Linde
corporate

Beteiligungskapital und Unternehmertum

Michael Tojner
Reinhard Moser

Beteiligungskapital und Unternehmertum

FÜNF CASE STUDIES
PRIVATE EQUITY FINANZIERTER UNTERNEHMEN
AUS SEMINAREN AN DER WIRTSCHAFTSUNIVERSITÄT WIEN
UND EINE ÜBERSICHT ÜBER 15 JAHRE PRIVATE EQUITY
IN ÖSTERREICH

MICHAEL TOJNER, REINHARD MOSER

WIEN, 2013

INHALT

EINLEITUNG 5

GUNDLAGEN 9

VENTURE CAPITAL/PRIVATE EQUITY ALS INSTRUMENT DER WACHSTUMSFINANZIERUNG 11
DDr. Michael Tojner

VENTURE CAPITAL UND PRIVATE EQUITY: INTERNATIONALE BETRACHTUNG UND NATIONALE IMPLIKATIONEN 27
DDr. Michael Tojner

PRIVATE EQUITY AUS THEORETISCHER UND EMPIRISCHER SICHT 39
Dr. Jakob Müllner

CASE STUDIES 61

EINFÜHRUNG IN DEN CASE STUDY TEIL 63
o. Univ. Prof. Dr. Reinhard Moser

1. START-UP-FINANZIERUNG: DIE BWIN AG 77
2. EXPANSIONSFINANZIERUNG: DIE INODE 97
3. TURNAROUND UND INNOVATION: DIE VARTA 115
4. INTERNATIONALISIERUNG: DIE ALU MENZIKEN AG/UAC 151
5. MISSGLÜCKTES INVESTMENT: DIE BORAG 185

15 JAHRE GLOBAL EQUITY PARTNERS 201

AUTOREN 219

LITERATURVERZEICHNIS 224

BILDNACHWEIS 243

EINLEITUNG

Einleitung

Seit mittlerweile zehn Jahren veranstalten Herr Prof. Dr. Moser und ich an der Wirtschaftsuniversität Wien ein jährliches Seminar zum Thema „Beteiligungskapital für exportorientierte Wachstumsunternehmen". Als Absolvent der Wirtschaftsuniversität und Teilnehmer an Postgraduate-Programmen in Harvard und Standford, war es mir wichtig, die „Case-Study-Methode" den StudentInnen näher zu bringen um damit den Praxisbezug der universitären Ausbildung zu stärken. Nicht nur die Fallbeispiele, sondern auch die Besuche bei den jeweiligen Unternehmen und die damit verbundene Diskussion mit den Unternehmern haben zum großen Erfolg dieser Seminare beigetragen.

10 Jahre Seminarveranstaltungen an der Wirtschaftsuniversität gehen einher mit 15 Jahren seit Gründung meiner Gesellschaft Global Equity Partners. Deswegen trägt diese Publikation den Titel „Beteiligungskapital und Unternehmertum". Die Case Studies zeigen, dass erfolgreiche Unternehmen – neben einer fundierten Strategie – immer auf zwei wesentlichen Säulen basieren: außerordentliche Unternehmerpersönlichkeiten und eine abgesicherte Eigenkapitalfinanzierung.

Die Leser/innen dieses Buches sollen zum Mitdenken angeregt werden. Die fünf Case-Studies ermöglichen dem Leser, nach dem Studium der Grundlagen, selbst Antworten auf die gestellten Fragen zu erarbeiten.

Dieses Buch hat einen zweistufigen Aufbau, einen Grundlagen-Teil und einen Fallbeispiel-Teil.

Im Grundlagen-Teil wird der/die Leser/in umfassend in das Thema Beteiligungsfinanzierung eingeführt. Wesentliche empirische Erkenntnisse zum Themenbereich „Private Equity/Venture Capital" werden vorgestellt. Diese Darstellung wird durch eine Spezifizierung auf die besondere Situation des österreichischen Private Equity Marktes abgerundet.

Entrepreneurship bzw. eine Förderung des Unternehmertums sind für Wachstum und Beschäftigung wichtig.

International zeigt sich, dass der Bereich der Venture Capital-Finanzierung problembehaftet ist. Sei es, weil es keine geeigneten wachstumsstarken Unternehmen gibt, bzw. keine Investoren, die das Risiko tragen möchten oder keine Kapitalmärkte, die das nachhaltige Wachstum finanzieren wollen. Unternehmerische Einzelleistungen, wie bei bwin, sind in Europa allerdings dennoch möglich.

Abb. 1: VC finanzierte Weltmarken

Eine Institutionalisierung auf breiter Basis konnte sich in Österreich nicht entwickeln und ist in Europa generell schwierig.

In den USA gibt es eine Reihe von Unternehmen, die herausragende Erfolge zeigen. Daraus resultiert auch eine andere Einstellung zu Entrepreneurship und Venture Capital. Mittelstands-Finanzierungen und Leveraged Buy-outs funktionieren wiederum sowohl in Europa als auch in den USA.

Der Fallbeispiel-Teil stellt die Methode der Case Study vor, auf welcher der praktisch-orientierte Teil des vorliegenden Bandes aufbaut. Dabei wird die Grundlage geschaffen, die Leser/innen in die Methode einzuführen und auf die Akteure der Fallstudien vorzubereiten. Die präsentierten Fallstudien entsprechen dem Vorbild klassischer Unternehmensfallstudien der Harvard Business School. Es werden fünf Fallbeispiele präsentiert, bei denen Beteiligungskapital und Unternehmertum eine Rolle spielten, wobei durchgehend zuerst die Problemstellung aufgezeigt und nachfolgend das Fallbeispiel erläutert wird. Des Weiteren werden an interessierte Leser/innen Fragen gestellt, die auf Basis der Fallstudie reflektiert werden können. Abschließend wird die tatsächliche Entwicklung des Unternehmens bzw. der Unternehmensbeteiligung (eingeteilt in Due-Diligence-, Management- und Divestmentphase) präsentiert. Die wichtigsten Erkenntnisse runden das Fallbeispiel ab.

Die Fallstudien sind thematisch nach verschiedenen Ausgangssituationen strukturiert und sollen die Vielfalt an möglichen Anwendungen von Private Equity bzw. Risikokapital i.e.S. illustrieren.

DDr. Michael Tojner

GRUNDLAGEN

VENTURE CAPITAL/PRIVATE EQUITY ALS INSTRUMENT DER WACHSTUMSFINANZIERUNG

DDR. MICHAEL TOJNER

Venture Capital/Private Equity als Instrument der Wachstumsfinanzierung

1. EINLEITUNG

Ziel dieses Kapitels – angelehnt an die Einführungsvorlesung an der Wirtschaftsuniversität Wien – ist es, einen Überblick über Venture Capital (VC) bzw. Private Equity (PE) als Finanzierungsinstrumente zu geben sowie VC/PE-Finanzierung grundlegend zu erklären. Des Weiteren werden im internationalen Vergleich das Volumen sowie die Renditen des PE-Marktes gegenübergestellt. Weiters wird auf die Situation in Österreich im Speziellen eingegangen.

2. VC/PE ALS FINANZIERUNGSINSTRUMENT

PE bzw. VC ist von privaten und/oder institutionellen Anlegern bereitgestelltes Eigenkapital, mit dem Beteiligungsgesellschaften[1] Unternehmensanteile für einen begrenzten Zeitraum erwerben, um eine finanzielle Rendite zu erwirtschaften. Der Begriff PE-Investitionen umfasst Finanzierungen in etablierte Unternehmen, die sich in fortgeschrittenen Lebenszyklusstadien befinden. VC hingegen bezieht sich auf Finanzierungen in junge Unternehmen. Letztere sind durch ein höheres Risiko-Rendite-Profil gekennzeichnet.

Tab. 1: PE im System der Finanzierungsformen

	INNENFINANZIERUNG	AUSSENFINANZIERUNG
Eigenkapital	Thesaurierte Gewinne Cash-flow Finanzierung aus Deinvestitionen	Private Equity/Venture Capital Mezzanin Aktienemission Gesellschaftereinlagen Subventionen Zinszuschüsse
Fremdkapital	Finanzierung aus Rückstellungen	Langfristige Bankkredite Subventionierte Darlehen Kurzfristige Kredite Schuldscheindarlehen (mangels Besicherung schwer erhältlich)
Sonstiges	Abschreibungen > Investitionen	Förderungen

1 resp. VC/PE-Gesellschaften oder Fonds

Finanzierungsformen lassen sich nach der Mittelherkunft (Außen- bzw. Innenfinanzierung) und nach der Rechtsstellung der Kapitalgeber (Eigen- bzw. Fremdkapital) gliedern. PE ist somit eine außenfinanzierte Eigenkapitalfinanzierung.

Wie zuvor erwähnt können Eigenkapitalprodukte nach **Finanzierungsanlässen** gegliedert werden.

– **Venture Capital (VC)**
  So versteht man unter VC Beteiligungskapital für junge Unternehmen, welche die Unternehmensgründung oder den Unternehmensaufbau bzw. einzelne Wachstumsvorhaben finanzieren wollen. VC ist eine Eigenkapitalfinanzierung und wird insbesondere für Risiken bereitgestellt, die keine Bankenfinanzierung ermöglichen, nämlich für Forschung und Entwicklung, Markteinführungsrisiken bzw. generell für Vorhaben, die keine dinglichen Sicherheiten für die Absicherung einer Finanzierung haben. Beispiele, für VC finanzierte Unternehmen, die später als Case Study vorgestellt werden, sind bwin und BORAG.

– **Expansions- und Mezzanin-Kapital**
  Mezzanin-Kapital welches zwischen Eigen- und Fremdkapital angesiedelt ist und somit eine hybride Finanzierungsart darstellt ist

für etablierte mittelständische Unternehmen geeignet und finanziert Wachstumsvorhaben, Unternehmensnachfolge bzw. Überbrückungsfinanzierungen („Bridge-Financing"). Instrumente von Mezzaninkapital sind beispielsweise nachrangige Darlehen, Genussrechte, stille Beteiligungen oder Wandel- und Optionsanleihen. Expansions- und Mezzaninkapital werden vor allem für Unternehmen in einer späteren Unternehmensphase zur Verfügung gestellt, also für Unternehmen, die schon über Umsätze verfügen bzw. deren Geschäftsmodell abgesichert ist und die Expansion dieses Geschäftsmodells finanziert werden soll. Die Beteiligung INODE, welche auch als Case Study analysiert wird, war beispielsweise ein Unternehmen, bei dem Expansionsbestrebungen den Finanzierungsanlass darstellten.

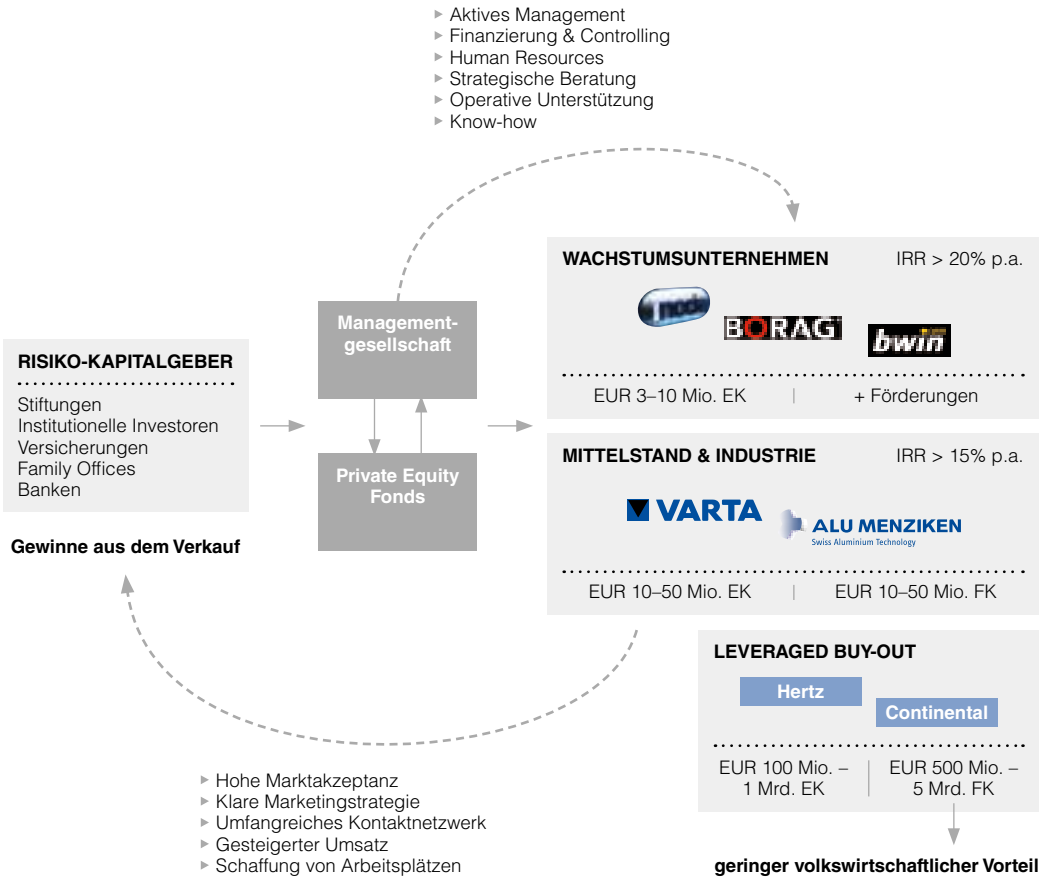
– **Private Equity (PE)**
Private Equity bezeichnet Beteiligungskapital für etablierte mittelständische Unternehmen und wird für Wachstumsvorhaben, Unternehmensnachfolge, Überbrückungsfinanzierungen oder Restrukturierungsmaßnahmen verwendet, dies klassischerweise für nicht börsennotierte Unternehmen.
PE ist das Gegenteil von Public Equity, da Public Equity öffentlich zugängliches Eigenkapital ist, welches von Unternehmen, die an einer öffentlichen Börse notieren, bereitgestellt wird – also gleichsam „Börse-gehandeltes PE". Ziel dieser Eigenkapitalfinanzierungen ist es eine nachhaltige Wertsteigerung der Beteiligung innerhalb der Behaltedauer zu erzielen und somit eine entsprechende Rendite zu erwirtschaften. Als Beispiele gelten hier die Beteiligungen an VARTA bzw. Alu Menziken Extrusion AG/UAC.

– **Leveraged Buy-out (LBO)**
Von einem Leveraged Buy-out (LBO) spricht man, wenn eine Akquisition mit einem hohen Anteil an Fremdkapital finanziert wird.
Der Unternehmenskauf wird derart finanziert, dass im notwendigen Umfang Bankkredite aufgenommen oder Anleihen emittiert werden. Als Besicherung dienen die Aktiva der Unternehmen. Voraussetzung für einen LBO ist somit, dass das Beteiligungsunternehmen einen ausreichend hohen Cash-flow erwirtschaftet, der zur Tilgung der Verbindlichkeiten aus den Fremdfinanzierungen herangezogen werden kann.
Der Fremdfinanzierungsanteil wirkt als Hebel (Leverage Effekt) zur Erhöhung der Rentabilität des eingesetzten Eigenkapitals.
Durch einen LBO können mit relativ geringen Eigenmitteln auch große Unternehmenstransaktionen finanziert werden. Die Hebelwirkung des Eigenkapitals macht eine Ausweitung des Finanzierungsvolumens, und somit die Schlagkraft des Akquisiteurs, möglich. Wichtig ist, dass das Unternehmen nicht in eine faktische Überschuldung läuft, denn für den PE-Investor stellt sich erst dann ein Gewinn ein, wenn er das Unternehmen wieder verkauft oder Dividendenzahlungen nach Rückzahlung der Finanzverbindlichkeiten aus dem Unternehmen erhalten kann.

3. STRUKTUR EINER VC/PE-GESELLSCHAFT

Abbildung 1 veranschaulicht die Struktur einer VC/PE-Gesellschaft hinsichtlich Investoren, Managementgesellschaft und Beteiligungsunternehmen:

Abb. 1: Schaubild Struktur einer VC/PE-Gesellschaft



Quelle: Global Equity Partners

– **Investoren**
  Private oder institutionelle Investoren stellen Eigenkapital zur Verfügung. Ziel der Investoren ist eine möglichst hohe Rendite, da sie auch ein dementsprechend hohes (Verlust-)Risiko in Kauf nehmen. Der Investor profitiert nicht von Dividendenzahlungen oder sonstigen Gewinnausschüttungen der Beteiligungsunternehmen, sondern von der Wertsteigerung der Beteiligungsunternehmen, die nach einem begrenzten Zeitraum, zu einem im Idealfall höheren Preis wieder veräußert werden. In Bezug auf die Kapitalbindung sind die Investoren somit mittel- bis langfristig (5–12 Jahre) investiert.

– **Beteiligungsgesellschaft**
  Das zur Verfügung gestellte Eigenkapital wird rechtlich in einer Beteiligungsgesellschaft bzw. dem VC/PE-Fonds gebündelt; in Österreich in Ausgestaltung einer AG oder GmbH & Co KG. Bis zur Abschaffung der Mittelstandsfinanzierungsgesellschaft (2007) in Österreich waren VC- und PE-Gesellschaften als solche strukturiert.
  Die Beteiligungsgesellschaft geht die Beteiligungen an Unternehmen ein und wird von einer Managementgesellschaft verwaltet.

– **Managementgesellschaft**
  Die Managementgesellschaft führt die operativen Tätigkeiten für die Beteiligungsgesellschaft durch. Zu diesen Dienstleistungen gehören sämtliche Aufgaben im Zusammenhang mit der Beteiligungssuche, -auswahl, -akquisition, -betreuung und -exitierung. Auch das Reporting für die Investoren, Organisation der Aufsichtsratssitzungen und Hauptversammlungen und allgemeine rechtliche und administrative Agenden fallen unter den Tätigkeitsbereich. Die Entscheidung über die Akquisition einer Beteiligung trifft nicht die Managementgesellschaft, sondern der Vorstand bzw. die Geschäftsführung der Beteiligungsgesellschaft in Abstimmung mit dem Aufsichtsrat und/oder einem Investment Committee. Für ihre Tätigkeit erhält die Managementgesellschaft eine jährliche Managementfee in Höhe von ca. 1,0%–2,5% des Fondsvolumens. Diese pauschale Aufwandsentschädigung hat sich im VC/PE-Bereich durchgesetzt. Je nach Arbeitsaufwand werden Managemententgelte in dieser Bandbreite verrechnet. Bei Beteiligungsgesellschaften, die z.B. in andere Beteiligungsgesellschaften investieren, oder co-investieren und keine aktive Beteiligungsverwaltung durchführen und somit geringere Personalressourcen benötigen, werden Managementfees in der Höhe von 1,0%–1,5% p.a. verrechnet. Bei Beteiligungsgesellschaften, die arbeitsintensive Direktbeteiligungen in Klein- und Mittelunternehmen ankaufen und sich operativ im Sinne eines „Hands-On Ansatzes“ in die Unternehmen einbringen, bewegt sich die Managementfee bei rund 2,5% p.a.

Es gibt, in Abweichung der klassischen VC/PE-Struktur, jedoch auch Unternehmensverbunde, wie z.B. die Montana Tech Components Gruppe oder die Berndorf-Gruppe, die sich als Industrie-Gruppen verstehen. Auch hier wird im weiteren Sinne von PE gesprochen, da es sich um vorbörsliche Beteiligungsfinanzierungen handelt. Es besteht hier jedoch keinerlei Verkaufsdruck. Die Beteiligungen werden langfristig gehalten, entwickelt und nach Möglichkeit werden Dividenden an die Aktionäre ausgeschüttet („Buy and Hold Strategie“).

4. INVESTMENTPHASEN

Die Beteiligungen werden auf Zeit erworben. Die Behaltedauer variiert, liegt aber normalerweise zwischen 5 und 12 Jahren. In dieser Zeit ist es das Ziel der Beteiligungs- bzw. der Managementgesellschaft, den Wert der Beteiligungen zu steigern und diese mit Gewinn wieder zu veräußern.

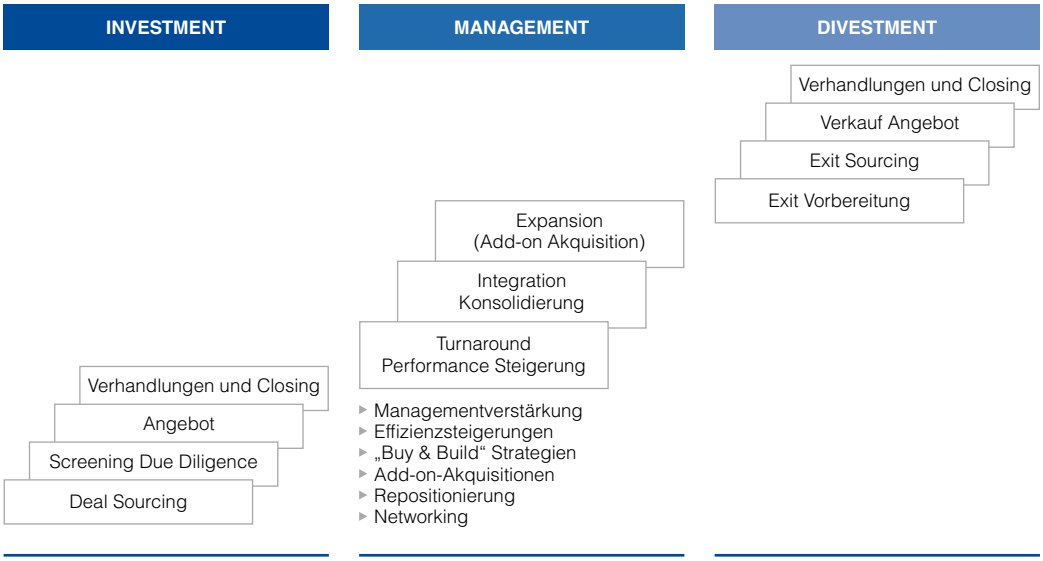
Die Investment- bzw. Beteiligungsphase eines VC/PE-Fonds kann in drei wesentliche Phasen, nämlich Investment-, Management- und Divestmentphase eingeteilt werden:

4.1 INVESTMENTPHASE

In der Investmentphase, dem Zeitraum bis zum tatsächlichen Eingehen einer Beteiligung, sind die wesentlichen Schritte die Identifikation und Vorprüfung von Beteiligungsmöglichkeiten, Due Diligence und schlussendlich das Signing/Closing.

