig, so daß deren Bereitschaft wieder zurückgesteckt wird. Die professionellen Investoren haben das Marktsegment „frühe Unternehmensphasen“ weitgehend verlassen, denn es birgt sehr hohe Risiken, erst auf lange Sicht Erträge und bis dahin für



Dr. Holger Frommann

die Kapitalgeber einen großen Aufwand. In den letzten Jahren hatten die Investoren massive Verluste zu verkraften, und nach wie vor sind einige davon aktiv, andere aber aus dem Wettbewerb ausgeschieden. Dieser Tage ist wieder zu erkennen, daß sich im Venture Capital etwas regt.

VC Magazin: Der BVK weist mit seinen Zahlen auf einen beachtlichen Kapitalüberhang bei den Investoren hin, die sich während der letzten zwei bis drei Jahre vorsichtshalber zurückgehalten haben...

Dr. Frommann: Der Kapitalüberhang, den Sie ansprechen, besteht bei den paneuropäisch investierenden Buy-out-Fonds. Im Early Stage kann von einem Überhang keine Rede sein, im Gegenteil: Es besteht in der Breite des Marktes eher ein Mangel. Es ist nicht mehr genug neu investierbares Frühphasenkapital vorhanden, um den Bedarf zu decken. Vor diesem Hintergrund soll der politisch gewollte Dachfonds für eine Initialzündung sorgen und das Fundraising ankurbeln.

VC Magazin: Wie wahrscheinlich ist es, daß ein politisch initiiertes Kapitaltopf private Fonds-Investitionen „mitreißt“?

Dr. Frommann: Ein Zielfondsmanagement, das Kapital aus dem Dachfonds nutzen möchte, muß sich beim EIF präsentieren. Überzeugt es die EIF-Manager, so geben diese eine Zeichnungsverpflichtung für maximal 30 % des Zielfondsvolumens ab, unter der Bedingung, daß die weiteren 70 % von anderen Investoren gezeichnet werden. Erstens hat der EIF seine festen Spielregeln, zweitens gibt es aufgrund der letzten Jahre eine Lernkurve bei den Investoren, und drittens ist der nötige

steuerliche Rahmen für die Investoren wieder gegeben. Venture Capital-Fonds, die von den EIF-Mitteln profitieren möchten, müssen sich auf diese Vorgaben einstellen.

VC Magazin: Wie groß ist die Gefahr einer Fehlallokation? Immerhin sollen bedeutende Beträge idealerweise publikumswirksam verteilt werden.

Dr. Frommann: Ich wüßte nicht, wie man in diesem Dachfonds-Modell eine Fehlallokation konstruieren wollte. Der Dachfonds konzentriert sich auf Early Stage-Investments und will sich nur in zweiter Linie bei Expansionsfinanzierungs-Fonds engagieren, aber andere Themen wie Mittelstand sind ausgeschlossen. Das Team beim EIF kennt aufgrund seiner Erfahrungen aus bisherigen Investitionen in 150 europäische Fonds, davon etwa 30 bis 40 aus Deutschland, die in Deutschland für den neuen Dachfonds in Frage kommenden Fonds hinreichend gut. Die Dachfondsmittel sollen marktkonform eingesetzt werden, mit der Motivation, am Gewinn der Zielfonds zu partizipieren. Zielfonds oder junge Unternehmen zu subventionieren, steht nicht auf der Tagesordnung.

VC Magazin: Gibt es innerhalb der nächsten fünf Jahre genügend finanzierungswürdige Jungunternehmen für dieses Volumen? Um jährlich 100 Mio. Euro Dachfondsmittel zum Einsatz zu bringen, müssen gleichzeitig aus privater Hand mindestens 233 Mio. Euro fließen. Dabei sind diejenigen Zielfonds nicht einkalkuliert, an denen sich der EIF-Dachfonds nicht beteiligt.

Dr. Frommann: Der Dachfonds ist keinesfalls zu groß, denn zeitweise wurde mit Early Stage-Fonds wesentlich mehr Kapital erfolgreich eingeworben. Wenn es darum geht, aussichtsreiche Unternehmen mit Investitionen rasch nach vorne zu bringen und sich um die Zukunftsfähigkeit des Standorts Deutschland zu bemühen, dann könnte das Fondsvolumen mit Fug und Recht noch größer ausfallen.

VC Magazin: Vielen Dank für dieses Interview, Herr Dr. Frommann. Vielleicht wächst das Interesse eines breiten Anlegerpublikums für wohldiversifizierte Venture Capital-Dachfonds, wenn der EIF-ERP-Dachfonds mit gutem Beispiel und sichtbaren Erfolgen vorangeht.

Das Interview führte Volker Deibert.

Fund-of-Funds-News

Blue Capital Secondaries meldet große Nachfrage

Der Hamburger Dachfondsverwalter Blue Capital hat aufgrund der großen Nachfrage die Zeichnungsfrist ihres Fonds „Blue Capital Equity II-Secondaries“ um zwei Monate bis zum 30.06.2004 verlängert. Der Fonds investiert in Beteiligungen an Zielfonds oder ganze Fondsportfolios, die auf dem Zweitmarkt angeboten werden und üblicherweise mit einem Abschlag auf ihren inneren Wert erhältlich sind.

P3 mit profitabilem Exit

Der im Portfolio der P3-Holding gehaltene Cinven-Fund hat Ende März 2004 seinen Anteil an Unique Pub für 609 Mio. GBP verkauft. Das ursprüngliche Investment betrug im März 2002 rund 235 Mio. GBP. Daraus errechnen sich ein Investment-Multiple von rund 2,6 und ein interner

Zinsfuß von rund 61 % pro Jahr für dieses einzelne Engagement. Die börsengehandelten Zertifikate von P3 gewannen unter anderem Dank des guten Exits bei Cinven rund 0,5 % an innerem Wert auf 892,74 Euro. Der Börsenkurs lag zuletzt bei 638,80 Euro.

RWB Mittelstandsfonds vorerst auf Eis

Die RenditeWertBeteiligungen AG hat angekündigt, ihren im Frühjahr 2003 aufgelegten Dachfonds „1. RWB Deutscher Mittelstand“ rückabzuwickeln. Die Zeichner erhalten ihre Einzahlung einschließlich Agio zurück und können sich ohne Aufgeld am weiterhin in der Plazierung befindlichen internationalen Dachfonds von RWB beteiligen. Als Grund nannte RWB, daß man zunächst die in einem Gesetzentwurf angekündigte Rechtsverordnung abwarten wolle, mit der Inhalt und Aufbau von Emissionsprospekten für geschlossene Fonds festgelegt werden soll. Das Gesetz solle im Frühjahr 2005 in Kraft treten.

Marktüberblick

Das Private Equity-Jahr 2003 in Europa

Wo steht Europa im globalen Markt außerbörslicher Beteiligungen? Grundsätzlich einmal bestenfalls an Nummer zwei nach Nordamerika, auf das 60 % der Beteiligungsinvestitionen entfallen. Eine Präsentation von PwC liefert differenziertere Antworten, deren wichtigste wir zusammengestellt haben.

Buy-out bleibt dominant

Weltweit, so stellt Keith Arundale von PricewaterhouseCoopers in seiner Präsentation fest, gehen sowohl Private Equity-Investments als auch die neu aufgelegten Fondsvolumina, dem Trend der Jahre 2001 und 2002 folgend, zurück. Der Kapitalüberhang von gesammelter, aber nicht investierter Liquidität schwindet langsam. Buy-out-Fonds gewannen mit einem Anteil von 67 % (nach Volumen) zu Lasten von Venture Capital weiter an Gewicht, nach Anzahl der finanzierten Unternehmen wuchs der Buy-out-Anteil von 14 auf 21 %, hauptsächlich zu Lasten der Start-ups, die von 33 auf 28 % abgaben.

Neu in den Top Ten: Schweden

Die weltweite Hitliste der Investment-Zielländer für 2003 zeigt weiterhin die USA und Großbritannien auf den ersten Plätzen, Deutschland ist dank struktureller Schwächen hinter das bisweilen unterschätzte Italien sowie Frankreich zurückgefallen. Wer bei Schweden spontan eher an Ikea und Knäckebrot als an Private Equity denkt, der möge sich die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Investments in Schweden von 1998 bis 2002, ca. 57 %, näher betrachten, die das Land bis in die Top Ten gehievt haben. Weitere Wachstums-Stars sind Indien mit 82 %, Dänemark mit 50 % und Australien mit 39 %. Demnach suchen und finden die Kapitalströme der Welt attraktive Alternativen zu den bisher üblichen Zielländern.

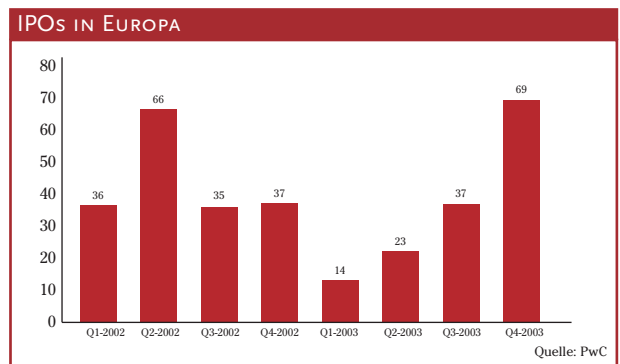
Pensionsfonds zurückhaltend

Mit voraussichtlich 27,7 Mrd. Euro wurde im Jahr 2003 wiederum geringfügig mehr Kapital in Europa eingesammelt als investiert (23,1 Mrd. Euro). Entgegen häufiger Ankündigungen geht der Anteil der Pensionsfonds am Kapitalaufkommen eher zurück. Auf dem Vormarsch sind die öffentliche Hand und die Industrie. Der zu beobachtende Zuwachs an den Transaktionen in Europa habe mehrere Quellen, zu denen strategische Spin-offs großer Konzerne

ebenso gehören wie der neu erwachende Investment-Appetit der Private Equity-Häuser und deren Kapitalrückflüsse durch Beteiligungsverkäufe. Der Anteil der Totalausfälle in den Depots der Investoren sei, so Arundale, wieder auf ein normales Niveau zurückgegangen. Anders als in Deutschland sind an den Börsen Europas wieder Aktienplatzierungen möglich, wie der mustergültige Aufwärtstrend in der quartalsweisen Aufstellung verdeutlicht.

Mehr Zeit für Wertschöpfung

Nachhaltiges Wachstum ist bei Technologie-VC erst dann zu erwarten, wenn Unternehmen wieder in normalem Maße in IT investieren und sich die Exit-Märkte entspannen. Investoren tendieren dazu, in sehr späte Entwicklungsphasen zu investieren und damit eher ein Vermarktungsrisiko als ein technologisches Risiko zu übernehmen. Immerhin haben die Manager jetzt mehr Zeit, um im Zuge der Portfolio-Straffung die Wertsteigerungsmöglichkeiten ihrer Engagements einzuschätzen, zu evaluieren und umzusetzen.



Fazit:

Europas Bedeutung in der Private Equity-Welt nimmt weiterhin zu. Die Aufräumarbeiten in den Portfolios sind größtenteils ausgestanden, M&A- und IPO-Markt erholen sich langsam, und die IT-Ausgaben steigen wieder. Insgesamt ist Europas Private Equity-Industrie, wie Arundale feststellt, gut positioniert, um 2004 zum Aufschwungjahr zu machen.

Volker Deibert

Frühlingsluft für Venture Capital

Standpunkt Investor



WOLFGANG HANRIEDER
MANAGING DIRECTOR
THE CARLYLE GROUP
WWW.THECARLYLEGROUP.COM

Nach dem Platzen der Hightech-Blase hat die europäische VC-Branche einiges durchgemacht: kränkelnde Portfolio-Unternehmen, fehlende Exitmöglichkeiten, geringe Renditen oder gar Verluste. Doch der Markt dreht sich: Manche VC-Fonds sind wieder auf Fundraising-Tour, andere wagen sich zaghaft an Exits heran. Auch der europäische VC-Fonds der Carlyle Group hat einen solchen Exit im März 2004 gewagt und Egencia, das Online-Reisebüro für Firmenkunden, an IAC, die Muttergesellschaft von Expedia, verkauft. Carlyle hatte schon bei der Gründung im Jahr 2000 in Egencia investiert und in den folgenden drei Jahren weitere Finanzierungsrunden unterstützt. Zwar reicht die Rendite nicht an die Exits von 1999 und 2000 heran, aber der Verkauf hat doch mehr als das Doppelte des Investments gebracht und den Investoren eine Internal Rate of Return von 30 % beschert. Mit dem Wiederbeleben der Kapitalmärkte sind Exitmöglich-

keiten nicht mehr auf Trade Sales beschränkt. Die Anzahl von Technologie-IPOs steigt langsam, aber stetig, angeführt von den USA. Im Dezember 2003 ging das chinesische Online-Reisebüro Ctrip an die Nasdaq. Die Aktie stieg am ersten Tag auf mehr als das Doppelte des Ausgabekurses und machte Ctrip zur erfolgreichsten Neuemission in New York seit November 2000. Auch in Europa gibt es Beispiele für erfolgreiche Technologie-IPOs in den letzten sechs Monaten: etwa den britischen Halbleiterhersteller Wolfson Microelectronics oder den französischen Internetprovider Iliad. Die Erwartungen von Investoren haben sich dem moderaten Marktumfeld angepaßt, aber Renditen in Höhe des zwei- bis dreifachen Investments sind wieder erreichbar. Der Boom ist nicht zurück in der VC-Branche. Aber das Vertrauen kehrt zurück, und wir sehen den Exitmöglichkeiten der kommenden Monate zuversichtlich entgegen.

Anzeige

Börsengänge immer noch in weiter Ferne

Eine Umfrage des BVK zum Exitkanal IPO

Wer sich auf ein großes IPO-Feuerwerk noch in diesem Jahr gefreut hat, wird vermutlich enttäuscht werden – zumindest nach Meinung von Experten aus der Private Equity-Branche. Diese und weitere verblüffende Ergebnisse sind das Resultat der jüngsten Umfrage des BVK.

Nach X-Fab und Siltronic

Die aktuelle Umfrage des Bundesverbands deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) widmet sich intensiv dem Thema IPO. Seit Monaten wird darüber mit zunehmender Intensität diskutiert. Die unlängst in letzter Minute abgesagten Börsengänge von X-Fab und Siltronic haben die Kontroversen weiter angeheizt. Die BVK-Studie liefert Aufschluß darüber, wie die befragten Entscheidungsträger die Lage tatsächlich beurteilen und welche Entwicklungen sich für die Zukunft abzeichnen. Die Umfrage beschäftigt sich dabei mit unterschiedlichen Fragestellungen – u.a. mit der Situation der Private Equity-Gesellschaften in Bezug auf IPOs und der Situation und Eignung der Märkte für IPOs.

Situation der Private Equity-Gesellschaften

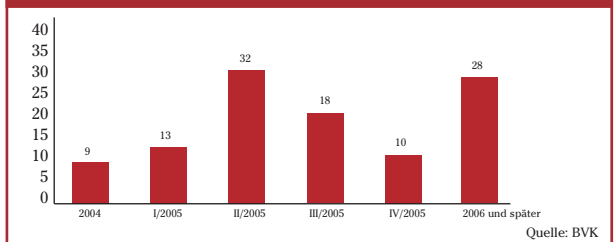
Von den 111 befragten Gesellschaften gab die Hälfte an, mindestens einen IPO-Kandidaten im Portfolio zu haben. Insgesamt stehen 132 Unternehmen bei den befragten Gesellschaften in den Startlöchern für einen Börsengang, womit bemerkenswerterweise rund die Hälfte aller deutschen IPO-Kandidaten mit Private Equity finanziert ist. Weiterhin bemerkenswert ist, daß die befragten Gesellschaften die Stimmung an der Börse für deutlich wichtiger für die allgemeine Verfassung des Private Equity-Marktes ansehen als für ihre eigene Situation. Dies deutet darauf hin, daß viele Gesellschaften sich längst mit der langen Ruhephase an den Börsen abgefunden haben und erfolgreich alternative Exit-Kanäle nutzen oder zumindest nutzen wollen.

Situation der Märkte

Deutlich skeptischer sind die Aussagen zur Situation an den Börsen. Der Großteil der befragten Gesellschaften rechnet erst ab Mitte 2005 wieder mit regelmäßigen IPOs an den deutschen Börsen. Außerdem wird erwartet, daß zukünftig verstärkt ausländische Handelsplätze als Alternative für die IPOs von Portfolio-Unternehmen genutzt werden. Die unverändert aktiven angloamerikanischen Börsen und erste erfolgreiche Börsengänge an den übr-

gen europäischen Börsen – wie unlängst das IPO des Schweizer Biotech-Unternehmens Basilea an der Züricher Börse – unterstützen diesen Trend.

WANN WERDEN DEUTSCHE UNTERNEHMEN WIEDER REGELMÄSSIG AN DIE BÖRSE GEHEN?



Eignung der Märkte

Die größte Kritik der Befragten gilt der Eignung der Börsen für das IPO mit Private Equity finanzierten Unternehmen. Die derzeitigen Börsensegmente in Deutschland werden als nicht geeignet für Börsengänge, insbesondere kleinerer und mittlerer Unternehmen, angesehen. Als Konsequenz ergibt sich die Forderung nach einem neuen Börsensegment für diese Unternehmen. Das erste und einzige Segment dieser Art in Deutschland war bisher der Neue Markt. An diesen muß das neue Segment anknüpfen, ohne jedoch die alten Fehler zu wiederholen und damit das Vertrauen der Anleger aufs Spiel zu setzen.

Fazit:

Es erscheint wahrscheinlich, daß sich das IPO-Fenster erst 2005 in nennenswertem Umfang öffnen wird. Wenn dies geschieht, sind die PE-Gesellschaften dank einer Vielzahl von Börsenkandidaten gut gewappnet, stehen aber auch unter enormen Exitdruck. Allerdings spielt nicht nur die Zeit eine Rolle, sondern auch ein aktives Engagement der deutschen Börsen. In ihrer derzeitigen Verfassung erscheinen diese als wenig geeignet für die erfolgreiche Aufnahme kleinerer und mittlerer Unternehmen. Gelingt hier kein Neuanfang, dann besteht die Gefahr, daß attraktive Börsengänge ins Ausland abwandern. Noch ist es jedoch für die Börsen nicht zu spät zum Handeln, da viele der deutschen PE-Gesellschaften ihre IPOs nach wie vor im Inland planen.

Mathias Renz

MBO: Finanzierung ohne (Finanz-)Historie

Individuelle Nutzenanalyse eines externen Ratings

Von Silke Naused*

In der Vergangenheit ist viel über das Thema Rating, meist in Verbindung mit der neuen Eigenkapitalverordnung nach Basel II, diskutiert worden. Gerade im Hinblick auf mittelständische Unternehmen steht dabei nicht nur die Frage der Auswirkungen auf die zukünftige Finanzierungsstruktur, sondern auch die nach dem Sinn externer Ratings durch entsprechende Agenturen im Raum.

Externes Rating im Falle erhöhten Kapitalbedarfs

Der Nutzen eines Ratings hängt bei Mittelständlern, die sich nicht über den klassischen Kapitalmarkt (z.B. Anleihen) finanzieren wollen, auch von der individuellen Situation und der verfolgten Strategie des jeweiligen Unternehmens ab. Sinnvoll kann ein externes Rating bei erhöhtem Kapitalbedarf sein. Dies ist beispielsweise bei einer geplanten Expansion durch Akquisitionen, Ausweitung der Produktionskapazitäten oder der Eröffnung neuer Standorte der Fall. Aber auch Projektfinanzierungen oder die Vorfinanzierung von Großaufträgen sind Situationen, in denen in der Regel zusätzlich Geldmittel bereitgestellt werden müssen. Denkbar ist aber auch die Notwendigkeit, generell die eigene finanzielle Flexibilität durch die Erweiterung der Eigenkapitalbasis oder die Einbindung von weiteren Fremdkapitalgebern zu optimieren. Grundsätzlich gibt es immer dann externe Gründe für ein Rating, wenn ein Unternehmen seine Bonität und Zukunftsfähigkeit gegenüber Dritten darstellen muß. Neben den oben angesprochenen Faktoren sind aber auch andere Gründe, beispielsweise die Suche nach einem externen Nachfolger denkbar.

Zur Unterstützung des „internen Bankratings“

Auch wenn die Banken grundsätzlich immer eine eigene Bonitätseinstufung, das „interne Bankrating“ durchführen, kann ein externes Rating von Nutzen sein. Dies ist insbesondere dann relevant, wenn das Unternehmen über Stärken im qualitativen oder technischen Bereich verfügt, die für die Banken oft nur schwer zu beurteilen sind oder wenn die Beurteilung des Unternehmens anhand von Finanzkennzahlen nicht oder nur erschwert möglich ist. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn das Unternehmen in einem volatilen Markt agiert und somit stark schwankende Umsätze und Ergebnisse aufweist; kürzlich eine Restrukturierung durchgeführt worden ist oder es sich um ein Unter-

nehmen handelt, das über keine (Finanz-)Historie verfügt, beispielsweise weil es sich um eine Neugründung handelt oder ein Management Buy-out durchgeführt worden ist.

Fallbeispiel Management Buy-out – Ausgangssituation

Als Beispiel wird im Folgenden die Situation eines Unternehmens erläutert, das im Rahmen eines Management Buy-outs ausgegliedert worden ist und vorher ein eigenständiger Geschäftsbereich innerhalb eines international tätigen Konzerns war. Die Ausgliederung erfolgte aufgrund der strategischen Ausrichtung des ehemaligen Mutterunternehmens, das sich in Zukunft auf seine Kerngeschäftsfelder konzentrieren möchte und sich daher von dem angesprochenen Geschäftsbereich getrennt hat. Die früheren Bereichsleiter haben das neugegründete Unternehmen mehrheitlich zusammen mit einem weiteren Investor übernommen und leiten dieses nun als Geschäftsführer. Das ehemalige Mutterunternehmen hält noch einen Minderheitsanteil. Die frühere Sparte wurde praktisch vollständig übertragen, Beschäftigte und Kunden wurden weitestgehend übernommen, so daß die Weiterführung des Geschäfts im operativen Bereich gesichert war. Die externe Finanzierung des Unternehmens erfolgte über nur eine Bank, wobei das frühere Mutterunternehmen weitere Mittel und Bürgschaften zunächst zeitlich begrenzt zur Verfügung stellt. Ziel des Unternehmens ist es, möglichst schnell finanziell von der ehemaligen Muttergesellschaft unabhängig zu werden. Neben dem Aufbau des Eigenkapitals mittels der geplanten positiven Jahresergebnisse soll dies insbesondere durch den Aufbau weiterer Bankbeziehungen erfolgen. Das Unternehmen hat sich als Nischenanbieter in einem Teilsegment positioniert, das innerhalb einer schwierigen Branche im Logistikumfeld noch Wachstumspotential birgt. Aufgrund vergleichsweise hoher Margen und eines hohen Umsatzanteils liefern Großaufträge einen wesentlichen Ergebnisbeitrag, der allerdings je nach Auftragslage stark schwanken kann. Trotz der faktischen Kontinuität des Geschäfts bestand das Unternehmen zum Zeitpunkt des Ratingverfahrens juristisch erst seit gut einem halben Jahr als eigenständige Einheit. Aufgrund der nicht vorhandenen (Finanz-)Historie – zum gegebenen Zeitpunkt lag lediglich ein Halbjahresabschluß vor – ist die Beurteilung der Bonität anhand

von Finanzkennzahlen kaum möglich. Trotz der relativen Kontinuität in bezug auf Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter, Kunden sowie Führungskräfte ist aufgrund der Ausgliederung eine Vergleichbarkeit mit Vergangenheitsdaten des früheren Bereichs aus der internen Berichterstattung nicht gegeben.

Schwierige Beurteilung der „weichen Faktoren“

Die Beurteilung der Bonität muß daher im wesentlichen über andere, d.h. verstärkt qualitative Faktoren erfolgen, was für externe Dritte in der Regel nur schwer möglich und mit erheblichem Aufwand verbunden ist. Dies erschwert insbesondere für Kreditinstitute, mit denen bisher keine Geschäftsbeziehungen bestanden, die Beurteilung. Gerade für Unternehmen mit Stärken bei den sogenannten weichen Faktoren kann dies zu Nachteilen führen. Da das Unternehmen zudem aufgrund der kurzen Historie noch keine greifbaren finanziellen Erfolge aufweisen kann und zudem in einer insgesamt als risikoreich eingestuften Branche tätig ist, ist der Aufbau von Geschäftsbeziehungen insbesondere zu Finanzierungspartnern in einer solchen Phase mit zusätzlichen Schwierigkeiten behaftet. Gerade bei jungen Unternehmen ist der Stellenwert finanzbasierter Kennzahlen zur Beurteilung der Bonität zwangsläufig geringer. Qualitative Kriterien haben eine hohe Bedeutung und beeinflussen die zukünftige Entwicklung des Unternehmens maßgeblich. Aufgrund der geringeren Personalanzahl trifft dies insbesondere auch auf die Geschäftsführung sowie die zweite Führungsebene zu. Die Kompetenz der einzelnen Führungskräfte hat für die zukünftige Entwicklung des Unternehmens eine entscheidende Bedeutung. Im Rahmen des Ratingverfahrens wurde daher stark auf diese Aspekte geachtet. Neben der Bewertung der Kompetenz der Beschäftigten und Führungskräfte wurde insbesondere die Beherrschung des operativen Geschäfts und wesentlicher Risiken beurteilt. Aufgrund des hohen Stellenwerts von Großprojekten mit entsprechend hohem Anteil einzelner Kunden an Umsatz und Ergebnis zählt hierzu beispielsweise das Debitorenmanagement. Auch die Unternehmenssteuerung und das Controlling haben wesentlich zur Beurteilung beigetragen, da gerade in der Anfangsphase und in einem schwierigen Umfeld Fehlentwicklungen frühzeitig erkannt werden müssen.



Zertifikat Euler Hermes

Ergebnisse des Ratingverfahrens

Dem Unternehmen wurde nach Abschluß des Ratingverfahrens aufgrund der erfolgreichen Ausgliederung, der guten Beherrschung des operativen Geschäfts, der Kompetenz der Beschäftigten und Führungskräfte, des umfassenden und zeitnahen Controllings gute Voraussetzungen für die zukünftige Unternehmensentwicklung bescheinigt. Durch eine individuelle Marktanalyse konnte die Nischenposition des untersuchten Unternehmens berücksichtigt werden und somit eine dem Unternehmen angemessene Einschätzung der Markt- und Wettbewerbssituation vorgenommen werden. Die Positionierung als Nischenanbieter reduziert den Konkurrenzdruck und ermöglicht es auch in einem ansonsten sehr schwierigen Marktumfeld, angemessene Renditen zu erwirtschaften und Kunden stärker an sich zu binden als dies im Standardgeschäft möglich wäre. Diese Faktoren werden im Ratingurteil berücksichtigt und durch den Ratingbericht untermauert. Hierdurch können die Stärken auch gegenüber externen Dritten, insbesondere Fremdkapitalgebern schlüssig dargelegt werden. Für das Unternehmen selbst bietet ein Ratingverfahren gerade in der Anfangsphase eine hilfreiche Stärken- und Schwächenanalyse, die den kontinuierlichen Verbesserungsprozeß unterstützen kann.

* Silke Naused ist Analystin bei der Euler Hermes Rating GmbH, Hamburg.

Für jeden das richtige Werk

Bücher zu VC-Themen gibt es derzeit mehr als genug

Auch wenn das investierte Kapital von Private Equity-Gesellschaften nach den Boomjahren um die Jahrtausendwende wieder kontinuierlich zurückgegangen ist, die Zahl der jährlichen Neuerscheinungen zu den Themen Venture Capital, Private Equity, Mittelstand, Entrepreneurship, Unternehmensnachfolge und M&A ist kontinuierlich angestiegen. Auch für das Jahr 2004 zeichnet sich ab, daß erneut viele interessante neue Bücher und Studien den Markt bereichern werden. Dabei sind alle Preiskategorien vertreten. Doch welches Buch bietet wem die richtigen Informationen? Das VentureCapital Magazin hat einige Neuerscheinungen des letzten Jahres für Sie zusammengefaßt.

Dirk Engel:
Venture Capital für junge Unternehmen

Nomos Verlagsgesellschaft
Preis: 58,00 Euro

Inhalt: Auf zwei Ebenen wird der Einfluß von Venture Capital auf die Entwicklung junger Unternehmen analysiert, zum einen auf europäischer, zum anderen auf Landkreisebene. Um die Effekte der VC-Finanzierung zu ermitteln, wird die Entwicklung der VC-finanzierten Unternehmen mit einer Gruppe von nicht-VC-finanzierten Unternehmen verglichen. Das Buch ist mit dem FGF/bifego Gründungsforschungspreis ausgezeichnet.
Zielgruppe: Gründer, Gründungsforscher, Venture Capitalisten

Björn Röper:
Corporate Venture Capital

Eine empirische Untersuchung des Beteiligungsmanagements deutscher und US-amerikanischer Corporate Venture Capital-Investoren

Uhlenbruch
Preis: 79,00 Euro

Inhalt: Der Autor analysiert die zentralen Aspekte des Beteiligungsmanagements amerikanischer und deutscher Corporate Venture Capital-Programme. Durch sowohl empirische als auch theoretische Untersuchungen werden Erfolgsfaktoren von CVC-Programmen herausgearbeitet und durch Hypothesen gestützt. Dabei werden konkrete Handlungsempfehlungen abgegeben.

Zielgruppe: Manager von CVC-Programmen

**Günther Leopold,
Holger Frommann, Thomas Kühr:**
**Private Equity – Venture Capital –
Eigenkapital für innovative Unternehmer**

Verlag Vahlen
Preis: 45,00 Euro

Inhalt: Die erste Ausgabe dieses Buches erschien bereits 1998 und versorgte die Leser mit allen Facetten der Eigenkapitalfinanzierung. Die zweite Auflage wurde nach den turbulenten Jahren um die Jahrtausendwende komplett überarbeitet und verdeutlicht die gestiegene Bedeutung von Venture Capital für den deutschen Mittelstand, vor allem im Bezug auf die geänderten Rahmenbedingungen der Kreditaufnahme durch Basel II.

Zielgruppe: Gründer und Unternehmer, Business Angels und Venture Capitalisten,

Tobias Kollmann:
**E-Venture – Grundlagen der
Unternehmensgründung in der Net Economy**

Gabler Verlag
Preis: 39,90 Euro

Inhalt: Welche Erfolgsfaktoren spielen in der Net Economy eine übergeordnete Rolle, wie und in welchen Entwicklungsphasen können diese realisiert werden? Kollmann klärt in seinem Buch unter Berücksichtigung der Besonderheiten der Net Economy diese und weitere Fragen. Zur Überprüfung des Wissens ist dem Buch eine Multimedia-Fallstudie beigelegt.

Zielgruppe: Gründer, Studierende und Dozenten an Existenzgründungslehrstühlen.

Kerstin Westerfeld:
**Förderung persönlichkeitsbezogener
unternehmerischer Kompetenzen im Rahmen der
Existenzgründungsqualifizierung an Hochschulen**

Eusl Verlagsgesellschaft
Preis: 27,00 Euro

Inhalt: Gründerpersönlichkeiten sollen gefördert werden. Dieses Buch zeigt allerdings, daß die erforderliche wirtschaftsdidaktische Förderung deutliche Defizite aufweist. Die Autorin entwickelt das Konstrukt der „persön-



lichkeitsbezogenen unternehmerischen Kompetenzen (PUK)“, das alle Merkmale einer Gründerpersönlichkeit beinhaltet. Außerdem beleuchtet sie, ob und wie stark diese Fähigkeiten an Hochschulen gefördert werden bzw. werden könnten.

Zielgruppe: Dozenten an Gründerlehrstühlen, Gründungsforscher

Michael Kuhlbrodt:
Die Finanzierung von Start-ups aus Bankensicht
Ein Anwendungsfall strukturierter Finanzierungen

Verlag Peter Lang
Preis: 68,50 Euro

Inhalt: Die Zurückhaltung der Banken bei Start-up-Finanzierungen sind das Thema dieses Buches. Der Schwerpunkt liegt dabei auf einem Phasenmodell, das alle Chancen und Risiken von der Sondierungsphase bis zur Betreuungphase abbildet und zeigt, welche Möglichkeiten Banken haben, Gründungen zu unterstützen.

Zielgruppe: Kreditgeber, Bankmitarbeiter

Georg Rindermann:
Venture Capitalist Participation and the Performance of IPO Firms

Empirical Evidence from France, Germany and the UK
Verlag Peter Lang
Preis: 39,00 Euro

Inhalt: Hat Venture Capital einen positiven Effekt auf die Performance von europäischen Unternehmen? Um diese Frage zu klären, hat der Autor anhand von ausgewählten Daten einen Vergleich zwischen den Performances von Unternehmen ohne Beteiligung von Venture Capital und von durch Risikokapital finanzierten Unternehmen nach dem IPO angestellt. Mit interessantem Ergebnis: Venture Capital ist kein Erfolgsgarant.