Beteiligungen werden hauptsächlich über das eigene Netzwerk oder externe Partner an die Beteiligungsgesellschaft bzw. deren Managementgesellschaft herangetragen. Ca. 60% aller Neuprojekte werden bereits in einer Vorsondierungsphase abgelehnt. Ungefähr 40% werden auf den geografischen und branchenspezifischen Fokus

Abb. 2: Investmentphasen eines VC- bzw. PE-Fonds



Quelle: Global Equity Partners

hin näher geprüft und einer Detailanalyse durch das Investment Team und allfälliger externer Industrie- und Branchenexperten unterzogen.

VC- bzw. PE-Gesellschaften fokussieren sich neben einem speziellen Abschnitt des Lebenszyklus einer Beteiligung regelmäßig auf geografische Regionen, Branchen oder Industriesektoren. VC-Gesellschaften spezialisieren sich beispielsweise auf Biotechnologie, IT, Software, Maschinenbau, etc. oder schließen auch bestimmte Branchen aus. PE-Gesellschaften definieren oft wachstumsorientierte Gewerbe- oder Industriebeteiligungen bzw. Betriebe in speziellen Situationen wie Nachfolgeproblematik, Spin-offs, Privatisierungen, Rekapitalisierungen etc. als Zielobjekte.

– **Due Diligence**
  Die systematische Prüfung aller Unternehmensbereiche (Management, Technik/Produktion, Recht, Steuern, Finanzen, Geschäftsmodell und Markt) wird Due Diligence genannt. Für einen VC/PE-Fonds ist des Weiteren ein mögliches Exit-Szenario bzw. die Kapitalmarktfähigkeit wesentlich.
  In ergänzenden Gesprächen mit Eigentümern, Management und anderen für die Beurteilung wichtigen Dritten

Abb. 3: Schaubild Due-Diligence

Quelle: Global Equity Partners

werden die verschiedenen Interessenslagen geklärt und nach einer gemeinsamen Strategie gesucht.

Nach erfolgter Due Diligence wird auf Basis eines Investmentantrages (Investment-Memorandum) von den Gremien der Beteiligungsgesellschaft eine Beteiligung beschlossen. Der Investmentantrag enthält im Wesentlichen die Ergebnisse der Due Diligence, die Bewertung, die Finanzierungsstruktur, die Faktoren der geplanten Wertsteigerung und die Expansionsstrategie. Die Exit-Strategie soll den Verkaufsapproach des Investments enthalten, einschließlich angestrebtem Verkaufspreis, Zeithorizont und Exit-Prozess.

– **Exkurs: Investment-Memorandum im Detail**

Das Investmentmemorandum ist die Informationsgrundlage für die VC/PE-Gesellschaft in Bezug auf die Beteiligungsentscheidung. Das Investmentmemorandum wird von der Managementgesellschaft ausgearbeitet.

Folgende Themenbereiche werden im Detail erläutert:

1. Executive Summary

2. Kurzcharakteristik des Unternehmens

3. Produktanalyse/Competitive Advantage
   Neben der Produktbeschreibung oder der Erläuterung der Unique Selling Proposition (USP), wird auf allfälliges Problemlösungspotential eingegangen. Die Wettbewerbsvorteile bzw. Unterscheidungsmerkmale zu den Mitbewerbern werden herausgearbeitet und der technologische Entwicklungsstand sowie das Innovationspotential erläutert. Patente, technische oder finanzielle Eintrittsbarrieren werden definiert und Produktreife sowie Positionierung im Lebenszyklus erklärt.

4. Markt-, Konkurrenz- und Branchenanalyse
   Neben der Marktdefinition hinsichtlich Segment, Größe, Wachstumsrate und Marktanteil wird auf die Wettbewerbsstruktur eingegangen, eine SWOT (Strength/Weakness/Opportunities/Threats) Analyse sowie die Eignung der Vertriebs- und Marktbearbeitungsstrategien in Hinblick auf Organisation, Marketing-Mix und Service durchgeführt.

   Bei der Branchenanalyse werden die wirtschaftlichen, politischen, technologischen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen, wie Konjunktur, gesetzliche Vorgaben, Prozessinnovationen, Rationalisierungen, Konsumgewohnheiten, etc. betrachtet.

   Ausführlich werden die Konkurrenz-, Kunden- und Lieferantenstruktur dargestellt und mögliche Risiken und Abhängigkeiten erläutert.

5. Vertriebs- und Marketingstrategie
   Sollte die strategische Analyse hinsichtlich Markt-, Kunden- und Wettbewerbsanalyse noch nicht durchgeführt worden sein, sollte es in diesem Themenbereich behandelt werden. Eine Festlegung qualitativer und quantitativer Ziele mit der jeweilig geeigneten Strategie zur Zielerreichung sollte überlegt werden. Umsatzwachstum, Marktanteil oder Rendite können als quantitative Ziele, Kundenzufriedenheit, Neukundengewinnung, Image, Innovationsfähigkeit etc. als qualitative Ziele verstanden werden. Wettbewerbs-,

Positionierungs-, Portfolio- und Innovationsstrategien können behandelt werden. Die operative Umsetzung erfolgt mit Unterstützung eines passenden Marketing Mix. Man unterscheidet die Marketinginstrumente Produkt-, Preis-, Kommunikations- und Distributionspolitik. Bestmöglich liegt ein Marketingbudget vor, das die personellen und finanziellen Ressourcen erläutert.

6. Produktion und Technologie
   Im Detail sollten die Produktion bzw. die Fertigungsschritte sowie spezielles Produktions- oder Technologie-Know-how erläutert werden. Die Wertschöpfungskette ist häufig ein interessanter Themenbereich. Aspekte wie Strategie, Maschinen, Anlagen, Personal, Qualifikationen bzw. Kapazitäten, die Materialbeschaffung oder der Produktionsstandort sollten beschrieben werden. Sich daraus ableitende Wettbewerbsvorteile bzw. Risiken sind zu erläutern. Sollten gesetzliche oder technische Regeln oder Genehmigungen in der Beschaffung, Produktion, Transport oder Entsorgung zu beachten sein, sollte dies ausgeführt werden.

7. Management und Organisation
   Neben der Beschreibung der Erfahrungen, Ausbildungen und dem Know-how-Stand des Managements werden Persönlichkeit, Arbeitsstil, Reputation in der Branche, Charakter, Unternehmenskultur und Führungsstil betrachtet. Insbesondere bei VC finanzierten Start-up-Unternehmen ist die Unternehmerpersönlichkeit ein Schlüsselfaktor für Erfolg oder Misserfolg des Beteiligungsunternehmens.

8. Finanzielle Situation und Kapitalbedarf
   Ausgehend von den Vergangenheitsdaten der letzten drei Jahre wird der aktuelle IST-Stand erläutert und unter Einbeziehung des Eigenkapitalbedarfs und der Strategie eine Planrechnung für 3–5 Jahre dargestellt. Auf Basis der Planzahlen und unter Berücksichtigung allfälliger Risiko- oder Liquiditätsabschläge wird die Unternehmensbewertung erläutert.
   Des Weiteren wird die Strukturierung des Projektes mit einem eventuellen Fremdkapitalhebel erläutert.

9. Risikofaktoren
   Risikofaktoren wie Entwicklungsrisiko des Produktes, Marktchancen, Marktrisiken in Hinblick auf die Konkurrenz oder Substitutionsprodukte sowie finanzielle Risiken bzw. Zukunftsperspektiven und Exit-Varianten sollten betrachtet werden. Aus allen vorangegangenen Themenbereichen lassen sich ebenso Risikofaktoren ableiten. Wesentliche Gegenmaßnahmen sollten erläutert werden. Häufig werden auch best/middle/worst-case Szenarien erarbeitet. Risikofaktoren können mit einem Risikoabschlag bei der Bewertung berücksichtigt werden.

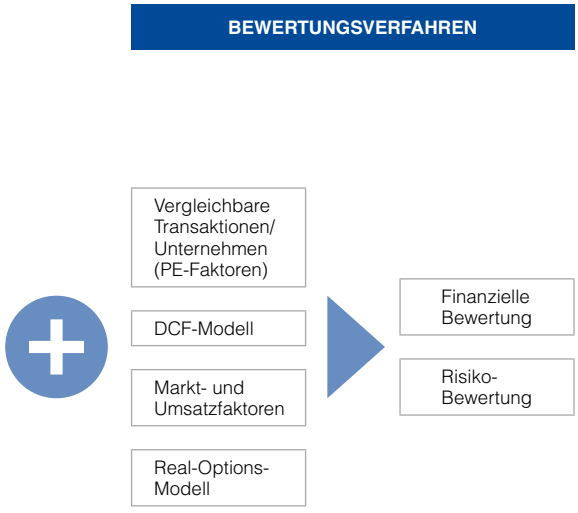
10. Zukunftsperspektiven/Exit-Varianten
    Eine 5-Jahresplanung sollte die Zukunftsperspektiven nochmals kurz zusammenfassen. Für den VC/PE-Investor ist der Ausstieg zu thematisieren. Der Exit-Erlös kann durch einen IPO, einen Trade Sale an einen strategischen Partner bzw. Konkurrenten des Unternehmens, oder als Buy-Back an das Management generiert werden.

– **Bewertung**
Die Bewertung ist ein zentraler Bestandteil des Beteiligungsvertrages, da sie entscheidet, in welchem Ausmaß die Beteiligungsgesellschaft Anteilen am Unternehmen für ihr bereitgestelltes Kapital erhält.
Da herkömmliche Bewertungsmethoden im VC- und PE-Geschäft nur bedingt anwendbar sind, werden verschiedene Modelle kombiniert. Die **Unternehmensbewertung** wird mittels einer Mischung aus den weichen Faktoren (Operative Scoring Matrix) und finanzorientierter Methoden durchgeführt. Die Kriterien werden gewichtet, mit den Bewertungsergebnissen ergänzt sowie mit einer Risikoeinschätzung abgerundet.

Abb. 4: Operative Scoring Matrix und Bewertungsverfahren

OPERATIVE SCORING MATRIX

Gewichtung	Kriterium
5	Markt- und Wettbewerbsumfeld
5	Produktreife
5	Produktzyklus
5	Patente
10	Eintrittsbarrieren
5	Kundenqualität
15	Managementqualität
5	Start-Up Erfahrung
5	Marke/Markenzeichen
10	Vertriebs-/Distributionsstruktur
5	Controlling
5	IPO-Fähigkeit
5	Operationsstabilität
10	Umsatz/Gewinnkonsistenz
5	Diversifikationsmöglichkeiten



Quelle: Global Equity Partners

– **Vertragsgestaltung**
Ein weiteres wesentliches Element für die Zusammenarbeit zwischen dem Beteiligungsunternehmen und dem VC/PE-Fonds stellen die Verträge dar, welche die Rechte und Pflichten der Parteien regeln. Der VC/PE-Fonds sichert sich hier Organfunktionen wie z.B. Aufsichtsratsmandate zu, um zeitnah in die Prozesse des Beteiligungsunternehmens eingebunden zu sein und auf strategische Entwicklungen Einfluss nehmen zu können. Die Kontrolle und Einflussnahme auf die geschäftliche Entwicklung sichert sich der VC/PE-Fonds durch Mitbestimmungs- sowie Informationsrechte. Oft werden Managementaufgaben vom Eigenkapitalgeber wahrgenommen bzw. übernommen.

Ein Beispiel dafür wäre z.B. die operative Managementbesetzung des CFOs durch den VC/PE-Fonds. Oft wird auch ein Interimsmanagement aus eigenen Mitarbeitern des VC/PE-Fonds eingesetzt, welches das Unternehmen strategisch neu ausrichtet, ein neues Management-Team zusammenstellt und im Anschluss daran operativ betreut.

Des Weiteren werden häufig Milestones (operative Zielsetzungen) definiert, die vom Beteiligungsunternehmen für den Eigenkapitaleinsatz zu erfüllen sind. Oft wird die Mittelbereitstellung auch stufenweise und nach Abhängigkeit der Zielerreichung des Business Plans durchgeführt. Vorverkaufsrechte oder Vorabverzinsungen werden regelmäßig seitens des VC/PE-Fonds verhandelt, um eine etwaige Minderheitenbeteiligung abzusichern. Ein weiteres gängiges Sonderrecht des Eigenkapitalgebers ist, dass bei Nichterfüllung des vereinbarten Business Plans zusätzliche Unternehmensanteile dem VC/PE-Fonds anwachsen (performanceabhängige Anteilskorrektur).

– **Strukturierung des Projektumfangs**
Fließt das Eigenkapital der Beteiligungsgesellschaft ins Unternehmen – z.B. durch eine ordentliche Kapitalerhöhung – oder an den Verkäufer? Wird das Unternehmen über eine bestehende Gruppengesellschaft oder eine neu zu gründende Kaufgesellschaft („Special Purpose Vehicle") erworben? Handelt es sich um einen Asset oder Share Deal? Haftungsrechtliche und steuerrechtliche Themen spielen hier eine wichtige Rolle.

Bei einem Asset Deal werden Aktiva und Passiva eines Unternehmens, bei einem Share Deal verbriefte Anteile eines Unternehmens – z.B. Aktien oder GmbH-Anteile, übernommen. Der Asset Deal hat den Vorteil, dass mögliche Problemfelder einer bereits länger bestehenden rechtlichen Einheit nicht direkt auf den Käufer übergehen. Dazu bringt ein Asset Deal den Vorteil, dass die Akquisitionsfinanzierung mit dem Ergebnis bzw. der Substanz des Verkaufsobjektes bedient werden kann und diese Mittel nicht mittels Darlehen oder Dividenden an die Kaufgesellschaft weitergeleitet werden müssen. Weiters können die erworbenen Aktiven inklusive Goodwill auf einer erhöhten Buchwertbasis abgeschrieben werden. Das kann zu einer Reduktion der Gewinnsteuerbelastung führen.
Steuerrechtlich relevante Themen könnten der Abzug der Finanzierungskosten (debt-push-down) oder Transaktionskosten, Kaufpreisallokation, Aufwertung der Aktiven, Aktivierung und Abschreibung eines Goodwill, Möglichkeiten der Verlustverrechnung oder raschere Kaufpreistilgung sein.

Der Kaufpreis ist nicht gleich der Transaktionspreis einer Beteiligung. Oft fließen neben dem tatsächlichen Kaufpreis, der an den Verkäufer zu bezahlen ist, weitere Mittel

in das Akquisitionsobjekt. Dies kann über nachrangige Darlehen, Wandeldarlehen, Gesellschafterzuschüsse oder über eine Kapitalerhöhung erfolgen. Auch wird häufig ein neuer Finanzierungsmix für das Beteiligungsunternehmen mit den Hausbanken verhandelt.

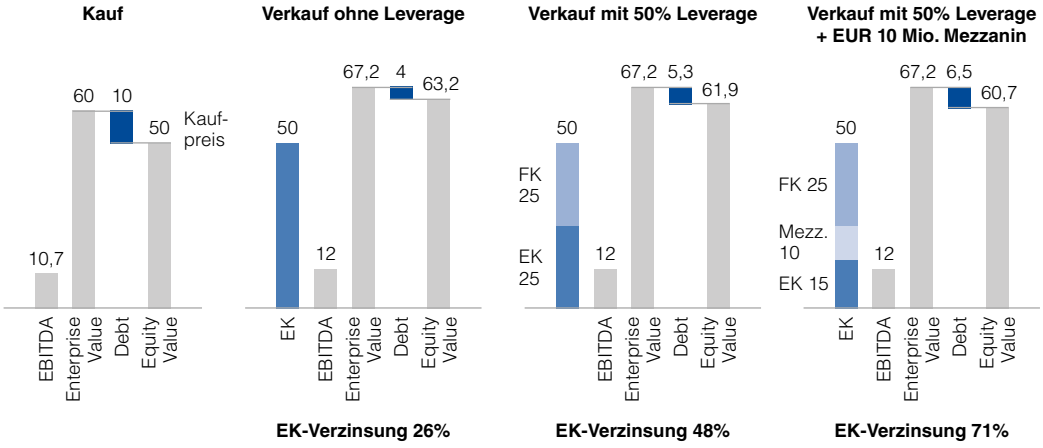
– **Verhältnis Eigen-/Fremdkapital (Leverage)-Finanzierung des Projektumfangs**
Die Strukturierung des Projektumfangs spielt eine Rolle in Bezug auf die Maximierung der IRR (Internal Rate of Return) des Investors. Durch den Einsatz von Fremdkapital mit fester Verzinsung kann die Eigenkapitalrendite solange optimiert werden, wie der Gesamtertrag des Unternehmens über den Kosten für die Fremdfinanzierung liegt. Dieser Vorgang wird als Leverage-Effekt bezeichnet. Erwirtschaftet das Beteiligungsunternehmen bereits operative Cash-flows macht es Sinn, einen Teil fremd zu finanzieren, um die Rendite zu steigern. VC Beteiligungen werden hauptsächlich rein eigenkapitalfinanziert. Oft wird hier über Förderungen ein Leverage-Effekt ermöglicht. Mittelstandsbeteiligungen oder Buy-Out Transaktionen werden hingegen Großteils mit zusätzlichem Fremdkapital finanziert. Untenstehende Übersichten zeigen exemplarisch die Vorteile einer Kombination von Eigen- und Fremdkapital auf die Eigenkapitalverzinsung und damit die Ertragsaussichten des Eigenkapitals.

4.2 MANAGEMENTPHASE

Während der Beteiligungsphase soll der Unternehmenswert gesteigert werden. Das

Abb. 5: EK-Verzinsungseffekte in Abhängigkeit der Finanzierungsstrukturierung

Annahmen:
- EBITDA +12%
- Verkauf nach einem Jahr

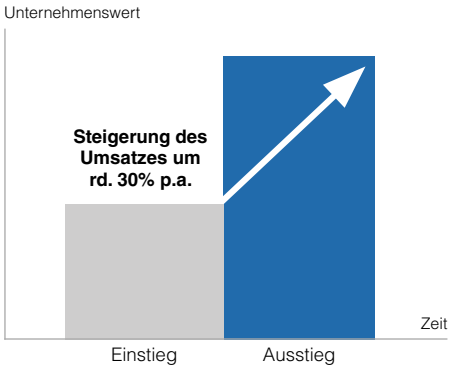


Quelle: Global Equity Partners

durchschnittlich erwartete Umsatzwachstumspotenzial einer VC/PE finanzierten Beteiligung soll bei ca. 20% – 30% p.a. liegen. Nur wenn ein VC Unternehmen mit 30% pro Jahr im Umsatz wächst, kann eine hohe Rendite erwirtschaftet werden. Aber auch im PE/Mittelstandsbereich muss ein Umsatzwachstum von 10% – 20% p.a. gezeigt werden können, damit eine adäquate Rendite für das eingesetzte Eigenkapital erwirtschaftet werden kann.

Wie in der folgenden Grafik dargestellt wird, gehen wir – unter der Voraussetzung, dass die Bewertung beim Einstiegszeitpunkt korrekt angesetzt war – vom Grundsatz aus, dass ein Unternehmen, welches ein 30-%iges Umsatzwachstum pro Jahr darstellen kann, auch einen Beteiligungswertzuwachs von 30% p.a. erwirtschaften kann. Vor allem im VC-Bereich kann eine Wertsteigerung insbesondere über ein Umsatz- und Profitabilitätswachstum erreicht werden. In Ausnahmefällen erfolgt dies auch über technologische Entwicklungen und Schaffung von IPRs (Intellectual Property Rights). Voraussetzung für diesen Ansatz ist natürlich, dass das Umsatzwachstum nicht mit nachhaltigen Verlusten erlangt wird.

Abb. 6: Erwartetes Wachstumspotenzial des Unternehmenswertes während der Beteiligungsphase



Quelle: Global Equity Partners

Das Wachstum soll durch aktives Beteiligungsmanagement unterstützt werden. Der VC/PE-Fonds bringt also nicht nur Eigenkapital in ein Beteiligungsunternehmen ein, sondern unterstützt das Beteiligungsunternehmen auch in den Bereichen: Human Resources, Corporate Finance & Acquisitions, Finanzwesen und Controlling, Netzwerk, Kapitalmarkterfahrung, Industrie-Know-how, etc.

4.3 DIVESTMENTPHASE

Letztendlich bleibt VC/PE jedoch eine Finanzierung und Partnerschaft auf Zeit. In der dritten Phase – der Divestmentphase – ist das Ziel des VC/PE-Fonds, die höchst mögliche Realisierung der Wertsteigerung oder im Negativfall, die Begrenzung des Risikos einer Beteiligung bzw. des Ausfalls.

Frühzeitig wird daher ein sogenanntes „Dual Track-Konzept" verfolgt. Darunter versteht man, dass man hinsichtlich des Verkaufs der Beteiligung sämtliche Optionen prüft und bis zum Schluss offen lässt. Als Exit-Kanäle kann neben dem IPO (Börsengang) der Trade Sale (Strategischer Verkauf) genannt werden.

- **Börsengang**
  Börsenkandidaten müssen zumindest einen Umsatz von EUR 50 Mio. sowie ein jährliches 10%-iges profitables Umsatzwachstum aufweisen. Neben einem interessanten, nachvollziehbaren und nachhaltigen Geschäftsmodell müssen mittel- bis langfristig gute Wachstumsaussichten in einer klaren Positionierung gegeben sein. Das Top-Management (CEO, CFO und CTO) muss kompetent und überzeugend sein und durch eine zweite Managementebene abgesichert sein.

Internationale Rechnungslegungsvorschriften wie IFRS oder US-GAAP müssen neben einem professionellen Planungs-, Controlling & Managementinformationssystem implementiert sein und eine Bereitschaft zu professioneller Investor Relations muss gegeben sein. All diese Voraussetzungen mit einer überzeugenden Investment Story und einem Transaktionsvolumen von zumindest EUR 20 Mio. sind für einen Börsengang notwendig.

Durch die Börsenvorbereitung durchläuft das Unternehmen mit den Investmentbanken einen weiteren Due Diligence Prozess, beschäftigt sich eingehend mit der Unternehmensanalyse und -bewertung und verbessert oft so seinen Business Plan, verfeinert die Steuerungsinstrumente, entwickelt ein offensiveres Unternehmensmarketing und verbessert den Informationszugang.