Zielgruppe: Venture Capitalisten, Gründer, Gründerforscher

**Prof. Dr. Dr. Ann-Kristin Achleitner,
Christopher von Einem, Benedikt von Schröder:**
**Private Debt – alternative Finanzierung für den
Mittelstand – Finanzmanagement,
Rekapitalisierung, institutionelles Fremdkapital**

Verlag Schäffer Poeschel
Preis: 69,95

Inhalt: Durch die immer restriktiveren Kreditvergabevorschriften an mittelständische Unternehmen müssen Unternehmer sich über Alternativen zum klassischen Kredit informieren. Eine im angloamerikanischen Raum etablierte Methode ist Private Debt. In diesem Buch beleuchten die Autoren alle Facetten dieser Finanzierungsform.

Zielgruppe: Banken, Gründer, Mittelständische Unternehmen

Friedrich von Collrepp:
Handbuch Existenzgründung

Für die ersten Schritte in die dauerhaft erfolgreiche Selbstständigkeit

Verlag Schäffer Poeschel
Preis 49,95 Euro

Inhalt: Das Handbuch bietet wichtige Hilfestellungen für alle Fragen der Lebens-, Finanz- und Unternehmensplanung, denen sich ein Existenzgründer stellen muß. Abgerundet wird das Handbuch durch einen umfangreichen Adreßteil mit Kontakt- und Berateradressen.

Zielgruppe: Existenzgründer

Sebastian Gocksch:
Besteuerung inländischer Private Equity-Fonds

Josef Eul Verlag
Preis 56,00 Euro

Inhalt: Durch die Zunahme der Bedeutung der Beschaffung von Beteiligungskapital durch Private Equity-Fonds ergeben sich Fragen der Besteuerung des Ertrags dieser Fonds. Das vorliegende Werk untersucht die Besteuerung der Gewinne durch den Verkauf von Beteiligungsunternehmen für alle Investoren, Initiatoren, Sponsoren und Fondverwalter.

Zielgruppe: Investoren, Fondmanager, Initiatoren, Sponsoren von Private Equity-Fonds

Fazit:

Natürlich stellt die hier gezeigte Auswahl nur einen kleinen Teil der Publikationen zu Finanzierungsthemen dar. Bei der Vielzahl an Themen und Büchern ist es inzwischen leicht, Informationen zu erhalten, nicht jedoch, die persönlich relevanten Informationen zu suchen und herauszufiltern. Dank der Masse an Publikationen wird jedoch jeder interessierte Leser seinen Favoriten finden.

Felicitas Kraus

Wieviel Aufwand darf die Due Diligence bei einer SmallCap M&A-Transaktion verursachen?



Michael Keller ist Teilhaber bei der auf M&A-Transaktionen im Mittelstand spezialisierten Beratungsgesellschaft Klein & Coll. sowie Dozent an den Hochschulen: Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main sowie am Stuttgart Institute of Management and Technology (Universität Hohenheim). Darüber hinaus ist Herr Keller u.a. Mitglied im Stiftungsbeirat Mergers & Acquisitions im Mittelstand im Fachbereich Wirtschaftswissenschaften an der Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main.

M&A-Transaktionen im Small- und MidCap-Segment werden immer wieder von Finanzinvestoren mit der Argumentation gemieden, daß damit geringere Erträge bei gleichem Aufwand und mit höherem Risiko erzielt werden. Folglich bieten die meisten erfolgreichen Buy-out-Player im paneuropäischen Markt um die gleichen Deals, was den Kaufpreis in die Höhe treibt und somit die Rendite schmälert. Im Gegensatz dazu trifft man bei kleineren Transaktionen kaum Auktionsverfahren an. Da diese Deals nicht der breiten Masse angeboten werden, kann der Finanzinvestor auf Exklusivität hoffen. Das Risiko ist in diesem Segment zwar etwas höher, die Rendite aber erheblich interessanter.

Wenn es dem Investor nun durch die Due Diligence gelingt, die Risiken zu identifizieren und sich dagegen vertraglich abzusichern, kann die Gefahr eines Mißerfolgs deutlich verringert werden und ein großer Mehrwert für die Kapitalgeber geschaffen werden. Dabei es gilt jedoch, den Prüfungsaufwand in Grenzen zu halten. In erster Linie kann dies durch eine in den gesamten Akquisitionsprozess eingebundene systematische Prüfung der für die SmallCaps signifikanten Gefahrenpotentiale erreicht werden. Somit lassen sich Risiken und mögliche Deal Breaker rechtzeitig, sogar vor der eigentlichen Due Diligence, erkennen. Das Prinzip der Wesentlichkeit und Wirtschaftlichkeit der Due Diligence spielt gerade bei kleineren Deals eine sehr bedeutende Rolle. Insbesondere im Hinblick auf die stärker ausgeprägten Zeit- und Budget-Restriktionen ist eine Priorisierung der Due Diligence-Felder und -Aktivitäten vorzunehmen. Dadurch soll auch die Gefahr vermieden werden, „den Wald vor lauter Bäumen nicht mehr zu erkennen“. Erfahrene Gutachter wissen, daß es insbesondere bei kleinen Unternehmen nur eine Handvoll von positiven und negativen Faktoren gibt, die für den Erfolg oder den Mißerfolg ausschlaggebend sind. Die Kunst

der Informationsgewinnung bei SmallCaps beinhaltet, daß jede Information sofort im Hinblick auf die Aussagekraft für die bevorstehenden Kaufpreis- und Vertragsverhandlungen sowie hinsichtlich der Folgen für den M&A-Prozeß gewichtet wird.

Bei komplexen Transaktionen kann es unter Umständen erforderlich sein, Spezialistenwissen aus unterschiedlichen Bereichen in einem Projektteam zu vereinen. In einem solchen Team finden sich nicht selten Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, Fachanwälte sowie technische Sachverständige. Je größer das Team ist, desto länger dauert die Koordination und die Umsetzung des Prüfungsauftrages. Darüber hinaus bereiten in der Praxis nicht vorhandene, aber notwendige Informationen und Unterlagen sowie mangelnde Bereitschaft der Altgesellschafter, vertrauliches Datenmaterial offenzulegen, oft Schwierigkeiten. In solchen Fällen kann der Investor den Zeitaufwand deutlich reduzieren und gewandter zu werthaltigen Ergebnissen kommen, wenn er ein „Generalunternehmen“ in den Prozeß einbindet, das selbst über die Prüfungsspezialisten verfügt, die Informationsflut bei sich bündelt und im Gesamtkontext der Transaktion verwendet und analysiert. Mit einer solchen Unterstützung kann die Due Diligence bei SmallCap-M&As sogar innerhalb einer Woche bewältigt werden.

Welcher Aufwand für eine Due Diligence im SmallCap-Bereich anzusetzen ist, läßt sich pauschal nicht beantworten. Unternehmensinterne und -externe Faktoren haben maßgeblichen Einfluß auf Dauer, Verlauf und Kosten der Prüfung. Einen bedeutenden Teil der Vorarbeit leistet meist der mit dem Verkauf des Targets beauftragte M&A-Berater, der in der Regel die wichtigsten Unterlagen bereits zusammengestellt und ausgewertet hat. Somit läßt sich der zeitliche und finanzielle Aufwand erheblich begrenzen.

Innovation Excellence

Über die Bedeutung von Innovationsprozessen für die Investitionsstrategien von VC-Gesellschaften

Klassische Hebel zur Kostensenkung und Effizienzsteigerung sind bei mittelständischen Firmen weitgehend ausgereizt, Ergebnisrückgänge die Folge. Dennoch gibt es Unternehmen, die der wirtschaftlichen Stagnation trotzen und mit Innovationen Wachstum erzielen. Doch wie sehen die Erfolgsrezepte dieser Unternehmen aus, und welche strategischen Wettbewerbsvorteile lassen sich durch Innovationsmanagement erzielen? Diese und andere Fragen untersucht die aktuelle Studie „Innovation Excellence“. Die Unternehmensberatung Arthur D. Little und der Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (BDI) haben bei der Erhebung knapp 300 vorwiegend aus dem Hochtechnologiebereich stammenden Unternehmen in Deutschland und Österreich hinsichtlich ihrer Innovationsfähigkeit analysiert.



Innovative Marktideen als „Kapital“

Danach stellt für viele Firmen das Fehlen interner Ressourcen die größte Innovationsbarriere dar, zudem wird wichtigen Prozessen wie dem Ideenmanagement oder der strategischen Planung von Produkt- und Technologieentwicklungen zu oft nur nachrangige Bedeutung eingeräumt. Das „Kapital“ von jungen Technologie-Unternehmen

besteht jedoch im wesentlichen aus innovativen Marktideen; für viele Firmen ist eine ausgeprägte Innovationsorientierung gar entscheidend für den Geschäftserfolg. Laut Studie gilt die Fähigkeit zu Innovationen daher als wichtigster Hebel für die Steigerung von Profitabilität und Wachstum. So lassen sich z.B. in der Informations- und Telekommunikationsbranche durch effektives Innovationsmanagement Umsatzsteigerungen von durchschnittlich 30 % erzielen; der Anteil der in den letzten fünf Jahren neu eingeführten Produkte am Gesamtumsatz beträgt sogar 60 %.

Innovationsprozesse erfordern Kapital

Unternehmen aus innovationsstarken Branchen wie der Elektrotechnik und Elektronik, Luft- und Raumfahrt oder dem Pharmabereich investieren immerhin zwischen 8 und 11 % ihres Gesamtumsatzes in den Bereich Forschung & Entwicklung, um entsprechende Erfolge zu erzielen. Auch in anderen F&E-intensiven Branchen wie der Biotechnologie oder der Nanotechnologie erfordern die notwendigen Investitionen enorme finanzielle Ressourcen – die Ausstattung der Unternehmen mit dem benötigten Kapital gestaltet sich dagegen oft schwierig. Eigenmittel stehen in der Regel nur begrenzt zur Verfügung, darüber hinaus werden Kredite von Banken und Sparkassen mit zunehmendem Risiko der Geschäftsidee immer zurückhaltender gewährt. Sind diese beiden Finanzierungsquellen einmal ausgeschöpft, klappt bei technologieorientierten Unternehmensgründungen zumeist noch eine große Lücke zwischen Anspruch und Wirklichkeit in Bezug auf die Ausstattung mit Fremd- und Eigenkapital.

Mehrwert für das Investment

Gerade im Bereich der Hochtechnologie bergen Unternehmensgründungen gleichzeitig hohes Risiko und enormes wirtschaftliches Potential. Die Generierung einer Idee macht dabei allein noch keine Innovation aus. Vielmehr zählen ihre Durchsetzbarkeit am Markt und der zu erzielende Umsatz. „Erfolgreiches Innovationsmanagement aufbauend auf einer guten Technologieplattform schafft mittelfristig die Basis für einen attraktiven Return on Investment“ faßt Elmar Boeke, Partner bei Arthur D. Little in München, zusammen. Bei der Beurteilung einer Innovation ziehen Venture Capitalisten in der Regel Kriterien wie den Reifegrad einer Produktentwicklung, die Struktur des Zielmarktes in Bezug auf seine Größe, Aufnahmefähigkeit und sein



Elmar Boeke,
Partner bei Arthur D. Little, München

Wachstumspotential sowie die prognostizierte „time-to-market“, also den Zeitraum bis zur Markteinführung des Produktes heran, wie Dr. Hubert Birner, General Partner bei der Techno Venture Management GmbH (TVM), erläutert. Diese Einschätzung korrespondiert mit einem weiteren Ergebnis der Studie, die zeigt, daß innovativen Unternehmen der ITK-Branche die Verkürzung der Markteinführungsphase um durchschnittlich fast ein Drittel gelingt. Im Anwen-

nungsgebiet Elektrotechnik und Elektronik führen effektive Innovationsstrategien zu einer Reduktion der Produktkosten von durchschnittlich fast 20 %. Erreicht das mit Venture Capital finanzierte Unternehmen durch innovative Prozesse darüber hinaus steigende Umsätze, oder erschließt es sich völlig neue Anwendungsbereiche, so winkt den Investoren eine beachtliche Rendite auf das eingesetzte Kapital. Die Durchführung eines Exits wird nämlich dann erst richtig lukrativ, wenn aus einer innovativen Idee ein prosperierendes Unternehmen erwachsen ist. Folglich sollten Wagniskapitalgeber ein nachhaltiges Interesse haben, das Potential einer in ihren Beteiligungsunternehmen verfügbaren Technologieplattform langfristig zu sichern.

Fazit:

Innovationen schaffen also nicht nur einen attraktiven Rahmen für ein Investment. Die Verfügbarkeit von Venture Capital ist umgekehrt eine notwendige Voraussetzung, die die Finanzierung von Innovationsprozessen oft erst ermöglicht. Zwar spielt der Venture Capital-Markt im bankenorientierten Finanzsystem Deutschlands eine eher untergeordnete Rolle, seine Bedeutung für die gesamte Volkswirtschaft ist jedoch überproportional. Denn nur ein funktionierender Markt für Venture Capital stellt jungen Unternehmen Mittel in ausreichendem Umfang zur Verfügung, um innovative Ideen nicht in einer Schublade verschwinden lassen zu müssen. Durch die Umsetzung und Finanzierung von Innovationen auf breiter Basis wird mittel- bis langfristig Wachstum erzeugt, das der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zu Gute kommt und somit letztlich auch den Venture Capitalisten den Nährboden für weitere interessante Investments bereitet.

Marc Kley

Innovation und Venture Capital - eine Symbiose zum gegenseitigen Nutzen

Dieses Ziel verfolgen die Solvent Innovation GmbH, ein führender Anbieter auf dem Gebiet der Entwicklung, Produktion und Vermarktung von ionischen Flüssigkeiten und Träger des Innovationspreises der Deutschen Wirtschaft in der Kategorie Start-up für das Jahr 2002, und die Degussa-Tochter Creavis gemeinsam. Dr. Claus Hilgers, CEO bei Solvent Innovation, betont, daß die Fortentwicklung der Technologieplattform und die notwendige Erhöhung der Produktionskapazitäten erst durch die Beteiligung der Creavis möglich geworden ist. „Die Degussa als Investor bietet uns alle Vorteile eines echten Corporate VCs: Kapital und für uns sehr wichtige Branchenkenntnis“, erläutert Hilgers. Umgekehrt war die konsequente Innovationsorientierung bei dem Kölner Unternehmen ausschlaggebend für das Interesse des Investors.

„Dies bedeutet für uns ein klares Alleinstellungsmerkmal“ erklärt Dr. Jürgen Finke, Leiter Corporate Venturing der Degussa, hierzu. Ergänzt wird die seit Juli 2003 bestehende Beteiligung durch eine strategische Partnerschaft, die für Solvent Innovation das Fundament zur Erschließung zukünftiger Mengengeschäfte bedeutet, wobei die Degussa AG auf diesen Märkten ihrerseits als Zulieferer für ihr Beteiligungsunternehmen fungiert. Aus Sicht des Unternehmers zählt bei der Auswahl eines Investors neben den finanziellen Mitteln, die er einbringt, auch der sogenannte „added value“ einer Beteiligungsgesellschaft. Die Kombination von Kapital und Know-how hilft, Innovationsprozesse im Unternehmen zu optimieren. So betont Andreas Richter, Finanzvorstand der Direvo Biotech AG in Köln, die Wichtigkeit der Unterstützung durch ein Spezialisten-Netzwerk des Investors:



Andreas Richter, Finanzvorstand
der Direvo Biotech AG, Köln

„Der Zugriff auf das Know-how der TVM und anderer Investoren unterstützt uns in wesentlichen Fragestellungen, wie z.B. der Strategieentwicklung und in der Vermarktung unserer Produktentwicklungen.“

Nachfolge im MidCap-Bereich mit einem Finanzinvestor

Eine Fallstudie

Von Michael Keller, Klein & Coll.

Als Wachstumstreiber für die in den letzten drei Jahren immer stärker ausgeprägte Dominanz der Buy-out-Transaktionen ist insbesondere die verschärfte Nachfolgeproblematik in Deutschland zu sehen. So ist jährlich mit mehr als 70.000 übergabereifen Familienunternehmen zu rechnen, von denen weniger als die Hälfte an einen Familiennachfolger übertragen werden können. Auch die dürftige Eigenkapitalausstattung und die restriktive Kreditvergabepolitik der Banken intensivieren die Beziehung zwischen Mittelstand und Private Equity-Gesellschaften.