Der wesentliche Vorteil – neben der höheren Bewertung (somit einem höheren Verkaufspreis) – bei einem Börsengang ist, dass die Unternehmensgründer nicht zwingend die Mehrheit abgeben müssen und somit die Kontrolle über das Unternehmen behalten können. Auch eine schrittweise Veräußerung der Anteile und somit eine weitere Teilnahme an potenziellen Wertsteigerungen ist möglich. Dies ist beim Trade Sale meist nicht der Fall, da hier in der Regel 100% der Anteile verkauft werden.
Die Nachteile liegen in den hohen Kosten eines Börsenganges, die zwischen 6% bis 8% des Emissionsbetrages liegen können, der Gefahr von Kursverlusten und teilweise illiquiden Finanzmärkten insbesondere in Europa.

– **Trade Sale**
Die Vorteile eines Trade Sales können in den geringeren Kosten, der einfacheren Durchführung, da weniger gesetzliche Bestimmungen zu beachten sind, sowie den möglichen zusätzlichen Synergien durch den neuen Eigentümer für den operativen Bereich gesehen werden.
Der Trade Sale ist insbesondere für junge, kleine Unternehmen meist die einzige Alternative.
Nachteilig am Trade Sale ist, dass meist ein niedrigerer Verkaufserlös erzielt wird, oft nur eine geringe Anzahl an potentiellen Käufern gegeben ist, oder Widerstände in der Belegschaft oder der Management-Eigentümer gegenüber dem neuen Eigentümer mit etwaig anderen Zielen oder anderer Unternehmensphilosophie herrschen können.

Im nachfolgenden Kapital wird auf VC/PE im Vergleich zwischen Amerika, Europa und Österreich eingegangen und speziell die Situation hinsichtlich Marktteilnehmer im VC- bzw. PE-Bereich und die Situation in Österreich erläutert.

VENTURE CAPITAL UND PRIVATE EQUITY: INTERNATIONALE BETRACHTUNG UND NATIONALE IMPLIKATIONEN

DDR. MICHAEL TOJNER

Venture Capital und Private Equity: Internationale Betrachtung und nationale Implikationen

1. VC UND PE IM INTERNATIONALEN VERGLEICH

Anders als in den USA, wo es historisch bedingt viele VC- und PE-Investoren gibt, ist Europa immer noch ein sich in Entwicklung befindlicher Markt, in dem eine verhältnismäßig geringe Anzahl von VC- und PE-Investoren erfolgsversprechenden jungen Unternehmen gegenübersteht.

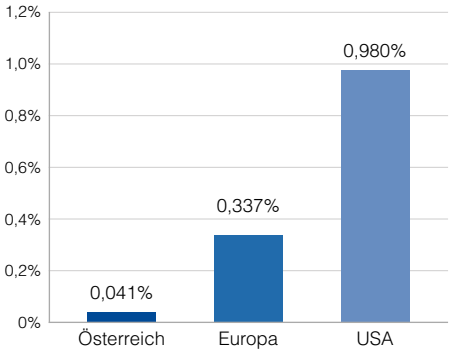
Amerikanische Unternehmen wie Apple, Google, Facebook oder Microsoft wurden in ihrer ersten Wachstumsphase alle mit VC finanziert und zählen heute zu den globalen Marktteilnehmern.

Das gesamte zur Verfügung gestellte Beteiligungskapital (PE und VC) in Prozent des Bruttoinlandsproduktes betrug im Jahr 2011 in Europa mit 0,337% ca. ein Drittel des Volumens der USA.

Deutlich wird diese Statistik, wenn die Zahlen absolut, beispielsweise auf die Einwohner bezogen, werden:

In den USA werden somit ca. EUR 490,– pro Einwohner, in Europa nur EUR 114,– pro Einwohner und in Österreich überhaupt nur EUR 15,– pro Einwohner für VC/PE zur Verfügung gestellt.

Abb. 1: VC/PE-Investments in % vom BIP (2011)



Quelle: EVCA (2011); Daten USA: EMPEA (2012)

Die Kapitalmobilisierung für VC in den USA, die sich durch die hochentwickelten Börsenmärkte auch für junge Unternehmen (NASDAQ) fortsetzt, ist für diese Volkswirtschaft ein entscheidender Wettbewerbsvorteil. In Europa und im Speziellen in Österreich, fehlt unter anderem der politische Wille zu verstehen, dass die vorbörslichen und börslichen Kapitalmärkte und deren Entwicklung ein Kernziel der Politik sein müssten. Seit über 25 Jahren geht der politische Wille nicht über Lippenbekenntnisse hinaus.

Tab. 1: VC/PE in absoluten Zahlen (2012)

Länder	VC/PE IN % DES BIP	BIP IN EUR MIO. (2012)	VC/PE-VOLUMEN IN EUR MIO.	EINWOHNER IN MIO. (2013)	VC/PE PRO EINWOHNER IN EUR
Österreich	0,04%	309.901	127,06	8.498	15
Europa - 27	0,34%	12.897.430	43.464,34	505.685	114
USA	0,98%	12.140.570	118.977,59	315.927	487

Quellen: VC/PE in % des BIP: EVCA (2011) für Österreich und Europa sowie EMPEA für USA (Daten 2012);
BIP in EUR Mio. (2012): Wirtschaftskammer Österreich, Aktualisiert im Mai 2013 auf Basis von Daten der EU-Kommission;
Einwohner (Stand Mai 2013): Wirtschaftskammer Österreich auf Daten von Schätzungen EU/EUROSTAT

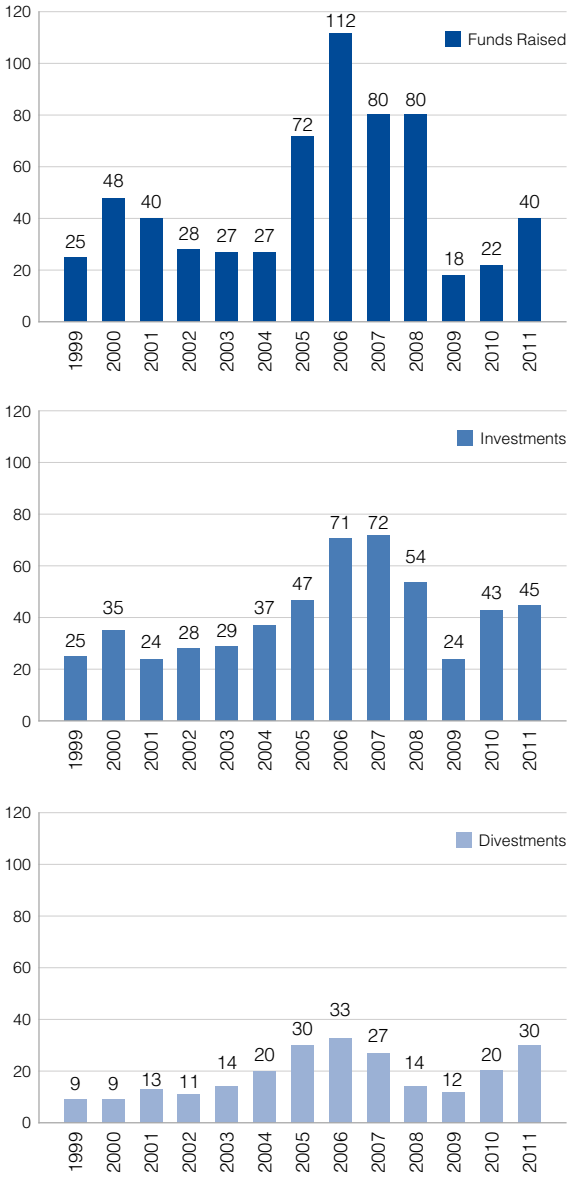
2. EUROPÄISCHE BRANCHENÜBERSICHT 2000–2011

In den letzten 12 Jahren hat sich der europäische VC/PE-Markt hinsichtlich Volumen, Investments und Divestments, wie in Abbildung 2 dargestellt, entwickelt.

In Europa im Allgemeinen überlebten nur die stärksten VC-Gesellschaften die Finanzmarktkrise, welche sich vor allem in den Jahren der boomenden Wachstumsbörsen mit Investments zurückgehalten haben. Waren 1999 noch 1.600 Gesellschaften aktiv, reduzierte sich deren Anzahl um 63% bis zum Jahr 2011 auf 711 Gesellschaften[2].

Abb. 2: Industriestatisik nach Höhe in EUR Mrd.

EUR Mrd.



Quelle: EVCA (2012)

2 NVCA; EVCA; Earlybird Estimates

3. DER ÖSTERREICHISCHE VC/PE-MARKT

Im Jahr 2000 wurden noch 0,079% des BIP Österreichs in VC/PE investiert. Im Vergleich zur Schweiz oder Deutschland mit jeweils 0,2% des BIPs oder zu UK mit 0,85% zeigte dies schon damals den deutlichen Aufholbedarf Österreichs[3]. Im Jahr 2011 sank in Österreich das in diesen Bereich investierte Kapital auf nur 0,04% des BIPs.

3.1 ÖSTERREICHISCHE PLAYER IM VC- BZW. PE-BEREICH

Nachfolgend werden die Marktteilnehmer des Österreichischen VC- bzw. PE-Marktes dargestellt und auf die Gründe für die negative Entwicklung der VC-Branche in Österreich eingegangen. Abschließend wird ein Renditevergleich der Branche präsentiert.

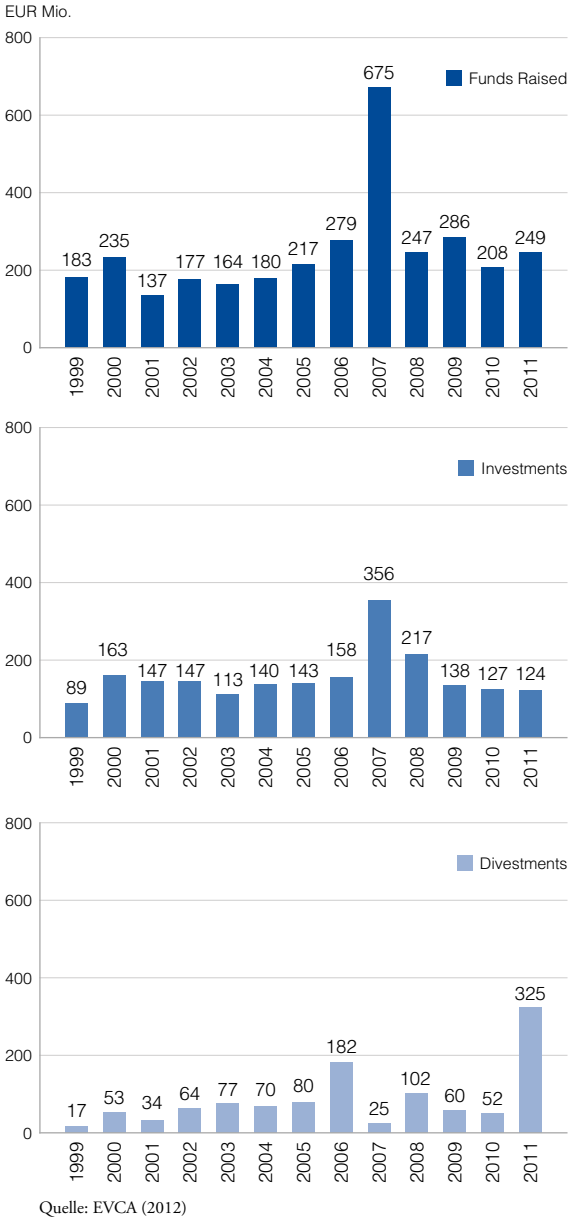
3.1.1 ÖSTERREICHISCHE VC-MARKT-TEILNEHMER

In Österreich können vier Investitionszyklen unterschieden werden. Die erste VC-Welle begann 1985 mit drei von Banken initiierten Vehikeln. Neben der Horizonte Venture Managementberatung GmbH gab es die Creditanstalt und die Girozentrale die VC-Investments in Österreich tätigten.

Zehn Jahre später starteten Fonds, die zwar immer noch bankennah waren, jedoch bereits institutionelles Geld verwalteten.

3 EVCA (2011)

Abb. 3: Österreichischer Überblick PE & VC in EUR Mio. nach Fundraising, Investments, Divestments



Quelle: EVCA (2012)

Ende 2000 gab es beispielsweise in Österreich 5 namhafte VC-Gesellschaften[4]. Dazu gehörten neben Global Equity Partners[5], 3i Austria Beteiligungen GmbH[6], Horizonte Venture Managementberatung GmbH[7], GoEquity Beteiligungsberatung GmbH[8] und Invest Equity Beteiligungs AG[9].

Capexit Beteiligungsmanagement AG wurde Ende 2000, top.equity Unternehmensbeteiligungs AG im Jahr 2001 und gpc gamma capital partners Beratungs- und Beteiligungs GmbH im Jahr 2002 gegründet.

Heute sind noch die Gesellschaften Pontis Capital und 3TS Capital Partners und teilweise gamma capital im VC-Bereich aktiv. Alle anderen Gesellschaften haben ihre Tätigkeit eingestellt.

Auch Global Equity Partners hat den Investitionsschwerpunkt auf Expansionsfinanzierung gelegt.[10]

Die Risikoaversität des Österreichischen VC-Marktes zeigt sich auch gemäß Informationen der AVCO[11], die die Reduktion der Frühphaseninvestments am gesamten Investitionsvolumen im Jahr 2010 mit 20% (anstatt 24% im Jahr 2009) erhebt hat. Für Unternehmensübernahmen (Buy-outs) standen gemäß AVCO hingegen 51% (2009: 45%) zur Verfügung.

Trotz der Kapitalmarktschwäche in den Jahren 2001 bis 2004 für High Tech Unternehmen konnte Global Equity Partners mit vier Beteiligungsgesellschaften im VC-Bereich eine positive Rendite für die Investoren erwirtschaften und knapp 80 Unternehmen im Unternehmensaufbau bzw. bei der Expansion unterstützen. Acht Unternehmen wurden an die Börse gebracht, neunundzwanzig an einen strategischen bzw. industriellen Partner oder das Management verkauft. Mehrere Unternehmen scheiterten jedoch auf Grund von Managementschwäche, unreifer Absatzmärkte, Verschiebungen im Technologie-Zyklus, konjunkturell bedingter Marktschrumpfungen oder verzögerten Entscheidungsprozessen bei Kunden oder Strategischen Kooperationspartnern. Die hohe Risikokomponente von vorbörslichen Beteiligungen wird einkalkuliert. Diese Verluste sollen durch hohe Gewinne bei einzelnen Investments kompensiert werden.

In Tabelle 2 werden die soeben präsentierten Informationen nochmals kurz zusammengefasst. Erkennbar ist, dass die geschätzte Performance der österreichischen VC-Branche, in Entsprechung der Europäischen Entwicklung hinsichtlich Rendite im VC-Markt, in den letzten 20 Jahren eher bescheiden war. Aktuell sind nur mehr wenige VC-Fonds in Österreich aktiv.

4 Global Equity Partners, Erhebungen 12/2000
5 Global Equity Partners: gegründet 1997; Ende 2000: EUR 70 Mio. unter Verwaltung; EUR 42 Mio. in 23 Transaktionen investiert; 4 Börsengänge (EMTS (Zürich), stage1.cc (Wien), betandwin.com (Wien), Gespac S.A. (Paris), sowie 3 Trade Sales (GDT(C-Net, USA), Systems AG (Kudelski, CH) und Cofinec (Buy-out).
6 3i Austria: gegründet 1995; Ende 2000: bereitgestelltes Volumen: EUR 23 Mio.; EUR 11 Mio. in 11 Transaktionen investiert; 1 IPO (Update.com in Frankfurt).
7 Horizonte Venture: gegründet 1985; Ende 2000: bereitgestelltes Volumen: EUR 65 Mio.; davon waren in 8 Transaktionen EUR 19,4 Mio. investiert; kein Exit.
8 GoEquity: gegründet 1997; Ende 2000: bereitgestelltes Volumen: EUR 50 Mio.; 14 Transaktionen mit EUR 23 Mio. investiert; 2 Exits, einen IPO mit EMTS (Zürich) und einen Trade Sale mit M.I.T. GmbH.
9 Invest Equity: gegründet 1998; Ende 2000: bereitgestelltes Volumen: EUR 85 Mio.; 8 Transaktionen mit EUR 12 Mio. investiert; 2 IPOs mit Update.com (Frankfurt) und CyberTron (Wien).
10 Aufbau des zweiten Geschäftsbereichs „Mittelstand und Industrieunternehmen“ ab 2001
11 Austrian Venture Capital Organisation

Tab. 2: Österreichische VC-Gesellschaften 1985–2013

INVESTMENT-ZYKLEN		GESELLSCHAFT	HAUPT-INVESTOREN	GRÜNDUNG	FONDS UNTER MANAGEMENT	GESCHÄTZTE GESAMT-PERFORMANCE	
1.	Ab 1983	Horizonte	Institutionelle	1985	1	+/–	●
		CA-3-Banken Venture-Fonds	Creditanstalt, Investkredit	1985	1	–	●
		Euroventures Austria CA	Creditanstalt, Investkredit	1983	1	–	●
		GZ-Venture Beteiligungsman.	Girozentrale	1985	2	–	●
2.	Ab 1995	3i Austria	3i	1995	1	+/–	●
		GoEquity	Institutionelle	1997	2	–	●
		Global Equity Partners	Institutionelle	1997	4	+	●
		Invest Equity (Early stage)	Österr. Investkredit	1998	1	+/–	●
3.	Ab 2000	Capexit	Erste Bank	2000	2	+/–	●
		top.equity	Raiff. Centrobank	2001	1	–	●
		gamma capital partners	Institutionelle	2002	2	+/–	●
4.	Ab 2005	Pontis Capital GmbH	Institutionelle	2005	2	offen	●
		3TS Capital Partners	3i	1999	3	offen	●

– … negativ, + … positiv

Aktiv: ● ja, ● nein

3.1.2 ÖSTERREICHISCHE PE-MARKTTEILNEHMER

Im PE-Bereich mit Schwerpunkt auf Industrie- und Later-stage-Beteiligungen kann man die Marktteilnehmer in PE-Fonds, Industriegruppen und private Industrielle einteilen. Fonds, die sich auf Industrie- bzw. Later-stage-Beteiligungen spezialisiert haben, sind bzw. waren die UIAG, Lead Equities, Invest Equity Mittelstand, Buy-Out I Beteiligungs-Invest AG, die „Grossnigg"-Fonds, die RLB OÖ mit der Invest AG oder die Tirol Equity. Industriegruppen wie Constantia Packaging, Berndorf AG, Montana Tech Components AG und Cross-Holding, welche Mehrheits- oder 100%-Beteiligungen an Industrieunternehmen halten, können ebenfalls zu PE-Investoren gezählt werden. Daneben gibt es noch die privaten Industriellen wie die Fam. Schaschl oder Fam. Rauch, die in diesem Segment tätig sind.

Im Vergleich zu den VC-Mitspielern, waren diese Gesellschaften im Mittelstand/Industrie-Bereich Großteils erfolgreich. Einen echten LBO-Fonds gibt es in Österreich nicht.

Tab. 3: Übersicht über Österreichische Marktteilnehmer im PE-Bereich

	GESELLSCHAFT	INVESTOREN	GRÜN-DUNG	FONDS		ENTWICK-LUNG
PE-Fonds	**UIAG**		1990	1	○	+
	Auszug Beteiligungen: Libro, Binder + Co; Wolford, Palfinger, Andritz					
	Invest Equity Mittelstand	Institutionelle	2002	1	○	+
	Auszug Beteiligungen: Chemson, Steudle, Strohal					
	Value Management Service GmbH	Erhard Grossnigg und andere		2	●	+
	Auszug Beteiligungen: Augarten-Porzellan, Westbahn					
	Global Equity Partners (BOCE I und II)	Institutionelle	2001	2	○	BOCE I: + BOCE II: +/–
	Auszug Beteiligungen: Bene, Dorotheum, Austria Email, Chemson, Tiroler Röhrenwerke					
	Lead Equities	Institutionelle	2001	2	●	+
	Auszug Beteiligungen: Eisen Wagner, MCL, Palmers, Remus & Sebring, WEBA, etc.					
	Tirol Equity AG	Christoph Swarovski, BHG-Holding (Raiffeisen), Hypo Tirol, Georg Kühhas	2007	1	●	+
	Auszug Beteiligungen: mittelständische Produktionsunternehmen im deutschsprachigen Raum; Umsatz zw. EUR 10–150 Mio.					
	Austro Holding	Erhard Grossnigg und andere	2007	1	●	+
	Auszug Beteiligungen: Binder & Co, Domoferm, Lohberger Mehrheitsbeteiligungen an österr. Unternehmen (Umsätze: rd. EUR 10–100 Mio.)					
	Invest AG	RLB Oberösterreich	1994	1	●	+
	Auszug Beteiligungen: Carbones Holding, Doubrava, Eisbär, ISOROC, Management Trust Holding, etc. Beteiligungen an österr. Unternehmen; branchenneutral					
				Umsatz in EUR 2012		
Beteiligungsorientierte Industriegruppen	**Constantia Packaging**		1994	1,3 Mrd.		+
	Kurzbeschreibung: Aluminium, Wellpappe, Flexible Verpackungen					
	BERNDORF AG		1988	496 Mio.		+
	Kurzbeschreibung: Werkzeugbau, Prozess- und Oberflächentechnik, Wärmebehandlung, Bäderbau, Verfahrenstechnik					
	Cross Industries AG		1987	825 Mio.		+
	Kurzbeschreibung: Automotiver Sektor: KTM, Pankl Racing Systems AG, Wethje-Gruppe					
	Montana Tech Components AG		2006	440 Mio.		+
	Kurzbeschreibung: Energy Storage (VARTA); Metallurgie (Alpine Metal Tech); Aerospace (UAC)					
Industrielle/ Private Stiftungen (Beispiele)	**Treibacher Industrieholding GmbH**	Fam. Schachl, Fam. Rauch				+
	Kurzbeschreibung: Austria Email, AMAG, Treibacher					
	Turnauer Industries	Fam. Turnauer				+
	Kurzbeschreibung: Constantia-Iso					
	Pochtler Private Equity GmbH	Fam. Pochtler				+
	Kurzbeschreibung: Anagnostics, Virusure, Polycube, Wintertechnik, Sealife, Emcools					

Aktiv: ● ja, ○ nein

3.2 GRÜNDE FÜR DIE NEGATIVE ENTWICKLUNG DER VC-BRANCHE IN ÖSTERREICH

Ein wesentlicher Grund für die enttäuschende Entwicklung der Branche ist, dass der europäische VC-Markt durch eine **unzureichende Anzahl von Investoren**, wie z.B. Pensionsfonds oder Stiftungen, charakterisiert ist. Da z.B. Pensionskassen nicht in PE investieren dürfen, fällt eine mögliche Investorengruppe für PE aufgrund der gesetzlichen Rahmenbedingungen in Österreich weg. In den USA macht diese Zielgruppe ca. 65% der Investoren im Bereich VC und PE aus. In Österreich stammten vor der Finanzmarktkrise rund 60% der Beteiligungsmittel von Banken. Seit der Finanzmarktkrise ab dem Jahr 2009 haben sich die Finanzinstitute fast gänzlich aus dem Geschäft mit privatem Eigenkapital zurückgezogen[12]. Gemäß Erhebungen der AVCO[13] entfielen im Jahr 2011 wieder 22,7% (knapp EUR 23 Mio.) des Fundraisingvolumens auf den Bankensektor. Größter Investor bleiben staatliche Quellen mit 36,3%. Das gesamte Fundraisingvolumen in Österreich belief sich im Jahr 2011 jedoch nur auf EUR 249 Mio.[14].