Fallbeispiel: Unternehmensnachfolge in einem inhabergeführten Unternehmen

Ausgangssituation

Bei dem Zielunternehmen in der Rechtsform einer GmbH & Co. KG handelt es sich um einen weltweit führenden mittelständischen Nischenanbieter in der Entwicklung und im Vertrieb von Standard- und Spezialverpackungen. Das Unternehmen wird von den zwei Gesellschaftern geführt und hat eine Tochtergesellschaft in Italien. Obwohl sich ein engagierter Mitarbeiter in leitender Position im Unternehmen befindet, der Interesse an der Übernahme der Geschäftsleitung hat, existiert jedoch keine zweite Führungsebene. Bei einer Veräußerung war in steuerlicher Hinsicht vor allem zu beachten, daß die Altgesellschafter noch keine 55 Jahre alt waren und somit bei dem Verkauf ihrer KG-Anteile keinen ermäßigten Steuersatz gemäß §34 III EStG erhalten. In der ersten Phase des Projektes wurden neben einer Buy-out-Transaktion noch verschiedene andere Ansätze einer Nachfolgeregelung von Klein & Coll. geprüft. Nach der Analyse der Rahmenbedingungen kristallisierte sich jedoch schnell heraus, daß der Verkauf an eine Beteiligungsgesellschaft mit eventueller Einbindung der Führungskraft im Rahmen eines MBO oder ein MBI die beste Transaktionsform ist. Ein maßgebliches Argument hierfür war die Tatsache, daß die Mandanten eine Ansprache von strategischen Partnern als besonders geschäftsschädigend empfanden und eine Schwächung der eigenen Wettbewerbsposition fürchteten. Als potentiellen Käufer hat Klein & Coll. daher Finanzinvestoren identifiziert, in deren Investmentportfolio das zu veräußernde Unternehmen paßte. Auf Grund der nachhaltig überdurch-

schnittlichen Profitabilität und Ertragskraft des zum Verkauf stehenden Unternehmens sowie der Nischenposition und fehlender Substitutionsprodukte konnten wir schnell das Interesse der Beteiligungsgesellschaften an unserem Mandanten wecken und sechs Wochen nach der Mandatserteilung in die näheren Verhandlungen mit ausgewählten Interessenten einsteigen.

Diskutierte Transaktionsformen

Unter der Voraussetzung, daß die Altgesellschafter für mindestens zwei Jahre in der Geschäftsführung verbleiben, wurden folgende Transaktionsmodelle mit verschiedenen Finanzinvestoren diskutiert (die Darstellung beschränkt sich auf die wesentlichen Punkte der jeweiligen Modelle):

- Kauf zu 100 % mit Rückbeteiligung der Altgesellschafter zu 25 % und einem Andienungsrecht nach drei Jahren.
- Kauf zu 100 % mit Verkäuferdarlehen der Altgesellschafter in Höhe von 5 Mio. Euro.
- Kauf zu 100 % bei gleichzeitigem Erwerb eines französischen Wettbewerbers und einer Rückbeteiligung der Altgesellschafter sowie einem Andienungsrecht nach zwei Jahren (mit MBO/MBI); ein sogenanntes Buy & Build.
- Owners-Buy-out der Altgesellschafter und einer Minderheitsbeteiligung der Beteiligungsgesellschaft zur steuerlichen Optimierung eines späteren Verkaufs sowie Einführung einer funktionsfähigen zweiten Führungsebene innerhalb von zwei bis drei Jahren

Beitrag durch den Finanzinvestor

Der von einem Finanzinvestor zu leistende Beitrag wurde von unseren Mandanten neben den finanziellen Aspekten vor allem in der Etablierung eines funktionsfähigen Managements gesehen. Darüber hinaus sollte neben der weiteren Internationalisierung und Umsatzsteigerung auch eine steuerliche Optimierung stattfinden. Zusätzliche Add-on-Akquisitionen sollten eine Steigerung der Marktmacht ermöglichen.

Finanzkennzahlen und Unternehmensbewertung

Trotz einer leichten konjunkturbedingten Umsatzkonsolidierung im Jahr 2002 verlief die Geschäftsentwicklung des Unternehmens äußerst positiv. Das Unternehmen ist

in einer wachsenden Marktnische tätig, deren europäisches Gesamtmarktvolumen sich in einer Größenordnung von 160 bis 240 Mio. Euro bewegt. Darüber hinaus ist das Unternehmen in seinem Geschäftsfeld Marktführer in Deutschland. Lediglich drei kleinere Unternehmen sind als direkte Wettbewerber anzusehen. In Europa finden sich vier wesentliche Mitbewerber, die regional stark in ihren Heimatmärkten sind, aber auch Tochtergesellschaften in anderen europäischen Ländern (jedoch nicht in Deutschland) besitzen. Insgesamt besteht für das Unternehmen ein außerordentlich gutes Wachstums- und Ertragspotential durch den Bereich Spezialverpackungen sowie den weiteren Aufbau einer leistungsfähigen Vertriebsorganisation in bedeutenden europäischen Märkten, aber auch auf den wichtigen außereuropäischen Wachstumsmärkten, insbesondere in den USA und Kanada. Mit einer EBIT-Marge von über 20 % ist das Unternehmen sehr ertragsstark und bewegt sich deutlich über dem Branchendurchschnitt. Die folgende Darstellung zeigt die Umsatz- und Ertragsentwicklung in den Jahren 2001 bis 2003, sowie die Zahlen in dem für die Bewertung relevanten Planungszeitraum von fünf Jahren. Die Umsatzentwicklung zeigt, daß im Jahr 2002 die Talsohle durchschritten wurde und in den nächsten Jahren von einem steigenden Umsatz ausgegangen wird. Als Grundlage dient hier die CAGR (1998-2003) des Unternehmens von 4,5 %, die jedoch in den letzten beiden Jahren der detaillierten Planung auf 4,0 % im Jahr 2007 und 3,0 % im Jahr 2008 angepaßt wird. Aufgrund der vorsichtigen Berücksichtigung der Wachstumschancen in den Exportmärkten ist anzumerken, daß die hier verwendete Planung als konservativ einzuschätzen ist. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse wurden die Kostentreiber des Unternehmens identifiziert und in einer integrierten Finanz-, Bilanz- und Ertragsplanung genutzt, um die für die Bewertung relevanten Größen im Planungszeitraum zu ermitteln. Die Unternehmensbewertung wurde auf Basis des Ertragswertverfahrens mit Hilfe der Risikozuschlagsmethode (Basiszinssatz 5,5 %) durchgeführt. Zusätzlich erfolgte eine Sensitivitätsanalyse anhand unterschiedlicher Risikozuschläge (100 %,

137,5 % und 175 %) und unterschiedlicher unendlicher Wachstumsraten ab dem Planjahr 2009 (1 %, 2 % und 3 %). Aus der folgenden Tabelle sind die ermittelten Unternehmenswerte zu entnehmen.

IMPLIZIERTER EBIT MULTIPLE BASIEREND AUF 2004P UND 2005P (UNTERNEHMENSWERT IN TSD. EURO)			
	1,00 %	2,00 %	3,00 %
11,00 %	78.710	84.210	91.085
2004P	8,02x	8,58x	9,28x
2005P	7,88x	8,43x	9,12x
13,06 %	65.164	68.547	72.603
2004P	6,64x	6,98x	7,39x
2005P	6,52x	6,86x	7,27x
15,13 %	55.580	57.804	60.396
2004P	5,66x	5,89x	6,15x
2005P	5,56x	5,78x	6,04x

x-Achse: Unendliches Wachstum ab 2009P
y-Achse: Kapitalisierungszinssatz

Quelle: Klein & Coll.

Fazit:

Unsere Mandanten sind der festen Überzeugung, die beste Entscheidung getroffen zu haben, indem sie einen Private Equity-Geber mit an „Bord“ nehmen. Über den reinen Kapitalbeitrag hinaus kann der neue Investor durch sein Netzwerk, seine Management-Unterstützung und seinen unternehmerischen Rat dem Unternehmen weiteren „Added Value“ verschaffen. Auch die Beteiligungsgesellschaft kann von dem Erwerb des am Markt etablierten ertragstarken Unternehmens enorm profitieren, da insbesondere im Zusammenhang mit einer Buy & Build-Strategie eine hervorragende Rendite beim Exit realisiert werden kann. Um jedoch die Transaktion zum Closing zu bringen und diese Erfolgspotentiale zu ermöglichen, bedarf der komplexe und anspruchsvolle Unternehmensverkauf im Rahmen der Nachfolgeregelung einer intensiven und professionellen Vorbereitung und Planung.

FINANZKENNZAHLEN UND UNTERNEHMENSBEWERTUNG (IN EURO)

	2001	2002	2003	2004P	2005P	2006P	2007P	2008P
UMSATZ	48.433.746	47.479.126	48.933.818	51.135.840	53.436.953	55.841.615	58.075.280	59.817.538
WACHSTUM IN %		-2,0 %	3,1 %	4,5 %	4,5 %	4,5 %	4,0 %	3,0 %
EBITDA	12.332.255	10.982.276	11.401.580	11.096.477	11.595.819	12.117.631	12.602.336	12.980.406
MARGE IN % DES UMSATZES	26,8 %	24,4 %	23,3 %	21,7 %	21,7 %	21,7 %	21,7 %	21,7 %
EBIT	10.976.111	9.700.339	10.325.036	9.818.081	9.992.710	10.163.174	10.569.701	10.886.792
MARGE IN % DES UMSATZES	24,5 %	22,0 %	21,1 %	19,2 %	18,7 %	18,2 %	18,2 %	18,2 %
JAHRESÜBERSCHUSS	8.954.456	7.672.866	8.662.264	7.771.114	7.674.615	7.786.834	8.098.307	8.341.257
MARGE IN % DES UMSATZES	18,5 %	17,2 %	17,7 %	15,2 %	14,4 %	13,9 %	13,9 %	13,9 %

Quelle: Klein & Coll.

Eigenkapital aktiv gestalten

Nachrangdarlehen, Stille Beteiligung und Genußscheine

Von Wilhelm Höser*



Wilhelm Höser

Kaum eine Diskussion kommt heute an der Eigenkapitalsituation des deutschen Mittelstandes vorbei. Während der Basel-II-Verhandlungen zeigte sich, daß neben anderen Parametern das Eigenkapital für die Rating-Einstufung bei den Unternehmen wesentlich bleiben wird. Deshalb möchte ich drei im Markt gebräuchliche Instrumente vorstellen, die eigenkapitalersetzenden Charakter haben und in der Beurteilung der Banken unter den aktuellen Rating-Systemen dem Eigenkapital zugerechnet werden: Nachrangdarlehen, stille Beteiligung sowie Genußscheine.

Eigenkapitalersatz durch Nachrangdarlehen

Unternehmen, die trotz solider Bonität und guter Zukunftsperspektive nur eine begrenzte Eigenfinanzierungskraft z.B. zur Umsetzung starker Wachstumsphasen haben, bietet sich als Eigenkapital-Ersatz das Nachrangdarlehen an. Nachrangdarlehen sind wirtschaftliches Eigenkapital, das gegenüber Forderungen anderer Gläubiger im Falle der Insolvenz (§39 Pkt. 2 Insolvenzordnung) nachrangig haftet. Es handelt sich grundsätzlich um ein normales Darlehen, das durch die Setzung der Nachrangvereinbarung und einer Darlehenslaufzeit i.d.R. von über fünf Jahren die Qualifizierung zum wirtschaftlichen Eigenkapital erhält. Wichtig ist dabei, daß eine Besicherung des Nachrangdarlehens durch den Darlehensgeber nicht erfolgen kann. Eine Sicherstellung durch sonstige Dritte ist jedoch möglich. Nachdem das Instrument üblicherweise keine direkte Einflußnahme auf die Gesellschaft vorsieht, weder Aufsichtsrats- noch Beiratsveränderungen notwendig macht, kann es als einfaches, relativ kurzfristig einsetzbares Konzept zur Stärkung der Eigenkapital-/Haftungsbasis genutzt werden. Das Nachrangdarlehen kann unabhängig von der Rechtsform und in der Ausgestaltung variabel eingesetzt werden und erfordert keine Unternehmensbewertung. Die Unabhängigkeit der Gesellschafter wird gewahrt. Eine Verwässerung der Anteilsstrukturen wird vermieden. Auch ist üblicherweise eine Wertsteigerung des Unternehmens, die in der Laufzeit des Nachrangdarlehens erreicht wird, nicht an den Darlehensgeber weiter zu geben. Die Verzinsung des Nachrangdarlehens wird häufig mit Renditeansprüchen von ca. 10 bis 12 % p.a. oberhalb der Verzinsung vergleichbarer Laufzeiten am Kapitalmarkt definiert. In Einzelfällen wird auch eine Aufteilung Festzins zuzüglich

einer variablen, ergebnisbezogenen Komponente vereinbart. Eine Verlustbeteiligung ist grundsätzlich ausgeschlossen. Durch die Aufnahme von Nachrangdarlehen erhöht sich das wirtschaftliche Eigenkapital mit direkter Auswirkung auf die Kreditaufnahmefähigkeit des Unternehmens. Für die Frage, ob sich die Fähigkeit des Unternehmens zur Aufnahme von weiterem Fremdkapital wirklich erhöht, ist natürlich neben der reinen Kennzahlenveränderung auch die Gesamtkapitaldienstfähigkeit – definiert über den Cash-Flow des Unternehmens – entscheidend. Für Nachrangdarlehen sind Abschnitte bereits im Bereich von 2 bis 5 Mio. Euro im Markt verfügbar (Banken), wobei auch Größenordnungen bis 10 Mio. Euro ausgelegt werden. Steuerlich sind die Zinsen eines Nachrangdarlehens abzugsfähig. Bilanziell ist das Nachrangdarlehen grundsätzlich über alle Rechnungslegungssysteme dem Fremdkapital zuzuordnen, durch Erläuterungen im Prüfungsbericht kann die gewünschte Funktion des wirtschaftlichen Eigenkapitals unabhängig von dem Rechnungslegungssystem erreicht werden.

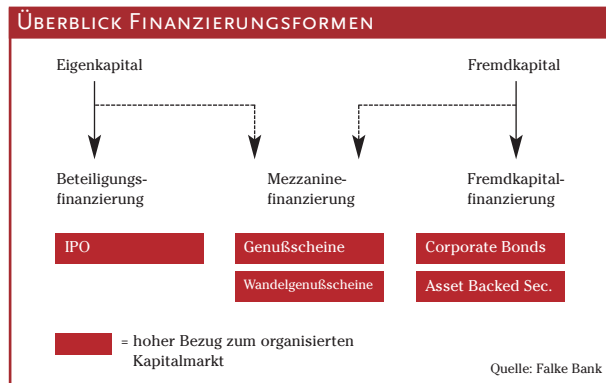
Die stille Beteiligung

Die stille Gesellschaft ist gesellschaftsrechtlich in den Paragraphen 230 ff. HGB geregelt. Hierbei handelt es sich um eine reine Innengesellschaft, die per Gesellschaftervertrag zwischen dem Geschäftsinhaber und dem stillen Gesellschafter geschlossen wird. Dabei besteht der gemeinsame Zweck in der Förderung des Geschäftsbetriebes des Geschäftsinhabers durch eine Vermögenseinlage. Die Vermögenseinlage ist so zu leisten, daß sie in das

Vermögen des Geschäftsinhabers übergeht. Die stille Gesellschaft selbst hat kein eigenes Gesellschaftsvermögen. Unterschieden wird grundsätzlich zwischen der typischen und der atypischen stillen Gesellschaft. Die typisch stille Gesellschaft ist im HGB geregelt. Soweit jedoch der Gesellschaftsvertrag von den im HGB aufgeführten Normen im Hinblick auf Regelungen der Ergebnisverteilung oder Rechtsstellung der stillen Gesellschaft im Insolvenzfall abweicht, spricht man von der atypischen stillen Gesellschaft. Im Vergleich der Instrumente ist festzustellen, daß auch die stille Beteiligung nicht Gesellschafter des Beteiligungsunternehmens wird, da keine Beteiligung am Nominalkapital besteht. Der Kapitalgeber hat jedoch im Vergleich zum Nachrangdarlehensgeber auch Informationsrechte zu Geschäftsentscheidungen. Die Verzinsung ist häufig eine Kombination aus fester und gewinnabhängiger Verzinsung und sieht eine Teilnahme am laufenden Verlust bis zur Einlage vor. Soweit während der Laufzeit der stillen Beteiligung eine Partizipation am Wertzuwachs des Unternehmens vereinbart wird, spricht man von einem „Equity Kicker“. Die Renditeerwartung der Investoren liegt im Bereich zwischen 10 und 20 % p.a. Die Ausgestaltung des Gesellschaftsvertrages des stillen Gesellschafters und die ihm zuerkannten Rechte beeinflussen im hohen Maß die steuerliche Behandlung der Einlage.

Genußscheinemission

Bei Unternehmen, die einen Jahresumsatz von deutlich über 100 Mio. Euro ausweisen und über ein starkes Branding einen höheren Bekanntheitsgrad besitzen, besteht grundsätzlich die Möglichkeit, durch Ausgabe von Genußscheinen wirtschaftliches Eigenkapital zu erhalten. Beim Genußschein handelt es sich im Gegensatz zu den bisher aufgeführten Instrumenten um ein Verbriefungsprodukt, das ganz andere Investorenkreise zuläßt. Der Genußschein selbst ist ein Wertpapier, in dem neben dem Genußrecht weitere Rechte in einem Finanzprodukt zusammengefaßt werden. Soll der Genußschein an der Börse gehandelt werden, um mit ihm den Sekundärmarkt zu erschließen, wird er i.d.R. auf den Inhaber lauten und den Charakter einer Inhaberschuldverschreibung gem. § 793 BGB annehmen. Da das HGB keine wesentlichen Eingrenzungen der rechtlichen Ausgestaltung der Genußscheine vorsieht, ist dieses Instrument besonders geeignet, individuelle Bedürfnisse sowohl des Investors als auch der emittierenden Gesellschaft aufzunehmen. Für notierte Aktiengesellschaften oder Gesellschaften, die innerhalb der Laufzeit des Genußscheins eine Börsenführung erwarten, empfiehlt es sich, den Genußschein als Wandelgenußschein auszugestalten. Mit der Ergänzung des Genußscheins um ein Wandlungsrecht wird bei Begebung des Genußscheins bereits ein Um-



tauschverhältnis in Aktien des emittierenden Unternehmens vereinbart. Durch Ermittlung des zuzurechnenden inneren Wertes des Wandlungsrechts verbilligt sich der Verzinsungsanspruch des Genußscheins entsprechend. Voraussetzung zur Begebung eines Genußscheins ist im wesentlichen wie bei den bereits vorgestellten Instrumenten eine gute Bonität des Schuldners. Der Genußschein kann unabhängig von der Rechtsform emittiert werden. Die steuerliche Abzugsfähigkeit ist abhängig von der Ausgestaltung des Genußscheins selbst. Hierbei führt der Wunsch, den Genußschein bilanziell dem Eigenkapital stärker zuzurechnen, häufig zu erheblichen Diskussionen mit dem zuständigen Finanzamt über eine steuerliche Abzugsfähigkeit. Es empfiehlt sich daher, wie bei allen anderen Instrumenten, grundsätzlich eine verbindliche Anfrage bei der zuständigen Oberfinanzdirektion zu dieser Frage einzuholen. Abhängig von Bonität und Bekanntheit des Unternehmens ergibt sich der Verzinsungsanspruch als Renditeanspruch des Investors. Im Vergleich zu den aufgeführten Instrumenten Nachrangdarlehen und stille Beteiligung ist hier ein deutlich geringerer Renditeanspruch festzustellen.

Fazit:

Um die Bedürfnisse des jeweiligen Unternehmens angemessen zu reflektieren, müssen für ein passendes Eigenkapital-Konzept selbstverständlich die individuellen Voraussetzungen eines Unternehmens erarbeitet werden. Hierzu sollte eine fachliche Beratung sowohl zur Strukturierung des Eigenkapital-Konzeptes als auch zur Bewertung der bilanziellen und steuerlichen Auswirkungen hinzugezogen werden.

* Wilhelm Höser ist Leiter Firmenkundengeschäft bei der Falke Bank AG und Westfalenbank AG.

Steiles Wachstum auch in Krisenzeiten

Die sächsische Erfolgsgeschichte der Zentrum Mikroelektronik Dresden (ZMD) AG

Als junges Start-up kann man die ZMD AG nicht bezeichnen. Weder ist das bereits 1961 gegründete Unternehmen wirklich jung, noch ist es – mit rund 80 Mio. Euro Umsatz im Jahr 2003 – noch als Start-up zu bezeichnen. Dennoch hat die ZMD AG in relativer kurzer Zeit eine erstaunliche Wachstumsgeschichte im krisengeschüttelten Halbleitermarkt geschrieben.

Wandlung

Gegründet wurde die ZMD AG als staatseigener Betrieb und zentrales Forschungsinstitut für Halbleitertechnologie in der DDR in Dresden. Nach der Wende schrumpfte die Mitarbeiterzahl der inzwischen zum gewinnorientierten Unternehmen umgewandelten ZMD AG auf rund 250 Personen. Erst eine strategische Neuausrichtung im Jahr 1999 brachte das Unternehmen auf den bis heute anhaltenden Wachstumspfad und verdreifachte die Zahl der Mitarbeiter auf derzeit 750. Möglich machte dies der Einstieg eines neuen Management-Teams unter der Leitung des Vorstandsvorsitzenden Thilo von Selchow und die in der Folge gewonnenen Investoren unter Führung der WGZ Initiativkapital GmbH. Heute verfügt die ZMD AG über Vertriebsbüros in Santa Clara (CA), San Diego (CA) und Melville (NY), in Stuttgart und Dresden sowie über Design-Center im amerikanischen Madison (WI), in Dresden und in Stuttgart. Auch an der Entwicklung der Region Dresden zum Silicon Saxony, dem größten europäischen Halbleiter- und Mikroelektronikstandort, hat die ZMD einen wesentlichen Anteil.

Investoren

Die ZMD AG ist seit dem Jahr 2000 zu 83,6 % im Besitz der Global Asic GmbH. Diese Holding vertritt mehrheitlich Finanzinvestoren unter Führung der WGZ Initiativkapital GmbH. Weitere direkte Investoren der ZMD AG sind die IKB Private Equity GmbH mit 6,4 % und das Land Sachsen mit 10 %. Von Selchow meint dazu: „Der Einstieg der Investoren hat es der ZMD AG ermöglicht, insgesamt 120 Mio. Euro zu investieren – diesen Kurs wollen wir fortsetzen.“ Das Unternehmen hat seinen Investoren dieses Engagement mit kontinuierlichem Wachstum seit ihrem Einstieg gedankt.

Wachstum

Seit 1999 hat sich der Umsatz der ZMD AG nahezu verdreifacht. Thilo von Selchow dazu: „Unsere Auftragsbücher



Thilo von Selchow,
Vorstandsvorsitzender der ZMD

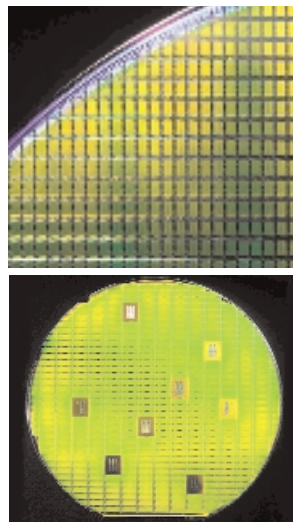


Martin Völker, Geschäftsführer WGZ
Initiativkapital GmbH

sind randvoll, und wir werden auch in den nächsten Jahren weiter zweistellig wachsen.“ Dazu konzentriert sich das Unternehmen auf besonders attraktive Bereiche des Halbleitermarkts. Dies war auch einer der Beweggründe für die Investoren unter Führung der WGZ Initiativkapital GmbH, sich an dem Unternehmen zu beteiligen. Martin Völker, Geschäftsführer bei der WGZ Initiativkapital GmbH, meint dazu: „Die ZMD AG agiert in Branchen mit hoher Wachstumsdynamik und Abnehmermärkten mit überdurchschnittlichen Wachstumserwartungen.“ „Zusammen mit der technologischen Kompetenz der ZMD AG, dem sehr qualifizierten Management und ihrer hohen Innovationskraft“, so Völker weiter, „waren dies die ausschlaggebenden Faktoren für unser Investment.“

Markt

Die Kernkompetenz der ZMD AG liegt in Design, Fertigung und Vermarktung gemischt analog-digitaler applikationsspezifischer Schaltkreise (ASICs) und applikationsspezifischer Standardprodukte (ASSPs) mit niedrigem Stromverbrauch. „Für diesen Bereich ist hochspezialisiertes Know-how erforderlich, wodurch wir uns gut von den Wettbewerbern aus dem asiatischen Raum differenzieren“, so von Selchow. Die Produkte



und Innovationen der ZMD AG zielen insbesondere auf die Bereiche Automotive, Industrieelektronik und Medizintechnik. Von Selchow: „Der Einsatz spezieller Halbleiter-Produkte in diesen Märkten wächst relativ unabhängig von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung kontinuierlich weiter und bildet die Grundlage für das stabile Wachstum der ZMD AG.“

Erfolgsfaktoren

Der große Erfolg der ZMD AG am Markt ist das Resultat einer Reihe von Faktoren. Martin Völker erklärt: „Ein wesentlicher Erfolgsfaktor der ZMD AG ist ihre hohe Innovationskraft kombiniert mit langjähriger Erfahrung in anwendungsspezifischen Entwicklungsprojekten.“ „Dadurch ist es gelungen“, so Völker weiter, „namhafte Kundenbeziehungen und Entwicklungspartnerschaften aufzubauen.“ Von Selchow hebt „die Bedeutung der vielen qualifizierten und hochmotivierten Mitarbeiter für den Erfolg des Unternehmens“ hervor. Wesentlich zum Erfolg trägt laut Völker auch „die Konzentration auf das Produktgeschäft und der Einsatz spezialisierter Halbleiter in den unterschiedlichen Teilmärkten“ bei, durch die wichtige technologische Alleinstellungsmerkmale aufgebaut werden konnten. „Dies schafft eine gewisse Unabhängigkeit von den zyklischen Marktschwankungen, denen speziell die Speicherchipbranche unterliegt“, so Völker weiter. Das dynamische Wachstum der ZMD AG auch während der Halbleiter-Branchenkrise der letzten Jahre untermauert diese Aussagen.

Perspektiven

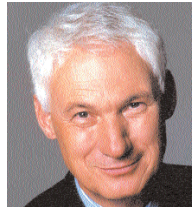
Für die Zukunft plant die ZMD AG den Ausbau ihrer Marktposition und die weitere Erschließung interessanter neuer Anwendungsfelder. Ein wichtiger Aspekt sind dabei beispielsweise vernetzte Sensoren, die ihre Daten automatisch an eine Zentrale weiterleiten – z.B. als Feuermelder oder Patienten-Warnsystem, das medizinische Parameter wie Blutdruck oder Körpertemperatur erfaßt. Ausgebaut werden soll auch die Position im Bereich Automotive. Von Selchow: „Die Zahl der Halbleiter- und Mikrotechnologieprodukte im Auto nimmt ständig zu, was für einen steigenden Bedarf selbst bei stagnierenden Kfz-Absatzzahlen sorgt.“ Darüber hinaus entwickelt die ZMD AG eine Vielzahl eigener Produkte, die in den nächsten Jahren wesentlich zum Wachstum des Unternehmens beitragen werden. Zusätzlich wurde im Jahr 2003 die ZMD Analog Mixed Signal Services GmbH & Co KG gegründet. Diese 100 %ige Tochtergesellschaft fertigt die Produkte der ZMD AG und bietet unter dem Markennamen ZFOUNDRY weltweit ihre Fertigungskapazität an. „Aufgrund der guten Positionierung und der interessanten Vorhaben rechnen wir weiterhin mit einem überdurchschnittlichen Wachstum bei unserem Investment“, faßt Völker die Perspektive der ZMD AG aus Sicht der Investoren zusammen.

Albrecht Reinicke

Kolumne

FALK F. STRASCHEG

IPO – wieder nichts



Falk F. Strascheg ist als Gründer der Technologieholding und der EXTOREL Private Equity Advisers GmbH sowie als ehemaliger Präsident der European Venture Capital Association (EVCA) einer der bekanntesten Venture Capitalisten Deutschlands.

Es war ja nicht allzu schwer, gute Gründe für meinen Wunsch zu finden, daß der X-Fab-Börsengang momentan nicht stattfinden sollte. Erfreulicherweise hat die Vernunft der Investoren entgegen vorher gegenteiliger Versicherungen der Emittenten letztendlich gesiegt.

Ein wenig anders liegt der Fall beim abgesagten Börsengang der Siltronic. Der Einbruch der Märkte nach den Terroranschlägen vom 11. März in Madrid hat die Chancen derart reduziert, daß der Börsengang abgesagt werden mußte. Damit sind vielleicht nicht uninteressante Diskussionen über die Qualität dieses geplanten Börsengangs hinfällig geworden. Fest steht, daß dieser Börsengang wesentlich bessere Voraussetzungen als X-Fab hatte. Ob er wirklich ideal war, wage ich zu bezweifeln.

Welche Auswirkungen kann die Venture Capital-Industrie von den geplatzten Börsengängen erwarten? Sicherlich werden sie sich nicht positiv auswirken. Das wieder aufkeimende Vertrauen der Investoren ist nach den Enttäuschungen vor einigen Jahren erneut stark belastet worden. Wir können uns nur wünschen, daß die nächsten geplanten Börsengänge eine Qualität aufweisen, die vom Markt eindeutig positiv bewertet wird und daß damit das verlorengegangene Vertrauen der Anleger wieder gewonnen wird.

Dabei halte ich es für wichtig, daß es sich auch die Buy-out-Industrie verkneift, Börsengänge anzustreben, bei denen die Rückführung von Fremdfinanzierung und die Ablösung ihrer eigenen Anteile im Vordergrund stehen. Aber nicht nur die Disziplin der Buy-out-Industrie, sondern die der gesamten Private Equity-Industrie ist gefragt, um wieder ein Klima zu erzeugen, in dem Exits wieder zur normalen Routine werden.

Investiert nicht in Wertpapiere, sondern in Werbung

Standpunkt Unternehmer



THOMAS KEIL
GESCHÄFTSFÜHRER DER
YELLOW PHONE
BRANCHENAUSKUNFTS-
UND SERVICEINFORMATIONSDIENST GMBH
WWW.YELLOWPHONE.DE

Wie schwierig Early Stage-Finanzierung in der Praxis ist, zeigt ein Beispiel aus der Telekommunikationsbranche. Die Geschäftsidee ist brillant, die Zukunftsaussichten positiv – trotzdem findet sich kein Investor, der eine Werbekampagne finanziert. Statt dessen werden Konzerne auf die Geschäftsidee aufmerksam und wollen sie per Gerichtsbeschluss verbieten, weil sie Konkurrenz befürchten. So geschah es einem Branchendienst, der den Übergang vom Printmedium zum modernen internetbasierten Telefon-Auskunftsdiens vollziehen will. Statt Arbeitsplätze zu schaffen, mußte das Start-up-Unternehmen Geld und Zeit investieren, um nationale und internationale Markenrechte zu verteidigen. Obwohl sie zur Abgabe von Mehrheitsbeteiligungen bereit ist, bleibt die Gesellschaft von Kapitalgebern unbeachtet. Deutschlands formelle Venture Capital-Gesellschaften scheuen das Risiko, das sie im Namen tragen. Sie haben den Glauben an neue Geschäfts-

modelle und den Mittelstand verloren, scheint es. Beteiligungssummen zwischen einer und 5 Mio. Euro werden vernachlässigt. Für private Beteiligungsgesellschaften sind solche Engagements nicht lukrativ, da die Renditeerwartungen von 20 bis 30 % unerfüllt bleiben könnten. Will man aber das Segment der wachstumsstarken Unternehmen unterhalb der High-Flyer erschließen, so müssen Investoren gewonnen werden, bei denen nicht der Exit im Vordergrund steht. Investoren, die bereit sind, wie im Falle der Branchenauskufts, nicht in Wertpapiere, sondern in ganz konkrete Maßnahmen zu investieren. Zum Beispiel in Werbung für neue Geschäftsideen. Printmedien sind Investitionsobjekte, die man sehen und anfassen kann. Mit allen damit zusammenhängenden positiven wirtschaftlichen Effekten – mehr Auflage, mehr Umsatz. Werbung ist eigentlich das, was ganz Deutschland braucht – daran sparen wäre fatal.

Deal-Monitor

NEW DEALS

Eine Mio. Euro für UNIWELL

Die **S-UBG Bayern Gesellschaft für Unternehmensbeteiligungen AG**, München, hat sich mit einer Mio. Euro als stiller Gesellschafter an der **UNIWELL Wellrohr GmbH**, Ebern, beteiligt. Das Unternehmen entwickelt und produziert qualitativ hochwertige Kabelschutz- und medienführende Systeme für die Automobilindustrie sowie für den Maschinen- und Anlagenbau. Die Legal Due Diligence wurde von **Rödl & Partner CbR**, Nürnberg, erstellt. Für die Financial und Tax Due Diligence war **Rödl & Partner GmbH**, München, verant-

wortlich. Juristischen Fragen wurden von **Lienau & Associates**, München, geklärt.