Auch das Fehlen eines funktionierenden PE-Gesetzes spiegelt **die mangelnde Kapitalmarktorientierung** in Österreich wieder. Sowohl national wie auch auf EU-Ebene sind die rechtlichen Rahmenbedingungen zurzeit im Umbruch. In Österreich fehlt nach wie vor ein international wettbewerbsfähiges PE-Gesetz, das den Rahmen dafür bildet, damit privates Kapital fließen kann. Auf EU-Ebene wurde Ende 2011 die Alternative Investment Fund Manager (AIFM) Guideline beschlossen, die zum Ziel hat, systematische Risiken des Finanzmarkts zu kontrollieren, die Interessen der Investoren zu schützen und für mehr Transparenz zu sorgen. Dieses Gesetz muss bis Mitte 2013 in nationales Recht übergeführt werden.

12 Investitionsvolumen 2010 der Banken in Österreich im Private Equity: EUR 2,2 Mio.
13 AVCO; Austrian Venture Capital Organisation
14 Gemäß AVCO entfallen rund 100 Mio. EUR auf Fonds, die ihren Sitz in Österreich haben, jedoch ins Ausland investieren.
15 EVCA (2012)
16 IRR = Internal Rate of Return

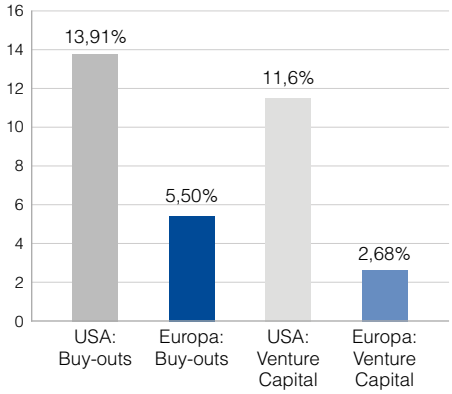
3.3 RENDITE

Ein weiteres Argument steckt im Renditevergleich zwischen Europa und den USA. Die Europäischen und auch die Österreichischen Investoren haben – insbesondere im Frühphasenbereich – schlechte Erfahrungen mit dieser Veranlagungsform gemacht.

Gemäß den Erhebungen der European Venture Capital Association[15], der europäischen Dachorganisation der VC/PE-Branche zeigt sich im Renditevergleich, dass VC in Europa negative IRRs erwirtschaftet. Auch in den USA stellt sich der langfristige IRR[16] (10-Jahre) negativ ein, allerdings gibt es außerordentlich erfolgreiche Beispiele, sowohl auf Unternehmens- als auch auf Fondsebene, die durch ihren Bekanntheitsgrad zu viel mehr Aktivität und Interesse als in Europa führen. Im Großen Buy-out Bereich hingegen zeigt sich ein durchaus positives Bild.

Die 1-Jahres-IRR's sind sowohl in den USA als auch in Europa noch positiv:

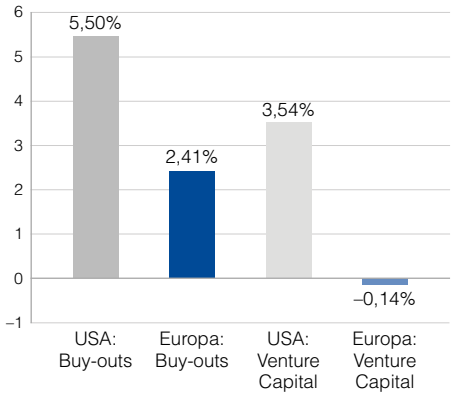
Abb. 4: IRR 1-Jahres Horizont



Quelle: EVCA (2011)

Bei einem Betrachtungszeitraum von 5 Jahren ist der Europäische VC-Bereich bereits negativ:

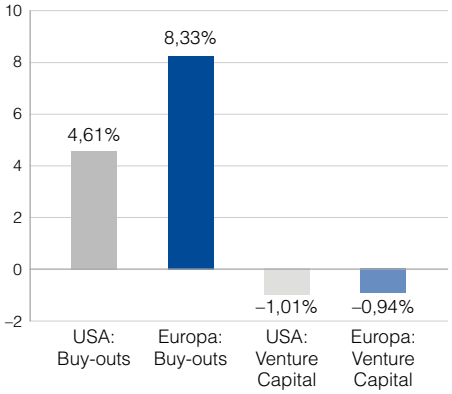
Abb. 5: IRR 5-Jahres Horizont



Quelle: EVCA (2011)

Im aussagekräftigsten Betrachtungszeitraum, nämlich dem 10-Jahres Horizont, sind sowohl in den USA als auch in Europa VC-Renditen negativ, wobei in den USA die Performance sehr unterschiedlich und heterogen ist. Die Mehrzahl der Fonds ist ebenfalls negativ, jedoch gibt es Ausnahmen, wo eine VC-Performance von über 80% p.a. vorkommt. Naturgemäß werden diese Fonds dann besonders hervorgehoben.

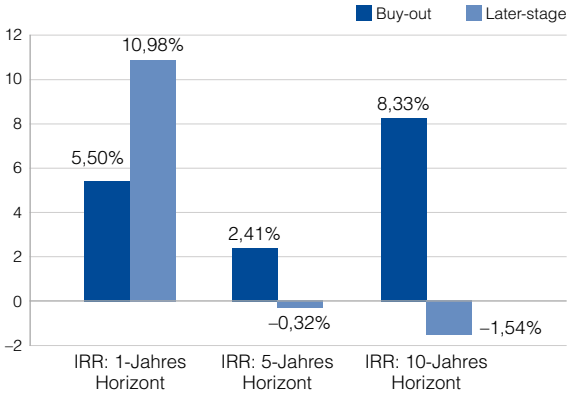
Abb. 6: IRR 10-Jahres Horizont



Quelle: EVCA (2011)

Unterscheidet man im PE-Bereich zwischen Buy-out-Investments und Later-stage-Investments erkennt man, dass selbst die Later-stage-Investments mittel- bis langfristig eine negative Performance in Europa ausweisen.

Abb. 7: Performance von Buy-out und Later-stage Investments in Europa



Quelle: EVCA (2011)

3.4 STATISTISCHE SCHWÄCHEN

Kritisch zu beachten ist, dass die erhobenen Statistiken jedoch teilweise unvollständig bzw. irreführend sind, da einerseits keine ausreichenden Daten in supranationale Statistiksysteme wie ThomsonOne oder EVCA, etc. eingereicht werden, bzw. die Daten noch nicht vorliegen, da die Fonds noch in der Investment- oder frühen Divestmentphase sind[17].

Die gegenwärtige Literatur bzw. allgemeine Studien der Branche weisen allerdings in Bezug auf andere Kriterien als auf die allgemeine Rendite aus, dass in Europa sowohl eine höhere Kapitaleffizienz (ca. 70% höher als in den USA) als auch niedrigere Einstiegsbewertungen gegeben sind[18]. Beim Verhältnis der Erlöse zum eingesetzten Kapital übertreffen europäische VC-Fonds in den letzten zwei Jahren die US-amerikanischen[19]. Die europäische VC-Industrie kann in den letzten zwei Jahren auf Unternehmensverkäufe und Börsengänge im Wert von insgesamt etwa USD 15 Mrd. verweisen. Dies entspricht etwa der Hälfte des amerikanischen Volumens allerdings mit nur einem Fünftel des Eigenkapitaleinsatzes im Vergleich zur USA[20].

Die Kapitaleffizienz zeigt sich in geringeren Wachstumskosten und strengeren Kontrollen betreffend der investierten Gelder, womit im Durchschnitt in Europa USD 44 Mio. und in den USA USD 79 Mio. bis zum Exit investiert werden. Weiters liegt die durchschnittliche Exit-Bewertung im Vergleich zu den vorangegangenen Parametern nicht so weit auseinander. Beträgt sie in Europa USD 304 Mio., liegt sie in den USA bei USD 388 Mio.[21].

Die durchschnittlichen pre-money Einstiegsbewertungen in den Jahren 2004–2010 liegen in Europa um USD 5,5 Mio. und in den USA um USD 16,1 Mio.[22].

3.5 ZUSAMMENFASSUNG

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass PE vor allem im Frühphasen-, aber auch im Mittelstandsbereich wesentlich für die Weiterentwicklung einer Volkswirtschaft ist. Unternehmertum und Beteiligungsfinanzierung schaffen Arbeitsplätze und die Unternehmen, die dabei gegründet werden oder neuausgerichtet werden, sind meist Leitbetriebe, die langfristige Bedeutung haben. Google, Facebook, Apple und Microsoft in den USA, aber auch Bwin, Andritz oder KTM in Österreich sind nur einige wenige Beispiele, wo Unternehmer und Beteiligungskapital äußerst erfolgreich kombiniert wurden. In Europa und in Österreich besteht vor allem im Bereich VC enormer Nachholbedarf, den auch die Politik endlich erkennen muss.

17 Dieser Mangel wurde in einer Studie von Cambridge Associates, Global VC & PE-Index und Benchmarkt Statistics 2009 erhoben, die die Europäischen Statistiken im Zeitraum 2002–2009 nach der Finanzmarktkrise, betreffend der Renditekennzahlen geprüft haben.
18 Earlybird 2011 (Zitat von Uli Fricke, EVCA Chairwoman 2010–2011)
19 Earlybird Venture Capital (2011)
20 Earlybird Venture Capital (2011)
21 Earlybird 2011 (EVCA, Earlybird Analysen)
22 Earlybirds 2011 (Dow Jones Venture Source (2004–2009)

PRIVATE EQUITY AUS THEORETISCHER UND EMPIRISCHER SICHT

DR. JAKOB MÜLLNER

Private Equity aus theoretischer und empirischer Sicht

"Send the robber barons straight to hell; the greedy thieves that came around and ate the flesh of everything they've found"

(Bruce Springsteen/Death to my hometown 2012)

1. EINLEITUNG

Bruce Springsteen wird auch als Stimme der amerikanischen Arbeiterklasse bezeichnet. Der einleitende Auszug aus einem seiner Liedtexte verdeutlicht die Polemik rund um Private Equity Investoren (i.w.F. PE). Die Occupy Wall Street Bewegung und die Proteste im Rahmen der G-8 Meetings sind weitere Symptome einer zunehmenden Polarisierung des Themas. Während sich der öffentliche Diskurs emotional und undifferenziert gestaltet, ist es seit jeher Aufgabe der Forschung objektive Erkenntnisse und ein empirisches Fundament bereitzustellen. Ambitioniertes Ziel dieses Beitrages ist es, nahezu 60 Jahre PE-Forschung zusammenzufassen, dabei die gängigsten theoretischen Grundlagen darzulegen und die wichtigsten empirischen Erkenntnisse strukturiert aufzuarbeiten. Natürlich müssen hierbei Abstriche in Bezug auf Detaillierungsgrad und Vollständigkeit gemacht werden. In Fußnoten soll jedoch auf ergänzende Literatur verwiesen werden, um Interessierten eine tiefergehende Beschäftigung mit den Themenkreisen zu ermöglichen.

Der Beitrag stellt eine theoretisch-empirische Ergänzung zur praktischen Sichtweise im einleitenden Beitrag von DDr. Tojner dar. Er ist wie folgt aufgebaut: In Kapitel 1 wird kurz auf den historischen Hintergrund (1.1) und terminologische Probleme der PE-Forschung (1.2) eingegangen. PE-Investoren werden von Kapitalmarktakteuren abgegrenzt, die in der öffentlichen Diskussion oft fälschlicherweise zu PE gezählt werden (1.3). In Kapitel 2 wird PE in den theoretischen Rahmen eingeordnet um Lesern und Leserinnen die Besonderheiten von PE nahezubringen. Dies erfolgt im Rahmen eines Vergleiches mit alternativen Finanzierungsinstrumenten (2.1), sowie entlang der Phasen des Unternehmenslebenszyklus (2.2). In Kapitel 3 werden unterschiedliche Wertschöpfungsstrategien von PE-Investoren vorgestellt (3.1) und die empirischen Ergebnisse aus der Forschung hierzu zusammengefasst (3.2). Es wird gezeigt, dass PE-Wertschöpfung sowohl exogen, also ohne direkte Auswirkungen am erworbenen Unternehmen, als auch endogen erfolgen kann. In diesem Fall beruht die Rendite auf tatsächlichen Veränderungen am erworbenen Unternehmen. Angesichts der kontroversen Natur von PE befasst sich Kapitel 4 im Detail mit den Auswirkungen von PE-Investoren auf Ebene der finanzierten Unternehmen. Anhand des PE-Geschäftsmodells (4.1) werden empirische Ergebnisse zusammengefasst und aufbereitet, um letzten Endes eine umfassende Conclusio (5) zu liefern.

1.1 HISTORISCHER HINTERGRUND UND ENTWICKLUNG DER PE-FORSCHUNG

Bis heute hinkt die Forschung zu PE der PE-Praxis hinterher. Der praktische Ursprung von PE geht auf universitäre Venture Capital Fonds (i.w.F. VC) Anfang der 1940er Jahre in den USA zurück. PE im engeren Sinne, also die Finanzierung von etablierten Unternehmen in späteren Phasen, kam erst in den späten 1980er Jahren durch den Boom von **Leveraged Buy-outs** (i.w.F. LBO) auf[23]. Zu diesem Zeitpunkt erlebte auch die Forschung zu PE einen ersten Aufschwung[24]. Ähnlich der PE-Praxis wies die Forschung zunächst noch eine starke Spaltung zwischen Frühphasen VC und Spätphasen LBOs auf. Während VC-Forschung hauptsächlich **Entrepreneurship**- und Innovationsthemen

untersuchte[25], beschäftigte sich die Forschung zu LBOs insbesondere mit der **Agency** Theorie[26]. Diese beschäftigt sich mit der anreizbezogenen Organisation von wirtschaftlicher Tätigkeit angesichts opportunistischen Verhaltens und unvollkommener Information. Im Zentrum steht die Frage, wie ein Eigentümer oder Prinzipal (bspw. ein PE-Fonds) das Verhalten von Agenten (bspw. Portfoliounternehmen) durch Überwachung, Anreizsetzung oder Vertragsgestaltung zu sein Gunsten steuern kann. Auf LBOs umgemünzt stand insbesondere die **Free Cash-flow Hypothese** des berühmten Harvard Ökonomen Michael Jensen im Vordergrund. Diese besagt, dass ein hoher Verschuldungsgrad das Unternehmensmanagement diszipliniert. Die Belastung durch Zinszahlungen verhindert einen ineffizienten Umgang mit freien Mitteln. Insgesamt, so Jensen, sollte Verschuldung somit einen positiven Effekt auf die Entwicklung des Unternehmens haben[27].

Erst um die Jahrtausendwende fanden sich erste Versuche die beiden Forschungslinien VC und LBO zu einer PE-Forschung vereinen. Mit steigender Bedeutung von Spätphasenfinanzierungen in den späten 1990er Jahren erlebte diese einen zweiten Boom und entwickelte sich zu dem am stärksten wachsenden Forschungsfeld. Eine Konsequenz der unvermindert hohen Praxisorientierung ist die unscharfe Begriffswelt. Daher soll im folgenden Unterkapitel eine terminologische Einordnung erfolgen[28].

1.2 REGIONAL DIFFERENZIERTES BEGRIFFSVERSTÄNDNIS

Im amerikanischen Raum wird zumeist zwischen den Segmenten VC und Buyout unterschieden. Teilweise wird auch noch die ältere Form VC als Oberbegriff verwendet. In diesem Fall sind klassische Wachstumsfinanzierungen in VC eingeschlossen. In der europäischen Forschung hingegen beschränkt sich der VC Begriff meist auf Frühphasenfinanzierungen, während der jüngere Begriff PE als umfassenderes Konstrukt angesehen wird. Dieser beinhaltet dann sowohl VC als auch Spätphasenfinanzierungen (PE i.e.S.).

Die Trennung in VC und Spätphasen PE besteht nicht zuletzt aufgrund der fundamentalen Unterschiede im Geschäftsmodell, welche in Tabelle 1 gegenübergestellt sind.

23 Darunter wird der vorwiegend durch Fremdkapital finanzierte Kauf eines Unternehmens verstanden. Ein LBO erfolgt nicht zwangsläufig unter Beteiligung eines PE-Fonds Berg & Gottschalg (2003 :3), Wright (2007 :281).
24 Historische Rückblicke finden sich in Fried & Hisrich (1988), Gompers (1994), Gompers & Lerner (2001), Groh (2005), Ahlstrom, et al. (2007) und Kaplan & Lerner (2010).
25 Unter den ersten deskriptiven Beiträgen waren Tyebjee & Bruno (1984) zum VC-Geschäftsmodell, MacMillan, et al. (1985) zu den entscheidungsrelevanten Investmentkriterien und Rosenstein (1988) zu den unterschiedlichen Strategien der aktiven Einflussnahme auf Portfoliounternehmen.
26 Die Ursprünge der Agency Theorie gehen auf Jensen & Meckling (1976), Jensen (1986) sowie Fama (1980) und Fama & Jensen (1983) zurück. Eine gelungene Zusammenfassung liefert Eisenhardt (1989).
27 Zur Free-Cash-flow Hypothese siehe Jensen (1989) und Rappaport (1990).
28 Mit der unklaren Begriffswelt aus deutschsprachiger Sicht beschäftigten sich beispielsweise Schefczyk (2000 :17), Fabjani (2005 :17), Gietl, et al. (2008 :7), Landau (2010 :69) oder Müllner (2012 :20-24).

Tab. 1: Idealtypische Gegenüberstellung VC und PE i.e.S.

	VENTURE CAPITAL	SPÄTPHASEN PE I.E.S.
Zielunternehmen	Junge Unternehmen in Wachstumsbranchen	Etablierte Unternehmen mit anlassbezogenem Finanzierungsbedarf
Grad und Inhalt der Managementunterstützung	Hoch	Tendenziell geringer
	Vielfältig, operativ	Finanzierungskompetenz
Renditemaximierungsstrategie	Unternehmensentwicklung	Unternehmensentwicklung und Financial Engineering
Rendite/Risiko Profil	Sehr hoch	Gemäßigt
Beteiligungsdauer	4–10 Jahre	2–8 Jahre
Bewertungsmethoden	Kaum möglich, basiert meist auf Business Plänen	Marktbasierte und *Cash-flow* basierte Bewertungsverfahren
Fremdfinanzierungsgrad	0–50%	60–80%

Quelle: Müllner (2012 :27) basierend auf Leitinger, et al. (2000 :89), Mittendorfer (2000 :58), Friedman (2010) und Meyer & Mathonet (2005 :44)

Im Folgenden wird der Begriff PE verwendet für:

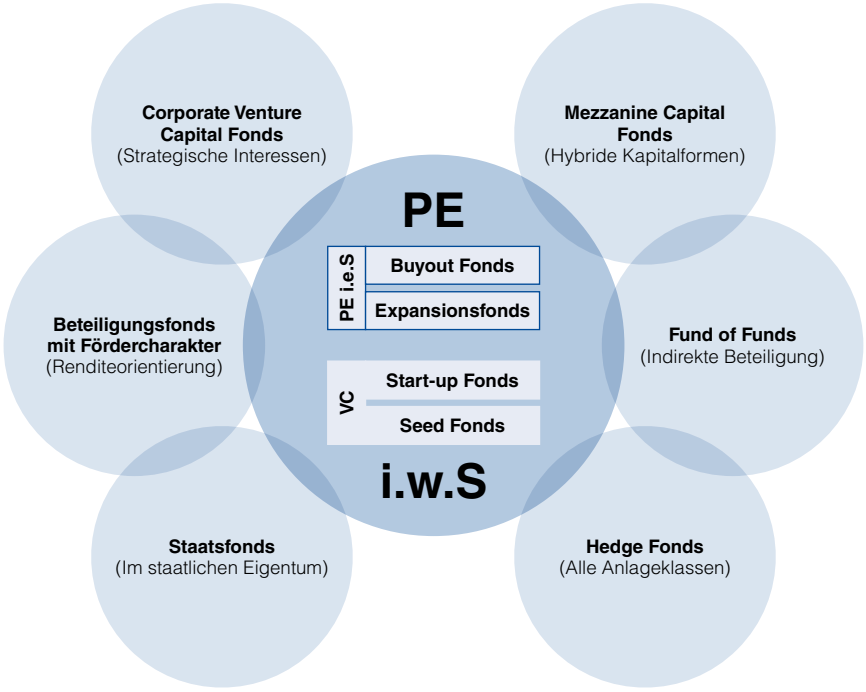
- kommerzielle Investmentfonds, die
- nicht börsennotierten Unternehmen (Frühphase und Spätphase)
- ohne fremdkapitalübliche Sicherheiten
- mittel- bis langfristiges Eigenkapital und
- Managementunterstützung zur Verfügung stellen.