9,7 Mio. Euro für Hymite

Die Lead-Investoren **TVM Techno Venture Management GmbH**, München/Boston, und **InnovationsKapital**, Göteborg, sowie die VC-Gesellschaften **Dansk Kapital Anlæg A/S**, Kopenhagen, **Olicom A/S**, Kopenhagen, **Vertex Management Ltd.**, London, und **Vækstfonden**, Hellerup, haben sich mit insgesamt 9,7 Mio. Euro an der 2. Finanzierungsrunde der **Hymite A/S**, Lyngby, beteiligt. Hauptgeschäftsbereich des Halbleitertechnologie-Unternehmens ist der Markt für optische Daten- und Telekommunikation. Legal Advisor auf Investorensseite war die Kanzlei **Kroman Reumert**, Kopenhagen.

Venture Capital für Aventeon

Die VC-Gesellschaften **3i Deutschland Gesellschaft für Industriebeteiligungen mbH**, Frankfurt am Main, **TVM Techno Venture Management GmbH**, München, und **Intel Capital**, Santa Clara, haben sich an der 1. Finanzierungsrunde der **Aventeon GmbH**, München, beteiligt. Über die Höhe der Investition wurde Still-schweigen vereinbart. Das Unternehmen entwickelt Software für die intelligente mobile Kommunikation u.a. mit Außendienstmitarbeitern. Legal Advisor für Aventeon war die Kanzlei **Wilson Sonsini**, Palo Alto, die Investoren wurden von **Cooley Godward**, Palo Alto, betreut. Die Financial Due Diligence wurde von **Ernst & Young AG**, München, erstellt. Als

Placement Advisor fungierte **Global-Finance Beratungs AG**, München.

XtraMind erhält frisches Kapital

Lead-Investor **Siemens Venture Capital GmbH**, München, sowie die VC-Gesellschaften **3i Deutschland Gesellschaft für Industriebeteiligungen mbH**, Frankfurt am Main, und **First Ventury AG**, Heidelberg, haben sich mit insgesamt 4,2 Mio. Euro an der 4. Finanzierungsrunde der XtraMind Technologies AG, Saarbrücken, beteiligt. Das Technologie-Unternehmen wurde 2000 mit Beteiligung des Deutschen Forschungszentrums für Künstliche Intelligenz (DFKI), Saarbrücken, gegründet und bietet intelligente und lernfähige Softwarelösungen für die Optimierung und Automatisierung des Kommunikations- und Informationsmanagements an. 3i wurde in rechtlichen Fragen von der Kanzlei **CMS Hasche Sigle**, Frankfurt am Main, beraten.

Kapitalmaßnahmen bei MediGene

Die börsennotierte MediGene AG, Martinsried/San Diego, hat Anfang März eine dreistufige Kapitalmaßnahme durchgeführt, die den Bar-mittelbestand des Unternehmens um 16,7 Mio. Euro erhöhte. Dabei hat eine Investorengruppe unter Führung der **TVM Techno Venture Management GmbH**, München/Boston, im Wege eines PIPE-Investments rund 1,1 Mio. Aktien zu einem Preis von je 6,80 Euro gezeichnet, womit das Grundkapital um 10 % erhöht wurde. In einer zweiten Kapitalerhöhung von ebenfalls 10 % hat MediGene den Aktionären der Gesellschaft weitere 1,1 Mio. neue Aktien zu den gleichen Konditionen angeboten. Zudem wurden Wandelschuldverschreibungen in Höhe von 1,5 Mio. Euro ausgegeben. Die MediGene-Aktie legte seit 4. März 2004 auf zeitweise mehr als 9 Euro zu und schloß am 16. April bei 8,73 Euro. Die Transaktion wurde von der **Viscardi AG**, München, strukturiert und begleitet.

In juristischen Fragen nahm MediGene die Dienste der Kanzlei **Lovells**, München/Frankfurt am Main, in Anspruch.

20 Mio. US-\$ für UPEK

Die beiden Lead-Investoren **Sofinnova Ventures**, San Francisco, und **Sofinnova Partners**, Paris, sowie die VC-Gesellschaften **Diamondhead Ventures**, Menlo Park, **EARLYBIRD Venture Capital GmbH & Co. KG**, Hamburg, **EDB V Management**, Singapur, und **Green Dot Capital**, Singapur, haben sich mit 20 Mio. US-\$ an der 1. Finanzierungsrunde der UPEK Inc., Berkeley, beteiligt. Das Biometrie-Unternehmen, 2004 als Spin-off der STMicroelectronics N.V., Amsterdam, entstanden, bietet Sicherheitslösungen mit Hilfe von Fingerabdruckererkennung auf Halbleiterbasis an.

2,75 Mio. CHF für 4-Antibody

Die beiden Lead-Investoren **Life Sciences Partners**, Amsterdam/München, und **BioMedinvest AG**, Basel, sowie die VC-Gesellschaften **Mulligan BioCapital AG**, Hamburg, und **Grazia Equity GmbH**, Stuttgart, haben sich mit insgesamt 2,75 Mio. CHF an der 1. Finanzierungsrunde der 4-Antibody AG, Basel, beteiligt. Das Spin-off der Universität Basel besitzt eine Technologie-Plattform, mit der voll humane therapeutische Antikörper-Medikamente entwickelt und optimiert werden können. Die Investoren wurden bei juristischen Fragen von der Kanzlei **Vischer**, Basel, vertreten.

Siemens Venture Capital beteiligt sich an BroadLight

Nachdem sich bereits im Februar 2004 die VC-Gesellschaften **Israel Seed Partners**, Jerusalem, **SVM Star Ventures Managementgesellschaft Nr.3 mbH**, München, und **Delta Ventures**, Herzelia Pituah, mit 11,5 Mio. US-\$ an der 3. Finanzierungsrunde der BroadLight Inc., Ramat Gan, betei-

ligt hatten, investierte **Siemens Venture Capital GmbH**, München, weitere 2 Mio. US-\$ und erhöhte somit das Gesamtvolumen dieser Kapitalrunde auf 13,5 Mio. US-\$. Das Hochtechnologie-Unternehmen entwickelt und produziert Komponenten für sogenannte passive optische Netzwerke (PON).

Exit Games erhält 800.000 Euro

Die VC-Gesellschaft **Dr. Neuhaus Techno Nord GmbH**, Hamburg, hat in der 1. Finanzierungsrunde 800.000 Euro in die Exit Games GmbH, Hamburg, investiert. Das Unternehmen ist ein Service-Anbieter für mobile Entertainment-Software. Das Kernprodukt verbindet mobile Spieler auf der ganzen Welt, wobei die offene Multiplayer-Lösung auf dem Industriestandard OMA Games Services basiert. Exit Games wurde vom CF-Berater **CatCap GmbH**, Hamburg, betreut.

4 Mio. Euro für IDENTEC

Die von der **gcp gamma capital partners Beratungs- & Beteiligungs GmbH**, Wien, gemanagten Fonds **iLab24 Mittelstandsfinanzierungs AG**, Wien, und **gamma II Beteiligungs-AG**, Wien, sowie die **Danube Equity Invest-Management GmbH**, Linz, und einige Privatinvestoren haben sich mit 4 Mio. Euro an der 4. Finanzierungsrunde der IDENTEC SOLUTIONS AG, Lustenau, beteiligt. Das Unternehmen ist ein weltweit operierender Anbieter von leading-edge, aktiven RFID-Systemen (Radio Frequency Identification) mit Kommunikationsreichweiten von bis zu 100m (long-range). Die Due Diligence wurde von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft **Leitner+Leitner**, Linz, erstellt.

5 Mio. Euro für atugen

Die beiden Lead-Investoren **Novartis Venture Fund**, Basel, und die von **Apax Partners Beteiligungsberatung GmbH**, München, beratenen Fonds, sowie die VC-Gesellschaft **MPM Capital GmbH**, München/Boston,

haben sich mit 5 Mio. Euro an der 3. Finanzierungsrunde der atugen AG, Berlin, beteiligt. Das Biotechnologie-Unternehmen beschäftigt sich mit der Identifizierung und Validierung neuer Angriffspunkte für innovative pharmazeutische Präparate. Die Transaktion wurde von **WestLB-Panmure**, Düsseldorf, strukturiert und begleitet.

4 Mio. GBP für ARKeX

Die beiden Lead-Investoren **Scottish Equity Partners**, Glasgow/London, und **RWE Dynamics Venture Capital Management GmbH**, München, sowie die VC-Gesellschaften **Nova Technology Partners**, Aberdeen, und **Eurovestech plc**, London, haben sich mit insgesamt 4 Mio. GBP an der 1. Finanzierungsrunde der ARKeX Ltd., Cambridge, beteiligt. Das Unternehmen entwickelt ein sogenanntes Gravitätsgradiometer, das eine um den Faktor 10 verbesserte Sensitivität bei der Exploration von Öl-, Gas- und Mineralienvorkommen ermöglicht.

Finanzierungsrunde für IIP-Technologies

Die VC-Gesellschaft **PolyTechnos Venture-Partners GmbH**, München, sowie die **Valtronic S.A.**, Charbonnières, haben sich mit 4,5 Mio. Euro an der 1. Finanzierungsrunde der IIP-Technologies GmbH, Bonn, beteiligt. Das Medizintechnik-Unternehmen ist auf die Entwicklung eines lernfähigen Neuroimplantats zum Einsatz bei Erblindungen infolge von degenerativen Erkrankungen der Netzhaut spezialisiert. Für PolyTechnos war als Legal Advisor die Kanzlei **Baker McKenzie**, München, zuständig.

Enigma erhält 12,5 Mio. US-\$

TVM Techno Venture Management GmbH, München/Boston, **Startupfactory AB**, Stockholm, **Northzone Ventures**, Kopenhagen, **InnovationsKapital**, Göteborg, und **Vækstfonden**, Kopenhagen, haben sich mit 12,5 Mio. US-\$ an der 2. Finanzierungsrunde

der Enigma Semiconductor Inc., Santa Clara, beteiligt. Das Hightech-Unternehmen wurde Mitte 2001 gegründet und entwickelt Konzepte und Integrationsmöglichkeiten für Kommunikations-Systeme.

Red Bend erhält 8,2 Mio. US-\$

Lead-Investor **Pitango Venture Capital**, Herzliya, sowie die VC-Gesellschaften **Poolim Ventures**, Herzliya, **Infinity Venture Capital**, Tel Aviv, und **Carmel Ventures**, München/Herzliya, haben sich mit insgesamt 8,2 Mio. US-\$ an der 3. Finanzierungsrunde der Red Bend Software Inc., Framingham, beteiligt. Bereits im Dezember 2003 erhielt das Unternehmen die erste Tranche dieser Finanzierungsrunde in Höhe von 3,6 Mio. Euro. Red Bend ist ein Anbieter von Software Delivery-Lösungen, die dem Benutzer eine effizientere Kostenkontrolle und Kundengewinnung ermöglichen.

Weitere 2 Mio. US-\$ für BelAir

Nachdem sich bereits im Dezember 2003 **JPMorgan Partners**, New York, **VenGrowth Capital Partners Inc.**, Toronto, **BDC Venture Capital**, Montreal, und einige Privatinvestoren mit insgesamt 15 Mio. US-\$ an der 2. Finanzierungsrunde der BelAir Networks Inc., Ontario, beteiligten, hat die **Siemens Venture Capital GmbH**, München, weitere 2 Mio. US-\$ in das Unternehmen investiert. BelAir entwickelt und vertreibt eine patentierte multiple point-to-point W-LAN Zugangstechnologie, mit der man Gebäude von außen mit W-LAN Services versorgen kann.

3. Finanzierungsrunde für gate5

Lead-Investor **Innoven Partenaires S.A.**, Paris, sowie die VC-Gesellschaften **IBB Beteiligungsgesellschaft mbH**, Berlin, **Target Partners GmbH**, München, und **BC Brandenburg Capital GmbH**, Potsdam, haben sich mit

6,5 Mio. Euro an der 3. Finanzierungsrunde der gate5 AG, Berlin, beteiligt. Das Unternehmen ist ein Anbieter von Software und Serviceleistungen für die Bereitstellung von LBS-Informationen auf mobilen Geräten. Die Financial Due Diligence wurde von **Volz & Bernreuther** Wirtschaftsprüfer, München, erstellt. Als Legal Advisor für Innoven Partners war die Kanzlei **Dechert LLP**, München, verantwortlich. **SJ Berwin Knopf Tulloch Steininger**, München, betreute Target Partners in rechtlichen Fragen. Für gate5 war die Kanzlei **Graf von Westphalen Bappert & Modest**, München, zuständig. Die **Dr. May Management Beratungs- und Beteiligungs GmbH**, Berlin, unterstützte gate5 als Adviser. Zudem nahm man für die notarielle Beurkundung die Dienste der Kanzlei **Linklaters Oppenhoff & Rädler**, Berlin, in Anspruch. Als Fundraising Agent für gate5 war die **Independent Equity GmbH**, Berlin, tätig.

15 Mio. US-\$ für nCircle

Lead-Investor **Menlo Ventures**, Menlo Park, sowie die VC-Gesellschaften **Bertelsmann Ventures Capital**, Hamburg/San Francisco, und **Alta Partners**, San Francisco, haben sich mit 15 Mio. US-\$ an der 4. Finanzierungsrunde der nCircle Network Security Inc., San Francisco, beteiligt. Das Sicherheitstechnik-Unternehmen bietet Lösungen für eine umfassende Netzwerksicherheit an.

ClearForest erhält 10 Mio. US-\$

HarbourVest Partners LLC, Boston, **Pitango Venture Capital**, Herzliya, **Walden Israel Venture Capital**, Herzliya, und die **Deutsche Bank Capital Partners**, Frankfurt am Main, haben sich mit 10 Mio. US-\$ an der 4. Finanzierungsrunde der ClearForest Inc., New York, beteiligt. Das Unternehmen ist ein Anbieter von intelligenten und lernfähigen Softwarelösungen für Unstructured Data Management.

10 Mio. Euro für Varioptic

PolyTechnos Venture-Partners GmbH, München, und **Sofinnova Partners**, Paris, haben sich mit 10 Mio. Euro an der 2. Finanzierungsrunde der Varioptic S.A., Lyon, beteiligt. Das 2002 gegründete Unternehmen entwickelt und produziert elektrisch steuerbare Flüssiglinsen für die optische Industrie. PolyTechnos wurde juristisch von der Kanzlei **Velten Franz & Jakoby**, Düsseldorf, betreut.

15 Mio. US-\$ für Mendocino

Die beiden Lead-Investoren **Mayfield Fund**, Menlo Park, und **Accel Partners**, Palo Alto, sowie die VC-Gesellschaften **Advent International**, Frankfurt am Main/Boston, und **Foundation Capital**, Menlo Park, haben sich mit 15 Mio. US-\$ an der 1. Finanzierungsrunde

der Mendocino Software Inc., Fremont, beteiligt. Das Software-Unternehmen entwickelt und vermarktet sogenannte Application Recovery Management-Lösungen, mit deren Hilfe jederzeit eine Wiederherstellung aller benötigten Anwendungsdaten gewährleistet wird.

P 21 erhält 6 Mio. Euro

Lead-Investor **Conduit Ventures Ltd.**, London, sowie die VC-Gesellschaften **Target Partners GmbH**, München, und **TechFund Capital Europe**, Paris, haben sich mit insgesamt 6 Mio. Euro an der 1. Finanzierungsrunde der P 21 GmbH, Brunnthal/München, beteiligt. Das Brennstoffzellen-Unternehmen wurde Ende 2001 als Spin-off des Vodafone/Mannesmann-Konzerns gegründet und entwickelt, produziert und vermarktet PEM-(Polymer-Elektrolyt-Membran) Brennstoffzellensysteme sowie die dazugehörigen Komponenten. Die Financial Due Dili-

gence erstellte die **Ernst & Young AG**, München. Für die Patent Due Diligence war die Kanzlei **Bardehle Pagenberg Dost Altenburg Geissler**, München, verantwortlich. P 21 wurde in rechtlichen Fragen von der Sozietät **Haarmann Hemmelrath**, München, betreut. Die Investoren nahmen die Dienste der Kanzlei **SJ Berwin Knopf Tulloch Steinger**, München, in Anspruch.

12 Mio. US-\$ für Phylogix

Die VC-Gesellschaften **Radius Ventures**, New York, **Atlas Venture GmbH**, München/Boston, **Prospect Venture Partners**, Palo Alto, und **Canaan Partners**, Menlo Park, haben sich mit 12 Mio. US-\$ an der 2. Finanzierungsrunde der Phylogix Inc., Scarborough, beteiligt. Das Biotechnologie-Unternehmen entwickelt Medikamente, die auf dem Wirkstoff Lektin basieren und zur Behandlung von Krebserkrankungen sowie zum Gewebeschutz angewendet werden.

Anzeige

DEUTSCHLANDS ERSTES MAGAZIN FÜR



- PRIVATE EQUITY
- BUY-OUTS
- M&A
- FINANZIERUNG
- WACHSTUM
- GRÜNDERKULTUR

KENNELNERN-ABONNEMENT

Ja, ich möchte das monatliche **VentureCapital Magazin** gerne testen und nehme Ihr Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden zwei Ausgaben sowie die Sonderausgabe „Mittelstandsfinanzierung 2004“ zum attraktiven Sonderpreis von 10,- Euro (statt 39,80 Euro) zu. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich das VentureCapital Magazin anschließend zum Preis von 148,- Euro pro Jahr (12 Ausgaben zzgl. ein bis zwei Sonderausgaben jährlich). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zwei Wochen nach Erhalt der zweiten Ausgabe, und mir entstehen keine weiteren Verpflichtungen.

Name, Vorname:

Postfach/Straße:

PLZ, Ort:

Telefon: Fax:

eMail-Adresse:

Ort und Datum: 1. Unterschrift:

Widerrufsgarantie: Dieser Auftrag kann binnen zwei Wochen widerrufen werden. Rechtzeitiges Absenden genügt.

Ort und Datum: 2. Unterschrift:

VC 05/04

Starten Sie Ihr Abonnement jetzt, und Sie erhalten die große Sonderausgabe „Mittelstandsfinanzierung 2004“ (132 Seiten, ca. 50 Fachbeiträge und Interviews, Einzelpreis 14,80 Euro) **gratis** dazu!



Apax Partners erhöht Anteile an TROPOLYS

Die von der **Apax Partners Beteiligungsberatung GmbH**, München, beratenen Fonds und die bisherigen Minderheitsgesellschafter **Essener Versorgungs- und Verkehrsgesellschaft mbH**, Essen, **Sparkasse Essen**, **Stadtsparkasse Wuppertal**, **Wuppertaler Stadtwerke AG**, **Beteiligungsgesellschaft der Stadt Solingen** und **Stadtsparkasse Solingen** sowie das Management haben den 70 %igen Anteil der Elisa Kommunikation GmbH, Düsseldorf, an der TROPOLYS GmbH, Düsseldorf, für 70 Mio. Euro erworben. Die künftige Gesellschafterstruktur: Apax-Fonds 63 %, kommunale Anteilseigner 32 %, Management 5 %. Das Telekommunikationsunternehmen bündelt 14 erfolgreiche City- und Regio-Carrier zu einem schlagkräftigen Verbund. Legal Advisor für Apax Partners war die Kanzlei **P + P Pöllath + Partner**, München. Die Minderheitsgesellschafter nahmen die Dienste der Kanzlei **Dr. Hopfgarten**, Wuppertal, in Anspruch. Für die Financial Due Diligence war **AC CHRISTES & PARTNER GmbH**, Hamburg, verantwortlich.

CombinatoRx erhält 30 Mio. US-\$

Die VC-Gesellschaften **Boston Millenia Partners**, Boston, **Easton Hunt Capital Partners**, New York, **Yasuda Enterprise Development Co. Ltd.**, Tokio, **Global Life Science Ventures**, Zug/München/London, **Canaan Partners**, Menlo Park, **Flagship Ventures**, Cambridge, und **TL Ventures**, Wayne, haben sich mit 30 Mio. US-\$ an der 3. Finanzierungsrunde der CombinatoRx Inc., Boston, beteiligt. Das Pharmazie-Unternehmen entwickelt neuartige Medikamente zur Behandlung von Krebserkrankungen und rheumatischer Arthritis. Die Kanzlei **Rubin and Rudman LLP**, Boston, war in juristischen Fragen für CombinatoRx zuständig. **Testa, Hurwitz & Thibault LLP**, Boston, vertrat die Investoren.

Venture Capital für Agendia

Lead-Investor **Gilde Investment Management**, Utrecht, sowie die VC-Gesellschaften **Global Life Science Ventures**, Zug/München/London, und **AXA Private Equity**, Paris, haben sich an der 1. Finanzierungsrunde der Agendia B.V., Amsterdam, beteiligt. Über die Höhe der Investition wurde Stillschweigen vereinbart. Das Diagnostikunternehmen hat sich auf Pharmakogenomik spezialisiert.

15 Mio. US-\$ für Cardiac Dimensions

Lead-Investor **Frazier Healthcare Ventures**, Seattle, sowie die VC-Gesellschaften **MPM Capital GmbH**, München/Boston, **Polaris Venture Partners**, Waltham, und **InterWest Partners**, Menlo Park, haben sich mit insgesamt 15 Mio. US-\$ an der 4. Finanzierungsrunde der Cardiac Dimensions Inc., Kirkland, beteiligt. Das Medizintechnik-Unternehmen wurde im Januar 2001 gegründet und entwickelt neuartige non-invasive Werkzeuge zur Behandlung von kongestiven Herzerkrankungen.

25 Mio. Euro für Evotec Neurosciences

Lead-Investor **TVM Techno Venture Management GmbH**, München/Boston, sowie die VC-Gesellschaften **3i Group plc**, London, **MVM**, London, **Ventech**, Paris, und **SVM Star Ventures Managementgesellschaft mbH Nr. 3**, München, haben sich mit insgesamt 25 Mio. Euro an der 1. Finanzierungsrunde der Evotec Neurosciences GmbH, Hamburg, einer Tochtergesellschaft der Evotec OAI AG, Hamburg, beteiligt. Das im Mai 1999 gegründete Unternehmen hat sich zum Ziel gesetzt, Arzneistoffe zur besseren Behandlung von Erkrankungen des zentralen Nervensystems zu entwickeln.

Haspa BGM investiert in Globetrotter

Die **Haspa Beteiligungsgesellschaft für den Mittelstand mbH**, Hamburg, hat 2,5 Mio. Euro in Form einer stillen Beteiligung in die Globetrotter Ausrüstung Denart & Lechhart GmbH, Hamburg, investiert. Das Unternehmen ist ein Ausrüstungsspezialist für professionelle Outdoor- und Trekkingartikel. Globetrotter wurde in juristischen Fragen von den Kanzleien **Taylor Wessing**, Hamburg, und **BWS Graf Westphalen Busch & Partner**, Hamburg, betreut. Haspa BGM nahm die Dienste der Kanzlei **Haarmann Hemmelrath & Partner**, Hamburg, in Anspruch.

Frisches Kapital für NascaCell IP

Die **Archemix Corp.**, Cambridge, hat sich mit einem nicht genannten Betrag im Zuge einer Expansionsfinanzierung an der NascaCell IP GmbH, München, beteiligt. Das Biotechnologie-Unternehmen vermarktet Aptamere für die Target-Validierung und zur Identifizierung von niedermolekularen Wirkstoffen. In rechtlichen Fragen wurde NascaCell IP von der Kanzlei **Holme Roberts & Owen**, München, betreut. Archemix nahm die Dienste der Sozietät **Mintz Levin Cohn Ferris Glovsky and Popeo LLP**, London, in Anspruch.

26,5 Mio. US-\$ für Restore Medical

Lead-Investor **Bessemer Venture Partners**, Menlo Park, sowie die VC-Gesellschaften **GE Asset Management**, Fairfield, **Putnam Investments**, Providence, **NGEN Partners**, Santa Barbara, **DuPont Capital Management**, Wilmington, **3V SourceOne Capital**, Saratoga, **MPM Capital GmbH**, München/Boston, **Charter Ventures**, Palo Alto, und **Venturi Group**, St. Paul, haben sich mit insgesamt 26,5 Mio. US-\$ an der 3. Finanzierungsrunde der Restore Medical Inc., St. Paul, beteiligt. Das Medizintechnik-Unternehmen hat sich auf die Ent-

wicklung von innovativen Geräten zur Erkennung bzw. Behandlung von Schlafstörungen (Atemstörungen, Schnarchen) spezialisiert.

2. Finanzierungsrunde für SKYPE

Die beiden VC-Gesellschaften **Dra-per Fisher Jurvetson**, Redwood City, und **Index Ventures**, Genf/London, haben sich mit 8 Mio. US-\$ an der 2. Finanzierungsrunde der SKYPE Technologies S.A., Luxemburg, beteiligt. Das Unternehmen ermöglicht mit seiner innovativen Peer-to-Peer Software dem Verbraucher kostenloses Telefonieren über Breitbandverbindungen.

12 Mio. US-\$ für Discera

Die VC-Gesellschaften **zi Corp.**, Menlo Park, **Partech International S.A.**, Paris, **Ardesta LLC**, Ann Arbor, sowie **QUALCOMM Inc.**, San Diego, haben sich mit 12 Mio. US-\$ an der 2. Finanzierungsrunde der Discera Inc., Campbell, beteiligt. Das Fabless-Halbleiterunternehmen produziert ‚highly-integrated‘, ‚low-cost‘ und ‚power-efficient‘ RF Microcomponents für die Wireless-Industrie.

18 Mio. Euro für PEMEAS

Die VC-Gesellschaften **Conduit Ventures Ltd.**, London, **SAM Sustainable Asset Management**, Zürich, **CDP Capital of Quebec**, Montreal, und die **InfraServ GmbH & Co. Höchst KG**, Frankfurt am Main, haben sich mit 18 Mio. Euro an der PEMEAS Fuel Cell Technologies GmbH, Frankfurt am Main, beteiligt. Das neue Unternehmen wurde von der Celanese AG, Kronberg, gegründet, die weiterhin mit einem Minderheitsanteil beteiligt ist. PEMEAS ist im Bereich der Brennstoffzellentechnologie tätig und Hersteller von Membran-Elektroden-Einheiten für Hochtemperatur-Polymer Elektrolyt-Membran-Brennstoffzellen. Das Investorenkonsortium wurde in juristischen Fragen von der Kanzlei **SJ Berwin Knopf Tulloch Steininger**, Frankfurt am Main, betreut. Infraser wurde zudem von der Sozietät **Mayer, Brown, Rowe & Maw LLP**, Frankfurt am

Main, vertreten **JH Lillian & Co. GmbH**, Kronberg, war als Financial Advisor für Celanese AG tätig, und PEMEAS nahm in patentrechtlichen Angelegenheiten die Dienste der Kanzlei **Luderschmidt, Schüler & Partner**, Frankfurt am Main, in Anspruch.

Frisches Kapital für Speakeasy

Die beiden Lead-Investoren **zi Corp.**, Menlo Park, und **Bertelsmann Ventures Capital**, Hamburg/San Francisco, sowie die VC-Gesellschaften **Ares Management**, Los Angeles, **Cornerstone Ventures**, Broomfield, **Granite Ventures**, San Francisco, und **Matthew G. Norton Co.**, Seattle, haben sich mit 24 Mio. US-\$ an der 4. Finanzierungsrunde der Speakeasy Inc., Seattle, beteiligt. Das Telekommunikations-Unternehmen wurde 1994 gegründet und ist ein unabhängiger Anbieter von Breitband-Dienstleistungen.

S-Refit erhöht Beteiligung an IISY

Die **S-Refit AG**, Regensburg, hat ihre Beteiligung an der IISY Intelligente Informationssysteme AG, Rimpar/Würzburg, von bisher 16,66 % auf 33,3 % erhöht. Dabei erfolgte neben der Übernahme des Aktienpaketes der Greiffenberger Technologie Holding GmbH, Bayreuth, zudem eine stille Beteiligung. Über finanzielle Details wurde Stillschweigen vereinbart. Die Kernkompetenz von IISY liegt in der Entwicklung und Einführung von Expertensystem-Lösungen u. a. für die Bereiche Fehlerdiagnose, Produktberatung/-empfehlung, Kundenbetreuung und Prozeßüberwachung. In juristischen Fragen wurde S-Refit von der Rechtsanwaltskanzlei **Graml & Kollegen**, Regensburg, begleitet.

Venture Capital für Isilon Systems

Lead-Investor **Lehman Brothers Holdings Inc.**, New York, sowie die VC-Gesellschaften **Sequoia Capital**, Menlo Park, **Atlas Venture GmbH**, München/Boston, und **Madrona Venture Group**,

Seattle, haben sich mit 15,5 Mio. US-\$ an der 3. Finanzierungsrunde der Isilon Systems Inc., Seattle, beteiligt. Das IT-Unternehmen ist ein Anbieter von intelligenten Speichersystemen für digitale Inhalte.

50 Mio. US-\$ für Archemix

Lead-Investor **Highland Capital Partners**, Lexington, sowie die VC-Gesellschaften **Atlas Venture GmbH**, München/Boston, **Prospect Venture Partners**, Palo Alto, **Schroder Ventures Life Sciences**, Boston, **Rho Ventures**, New York, **Care Capital LLC**, Princeton, **MDS Capital Corp.**, Toronto, **POSCO BioVentures**, Carlsbad, und **US Trust Private Equity**, New York, haben sich mit insgesamt 50 Mio. US-\$ an der 2. Finanzierungsrunde der Archemix Corp., Cambridge, beteiligt. Das biopharmazeutische Unternehmen entwickelt direkte Therapeutika zur Vorbeugung und Behandlung von chronischen und akuten Erkrankungen.

5 Mio. Euro für Cilian

Lead-Investor **Limburg Ventures**, Maastricht, sowie die VC-Gesellschaften **ABN AMRO Capital Gesellschaft für Beteiligungsberatung mbH**, Frankfurt am Main, und **Newmex Ventures GmbH**, Hamburg, haben sich mit 5 Mio. Euro an der 2. Finanzierungsrunde der Cilian AG, Münster, beteiligt. Das Biotechnologie-Unternehmen hat sich auf die Gewinnung von biogenen Wertstoffen aus Protisten (eukaryotische Lebewesen, die heute einem eigenen Reich der Lebewesen zugeordnet werden und nicht zu den Pflanzen, Tieren oder Pilzen gehören) spezialisiert. In patentrechtlichen Fragen wurde Cilian von der Kanzlei **Lovells**, Düsseldorf, begleitet.

EXITS

Trade Sale für Deutsche Venture Capital

Die **DVC Deutsche Venture Capital GmbH**, München, hat ihren Anteil an der **LASOR AG**, Oerlinghausen,

an die **ISRA VISION SYSTEMS AG**, Darmstadt, veräußert. Über die Höhe des Verkaufserlöses wurde Stillschweigen vereinbart. Die **LASOR AG**, an der die Deutsche Venture Capital seit 1999 beteiligt ist, ist im Bereich visuelle Qualitätskontrolle und Qualitätssicherungssysteme bei der Verarbeitung großflächiger Materialien tätig. **ISRA VISION** wurde in juristischen Fragen von der Sozietät **Allen Overy**, Frankfurt am Main, betreut. **LASOR** nahm die Dienste der Kanzlei **Dr. Weber & Hörster**, Gütersloh, in Anspruch.

Anadys notiert an der NASDAQ

Die von **Advent International GmbH**, Frankfurt am Main/Boston, **Atlas Venture GmbH**, München/Boston, **International BM Biomedicine Holdings AG**, Basel, **Care Capital LLC**, Princeton, **CDP Capital Technology Ventures**, Montreal, **Coastview Capital**, Los Angeles, **HBM BioVentures AG**, Baar, **Landeskreditbank Baden-Württemberg (L-Bank)**, Karlsruhe, **Lombard Odier Darier Hentsch & Cie**, Genf, **Lotus BioScience Ventures**, Hong Kong, **POSCO Bioventures**, Carlsbad, **Pacific Rim Ventures**, Hong Kong, **New Enterprise Associates**, Baltimore, **Venrock Associates**, Menlo Park, **Shire BioChem Inc.**, Laval, und **SG Cowen Securities**, New York, finanzierte **Anadys Pharmaceuticals Inc.**, San Diego, notiert seit Ende März 2004 an der amerikanischen NASDAQ. Im Zuge des IPOs gaben die beteiligten VC-Gesellschaften Anteile an dem Unternehmen ab. Insgesamt wurden 6,25 Mio. Aktien zu einem Preis von 7 US-\$ emittiert, der erste Kurs lag bei 7,20 US-\$. Das biopharmazeutische Unternehmen hat sich auf infektionshemmende Präparate zur Behandlung von Hepatitis C und anderen bakteriellen Infektionen spezialisiert.

Exit für HBM BioVentures

HBM BioVentures AG, Baar, hat 1,15 % ihrer Anteile an der **Basilea Pharmaceutica AG**, Basel, im Zuge des Börsengangs veräußert. Der Ausgabekurs je Aktie lag bei 98 CHF,

der Plazierungsumfang betrug insgesamt 2,1 Mio. Namensaktien. Damit fließen Basilea 206 Mio. CHF für die weitere Finanzierung ihrer Entwicklungsprojekte zu. **HBM BioVentures** hält nach dem IPO noch rund 6,3 % der Aktien. Das biopharmazeutische Unternehmen konzentriert sich auf die Entwicklung von Arzneimitteln zur Bekämpfung des Resistenzproblems bei bakteriellen Infektionen und Pilzinfektionen sowie Hautkrankheiten.