Die unklare Begriffswelt führt in der öffentlichen Debatte dazu, dass PE-Fonds meist fälschlicherweise mit anderen Kapitalmarktakteuren gleichgesetzt werden. Um zu einem differenzierteren Verständnis zu gelangen, soll an dieser Stelle eine Abgrenzung erfolgen.

1.3 TYPOLOGIE VON INVESTOREN

Abbildung 1 zeigt ähnliche, als Fonds organisierte Akteure und liefert eine Begründung, warum diese nicht zu PE gezählt werden sollten.

Abb. 1: Abgrenzung von PE-Fonds i.w.S zu anderen Fondsformen



Quelle: Müllner (2012 :27)

Bei **Hedge**-Fonds handelt es sich um Investmentfonds ohne Laufzeitbeschränkung (**Evergreen Fonds**). Im Unterschied zu PE-Fonds unterliegen sie keinen Restriktionen hinsichtlich der Anlageklassen. Sie investieren in alle liquiden Märkte wie Rohstoffe, Währungen und jede Art von Wertpapiere (Aktien, Anleihen).

Hedge-Fonds haben außerdem einen weitaus kürzeren Investmenthorizont (**Day-trading**). Sie wetten auf steigende und fallende Marktpreise (**Short-selling**) und versuchen aktiv den Markt zu beeinflussen, weshalb sie immer wieder in das Kreuzfeuer der Kritik geraten[29].

29 Zu Hedge Fonds siehe auch Edwards & Gaon (2003), Achleitner & Kaserer (2005) oder Schäfer & Fisher (2008 :10).

Staatsfonds (**Sovereign Wealth Funds**) sind die größten Fonds-Akteure. Sie stehen im öffentlichen Eigentum von Nationen mit hohen Zahlungsbilanzüberschüssen und verfolgen volkswirtschaftliche Ziele (insbesondere Wertsicherung statt Profitmaximierung). Ihrer Veranlagungsstrategie ist in der Regel langfristiger und risiko-avers. Ihr Engagement in den finanzierten Unternehmen ist meist passiver als bei PE-Investoren[30].

Bei **Corporate VC-Fonds** handelt es sich um PE-Fonds im Eigentum großer Konzerne, wie beispielsweise Google, Disney oder Intel. Sie investieren ausschließlich in Start-up Unternehmen. Ihr primäres Interesse ist der Aufbau strategischer Geschäftsfelder für ihren Eigentümer (**Captive funds**) und nicht zwangsläufig das Erzielen einer Rendite, wie bei PE-Fonds. Wie PEs haben sie jedoch eine sehr langfristige, aktive Orientierung[31].

PE-Fonds sind außerdem von öffentlichen **Förderfonds** abzugrenzen. Diese verfolgen vorrangig volkswirtschaftliche Ziele[32]. Im Gegensatz zu Staatsfonds liegt ihr Fokus auf jedoch auf gezielter Förderung von Innovation im Inland und weniger auf Veranlagung im Ausland[33]. Sie sind außerdem weitaus kleiner. Das bereitgestellte Kapital ist für die Unternehmen zu begünstigten Konditionen erhältlich. Förderfonds nehmen meist keine aktive Rolle im Unternehmen ein, sondern beschränken ihre Einflussnahme auf Berichtspflichten.

Funds of Funds sind Metafonds, die nicht direkt in Unternehmen investieren sondern ihrerseits in Fonds. Sie üben keinen direkten Einfluss auf Unternehmensebene aus[34].

Mezzaninkapital Fonds, zu guter Letzt, unterscheiden sich aufgrund der Eigenschaften des zur Verfügung gestellten Kapitals. Diese Abgrenzung ist aber wenig trennscharf, zumal viele PE-Fonds Mezzaninkapital in ihren Finanzierungen beimischen[35].

Nach der Abgrenzung von anderen Akteuren soll im folgenden Unterkapitel PE in den finanzierungstheoretischen Rahmen eingebunden werden. Dem Leser sollen so die Eigenschaften von PE illustriert werden.

2. THEORETISCH KONZEPTIONELLER RAHMEN

2.1 EINORDNUNG IN DIE FINANZIERUNGSARTENSYSTEMATIK

PE unterscheidet sich von anderen Quellen der Außenfinanzierung. Es handelt sich um „*haftendes Kapital, welches ohne ausreichende Sicherheiten zur Verfügung gestellt wird*“[36]. Als Risikokapital[37] ist es insbesondere für wachstumsstarke, internationalisierende Unternehmen geeignet, die nicht über ausreichende Innenfinanzierungskraft oder Fremdkapitalzugang verfügen. Der PE Investor hat Anrecht auf Teilnahme am erfolgsabhängigen Renditepotential. Im Falle einer Liquidation wird er nachrangig

30 Umfassende Beschreibungen von Staatsfonds finden sich in der International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008 :27), Sethi (2008) und in Claus (2010).

31 Zu Corporate VC Fonds siehe auch Gompers & Lerner (1998), Bascha & Walz (2001), Van Osnabrugge & Robinson (2001), Wang, et al. (2002), Grabherr (2003 :240), De Clercq, et al. (2006).

32 Stiassny (1997 :103) und Peneder, et al. (2006 :55) sehen die sehr stark ausgeprägte Förderlandschaft in Österreich auch als eine Ursache für die vergleichsweise Unterentwicklung des privaten PE-Marktes.

33 Zu Förderfonds im deutschsprachigen Kontext ist der Leser auf Schefczyk (2000 :20) verwiesen. In US-amerikanischer Literatur ist das Thema in Theorie und Praxis weitaus weniger präsent. Siehe bspw. Lerner (1996) und Lerner and Watson (2008).

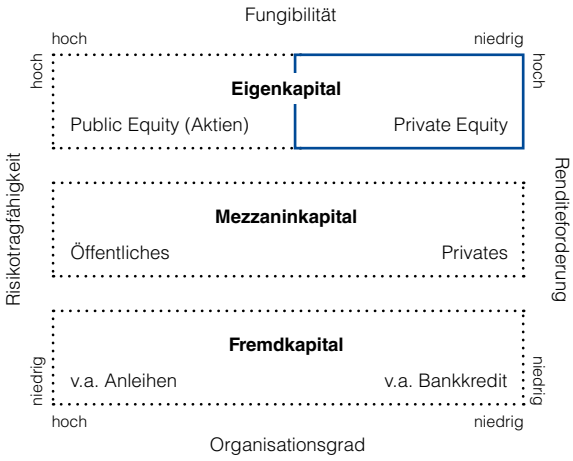
34 Zu Funds of Funds siehe beispielsweise Brophy & Guthner (1988), Meyer & Mathonet (2005 :47) und Barnes & Menzies (2005).

35 Weitere Ausführungen zu Mezzaninkapital in Kapitel 2.2.

36 Landau (2010 :20).

37 Es ist wichtig anzumerken, dass PE-Investoren in der Finanzierung Ihrer Beteiligungen Fremdkapital verwenden. Die tatsächliche Risikotragfähigkeit des zugeführten Kapitals ist daher in hohem Ausmaße davon abhängig, inwiefern es der Gesetzgeber verhindern kann, dass PE-Investoren Unternehmensvermögen und Cash-flows zum Schuldendienst missbrauchen können. In Österreich wird dies insbesondere durch das Verbot der Einlagenrückgewähr erreicht. Für eine rechtliche Betrachtung in Österreich siehe insbesondere Steinhart (2010).

Abb. 2: Eigenschaften des PE-Marktes



Quelle: Müllner (2012 :43)

gegenüber Fremd- und Mezzaninkapitalgebern behandelt, erwirbt aber mit seinem Eigentumsanteil auch Kontroll- und Geschäftsführungskompetenz.

Entscheidender als die Einordnung von PE sind die daraus resultierenden Konsequenzen für die Anlageklasse. Diese Charakteristika sind in Abbildung 2 an den Rändern dargestellt.

Hoher Risikotragfähigkeit und hohen Renditeforderungen von PE-Investoren stehen ein sehr geringer Organisationsgrad des Marktes und eine geringe Handelbarkeit (Fungibilität) der Anteile gegenüber. Diese Eigenschaften machen es schwierig Anteile kurzfristig abzustoßen und Investitionsentscheidungen zu revidieren. Der Markt ist außerdem von hohen Informationsasymmetrien gekennzeichnet. Anders als bei börsennotierten Unternehmen unterliegen die Zielunternehmen keinen umfassenden Berichtspflichten. Es liegen keine Fremdeinschätzungen in Form von Aktienkursen vor und die Unternehmen haben oft keine ausreichende Historie, die als Indikator für die Nachhaltigkeit dienen kann.

Die Konsequenz all dieser Faktoren ist ein sehr hohes Investitionsrisiko. PE-Investoren sind daher gezwungen viel Zeit, Kapital und Know-how in die Identifikation (**Deal Flow**) und Prüfung (**Due Diligence**) potenzieller Portfoliounternehmen zu investieren. Es entstehen hohe Transaktionskosten im Vergleich zur Börse (**Public Equity**)[38]. Die lange Kapitalbindung nach einem Investment bei gleichzeitig später Realisierung der Rendite führt zu einem rechtsschiefen Renditeprofil, das in der Forschung als **J-Curve** Effekt bezeichnet wird[39]. Bis zur Veräußerung verfügt der Investor nur über subjektive Informationen über den Wert seiner Beteiligung. Um das Beteiligungsrisiko zu reduzieren, betreiben PE-Investoren aktive Managementunterstützung und intensives Beteiligungscontrolling (3.1). Dies beinhaltet wiederum hohe laufende Kosten für den PE-Investor und dementsprechend hohe Renditeforderungen.

2.2 EINORDNUNG IN DEN UNTERNEHMENSLEBENSZYKLUS

Neben den hohen Kosten birgt PE für die bestehenden Eigentümer eine Anteilsverwässerung und einen Kontrollverlust mit sich. PE stellt daher in der Hierarchie der Finanzierungsinstrumente ein nachgelagertes Instrument dar (**Pecking-Order**[40] Theorie). Ohne ausreichendes Wachstumspotenzial greifen Unternehmen vorzugsweise auf günstigere Finanzierungsformen zurück[41]. PE findet daher nur bei Anlässen mit

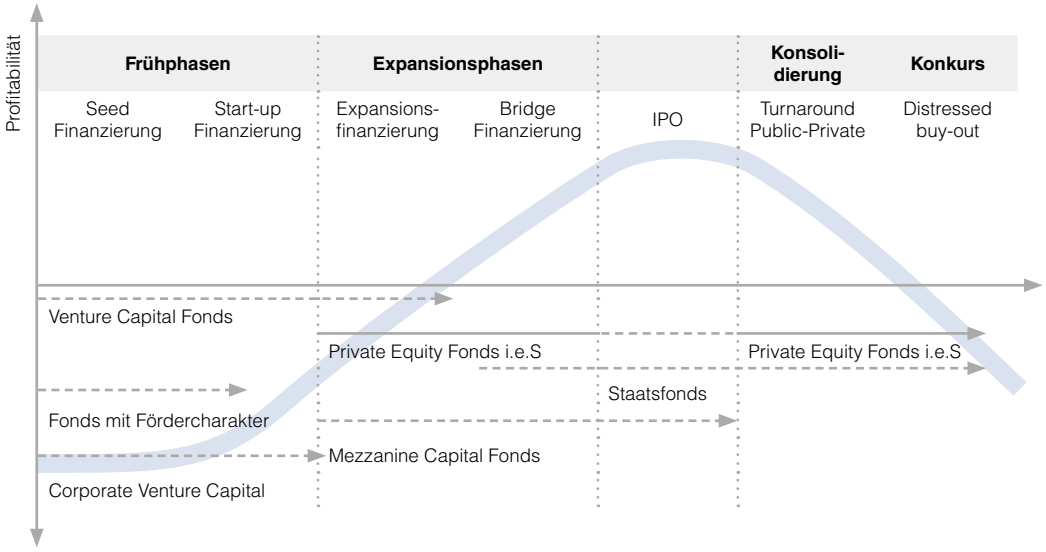
38 Die Transaktionskosten Theorie basiert auf Coase (1937) und wurde insbesondere durch Williamson (1973) geprägt.

39 Zur J-Curve siehe bspw. Meyer & Mathonet (2005 :12), Grabenwarter & Weiding (2005 :25) und Kaymer & Kleine (2007 :45).

40 Zur Pecking-Order Theorie ist der Leser auf Myers & Majluf (1984), Chua & Woodward (1993), Frank & Goyal (2003), Frank & Goyal (2007) oder Gomes & Phillips (2012) verwiesen.

41 Die neo-institutionalistische Theorie und die Agency Theorie sind die zentralen Erklärungsansätze für die Existenz von PE als spezialisierte Finanzintermediäre. Siehe bspw. Chan (1983), Sahlman (1990), Norton (1995), Amit, et al. (1998) und Kaplan & Strömberg (2001).

Abb. 3: Einordnung von PE i.e.S. in den Kontext des Unternehmenslebenszyklus



Quelle: Müllner (2012 :39) in Anlehnung an Berger & Udell (1998 :623) und Grabherr (2000 :30)

hohem Finanzierungsbedarf wie etwa bei Expansionsschritten, Internationalisierung, Produktinnovationen, Nachfolgeregelungen, Börsengängen oder Restrukturierungen[42] Anwendung (siehe Abbildung 3).

Dennoch sind die Einsatzmöglichkeiten von PE vielfältig und decken fast den gesamten Lebenszyklus von Unternehmen ab. Sie enden mit dem Börsengang. Ab diesem Zeitpunkt bezieht das Unternehmen öffentliches Beteiligungskapital (**Public equity**). Nur in vereinzelten Fällen kann es auch nach erfolgtem Börsengang zu einem PE Engagement kommen, insbesondere wenn stagnierende Unternehmen wieder von der Börse genommen werden (**Taking-private**). Nach der theoretischen Einordnung soll in Kapitel 3 die erwirtschaftete Rendite und die unterschiedlichen Wertschöpfungsstrategien von PEs näher betrachtet werden.

3. WERTSCHÖPFUNGSSTRATEGIEN VON PE-INVESTOREN

3.1 RENDITETREIBER UND RISIKOMANAGEMENTSTRATEGIEN VON PE-INVESTOREN

PE-Investoren sind im Gegensatz zu Förderfonds, Staatsfonds und Corporate VCs überwiegend renditeorientiert. Eine Reihe von Studien beschäftigt sich mit der Identifikation einzelner

42 Zu Turnaround Finanzierungen siehe insbesondere Kraft (2001)

43 Zu den wichtigsten gehören hierbei Berg & Gottschalg (2003), Gottschalg, et al. (2004), Loos (2006), Pütter (2006), Gottschalg & Groh (2006), Pindur (2007), Achleitner, et al. (2009), Guo, et al. (2011) oder Acharya, et al. (2013).

Abb. 4: Systematisierung von Werttreibern aus Sicht des PE-Investors

WERTTREIBER	EBENE DER WERTSTEIGERUNG		ZEITBEZUG			BEEINFLUSSBARKEIT	
	ENDOGEN	EXOGEN	EINSTIEG	HALTE-DAUER	EXIT	DIREKT	INDIREKT
Marktarbitrage		●	●		●		●
Fremdkapitalhebel		●	●			●	
Verhandlungsarbitrage		●	●		●	●	
Umsatzsteigerung	●			●		●	
Margenverbesserung	●			●		●	
Entschuldung	●			●		●	

Quelle: Müllner (2012 :87) basierend auf Gottschalg, et al. (2004), Kreuter, et al. (2006 :5) und Pütter (2006 :31)

Renditetreiber bzw. Wertschöpfungsinstrumente[43]. Ziel ist es, die Rendite von PE-Fonds in ihre Komponenten zu teilen.

Abbildung 4 liefert einen Überblick über die sechs wichtigsten Werttreiber, deren manifester Ebene, Zeitbezug sowie Beeinflussbarkeit durch den PE Investor.

Exogene Werttreiber (**Value capturing**) manifestieren sich nicht auf Ebene des Portfoliounternehmens, sondern ergeben sich aus der Bewertung des erworbenen Unternehmens bei Einstieg bzw. Exit oder aus der Finanzierungsstruktur der Übernahme. Die Rendite beruht demnach nicht auf einer substanziellen Veränderung des zugrundeliegenden Unternehmens, sondern auf der Ausnutzung von allgemeinen Preisschwankungen (Marktarbitrage) bzw. Fehlbewertungen (Verhandlungsarbitrage) zwischen Kauf- und Verkaufspreis. Arbitrage kann unterschiedliche Ursachen haben. Eine besondere Rolle spielen hierbei das Machtverhältnis, die Informationslage und die Transaktionserfahrung der Vertragsparteien[44]. PE-Investoren können beispielsweise den wahren Wert eines Unternehmens besser einschätzen und somit billig akquirieren. Sie können aber auch einen späteren Verkaufspreis antizipieren, beispielsweise in Form einer strategischen Prämie eines potenziellen Käufers. Eine umstrittene Investmentstrategie stellt das sogenannte **Asset-stripping** dar. Hierbei nutzt der PE Investor Fehlbewertungen eines Unternehmens (insb. Konglomerate) indem er es zerschlägt und einzelne Geschäftsteile oder gar Vermögenswerte einzeln veräußert. Zuletzt kann eine exogene Rendite auch durch die Verwendung von Fremdkapital erzielt werden (Fremdkapitalhebel). Im Prinzip reduziert der PE seinen Einsatz an Eigenkapital und steigert somit die Eigenkapitalrendite. Durch Arbitrage und Fremdkapitalhebel wird kein Wert am Unternehmen geschaffen. Die exogene Wertschöpfung stellt daher auch einen der wichtigsten Kritikpunkte von PE-Gegnern dar.

Die langen Beteiligungsdauern in der PE-Industrie sprechen gegen eine bedeutende Rolle von Verhandlungsarbitrage.

44 Zur Preisfindung und Bewertung siehe bspw. Hsu (2004), Weir, et al. (2005), Renneboog, et al. (2007), Bargeron, et al. (2008) und (Wang, 2012).

Sogenannte „**Quick Flips**“[45] bei denen Investoren Arbitragemöglichkeiten in sehr kurzfristigen Transaktionen ausnutzen, sind eher selten. Zudem führt der steigende Wettbewerb in den Märkten für Unternehmensbeteiligungen (**M&A**) zu einer transparenteren Preisfindung und beschränkt zunehmend die Möglichkeiten für Verhandlungsarbitrage. Im Gegensatz dazu ist Marktarbitrage eine gängige Strategie, die sich insbesondere durch die starke Konzentration von PE in innovativen Zukunftsbranchen manifestiert. Im Gegensatz zur Verhandlungsarbitrage findet hierbei jedoch kein ungerechtfertigter Vermögenstransfer vom Alteigentümer zum PE Investor statt. Der PE Investor antizipiert zukünftiges Wachstum. Die exzessive Verwendung von Fremdkapital (**Leverage**) hingegen wird insbesondere dann problematisch, wenn das verwendete Fremdkapital auf die Bilanzen des übernommenen Unternehmens abgewälzt werden kann (**Debt-push-down**). Der PE Investor tätigt die Investition mit geborgtem Kapital und versucht die Zinsen aus Mitteln des übernommenen Unternehmens zu tilgen. Auf diese Weise wird das Wachstum behindert und dem Unternehmen Kapital entzogen. In den Boomjahren von Buyout-Transaktionen zwischen 2000 und 2008 führten niedrige Fremdkapitalzinsen zu einem starken Anstieg des Fremdkapitals. Es kam teilweise zu negativen Auswirkungen auf die übernommenen Unternehmen[46], auch wenn das Gesetz Regelungen zum Schutz der Kapitalisierung von Portfoliounternehmen vorsieht.

Endogene Werttreiber resultieren aus direkter, operativer Einflussnahme auf das Portfoliounternehmen (**Value creation**). Anders als exogene Werttreiber werden Sie über den gesamten Beteiligungszeitraum eingesetzt und spiegeln eine substanzielle Wertänderung wider. Die wichtigsten endogenen Instrumente sind Umsatzsteigerung, Verbesserung der Profitabilität oder Entschuldung[47]. Dies beinhaltet

Tab. 2: Studien zu Werttreibern von PE-Fonds

AUTOR/INNEN (JAHR)	ERGEBNIS DER STUDIE
Loos, (2006)	Buyouts haben eine durchschnittliche Rendite von 78%. Endogene Werttreiber machen davon 17% und exogene Werttreiber 83% der Rendite aus.
Pindur, (2007)	Endogene Werttreiber machen 60% der Rendite aus, wobei 31% auf Umsatzwachstum, 25% auf Margenverbesserung und 4% auf kombinierte Effekte entfallen. Exogene Werttreiber in Form von Marktarbitrage erwirtschaften 17% und Finanzierungseffekte 28%.
Meerkatt, et al., (2008)	Endogene Werttreiber machen 56% der Rendite aus (46% Umsatzwachstum + 10% Margenverbesserung - 5% ergeben sich aus kombinierten Effekten). Exogene Werttreiber in Form von Marktarbitrage machen 21% aus und 23% ergeben sich aus Finanzierungseffekten.
Achleitner, et al., (2009)	Endogene Werttreiber machen ca. 50% der Wertsteigerung aus wovon 32% auf EBITDA Wachstum, 15% auf Free-Cash-flow-Effekte und ca. 3% auf eine Kombination daraus entfallen. Exogenen Werttreiber teilen sich auf in 33% Leverage und ca. 17% Marktarbitrage.
Guo, et al., (2011)	LBOs haben eine risikoadjustierte Rendite von 73%. Margen und Umsatzwachstum machen davon ca. 30%, Marktarbitrage ca. 24% und Finanzierungseffekte (Entschuldung) ca. 46% aus.
Acharya, et al., (2013)	Endogene Werttreiber belaufen sich auf 20–30% der Rendite. Exogene Werttreiber gliedern sich zu 55–35% Arbitrage und zu 25–35% Fremdkapitalhebel auf.

Quelle: Müllner (2012 :100)

beispielsweise die Entwicklung neuer Produkte sowie die Erschließung neuer Absatzmärkte im Rahmen der Internationalisierung. Aktive PE-Investoren können hierzu einen direkten Beitrag leisten, indem sie Expertise, Kapital, Netzwerke und andere Ressourcen zur Verfügung stellen (siehe auch 4.1).