AXA Private Equity erwirbt Anteile an Alukon

Die Private Equity-Unternehmen **Granville Baird Capital Partners**, Hamburg, und **Equity Capital Management GmbH**, Frankfurt am Main, sowie der Gründer Fritz Grashei haben eine Kontrollmehrheit der Anteile der **Alukon F. Grashei GmbH & Co. KG**, Konradsreuth, an die **AXA Private Equity Germany GmbH**, Frankfurt am Main, veräußert. Über die Verkaufssumme wurde Stillschweigen vereinbart. **Granville Baird** und **Equity Capital Management** hatten im Februar 2002 die Mehrheit an **Alukon** im Rahmen eines Management Buy-out übernommen. Das 1974 gegründete bayerische Unternehmen ist ein Spezialist für Rollladen- und Rolltor-Systeme aus Aluminium sowie Stahl und Kunststoff. Legal Advisor auf Verkäuferseite war die Kanzlei **Taylor Wessing**, Hamburg. Als Legal Tax Advisor wurde die Sozietät **Wegener Bechtel Gosselke Schmidt**, Hamburg, beauftragt. Zudem wurden die Dienste der Kanzleien **Haarmann, Hemmelrath & Partner**, München, und **RAe & Notare Häuber, Ebner, Falk, Berghäuser, Alba**, Darmstadt, in Anspruch genommen. Die **KPMG Deutsche Treuhand Gesellschaft AG**, Berlin/Frankfurt am Main, übernahm die Funktion des Transaction Advisor. Legal Advisor für **AXA Private Equity** war die Sozietät **Baker & McKenzie**, München. Für die Tax and Financial Due Diligence war **Ernst & Young AG**, Frankfurt am Main, zuständig, und **ERM Lahmeyer International GmbH**, Neu-Isenburg, war für die Environmental Due Diligence verantwortlich.

Anteile an Egencia veräußert

The Carlyle Group, London/Frankfurt am Main, und **Crédit Lyonnais Private Equity**, Paris, haben ihre Anteile an der **Egencia S.A.**, Paris, an die **IAC InterActiveCorp**, New York, veräußert. Über den Verkaufspreis wurde Stillschweigen vereinbart. **Carlyle Group** und **Crédit Lyonnais Private Equity** haben 2000 bzw. 2001 erstmals in **Egencia** investiert und sich im vergangenen Jahr an einer weiteren Finanzierungsrunde beteiligt. Mit dem Investment wurde in einem Zeitraum von mehr als vier Jahren eine Rendite (Internal Rate of Return) von über 30 % erzielt. **Egencia** ist ein Online-Reisebüro für Geschäftsreisen.

Exit für West STEAG Partners

Die VC-Gesellschaften **Gemini Funds Israel Ltd.**, Herzliya Pituach, **Evergreen Venture Capital**, Tel Aviv, **Giza Venture Capital**, Tel Aviv, **Koor Corporate Venture Capital**, Rosh Ha'Ayin, **STI Ventures N.V.**, Amsterdam, **The Challenge Fund – Etgar L.P.**, Tel Aviv, **China Development Industrial Bank**, Taipei, **Hotung Group**, Taipei, **Maxima Capital Management**, Taipei, **Paralink Asset Management Corp.**, Taipei, **Triton Management Corp.**, Taipei, **Vincera Ventures**, Taipei, **Top Taiwan Venture Capital Corporation**, Taipei, **Grand Capital Group**, Taipei, **West STEAG Partners GmbH**, Düsseldorf, **Young Associates**, Edinburgh, und **NIF Ventures Co. Ltd.**, Tokio, haben ihre Anteile an der **Envara Ltd.**, Ra'anana, vollständig an die **Intel Corp.**, Santa Clara, verkauft. Die Höhe des Verkaufserlöses lag bei 40 Mio. US-\$. Das im März 2000 gegründete Unternehmen entwickelt und vermarktet Chip-Lösungen für Wireless Local Area Networks (WLAN).

Der Deal-Monitor entsteht mit freundlicher Unterstützung des



Events

Ort & Datum	Veranstalter	Event
06.05.2004 Arabella Sheraton Nürnberg	netzwerk / nordbayern, www.netzwerk-nordbayern.de	„4. Internationale Investorenkonferenz 'technology@venture'“ Konferenz für Unternehmen und Investoren. Kosten: 150 Euro
05.-06.05.2004, Arabella Sheraton Grand Hotel Frankfurt	Euroforum, www.euroforum.de	„4. Handelsblatt Jahrestagung Private Equity“ Branchentreffen der deutschen Private Equity-Industrie. Kosten: 1.649 Euro
06.05.2004, NRW Medien GmbH, Düsseldorf	VC-Forum NRW, www.venture-capital-forum.de	„14. Forum Chat“ Unternehmensförderung der neuen KfW-Mittelstandsbank. Referent: Albrecht Deissner, Direktor der KfW-Mittelstandsbank
02.-04.06.2004, Berliner Congress Centre, Berlin	EVCA, www.evca.com	„EVCA Symposium“ Konferenz. Kosten: 1.495 Euro für EVCA-Mitglieder, 2.990 Euro für Nicht-Mitglieder
11.05.2004, Akademie der Wissenschaften, Berlin	Biotechnologische Studenteninitiative (bts), www.sciecon.info	„ScieCon“ Firmenkontaktmesse für Life Science der Biotechnologischen Studenteninitiative
10.05.04, Industrieclub, Düsseldorf	VC-Forum NRW, www.venture-capital-forum.de	„4. Investors' Circle“ Thema: Aktuelle Trends und Marktentwicklungen bei der Aquisitionsfinanzierung von LBOs und MBOs, Referent: Frank Golland, KPMG Corporate Finance.
17.05.2004, Le Meridien München	Management Circle, www.managementcircle.de	„Unternehmenskauf rechtssicher gestalten“ Seminar zur professionellen Vertragsgestaltung Kosten: 1.095 Euro
18.05.2004, Life Science Center, Düsseldorf	NUK-Akademie und Venture-Market-Forum, www.nuk.de	„Der Beteiligungsvertrag – Aufbau, Struktur, Inhalt“ Kosten: 180 Euro, für NUK-BPW-Teilnehmer 70 Euro
26. - 28.05.2004, München	IIR Deutschland GmbH, www.iir.de	„Nanotrends“ Themen: u.a. Neue Materialien, IT, Elektronik, Automobil und Nanobiologie. Teilnahme: 2.295 Euro
27.05.2004, IHK Hannover	CatCap, Dr. Neuhaus Techno Nord VC, www.venture-lounge.de	„Venture Lounge“ Konferenz für junge Gründer und VCs. Kostenpunkt: 75 Euro
16.06.2004, Köln	NUK-Akademie und Venture-Market-Forum, www.nuk.de	„Mezzanine Capital-Eine Alternative zum Venture Capital“ Kosten: 60 Euro, für NUK-BP-Teilnehmer 30 Euro
18.06.2004, Wien	Brains-to-Ventures, www.b-to-v.com	„b-to-v Investorengespräche“ Unternehmer präsentieren vor Investoren. Bewerbungsschluss für präsentierende Unternehmer: 5. Mai

Ausblick

Das VentureCapital Magazin
6/2004 erscheint am 28. Mai 2004

Schwerpunkthema: Life Science

- Auf welche Technologien bauen Venture Capital-Häuser?
- Die größten Deals und die schmerzhaftesten Pleiten der vergangenen Monate
- Europa versus USA – welche Chancen besitzen deutsche Biotech-Unternehmen?
- Die vorbörslichen Bewertungen im Sog der Börsenkurse



Investment

- Rendite- und Risikoaspekte der Anlageklasse Private Equity aus Sicht eines institutionellen Investors

Markt

- BVK-Quartalsstatistik I/2004 mit KfW-Stimmungsbarometer
- PwC Money Tree – neueste Trends vom US-Markt

Unternehmens-Index

3i	48,49,53	DR. NEUHAUS		HBM	54	RWE DYNAMICS	50
ADL	40,41	TECHNO NORD	49	IBB	50	SAM	53
ADVENT	51	DVC	53	INNOTECH	16,17	SCHMIDT BANK	20,21
ANTARES	20,21	ECM	54	INTEL CAPITAL	48	SCHRODERS	22,23
APAX	9,49,51,52	ENBW	16,17,18,19	KLEIN&COLL.	39,42,4	SCOPE	26,27,58
ATLAS	51,53,54	EQT	9	KPMG	12	SIEMENS VC	49
AXA PE	52,54	ERGO EQUITY	16,17	LOVELLS	58	S-REFIT	20,21,53
B-BUSINESS PARTNERS	58	EARLYBIRD	49	LSP	49	S-UBG BAYERN	48
BC BRANDENBURG	50	EULER HERMES	34,35	MACKEWICZ	24,25	TARGET PARTNERS	50,51
BERTELSMANN VC	50,53	EVCA	6	MICROMET	58	TAYLOR WESSING	14,15
BLUE CAPITAL	29	FALKE BANK	44,45	MPM	49,52	THOMSON FINANCIAL	8,9,10
BVK	28,29,30	FIRST VENTURY	49	MULLIGAN	49	T-VENTURE	58
CARLYLE	31,54	GAMMA CAPITAL	49	NOVARTIS VC	49	TVM	41,48,49,50,52
CARMEL	50	GLSV	52	P3	29	VC-FORUM NRW	14,15
CD&R	10	GOLDMAN SACHS CAPITAL	9	PARTECH	53	WEST STEAG	54
DBAG	58	GRANVILLE BAIRD	54	PERMIRA	10,22,23	WGZ	46,47
DEUTSCHE BANK CAPITAL	50	GRAZIA	49	POLYTECHNOS	50,51	YELLOPHONE	48
DIREVO	41	HASPA BGM	52	RWB	29	ZMD	46,47

VentureCapital Magazin

Impressum

5. Jahrgang 2004, Nr. 5

Verlag: GoingPublic Media AG, Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen
Tel.: 08171-419650, Fax: 08171-419656, eMail: info@goingpublic.de,
Internet: www.venturecapital.de, www.goingpublic.de

Redaktion: Karim Serrar (Chefredakteur), Mathias Renz
(Project Manager), Silke Schneider, Volker Deibert

Mitarbeit an dieser Ausgabe: Dr. Martin Ahlers, Philipp von Alvensleben, Uwe Fleischhauer, Wolfgang Hanrieder, Michael Häger, Dr. Peter Hellich, Wilhelm Höser, Thomas Hutter, Michael Keller, Thomas Keil, Martin Kern, Marc Kley, Bernhard Köhler, Felicitas Kraus, Detlef Mackewicz, Sven Majunke, Silke Nauseid, Albrecht Reinicke, Ralf Thielemann.

Gestaltung: Christine Weinschenk

Anzeigen: An den Verlag. Gültig ist Preisliste Nr. 9 vom 1. Dezember 2002

Anzeigenleitung: Karin Hofelich, Tel.: 08171-419636, Fax 08171-419656

Erscheinungstermine 2004: 28.05. (06/2004), 25.06. (07/2004), 30.07. (08/2004), 27.08. (09/2004), 24.09. (10/2004), 29.10. (11/2004), 26.11. (12/2004), 17.12. (01/2005)

Preise: Einzelpreis 12,50 Euro, Jahresabonnement (12 Ausgaben zzgl. ein bis drei Sonderausgaben) 148,00 Euro (inkl. Versandkosten und 7 % Mehrwertsteuer)

Abonnementverwaltung: GoingPublic Media AG, Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen, Tel.: 08171-419650, Fax: 08171-419656, abo@vc-magazin.de, www.venturecapital.de

Druck: Joh. Walch GmbH & Co. KG, Augsburg

Haftung und Hinweise: Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit der Angaben kann allerdings nicht übernommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

Nachdruck: © 2004 GoingPublic Media AG, Wolfratshausen. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der GoingPublic Media AG ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

ISSN 1611-1710, VKZ B 53974



Zitat des Monats:

„Die Branche hat international eine lange Durststrecke hinter sich, und die Erfahrungen der letzten Jahre sind uns allen noch gegenwärtig. Sicher ist nur, daß der Markt im Zyklus das Ende der Talsohle erreicht hat. Dies sollte Anlaß zu Optimismus sein.“

Thomas W. Kühr, Geschäftsführer der T-Venture Holding GmbH und amtierender BVK-Vorstandsvorsitzender im Editorial der BVK-Nachrichten 2/2004.

People



Ein Ex-Manager aus der Venture Capital-Industrie bekleidet seit Mitte März das Amt des Chief Executive Officer der Maut-Betreiber-

gesellschaft Toll Collect GmbH: **Christoph M. Bellmer (Foto oben)**. Der 1963 geborene Bellmer war bis September 2003 Geschäftsführer bei der Venture Capital-Gesellschaft b-business-partners in München, die sich Mitte 2003 aus Deutschland zurückzog. Danach fungierte er als Manager bei T-Systems, bevor er durch das stärkere Engagement der Telekom innerhalb des Maut-Konsortiums zum neuen Vorsitzenden der Toll Collect-Geschäftsführung berufen wurde. Neuer Pressesprecher des Unternehmens ist **Harald Lindlar (Foto unten)**, der bis Anfang 2003 für die Öffentlichkeitsarbeit von b-business partners verantwortlich zeichnete.



Prof. Dr. Dieter Feddersen (Foto oben) hat nach sechsjähriger Zugehörigkeit altersbedingt das Amt des Aufsichtsratsvorsitzenden der Deutschen Beteiligungs AG (DBAG) abgegeben. Sein Nachfolger ist **Dr. Fritz Lehnen (Foto Mitte)**, ehemaliges Vorstandsmitglied der mg technologies AG, der dem DBAG-Aufsichtsrat bereits seit 2003 ange-



hört. Neu in den Aufsichtsrat wurde der ehemalige Geschäftsführer von 3i Deutschland, **Andrew Richards**, berufen.



Der britische Life Sciences-Investor Abingworth Management mit Sitz in London hat sein Team um **Sarah Shackelton** und **Dr. Genghis Lloyd-Harris (Foto)** erweitert. Shackelton, die zuvor für Coulter Partners tätig war, wird das Recruitment von Abingworth und deren Portfolio-Unternehmen vorantreiben. Dr. Lloyd-Harris, zuvor Managing Director der European Equity Research Group bei Credit Suisse First Boston, wird sein Hauptaugenmerk auf Exits von Portfolio-Companies via IPO und Trade Sale legen.



Im Zuge der Umstrukturierung der FondScope Analyse GmbH zur Scope Group hat die in Berlin und seit Februar auch in Frankfurt ansässige Ratingagentur ihr Analystenteam erweitert. **Alexandra Merz**, langjährige Vizepräsidentin von Moody's Investor Service, wurde Geschäftsführerin der Scope Analysis Offene Investmentfonds GmbH, und **Michel Houglet**, ebenfalls ehemals Moody's Investor Service, wird Leiter des Ressorts Performanceanalyse. Scopes Chefanalyst **Wilfried Taylor** verlängerte seinen Vertrag um weitere drei Jahre und wird zusätzlich neuer Geschäftsführer der Tochtergesellschaft Scope Analysis Geschlossene Investmentfonds GmbH.



Dr. Christian Itin (Foto) ist neuer Vorstandsvorsitzender der in München ansässigen Micromet AG. Itin der zuvor Vorstand für Geschäftsentwicklung bei der Micromet AG war, tritt die Nachfolge von **Dr. Erich Felber**, dem Mitgründer und bisherigen Vorstandsvorsitzenden, an. Bevor Itin 1999 zu Micromet wechselte, war er für das Proteinchip-Unternehmen Zyomyx Inc. tätig. Der bisherige CEO, Dr. Felber, bleibt weiterhin als Vorstand im Unternehmen tätig.



Dr. Thomas Försterling und **Prof. Dr. Hanns-Christian Salger (Foto)**, zuletzt Partner der internationalen Sozietät Lovells, starten in Frankfurt mit einer eigenen Partnergesellschaft. Neben der Beratung im klassischen Gesellschaftsrecht widmen sich Salger Rechtsanwälte vor allem den Tätigkeitsfeldern Mergers & Acquisitions, Joint Ventures, Handels- und Vertragsrecht, Insolvenzrecht, Wettbewerbsrecht, Arbeitsrecht sowie Steuerrecht.

Anzeige

Deutschlands erstes
VentureCapital Magazin



Jetzt kennenlernen!
2 Ausgaben für 10 Euro

Bestell-Hotline:

Telefon: 08171-419650 · Fax: 08171-419656
Internet: www.vc-magazin.de