Abschließend werden in Tabelle 2 ausgesuchte empirische Belege zu den einzelnen Renditekomponenten vorgestellt. Aufgrund der unterschiedlichen Stichproben (insb. hinsichtlich der Finanzierungsphase), Zeiträume und Methoden sind die Ergebnisse der einzelnen Studien nur bedingt miteinander vergleichbar. Insgesamt kommt aber hervor, dass PE-Investoren einen positiven (endogenen) Wertbeitrag auf Ebene des Unternehmens leisten, wenngleich Arbitrage und Fremdkapital ebenso wichtige Strategien darstellen.

Die restriktivere Kreditvergabe seit der Finanzkrise 2008 sowie die regulatorischen Neuerungen (Basel II + III) sollten zu einer steigenden Bedeutung der endogenen Wertschöpfung beitragen. Immerhin stellt aktive Unternehmensentwicklung das primäre Differenzierungskriterium von PE-Investoren dar. Sie ist auch bestes Argument gegen die zunehmend negative öffentliche Wahrnehmung. Zu diesem Schluss kommen auch Meerkatt, et al. (2008). Sie unterteilen in Ihrer Studie die Geschichte von PE in vier Phasen mit unterschiedlicher Schwerpunktsetzung. In den 1980er Jahren dominierte die Fremdfinanzierung. In den 1990er förderte ein boomender Börsenmarkt die Marktarbitrage. Nach der **Dotcom-Blase** versiegten die Börsen für innovative Start-ups und PE-Investoren fokussierten auf endogenes Umsatzwachstum in etablierten Branchen. Seit der Finanzkrise erwarten die Autoren eine steigende Bedeutung operativer Unternehmensentwicklung und Effizienzsteigerungen durch den PE-Investor.

Neben dem Ziel der Renditemaximierung verfolgen PE-Investoren Risikominimierungsstrategien, die abschließend noch erwähnt werde sollen. Durch Investitionen in mehrere Projekte diversifizieren Sie das Risiko Ihres Gesamtportfolios[48]. Dies hat aber auch zur Folge, dass performancestarke Unternehmen weniger erfolgreiche Beteiligungen subventionieren. Der PE-Investor befindet sich immer im Spannungsfeld zwischen Optimierung der Managementberatung durch Spezialisierung auf einzelne Unternehmen oder Branchen einerseits und der Maximierung der Diversifikation durch Streuung der Beteiligungen auf möglichst heterogene Unternehmen andererseits. Einige Studien untersuchen diese strategische Frage und kommen mehrheitlich zu dem Schluss, dass der positive Effekt der Spezialisierung überwiegt[49].

Einen ähnlichen, risikoreduzierenden Effekt hat die Syndizierung von Beteiligungen[50]. Hierbei übernehmen PE-Investoren gemeinschaftlich ein Unternehmen um das Risiko zu streuen (**Risk Sharing** Hypothese)[51]. Außerdem verbessert die gemeinschaftliche Prüfung von Unternehmen die Investitionsentscheidung (**Selection** Hypothese) und erhöht das für das Portfoliounternehmen bereitgestellte Knowhow (**Value Added Hypothese**). Aufgrund dieser zahlreichen

45 Strömberg (2008 :5).

46 Zur Entwicklung des PE-Marktes international siehe Kaplan and Stein (1993), Strömberg (2008), Lerner (2011) und Wilson, et al. (2012). Für den deutschen PE-Markt Kitzmann (2005), Frommann (2005), Weber & Nevries (2006), Knauer & Sommer (2010), Landau (2010 :6) sowie Jud (2003), Penеder, et al. (2006), Brandner, et al. (2007) und KPMG (2012) für den österreichischen PE-Markt.

47 Vgl. Achleitner, et al., (2009 :25), Berg & Gottschalg, (2003: 12).

48 Auch hier spielt Fremdkapital eine wichtige Rolle, das es dem Investor erlaubt die Anzahl der Beteiligungen zu erhöhen und so eine stärkere Diversifizierung zu erreichen.

49 Zur Frage Spezialisierung vs. Diversifikation siehe insbesondere Norton & Tenenbaum (1993), Weber (2003), Kreuter, et al. (2006), Lossen (2007), Cressy, et al. (2007) und Knill (2009).

50 Die Theorie der Syndizierung geht auf Wilson (1968) zurück.

51 Zur Funktionsweise und Motiven von Syndikaten siehe bspw. Bygrave (1988), Lockett & Wright (1999), Sorenson & Stuart (2001), Brander, et al. (2002), Seppä & Jääskeläinen (2002), Manigart, et al. (2002), Seppä (2003), Casamatta & Haritchabalet (2003), Wright & Lockett (2003), Fluck, et al. (2005 :25), Lockett, et al. (2006), Lehmann (2006), Dimov & De Clercq (2006 :219), Manigart, et al. (2006), Hochberg, et al. (2010) und Guo, et al. (2011).

Hypothesen, nehmen Syndikate in der PE Forschung eine prominente Rolle ein. Es zeigte sich, dass Syndikatsnetzwerke sehr statisch sind und somit Eintrittsbarrieren für junge PE-Investoren darstellen. Die Reputation des Fonds ist bei der Bildung von Syndikaten von großer Bedeutung. Als Nachteil von Syndikaten ist mögliches opportunistisches Verhalten innerhalb der PE-Investoren zu nennen.

Lehmann (2006) ist einer der wenigen Autoren, die die Auswirkungen von Syndizierung auf Unternehmensebene untersuchen. Er findet starke Hinweise für ein höheres Wachstum syndizierter Investments. Tian (2012) bestätigt, dass Syndizierung zusätzliche Kompetenzen einbringt und so die Innovationsfähigkeit des finanzierten Unternehmens erhöht. Andererseits finden De Clercq & Dimov (2003) und Dimov & De Clercq (2006) höhere Insolvenzraten bei syndizierten Beteiligungen. Im folgenden Kapitel wird kurz auf dieses Rendite bzw. Risikoprofil von PE-Investoren eingegangen.

3.2 EMPIRISCHE ERGEBNISSE AUF INVESTOREN-EBENE

Im Zentrum der Forschung zum Rendite- und Risikoprofil steht die Frage, ob PE-Investoren auch unter Berücksichtigung des hohen Anlagerisikos eine höhere Rendite als andere Veranlagungsformen erzielen[52]. Die Ergebnisse dieser Studien sind sehr unterschiedlich. Insbesondere große, erfahrene Fonds scheinen langfristig überdurchschnittliche Renditen erzielen zu können, während die Anlageklasse insgesamt jedoch eine schlechtere Performance als bspw. Aktienmärkte aufweist. Spätphaseninvestoren scheinen weniger volatile und höhere Renditen zu erzielen als Frühphaseninvestoren. Phalippou & Gottschalg (2009 :1774) weisen sogar eine negative, risikoadjustierte Rendite von 6% bei PE-Investoren aus. Die erzielten Renditen sind außerdem in hohem Ausmaß zyklischen Schwankungen unterworfen. Insbesondere die Börse als lukrativster aber volatiler Exit-Kanal spielt hierbei eine zentrale Rolle.

In der Regel wird PE von Anlegern zur Beimischung in Aktienportfolios verwendet. Im Hintergrund steckt die Annahme, dass PE nicht vollständig mit dem börslichen Kapitalmarkt korreliert und somit ein Diversifikationseffekt eintritt. Ebenso wichtig wie die absoluten Renditen ist somit die Korrelation von PE mit dem öffentlichen Beteiligungsmarkt (**Public equity**)[53]. Zollo & Phalippou (2005:19) attestieren dem PE Markt eine geringe Wirksamkeit in der Diversifikation bei vergleichsweise höherem firmenspezifischen Risiko. Phalippou and Gottschalg (2009) werfen der PE-Industrie sogar systematische Täuschung vor um ihr Fundraising zu erleichtern.

Mit Ausnahme der endogenen Wertschöpfung stehen die Wertschöpfungsstrategien nicht in direktem Zusammenhang mit dem finanzierten Unternehmen. Im abschließenden Kapitel soll jedoch der Fokus explizit auf die Beziehung zwischen PE Investor und Portfoliounternehmen gelegt werden.

4. PE-INVESTOREN UND PORTFOLIOUNTERNEHMEN

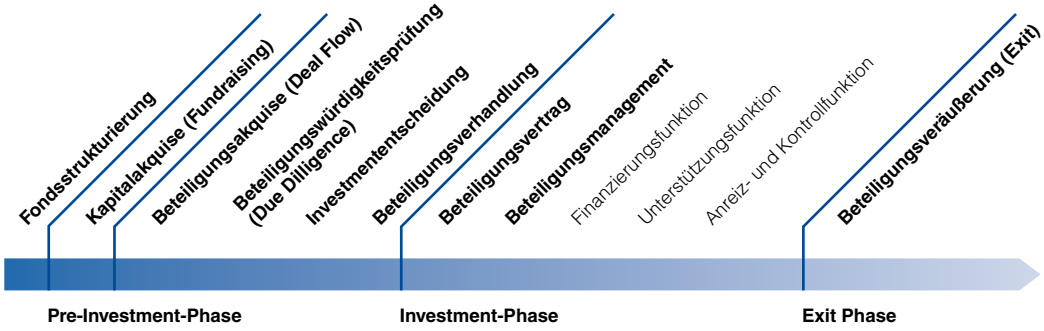
4.1 DAS PE-GESCHÄFTSMODELL

Um die Beziehung zwischen PE-Fonds und Portfoliounternehmen zu verstehen, muss das PE-Geschäftsmodell in seiner Gesamtheit berücksichtigt werden.

52 Zur Performance von PE-Fonds siehe bspw. Gompers & Lerner (2000 :282), Kaplan & Schoar (2003), Woodward & Hall (2003), Kitzmann (2005), Zollo & Phalippou (2005 :19), Gottschalg & Zipser (2006 :3), Kreuter, et al. (2006 :9), Nikoskelainen & Wright (2007 :521), Nahata (2008 :148), Woodward (2009) und Phalippou & Gottschalg (2009).

53 Siehe bspw. Bader (1996).

Abb. 5: Der PE-Fondszyklus



Quelle: Müllner (2012 :51)

Das wichtigste Instrument der Fondstrukturierung ist der Gesellschaftsvertrag zwischen Kapitalgebern und Fonds. Dieser regelt Veranlagungsvorschriften, Veräußerungsregelungen, Haftungsfragen, Organe sowie Informations- und Kontrollrechte[54]. Er bildet die Grundlage für das Einwerben von Investorengeldern (**Fundraising**) und ist für die Anreize des Fonds entscheidend, die sich in weiterer Folge auf die nachgelagerte Beziehung zum Portfoliounternehmen auswirken. Auf diese vertraglichen Anreize und ihre Konsequenzen konzentriert sich auch die Forschung zur Fondsgestaltung. Wichtig ist die Unterscheidung zwischen dem Fonds und der Managementgesellschaft, welche zumeist mehrere Fonds verwaltet. Sie erhält für die Administration des Fonds eine prozentuelle **Management Fee**. Um die Interessen zwischen Anlegern und Managementgesellschaft anzugleichen, wird diese meist direkt am Fonds beteiligt.

Außerdem werden **Carried Interest** Klauseln vereinbart, die eine bevorzugte Auszahlung an die Managementgesellschaft bei Überschreiten einer gewissen Mindestrendite vorsehen.

Das Einwerben von Kapitalzusagen stellt den zweiten Schritt des Fondszyklus dar. Kapitalzusagen werden erst im Falle einer Investition abgerufen (**Drawdown**)[55]. Die Zusammensetzung der Investorenschaft hat einen starken Einfluss auf die Entscheidungsfreiheit des Fonds[56]. So sind beispielsweise Corporate VCs weitaus flexibler in ihren Veranlagungsmöglichkeiten, da sie im Auftrag eines einzelnen Investors handeln. Forschung zum Fundraising ist spärlich, deutet aber auf eine hohe Bedeutung des **Track-Record** des Management-Teams hin[57].

54 Ausführungen zur Fondsgestaltung finden sich in Sahlman (1990 :496), Norton (1995), Gompers & Lerner (1998), Bascha & Walz (2001), Inderst & Mueller (2002), Van Osnabrugge & Robinson (2001), Zahradnik (2003 :421) und Meyer & Mathonet (2005 :36).

55 Die Drawdown Regel kann dazu führen, dass PE-Investitionen in Unternehmen mit geringem Potential fließen, wenn das nicht investieren von zugesagten Mitteln als Inkompetenz des Fonds interpretiert wird, und Fonds so höhere Risiken eingehen um Reputationsschäden zu vermeiden.

56 In Österreich sind insbesondere Banken, Versicherungsgesellschaften und Familienstiftungen von großer Bedeutung, während andere Geldquellen, wie Pensionsfonds, FoF, staatliche Institutionen nicht vorhanden oder unzulässig sind. Vgl. Peneder, et al. (2006: 54).

57 Vgl. Gompers & Lerner (1999 :28).

Mit dem Closing des Fonds beginnt die Suche nach potenziellen Beteiligungsunternehmen. Hierbei stehen PE-Investoren unterschiedliche Kanäle zur Verfügung, die sich grob in

- eigenes Netzwerk,
- Kontaktaufnahme durch ein Beteiligungsunternehmen und
- aktive Suche durch den Investor

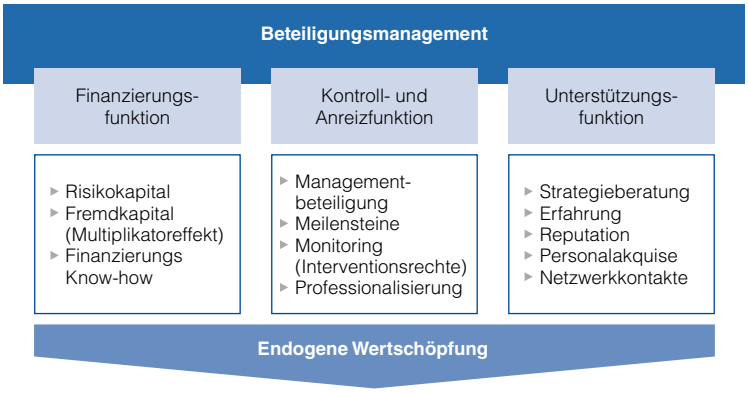
kategorisieren lassen[58]. Die proaktive Beteiligungssuche erzielt Studien zufolge die höchsten, öffentliche Ausschreibungsverfahren die niedrigsten Renditen[59]. Aus theoretischer Sicht ist in Bezug auf **Dealflow** insbesondere die Theorie der **adversen Selektion** von Akerlof (1970) zu nennen. Angewendet auf PE-Investoren besagt diese, dass vor allem unterdurchschnittliche Unternehmen PE nachfragen. Erfolgreiche Unternehmen hingegen sind nicht bereit, schwächere Unternehmen im Portfolio des Investors zu subventionieren und bevorzugen daher günstigere Finanzierungsquellen[60]. Somit entsteht eine negative bzw. adverse Selektion.

Die **Due Diligence** hat das Ziel Informationsasymmetrien zu reduzieren und bildet die Grundlage der Investitionsentscheidung. Diese war Gegenstand zahlreicher Untersuchungen[61], welche einen starken Fokus auf das Managementteam des Zielunternehmens attestieren. Es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass dieses Entscheidungskriterium übergewichtet wird. Entscheidungskriterien sind über die Finanzierungsphasen hinweg unterschiedlich (VC vs. PE i.e.S.). Auch regional bestehen Unterschiede. Ganz im Gegensatz zur Darstellung von PE-Praktikern scheint die Entscheidung weitaus weniger objektiv und bewusst zu erfolgen und mit steigender Erfahrung nicht zwangsläufig an Qualität zu gewinnen. Gründe hierfür sind überzogenes Selbstvertrauen und das Festsetzen von fixierten Denkmustern[62]. Oft vernachlässigt wird die Tatsache, dass die PE-Investition selten einseitige Entscheidung des Investors ist, sondern dass meist auch seitens der Unternehmen eine Selektion erfolgt[63].

Mit der Investitionsentscheidung beginnt die Phase der Beteiligungsverhandlung und der Unternehmensbewertung. Neben dem Problem divergierender Interessen zwischen Alteigentümer und PE Investor bestehen hierbei insbesondere bei Wachstumsunternehmen methodische Probleme[64]. Im Zentrum steht die Frage, wie und ob zukünftiges Wachstumspotenzial des Unternehmens berücksichtigt werden kann bzw. darf. Zweites strittiges Element ist der Beteiligungsvertrag. Dieser regelt Eigentümer- und Kontrollrechte[65]. In der Regel strebt ein PE-Investor nach einem kontrollierenden Mehrheitsanteil, während Alteigentümer ihrerseits einen kontrollierenden Einfluss zu bewahren versuchen. Mit erfolgreichem Abschluss des Beteiligungsvertrages folgt die rechtliche und wirtschaftliche Akquisition. Hierbei verwenden PE-Investoren zur steuer- und haftungsrechtlichen Optimierung komplizierte Übernahmestrukturen[66]. Eine typische Spätphasen-Finanzierungsstruktur umfasst 35% Eigenkapital, 15% Mezzaninkapital und 50% Fremdkapital[67].

58 Vgl. Betsch, et al. (2000 :119).
59 Vgl. Kreuter, et al. (2006 :7).
60 Zu adverser Selektion seitens der Unternehmen siehe auch Amit, et al. (1990), Houben (2002) und Cumming (2006).
61 Zur Investitionsentscheidung siehe auch Tyebjee & Bruno (1984), MacMillan, et al. (1985), Robinson (1987), Amit, et al. (1990), Dixon (1991), Hall & Hofer (1993), Fried & Hisrich (1994), Rah, et al. (1994 :522), Knight (1994), Wright & Robbie (1996), Muzyka, et al. (1996), Manigart, et al. (1997), Shepherd & Zacharakis (1999), Manigart, et al. (2000), Zacharakis & Meyer (2000), Brettel (2001), Eisele, et al. (2002), Lockett, et al. (2002), Baum & Silverman (2004), Boué (2005), Franke, et al. (2006) und Zacharakis, et al. (2007).
62 Vgl. Zacharakis & Meyer (1998 :72), Shepherd (1999), Zacharakis & Shepherd (2001), Mainprize, et al. (2003) und Shepherd, et al. (2003).
63 Vgl. Amit, et al. (1990), Müllner (2012 :323).
64 Zur Bewertung von Wachstumsunternehmen siehe auch Schwetzler & Piehler, (2002), Hendel (2003), Dolezych (2003), Achleitner & Nathusius (2004), Walter (2004), Schönbauer (2005), Gleißner & Schaller (2008). Zugleich ist, wie im vorangegangenen Kapitel gezeigt Verhandlungsarbitrage ein wichtiger exogener Renditehebel für den PE-Investor (Kapitel 3.1).
65 Siehe bspw. Brinkrolf (2002 :191), Wöss & Helm (2003 :329), Kaplan & Strömberg (2004), Haagen (2008) und (Strömberg, 2009).
66 Die umfassendste Darstellung von Übernahmestrukturen findet sich in Steinhart (2010 :80).
67 Vgl. Brettel, et al. (2008 :74).

Abb. 6: Das Beteiligungsmanagement von PE Investoren



Mit der Akquisition des Unternehmens folgt die längste Phase des Beteiligungsprozess: das Beteiligungsmanagement. Diese Phase ist zugleich für die endogene Wertschöpfung entscheidend. Dementsprechend untersuchen zahlreiche wissenschaftliche Beiträge das Beteiligungsmanagement von PE-Fonds und die Auswirkungen auf das Unternehmen[68]. Besonders hervorzuheben sind hierbei die umfassenden Arbeiten aus dem deutschsprachigen Raum von Schefczyk (2000), Meier (2006) sowie Gietl (2010). Unter PE-Investoren bestehen beträchtliche Unterschiede in Bezug auf die Intensität der Managementunterstützung (**Hands-off und Hands-on Investoren**). Kaplan und Strömberg (2004 .2177) vermuten Unterschiede nach dem Grad der Eigenkapitalbeteiligung und Bottazzi, et al. (2008) untersuchen eine Vielzahl an Humankapital, organisations- und vertragsbezogenen Determinanten des Beteiligungsmanagements. Sie zeigen, dass vorallem erfahrene Fonds einen aktiveren Managementstil pflegen und Mehrheitsinvestoren eine höhere Intensität des Beteiligungsmanagement aufweisen[69]. Das Beteiligungsmanagement erfüllt grob drei Funktionen, die in Abbildung 6 zusammengefasst sind[70]:

Offensichtlichste Aufgabe ist die Bereitstellung von Risikokapital. PEs füllen, wie öffentliche Förderungen, eine Finanzierungslücke, wenn aufgrund hoher Informationsasymmetrien Marktversagen entsteht[71]. In der Studie von Peneder, et al. (2006) gaben beispielsweise 64% der österreichischen Unternehmen an, dass eine Finanzierung durch andere Quellen nicht möglich gewesen wäre. Das zusätzliche Eigenkapital und die Reputation des PE-Investors ermöglichen weitere Folgefinanzierungen (Multiplikator- und Zertifikationseffekt)[72].

68 Zur Managementunterstützung siehe beispielsweise Gorman and Sahlman (1989), MacMillan, et al. (1989), Rosenstein, et al. (1990), Sapienza (1992 :15), Ehrlich, et al. (1994 :68), Brinkrolf (2002), Kaplan & Strömberg (2004 :2194), Hofer (2005), Meier, et al. (2006), Sorensen (2007 :2725) und Gietl, et al. (2008).

69 Siehe bspw. Bottazzi, et al. (2008 :511), Kranz (2008 :198).

70 Vgl. Müllner (2012 :163).71 Vgl. Gietl, et al. (2008 :39), Peneder (2006 :15). Theoretische Begründungen von PE als Finanzintermediäre liefern Chan (1983); Swee-Sum (1991), Amit, et al. (1998 :441), Reid (1999), Bigus (2002) und Bigus (2003).

72 Unterschiedliche positive Zertifikationseffekte wurden beispielsweise in folgenden Studien nachgewiesen Megginson & Weiss (1991 :881), Lin & Smith (1998 :241), Engel (2001 :1), Bottazzi & Da Rin (2002 :254), Folte & Janney (2002 :238), Gulati & Higgins (2003 :131), Chang (2004 :724) und Bessler & Seim (2011 :9).

Außerdem bringt der Investor Finanzierungs-Know-how in das Portfoliounternehmen ein.

Im Rahmen der Kontroll- und Anreizfunktion schaffen PE-Investoren wachstumsorientierte **Governance** Strukturen[73]. Zu den Instrumenten gehören positive Anreize wie die Beteiligung des Managements am Unternehmenserfolg, aber auch negative bzw. korrektive Bestimmungen, wie etwa Zustimmungsvorbehalte, Mitveräußerungspflichten, die Vertretung im Aufsichtsrat, oder das Binden der Finanzierung an operative Meilensteine (**Staging**)[74].

PE-Investoren betreiben ein sehr intensives Monitoring. Studien hierzu kommen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Während MacMillan, et al. (1989) und Geidner (2009 :220) positive Effekte auf die Unternehmen finden, kommen Wijbenga, et al. (2007) zu dem Schluss, dass exzessives Reporting die Unternehmen in ihrem Wachstum behindern kann. Andere Autoren zeigen, dass durch die Einführung von wertorientiertem Controlling eine Professionalisierung in dem Unternehmen erfolgt[75].

Die letzte Funktion ist die Unterstützungs- oder **Value-Added-Services** Funktion[76]. Hierunter werden alle weiteren Beiträge wie Humankapital, Know-how, Netzwerke und Reputation zusammengefasst[77]. Empirische Ergebnisse zum Reputationseffekt sind ambivalent. Während in US amerikanischen und britischen Studien überwiegend positive Reputationswirkungen von Übernahmen durch PE-Investoren attestiert werden, sind Studien aus weniger kapitalmarkt-orientierten Ländern wie Deutschland und Österreich weitaus kritischer und finden sogar Anzeichen negativer Reputationseffekte auf die akquirierten Unternehmen[78].

Die endogene Wertschöpfung endet mit der Veräußerung des Portfoliounternehmens (**Exit**). Der Wertschöpfungsprozess nähert sich dem Ende der **J-Curve**. Der PE-Investor kann jedoch noch durch eine vorteilhafte Exit-Bewertung exogene Rendite erwirtschaften.

Tabelle 3 fasst die unterschiedlichen Exit-Kanäle und deren Vor- und Nachteile für die Beteiligten zusammen. Als lukrativster Exit-Kanal gilt der Börsengang. In einigen Studien wurde untersucht, inwiefern die Beteiligung eines PE-Investors einen positiven Effekt auf den Emissionserlös hat (**Certification effect**) und inwiefern PE-Investoren deshalb dazu verleitet sind Unternehmen zu früh und ungerechtfertigter Weise an die Börse zu bringen (**Grandstanding**)[79].

73 Vgl. Bernegger & Haimerger (2003 :205), Ernst (2010 :21).

74 Die Literatur zur Gestaltung von Beteiligungsverträgen ist reichhaltig. Zur Beteiligung des Managements siehe beispielsweise Thompson, et al. (1992 :413), Phan & Hill (1995 :732), EVCA (2002 :14), Bruton, et al. (2002 :716), Weir, et al. (2005 :909), Leslie & Oyer (2008 :18), Geidner (2009 :244), Brettel, et al. (2008 :74) und Acharya, et al. (2013). Zur Vertretung im Aufsichtsrat siehe insbesondere Rosenstein (1988), Rosenstein, et al. (1990), Rosenstein, et al. (1993), Bygrave & Timmons (1992) und Barry (1994). Zur stufenweisen Finanzierung siehe Admati & Pfleiderer (1994 :390), Gompers (1995), Bergemann & Hege (1998), Darwin (1999), Cornelli & Yosha (2000), Birmingham, et al. (2002), Kockesen & Ozerturk (2002), Wöss & Helm (2003 :329), Bigus (2006), Krohmer, et al. (2009 :1598) und Hsu (2011).

75 Siehe bspw. Bruining & Wright (2002 :165), Hellmann & Puri (2002); Pfeifer (2008), Gietl, et al. (2008 :44), Landau (2010 :154).

76 Vgl. Busenitz, et al. (2004 :787).

77 Siehe bspw. MacMillan, et al. (1989), Wiersema & Liebeskind (1995), Shepherd & Zacharakis (2002), Shepherd, et al. (2003), Zahra, et al. (2007), Gietl, et al. (2008), Fernhaber & McDougall-Covin (2009) und Landau (2010 :252).

78 Siehe bspw. Desbrières & Schatt (2002) und Achleitner, et al. (2008), Müllner (2012 :215).

79 Siehe bspw. Megginson & Weiss (1991), Gompers (1996 :134), Peggy & Sunil (2004) und Jelic, et al. (2005).

Tab. 3: Exit-Kanäle, Vor- und Nachteile

	TRADE SALE	IPO	SECONDARY SALE	BUY BACK
Vorteile für PE-Investor	▸ rasch ▸ kostengünstig ▸ keine Mindestgröße ▸ strategische Prämie	▸ Rendite ▸ positive Publizität ▸ flexible Abschichtung der Anteile	▸ schnelle Abwicklung	▸ schnelle Abwicklung
Vorteile für PU	▸ Synergieeffekte ▸ *Know-how* Zugang	▸ Altgesellschafter verbleiben ▸ kein Entzug von Liquidität ▸ Zugang zu Folgekapital ▸ Publizität	▸ geringe Veränderung für PU	▸ geringe Veränderung für PU ▸ Geringe Kosten
Nachteile für PU	▸ erhöhte Abhängigkeit ▸ *Drag-along* Klauseln ▸ Integrationsaufwand	▸ Aktienkursabhängigkeit ▸ Mitspracherechte ▸ Anteilsverwässerung ▸ hohe Kosten und Anforderungen insb. Rechnungslegung	▸ kein Synergieeffekte	▸ finanziell oft nicht bewältigbar
Nachteile für PE-Investor	▸ geringer Bieterwettbewerb ▸ aufwendige Bewertung und Verhandlung ▸ Garantien für Käufer	▸ Börsenklima abhängig ▸ Lock-up Periode ▸ Zulassungskriterien ▸ administrativer Aufwand	▸ geringe Rendite ▸ keine strategische Prämie	▸ geringe Rendite

Quelle: Müllner (2012 :78) in Anlehnung an Khinast-Sittenthaler (2003 :272) und EVCA (2009 :81)

In den vergangenen Jahren hat sich insbesondere der Markt für **Secondary Buyouts** zu einem der wichtigsten Exit-Kanäle entwickelt. Hierbei wird das Unternehmen an einen anderen PE-Investor veräußert. Dies geht mit einer Verringerung der exogenen Wertschöpfung einher, da es sich auch auf Käuferseite um professionelle Fonds handelt, die den Spielraum für Verhandlungsarbitrage verringern. Im abschließenden Kapitel sollen empirische Ergebnisse zu den Auswirkungen von PE auf Unternehmensebene aufbereitet werden.

4.2 EMPIRISCHE ERGEBNISSE AUF UNTERNEHMENSEBENE

Der Nachweis eines „Investor-Effektes" auf Ebene einzelner Beteiligungen ist methodologisch schwieriger, als man vermuten mag. Kommerzielle Studien bedienen sich zumeist eines einfachen Vergleichs PE finanzierter Unternehmen mit der jeweiligen Branche oder gar der Gesamtwirtschaft. Dies lässt aber noch keinen zulässigen Kausalitätsschluss zu, wenn man bedenkt, dass PE-Investoren gezielt nach Wachstumsunternehmen suchen. Ein erhöhtes Wachstum von PE-finanzierten Unternehmen könnte daher ebenso gut auf Basis einer geglückten Auswahl überdurchschnittlicher Unternehmen zustande kommen. In diesem Falle hätte der PE-Investor selbst keine positive Auswirkung auf das Unternehmen. Streng genommen könnten PE-Investoren sogar einen negativen Effekt auf ihre Portfoliounternehmen haben und wegen ihrer

Selektion dennoch das Branchenmittel in Bezug auf Wachstum übertreffen. In der Statistik wird dieser Effekt auch **Endogenität** genannt[80].

Ein eindeutiger Nachweis kann nur durch die Verwendung von zwei unabhängigen Zufallsstichproben erfolgen, wie dies in medizinischen Studien üblich ist. Eine Gruppe fungiert als Kontrollgruppe (ohne PE) und eine andere als Untersuchungsgruppe (mit PE). Da ein derartiges Experiment zu PE nicht möglich ist, bedienen sich wissenschaftliche Studien statistischer Mittel gegen die Endogenität. PE-finanzierten Unternehmen werden ex-post möglichst ähnliche Unternehmen als Kontrollgruppe zugeordnet (**Matched Sample Studien**)[81]. Die verbleibende Unterschiedlichkeit wird dann statistisch in der Auswertung berücksichtigt. Wächst beispielsweise ein PE Unternehmen schon vor Einstieg des Investors schneller als sein Vergleichsunternehmen, oder hat es höhere Investitionen in Forschung und Entwicklung, wird dies berücksichtigt.

Die Ergebnisse derartiger Studien unterscheiden sich nach Finanzierungsphasen. Insgesamt attestieren sie jedoch beiden Segmenten (VC und PE i.e.S.) positive Auswirkungen auf die Profitabilität, den Umsatz und Innovationsfähigkeit der finanzierten Unternehmen[82]. Die Ergebnisse hinsichtlich des Beschäftigungswachstums sind insbesondere bei Spätphasenfinanzierungen gespalten.

Wie bereits erwähnt, attestiert eine Reihe weiterer Studien auch andere Wertbeiträge, wie etwa die Professionalisierung des Managements[83], Netzwerk- und Humankapital[84], Renumeration des Managements[85], Wahrscheinlichkeit und Erfolg eines Börsengangs[86], Forschungsausgaben[87], Steueraufkommen[88] sowie Lerneffekte aus der Zusammenarbeit mit Investoren[89] und Krisenresistenz[90]. Insgesamt spricht daher alles für einen positiven Wertbeitrag von PE-Investoren, auch wenn eine erfolgreiche Auswahl der Unternehmen berücksichtigt wird. Dies trifft auch auf die beiden einzigen **Matched Sample Studien** zum österreichischen PE-Markt von Peneder, et al. (2006) und Müllner (2012) zu.

80 Vgl. Peneder, et al. (2006 :19).
81 Eine detaillierte Übersicht über die einzelnen Studien, Methoden und Ergebnisse findet sich in Müllner (2012 : 39).
82 Zu den wichtigsten Studien im Spätphasen Segment zählen Kaplan (1989), Lichtenberg & Siegel (1990), Liebeskind, et al. (1992), Harris, et al. (2005), Loos (2006), Davis, et al. (2008), Wright, et al. (2009), Bruton, et al. (2010), Lerner, et al. (2011), Guo, et al. (2011) und Acharya, et al. (2013). Im Frühphasenbereich sind Brav & Gompers (1997), Kortum & Lerner (2000), Tykvová (2000), Engel (2002), Engel & Keilbach (2002) und Bottazzi & Da Rin (2002) zu nennen.
83 Siehe bspw. Ehrlich, et al. (1994), Hellmann & Puri (2002).
84 Siehe bspw. Shane & Cable (2002), De Clercq & Sapienza (2006), Zahra, et al. (2007), Lindsey (2008) und Fernhaber & McDougall-Covin (2009).
85 Vgl. Wright, et al. (2009).
86 Vgl. Barry, et al. (1990), Megginson & Weiss (1991).
87 Vgl. Smith (1990).
88 Vgl. Long & Ravenscraft (1993).
89 Vgl. Barney, et al. (1996), De Clercq & Sapienza (2002).
90 Vgl. Tykvová & Borell (2012).

5. CONCLUSIO

5.1 THEORETISCHER HINTERGRUND ZUR PE-FORSCHUNG

Die Forschung zu PE ist reichhaltig. Sie behandelt unterschiedlichste Themenfelder, von der Auswahl der Beteiligungsunternehmen bis hin zur Dynamik der Beziehung zwischen Fonds und Unternehmen. Die Fragestellungen sind weiterhin stark praxisgetrieben.

Theoretisch nimmt insbesondere die Agency Theorie eine dominante Rolle ein. Im Zentrum steht hierbei die Frage, wie die Interessen der unterschiedlichen Akteure in eine effiziente Anreiz- bzw. Kontrollstruktur (**Governance**) gebettet werden können. Andere Studien legen den Fokus weniger auf das Verhalten der Akteure, sondern auf deren Ressourcen und der daraus resultierenden Wertschöpfung am Unternehmen (**Resource-based-view**). Finanzierungstheoretische Beiträge untersuchen hingegen zumeist die erwirtschaftete Rendite. Sie zerlegen diese in ihre Bestandteile und stellen sie dem erhöhten Risiko von PE als Anlageform gegenüber.

Die Komplexität des PE-Geschäftes macht diese theoretische Vielfalt notwendig. Gleichzeitig ist die Segmentierung eine der bestehenden Schwächen der PE-Forschung und verhindert ein umfassendes Gesamtbild[91]. Besonders stark zu beobachten ist dies an der anhaltenden Trennung von **Entrepreneurship** geprägter VC Forschung einerseits und der Forschung zu Spätphasenfinanzierung (PE i.e.S.) andererseits.

91 Vgl. Müllner (2012).

Königsdisziplin der PE-Forschung ist weiterhin die Impactforschung, also die Frage, ob und welche Auswirkungen PE-Investoren auf Ebene des Portfoliounternehmens haben. Wenngleich schwerwiegende methodische Probleme eine definitive Aussage erschweren, sieht die Forschung den Impact von PE-Investoren weitaus positiver, als es die hitzige Debatte vermuten lässt.

5.2 ERGEBNISSE DER PE-FORSCHUNG

60 Jahre PE-Forschung brachten einige wichtige Erkenntnisse über die endogene und exogene Wertschöpfung von PE-Investoren. Erstere steht im Einklang mit den Interessen der finanzierten Unternehmen und trägt zu deren Wachstum der Unternehmen bei. Letztere hat keine Auswirkungen auf die Unternehmen und kann teilweise sogar mit deren Interessen in Konflikt stehen. So stellt Verhandlungsarbitrage beim Einstieg beispielsweise eine Umverteilung von Vermögen vom Alteigentümer auf PE-Investor dar. Auch die Verwendung von übermäßigem Fremdkapital kann bei unzureichendem Schutz der Bilanz des Unternehmens negative Auswirkungen auf das Unternehmen haben. Kapitalsuchende sollten sich bewusst sein, dass durch das Geschäftsmodell von PE-Investoren eine indirekte Subventionierung zwischen den Unternehmen im Portfolio stattfindet. Der PE-Investor rechnet mit Ausfällen und preist diese in seinen Renditeforderungen ein.

Neben den Renditetreibern gibt es zahlreiche empirische Studien zum Risikoverhalten von PE-Investoren, insbesondere hinsichtlich der Portfoliodiversifikation. Auch hier tun sich im Geschäftsmodell von PE interessante Spannungsfelder auf. So beispielsweise zwischen Spezialisierung und Diversifikation als Investmentstrategie eines PE-Fonds. Ähnlich verhält es sich auch mit der Syndizierung von Beteiligungen durch mehrere Fonds. Diese kann einerseits zur Risikoreduktion beitragen oder Zugang zu komplementären Ressourcen schaffen. Sie beinhaltet aber andererseits Opportunitätskosten und zusätzliche Risiken. Insgesamt deuten die Ergebnisse der Forschung darauf hin, dass Spezialisierung und aktive

Managementunterstützung für Portfoliounternehmen und Investor vorteilhafter sind als Diversifizierung und Laissez-faire Management.

Eine besondere Stellung nimmt die Forschung zur Investitionsentscheidung von PE-Investoren ein. Viele der Ergebnisse widersprechen weit verbreiteten Annahmen. Trotz der umfangreichen Prüfung der Unternehmen im Rahmen der Due Diligence scheint die eigentliche Entscheidung weniger objektiv und fundiert zu erfolgen als oft dargestellt. Außerdem scheint sie mit Erfahrung nicht zwangsläufig besser, sondern eher rigider und somit schlechter zu werden.

Ebenso reichhaltig ist die Forschung zur Beziehung zwischen PE-Investor und Portfoliounternehmen. Im Zentrum der Betrachtung steht die Managementunterstützung, die PE-Investoren von passiven Investorenklassen unterscheidet. Entgegen der zunehmend negativen öffentlichen Wahrnehmung sind die Forschungsergebnisse zu den Auswirkungen von PE-Investoren auf Unternehmen überwiegend positiv. So wurden positive Effekte auf Profitabilität, Umsatzwachstum, Innovation und Internationalisierung attestiert. Nur in vereinzelten Marktsegmenten finden sich Anzeichen von statistisch signifikanten negativen Effekten, insbesondere auf die Beschäftigung. Anzumerken ist hierbei aber auch, dass zwischen Fonds gravierende Unterschiede hinsichtlich der Wertschöpfungsstrategien und somit hinsichtlich des Wertbeitrags auf Ebene des Portfoliounternehmens bestehen.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht sind PE-Investoren daher dem Wohlstand durchaus förderlich. Sie schaffen im Idealfall Wert am Unternehmen (Mehrwertfunktion). Sie verteilen Risikokapital (Finanzierungsfunktion) in innovative Betriebe (Selektionsfunktion) und treiben somit Unternehmertum, Innovation und Strukturwandel voran (vgl. Peneder, et al. (2006 :5)).

Eine von den Auswirkungen unabhängige und von der Forschung nicht zu beantwortende Frage ist jene der Verteilungsgerechtigkeit der Wertschöpfung zwischen den zahlreichen Akteure. Diese normative Aufgabe kommt der Politik zu. Das vorliegende Fallstudienbuch soll einen Einblick in die Vielfältigkeit des PE-Geschäftes vermitteln. Alleine aufgrund der Erzählperspektive aus Sicht des PE-Investors entsteht hierbei ein unausgeglichenes Bild. Es ist daher für den kritischen Leser wichtig, die anderen **Stakeholder** in seiner eigenen Interpretation miteinzubeziehen.

CASE STUDIES

EINFÜHRUNG IN DEN CASE STUDY TEIL

O. UNIV. PROF. DR. REINHARD MOSER

Einführung in den Case Study Teil

1. EINLEITUNG

Korrespondierend zur grundlegenden Auseinandersetzung mit Venture Capital/Private Equity als Instrument der Wachstumsfinanzierung, zur internationalen Betrachtung bzw. nationalen Implikationen und zur Beleuchtung des Private Equity-Phänomens aus theoretischer und empirischer Sicht ist der zweite Teil des Bandes fünf konkreten Unternehmens-Fallstudien gewidmet. Diese Fallstudien sind dazu angelegt,

- die Ausführungen im Grundlagen-Teil zu ergänzen und zu illustrieren,
- aktuelles Material für den Einsatz im Unterricht zu generieren sowie
- anhand von konkreten Fragestellungen eine erweiterte Diskussion über die betriebswirtschaftlich relevanten Themen zu initiieren.

Diese Einführung enthält nach einem kurzen Statement zum Einsatz von Unternehmens-Fallstudien in der Betriebswirtschaftslehre (2.) einen Überblick über die hinter allen Cases stehende gemeinsame Aufbaulogik (3.) sowie eine verdichtete Aussage zur Positionierung der fünf Fallstudien (4.), die sowohl das angesteuerte Lernziel, als auch die Einordnung in das Phänomen Private Equity thematisiert.

2. EINSATZ VON UNTERNEHMENS-FALLSTUDIEN IN DER BETRIEBSWIRTSCHAFTSLEHRE

Die Fallstudien-Methode zählt zu den diskursiven Unterrichtsmethoden, wobei die Teilnehmerinnen und Teilnehmer an konkret vorgegebenen Entscheidungssituationen aus der Praxis Strukturierungs- und Problemlösungskompetenzen erwerben. „A case is a description of an actual situation, commonly involving a decision, a challenge, an opportunity, a problem or an issue faced by a person or persons in an organization. The case requires the reader to step figuratively into the position of a particular decision maker."[92]

Während der Einsatz der Fallstudien-Methode im juristischen Bereich eine lange Tradition aufweist, ist ihr Einsatz in der betriebswirtschaftlichen Ausbildung deutlich jüngerer Natur. Oftmals verbunden mit den Cases, die an der Harvard Business School als Ausbildungsinstrument früh Einsatz gefunden haben, geht es heute darum, im Wege von „teaching cases"[93] zusätzlich zu klassischen Ausbildungsbausteinen im Rahmen der Hochschul-Lehre die Problemorientierung und die Entscheidungskompetenz der Auszubildenden zu schärfen. Dass dies in unterschiedlicher Ausprägung erfolgt, wenn es um Studierende auf der einen Seite bzw. um postgraduale Programme zur Manager-Aus- und Weiterbildung geht, ist dabei stets zu beachten.

Studierende lernen im Rahmen ihres (ersten) Hochschulabschlusses, angeleitet von ihren Lehrerinnen bzw. Lehrern, in aller Regel ohne eigene praktische Führungserfahrung erstmals aus der Sicht des Entscheidungsträgers in einem Unternehmen zu agieren und eine akzeptable Problemlösung zu erarbeiten. Dabei ist gar nicht die Lösung selbst als an vorderster Stelle rangierendes didaktisches Ziel anzusehen, sondern das strukturierte und analytische Herangehen an ein konkretes betriebswirtschaftliches Problem steht im Mittelpunkt.

Hingegen zieht sich die Trainerin bzw. der Trainer im Rahmen des Einsatzes von Unternehmens-Fallstudien in der postgradualen Ausbildung weitgehend auf die Rolle einer Moderatorin bzw.

92 Leenders, M.R.; Mauffette-Leenders, L.A.; Erskine, J.A.: writing cases, 4. Aufl., London, Ontario, Canada (Ivey Publishing) 2001, S. 3.

93 Im Unterschied zu den im vorliegenden Band im Mittelpunkt stehenden „teaching cases" handelt es sich bei den sgn. „research cases" um eine explorative Methode der qualitativen Forschung, die in der Regel auf die Hypothesen-Generierung abzielt. Typische Vertreter der Research Case Study-Methode sind Eisenhardt (1989a) und Yin (2009).

eines Moderators zurück, während die teilnehmenden Managerinnen und Manager selber und in gegenseitigem Austausch aktiv in die Lernprozesse integriert werden. Ziel ist es hier, in aller Regel unter Zeitdruck zu einer vertretbaren Entscheidung zu gelangen, wobei der Erwerb von Problemlösungskompetenzen ein essentielles didaktisches Ausbildungsmerkmal darstellt.

In beiden Settings ist es heute üblich, die grundlegende Fallstudien-Didaktik durch das Einbeziehen von interaktiven Inhalten, durch die Integration zeitgemäßer Kommunikationsmedien, durch die persönliche Präsenz von im Fallbeispiel involvierten Consultants, Finanzdienstleistern oder technischen Expertinnen bzw. Experten oder – in speziellen Situationen – durch Exkursions-Veranstaltungen zu den in den Fallstudien behandelten Unternehmen aufzuladen. Eine derartige didaktische Akzentuierung erhöht nicht nur das Engagement der Teilnehmer/innen, sondern führt in aller Regel auch zu einer nachhaltigen Verankerung der erlernten Problemlösungs-Instrumente für zukünftige Entscheidungssituationen.

Bisweilen findet sich in der Literatur eine Abgrenzung zwischen den klassischen, aus der deutschsprachigen Betriebswirtschaftslehre stammenden Unternehmens-Fallstudien und den primär auf Entscheidungstraining ausgerichteten Cases nach dem Muster der Harvard Business School. In vielen Fällen sind die Grenzen aber mittlerweile verschwommen, weil Eigenschaften beider Ausprägungen oftmals kombiniert werden, wie das auch im vorliegenden Fallstudien-Teil geschieht: Der klassischen Fallstudie entspricht beispielsweise die ausführliche und mit vielen Details angereicherte Beschreibung der Ausgangssituation, während die in jeder Fallstudie eingebaute Fragen-Batterie auf Einzelprobleme abstellt und im Sinne von „Harvard Business Cases" auf das Treffen von Entscheidungen abzielt. Stets repliziert hier die Lehre die Praxis, jedoch angereichert durch vorher erworbenes Wissen im Rahmen der Ausbildung oder durch Erfahrungen aus praktischer Management-Verantwortung.

„A standard technique of teaching in management and business studies, the case study is a simulation of a real-life situation in which the experience is second-hand and condensed. Case studies allow problems to be studied in a complex form, including elements of real-life events perhaps impossible to reproduce in the classroom. The main virtue of case studies is the way in which they can efficiently integrate a wide diversity of subject matter."[94]

3. GEMEINSAME AUFBAULOGIK DER FÜNF UNTERNEHMENS-FALLSTUDIEN IN DIESEM BAND

Vor dem Hintergrund einer über mehr als ein Jahrzehnt vom Institut für Betriebswirtschaftslehre des Außenhandels der Wirtschaftsuniversität Wien gemeinsam mit Global Equity Partners angebotenen, Fallstudien-basierten Lehrveranstaltung, die mit einem Preis für „exzellente Lehre" ausgezeichnet worden ist, werden im folgenden Fallstudien-Teil fünf der verwendeten Unternehmens-Fallstudien mit Bezug zu Venture Capital/Private Equity präsentiert. Die Auswahl der Fallstudien erfolgte dabei nach dem Gesichtspunkt der Streuung über wesentliche Aspekte des Einsatzes von Venture Capital/Private Equity: Ausgehend von den typischerweise dem Venture Capital zugeordneten Bereichen einer Start-up-Finanzierung bzw. einer Expansionsfinanzierung reicht das Spektrum über das Meistern einer Turnaround-Situation und bis hin zur Unternehmensinternationalisierung und inkludiert auch im Sinne der Vollständigkeit ein missglücktes Investment.

94 Jaques, D.; Salmon, G.: Learning in Groups, 4. Aufl., London (Routledge) 2007, S. 146.

EINFÜHRUNG IN DEN CASE STUDY TEIL

Die enge Kooperation mit Global Equity Partners erlaubt es, einerseits aktuelle und zeitnah positionierte Fallbeispiele zu präsentieren, gleichzeitig aber auch auf eine Anonymisierung bei den Fallbeispielen zu verzichten, was nach allen Erfahrungen in den Lehrveranstaltungen an der Wirtschaftsuniversität Wien die Motivation bei den Teilnehmerinnen und Teilnehmern stets stark erhöht hat und nun wohl auch in der schriftlichen Fassung zusätzliche Aufmerksamkeit zu attrahieren vermag. Unterschiedliche Tiefe bei den deskriptiven Teilen der Fallstudien ermöglicht ihren Einsatz sowohl für Studierende auf Hochschulniveau, als auch für postgraduale Ausbildungsaktivitäten bereits erfahrener Manager.

Vom Grundgedanken her einer chronologischen Aufbereitung folgend, wurde bei allen fünf Unternehmens-Fallstudien folgende Aufbaulogik durchgehalten:

- In einer kurzen Einleitung erfolgt die Positionierung des konkreten Fallbeispiels.

- Eine – teilweise umfassend auch technische Aspekte mit einschließende – Beschreibung der Ausgangssituation geht auf die Historie des Unternehmens ein, konkretisiert das zugrunde liegende Geschäftsmodell und mündet in eine Stärken-Schwächen-Analyse zum Zeitpunkt der Eintrittsentscheidung für den Private Equity-Investor.

- Auf Basis dieses Informationsstandes werden sodann Fragestellungen formuliert, die als Aufgabenstellungen für die Diskussion in einer Fallstudien-orientierten Lehrveranstaltung dienen können und teilweise auch Anregungen für zusätzlich erforderliche Recherche-Schritte enthalten.

- Schließlich wird zur Abrundung die tatsächliche Entwicklung, die das Unternehmen ab der Entscheidung, Private Equity einzusetzen, genommen hat, bis in die Gegenwart nachgezeichnet. In einem ersten Bericht geht es um die am Beginn des Einstiegs des Private Equity-Investors stehenden Auktions- bzw. Verhandlungsprozesse, wobei auch wesentliche Themen der Due Diligence-Phase angesprochen werden. Aussagen zur Management-Phase betrachten schließlich die Entwicklung des Unternehmens bis in die Gegenwart, wobei im Falle eines durchgeführten Exits ebenfalls ein kurzer Abriss zur aktuellen Situation des betrachteten Unternehmens angefügt wird.

- Am Ende jedes Unternehmens-Fallbeispiels stehen in verdichteter Form wesentliche Erkenntnisse (im Sinne von lessons learned) bzw. finden sich Aussagen zu möglichen Zukunftsperspektiven.

4. POSITIONIERUNG DER FÜNF UNTERNEHMENS-FALLSTUDIEN

In einem überblicksartigen Vorspann erfolgt die Positionierung der fünf Unternehmens-Fallstudien mit einem Blick auf die inhaltliche Schwerpunktsetzung, auf die angestrebten Lernziele und auf sich an Hand des präsentierten Falles anbietende, weiterführende Diskussionsthemen.

Case Study 1 – Die bwin AG

– **Inhaltliche Schwerpunktsetzung: Start-up Finanzierung**
Wie bereits der Titelzusatz zur Unternehmens-Fallstudie bwin AG „Vom Start-up zum Global Player – Die Liberalisierungs- und Technologiechancen im Glücksspielbereich“ zeigt, handelt es sich hier um ein ganz spezifisches Segment von Dienstleistungsangeboten mit zwei Triebkräften: Ende des letzten Jahrtausends herrschte in vielen Ländern eine klare Tendenz zur Liberalisierung im Glücksspielbereich und gleichzeitig

ermöglichte das Internet die Etablierung neuer Geschäftsmodelle.

Diese Marktchance galt es als First-Mover zu nützen, was – dem Konzept einer Seed-Finanzierung folgend – durch den Einstieg der Global Equity Partners und des Top-Managements als Mitunternehmer in ein 1997 gegründetes Start-up-Unternehmen realisiert worden ist. Eine aggressive Expansionspolitik vervielfachte Umsatz und Rohertrag, wobei – dem Konzept eines „born global" folgend – geographisch rasch neben Österreich Deutschland, Italien und Schweden bearbeitet wurden und das Wachstum laufend in neue Märkte vorangetrieben worden ist. Dies ermöglichte eine Fixkostendegression enormen Ausmaßes bei einer fast unbegrenzten Skalierbarkeit des Geschäftsmodells.
Zur Finanzierung der für Wettprodukte auf höchstem technischen und inhaltlichen Niveau erforderlichen Software-Entwicklung, zur Etablierung einer zugkräftigen Marke und zur weiteren Expansion erfolgte im Jahr 2000 der äußerst erfolgreiche Börsengang von bwin, bei dem die Managementunterstützung durch den Private Equity-Investor einen entscheidenden Erfolgsfaktor dargestellt hat. In einem zu dieser Zeit äußerst positiven Börsenumfeld wurde ein überzeugendes Geschäftsmodell mit einer ansprechenden Investment-Story, die Aktienkäufer an das enorme Wachstumspotential des Unternehmens glauben ließ, präsentiert. Im Jahr 2005 entschlossen sich die Venture Capital-Investoren trotz positiver Zukunftsaussichten des börsennotierten Unternehmens zu einem Exit und verkauften ihre bwin Aktien.

– **Lernziele**
Für den Einsatz im Ausbildungsbereich eröffnet der bwin-Fall das Anstreben unterschiedlicher Lernziele:

  - Das Identifizieren von Marktchancen, die sich im Rahmen von Umbrüchen auf bisher regulierten Märkten ergeben – am Beispiel des Glücksspielmarkts (rechtliche Rahmenbedingungen als Ausgangsdaten; Potenzialabschätzung für Märkte mit unterschiedlicher Glückspiel-„Mentalität"; Marktforschung für ein neues Produktangebot und Kundensegmentierung;).

  - Das Ausloten der Übertragbarkeit von Internet-basierten Geschäftsmodellen auf andere Wirtschaftsbereiche (beispielsweise Deregulierung im Bereich von Finanzdienstleistungen; Deregulierung im Bereich des Arzneimittelvertriebs).

  - Die Nutzung von Boom-Phasen an Aktienbörsen zur raschen Aufbringung von Beteiligungskapital und als Exit-Strategie für Private Equity-Investoren (Rolle und Erfolge von Wachstumsbörsen vor dem Platzen der Internet-Blase und vor den Umbrüchen im Zusammenhang mit der Finanz- und Wirtschaftskrise).

– **Weiterführende Diskussionsthemen auf Basis des Fallbeispiels**
Als markante Teilaspekte, die sich auch herausgelöst aus dem Kontext und isoliert als Diskussionsthemen anbieten, können im vorliegenden Unternehmens-Fallbeispiel gesehen werden:

  - Das weit aufgefächerte Angebot von Glückspielvarianten im Internet unter Berücksichtigung rechtlicher Rahmenbedingungen und der Umsatzentwicklung unterschiedlicher Produktangebote.

- Vorteile von Internet-Angeboten gegenüber stationären Händlern, vor allem auch im Bereich von Fixkosten und mit Blick auf die Skalierbarkeit des Geschäftsmodells.

- Besonderheiten von „born globals" in einem digitalisierten Produktbereich.

- Bewertung von Internet-Unternehmen anlässlich eines Börsengangs unter Abwägung der künftigen Gewinnmöglichkeiten auf der einen und der identifizierten Risiken auf der anderen Seite.

- Das „optimale" Timing für einen Ausstieg (Exit) eines Private Equity-Investors angesichts anhaltender Prosperität des Beteiligungsunternehmens.

Case Study 2 –
Die INODE Telekommunikationsdienstleistungs GmbH

– **Inhaltliche Schwerpunktsetzung: Ein Venture Capital-/Wachstumsfinanzierungs-Zyklus**
Auch die Fallstudie INODE Telekommunikationsdienstleistungs GmbH kommt aus dem Bereich des Venture Capital – allerdings mit einem klaren Fokus auf eine Wachstumsfinanzierung. Zum Einstiegszeitpunkt der Venture Capital-Investoren im Jahr 2004 war die INODE ein solide aufgestelltes Unternehmen im rasant wachsenden Breitbandanbieter-Markt, das jedoch – im Wettbewerb mit gut kapitalisierten Mitbewerbern wie der Telekom Austria – die erforderlichen hohen Investitionen im Infrastrukturbereich und das Nachziehen der Organisation im Wachstumsprozess nicht aus eigener Kraft bewerkstelligen konnte.

Die attraktive Produktpalette der INODE in Verbindung mit gegebenem Erweiterungspotenzial in zusätzliche Wachstumsmärkte und einer Internationalisierungs-Phantasie in Richtung Zentral- und Osteuropa führten 2004 zum Einstieg der Venture Capital-Investoren Global Equity Partners und Gamma Capital Partners zwecks Expansionsfinanzierung des Internet-Infrastrukturproviders. Der entsprechende Beteiligungsvertrag wurde derart ausverhandelt, dass den einsteigenden Minderheits-Gesellschafter Rechte vergleichbar mit denen von Mehrheits-Gesellschaftern eingeräumt wurden.
Nach einer binnen kurzer Frist durchgeführten Reorganisation des Unternehmens, die auch die Entsendung eines CFO umfasste, und einer Neuausrichtung des Geschäftsmodells mit einer Fokussierung auf das KMU-Kundensegment und einer griffigen Marketings-Konzeption wurde bereits 2005 ein deutliches Wachstum im Umsatz-, aber auch im Ergebnisbereich erzielt.

Bereits vom Einstiegszeitpunkt weg verfolgten die Venture Capital-Investoren ein klares Exit-Szenario, wobei sie auf ein „dual track"-System setzten: Einerseits trieben sie die Option eines Börsengangs – bei Vorhandensein eines positiven Kapitalmarktumfelds – voran und zielten auf die Aufladung der Equity Story einer raschen Penetration des österreichischen Marktes durch ein Osteuropa-Internationalisierungs-Szenario. Andererseits wurde die Option eines Trade Sale stets weiterverfolgt. Die Trade Sale-Option wurde in erstaunlich kurzer Zeit tatsächlich Ende 2005 realisiert, als die Gesellschafter der INODE das Unternehmen an die UPC Austria GmbH verkauften.

– **Lernziele**
Für den Einsatz im Ausbildungsbereich eröffnet der INODE-Fall das Anstreben unterschiedlicher Lernziele:

  - Das Ausloten von Finanzierungserfordernissen in rasch expandierenden Unternehmen mit einem Fokus auf die Deckung entsprechender Risikokapitalerfordernisse und auf einen geeigneten Finanzierungs-Mix.

  - Das Überblicken unterschiedlicher Ansätze der Unternehmensbewertung (z.B. DCF-Methode, Multiples) im Rahmen der Preisfindung beim Einstieg der Venture Capital-Investoren bzw. beim Exit in Form eines Trade Sale.

  - Die Auseinandersetzung mit wichtigen Inhalten von Beteiligungsverträgen zur Regelung der Rechte von Alt- und Neuinvestoren (Zuzählung des frischen Kapitals in Abhängigkeit von vordefinierten Milestones; Verwässerungsschutz; Gewinnvoraus-Regelungen; Veräußerungsrechte und -pflichten).

– **Weiterführende Diskussionsthemen auf Basis des Fallbeispiels**
Als markante Teilaspekte, die sich auch herausgelöst aus dem Kontext und isoliert als Diskussionsthemen anbieten, können im vorliegenden Unternehmens-Fallbeispiel gesehen werden:

  - Segmentierungs- und Selektionsentscheidungen im Kundenbereich eines Dienstleistungsunternehmens als Basis für ein zielgruppenspezifisches Marketing (z.B. Privatkunden, Firmenkunden/KMU, Firmenkunden/Großunternehmen).

  - Rechtsökonomische Analyse der Vertragsgestaltung und Vertragsklauseln im Rahmen der Hereinnahme von Gesellschaftern in ein Unternehmen, wenn die Verhandlungsmacht ungleich verteilt ist (Möglichkeit einer „Verhandlungsarbitrage").

  - Besonderheiten eines syndizierten Einstiegs zweier oder mehrerer Venture Capital-Investoren in ein Unternehmen (z.B. hinsichtlich Beteiligungsprüfung, Risikodiversifikation, spezifische Managementunterstützung).

  - Vergleich zwischen unterschiedlichen Exit-Optionen für die Venture Capital-Investoren und Diskussion des im INODE-Fall verfolgten „dual track"-Ansatzes.

  - Die Vorbereitung eines Börsengangs (initial public offering) inklusive der Entwicklung einer zugkräftigen Equity Story (Produktentwicklung, Internationalisierungs-Möglichkeiten u.ä.m.).

Case Study 3 – Die VARTA

– **Inhaltliche Schwerpunktsetzung: Turnaround und Innovation**
Bei VARTA lässt sich zu Beginn eine typische Einstiegssituation für einen Private Equity-Investor identifizieren: Ein Unternehmen mit einer starken Marke, einer hoch motivierten Mitarbeiterschaft und einer durch zahlreiche Patente belegten technischen Entwicklungsfähigkeit kämpft mangels einer unternehmerisch-orientierten Führungsstruktur mit Umsatzrückgängen und Marktanteilsverlusten. Global Equity Partners als Private Equity-Investor erkennt die wesentlichen Wachstumstreiber im Batteriemarkt, die Stärken des Unternehmens VARTA und seine mögliche Positionierung als weltweit tätiger

Nischenplayer mit Spitzentechnologie, wobei die Kombination aus Produktion in Deutschland und Assembling in Asien klare Kostenvorteile verspricht.
Nach Übernahme des Unternehmens wurde ein klarer Maßnahmenplan durchgezogen, der mit einem neuen Management-Team auf eine klare Wachstumsstrategie zielte. Dass dabei voll auf den Ausbau der Lithium-Polymer-Technologie gesetzt wurde, erwies sich allerdings bald als Fokussieren auf die falsche Technologie. In bemerkenswerter Kompromisslosigkeit entschloss man sich daraufhin zu einer Revision der getroffenen Entscheidungen in Form einer Strategieänderung, legte die Lithium-Polymer-Anlage trotz hoher Investitionsbeträge in diesen Bereich still und wandte sich anderen Fertigungstechniken zu. Der damit eingeleitete Turnaround des Unternehmens ist gelungen.

Im Mittelpunkt des aktuellen Tätigkeitsspektrums von VARTA stehen seither die Mikrobatterien als Kerngeschäft sowie die beiden innovativen Bereiche Elektromobilität und Energiezwischenspeicherung. Erforderliche hohe Investitionen in diesen Geschäftsfeldern münden in die Überlegung zu einem Börsengang des Unternehmens VARTA in naher Zukunft.

– **Lernziele**
Für den Einsatz im Ausbildungsbereich eröffnet der VARTA-Fall das Anstreben unterschiedlicher Lernziele:

- Das Nachvollziehen des Entscheidungsprozesses anlässlich des Einstiegs des Private Equity-Investors und das Identifizieren von Mustern für vergleichbare Situationen (Ausgangsdaten aus den Jahresabschlüssen bewerten; Erarbeiten von Marktforschungsdaten auf der Abnehmer- und auf der Mitbewerberseite; Verdichtung der Erkenntnisse im Rahmen einer Stärken-Schwächen-Analyse).
- Das Studium eines State-of-the-Art durchgeführten Akquisitionsprozesses über ein Special Purpose Vehicle im Rahmen der für VARTA gewählten Ankaufsstruktur.
- Die Strukturierung eines Maßnahmenplans im Rahmen der definierten Wachstumsstrategie eines Unternehmens (strategische Positionierung inklusive technischer Festlegungen; F&E-Forcierung; finanzielle Absicherung des Unternehmenswachstums; operations management inklusive Standortfragen; Marketing; Unternehmensorganisation).

– **Weiterführende Diskussionsthemen auf Basis des Fallbeispiels**
Als markante Teilaspekte, die sich auch herausgelöst aus dem Kontext und isoliert als Diskussionsthemen anbieten, können im vorliegenden Unternehmens-Fallbeispiel gesehen werden:

- Die Einstiegsentscheidung der Global Equity Partners in ein Traditionsunternehmen mit Wachstumspotential im Falle des Durchziehens einer strategischen Neuausrichtung, für deren Finanzierung seitens der Alteigentümer das erforderliche Risikokapital nicht aufgebracht werden kann.
- Die Neupositionierung des Unternehmens nach dem Einstieg des Private Equity-Investors und das Bewältigen der aus einer technologischen Fehleinschätzung resultierenden Fehlinvestitionen durch eine radikale Revision der

Technologie-Entscheidung als Ausgangspunkt für den Turnaround.

- Das Umsatzpotenzial, das sich aus Innovationen für die Zukunftsbereiche der Elektromobilität (Volkswagen Varta Microbattery Forschungs-GmbH & Co KG) bzw. der Energiezwischenspeicherung (im Lichte der „Energiewende") für die VARTA abzeichnet.

- Die bemerkenswerte Flexibilität des Private Equity-Investors hinsichtlich seines Exit-Zeitpunkts, die einen klaren Übergang von einem kurzfristigen Veranlagungshorizont zu einer Eingliederung in eine Industrieholding (Montana Tech Components) anzeigt.

Case Study 4 – Die Alu Menziken AG/UAC

– **Inhaltliche Schwerpunktsetzung: Internationalisierung**
Kategorisiert man das Fallbeispiel Alu Menziken AG/UAC, so geht es um den Einsatz von Private Equity zwecks Restrukturierung eines traditionsreichen Schweizer Produktionsunternehmens im Aluminiumkomponenten-Bereich mit Ergänzung durch eine Internationalisierungsstrategie. Als sich im Jahr 2005 die damalige Eigentümerfamilie zum Verkauf der Alu Menziken Gruppe entschlossen hatte, ging es für den Private Equity-Investor um den Kauf einer integrierten Unternehmensgruppe mit einem starken Nachholbedarf aufgrund unterlassener Investitionen in der Vergangenheit, aber mit klaren positiven Zukunftschancen in den beiden Geschäftseinheiten.

- Aerospace (mit einer hervorragenden Positionierung als zertifizierter Zulieferer für die Flugzeugindustrie, vor allem auch durch die US-Tochtergesellschaft UAC) und
- Extrusion (mit klarem Restrukturierungspotenzial und deutlichen erwarteten Produktivitätssteigerungen).

Auf Basis des prognostizierten erheblichen Marktentwicklungspotenzials im Aerospace-Bereich und der gegebenen Stärken im Extrusions-Bereich durch ein hohes Maß an Kundenorientierung und einen ganzheitlichen Ansatz über die gesamte Wertschöpfungskette anspruchsvoller Aluminiumprodukte wurde ein strategischer Maßnahmenplan zur Wertsteigerung des Unternehmens entwickelt. Für das Geschäftsfeld Extrusion wurde eine Positionierung als Nischenanbieter im Spezialitäten-Bereich festgelegt, was mit einer Bereinigung der Produktpalette und der Kundenstruktur Hand in Hand ging. Für das Geschäftsfeld Aerospace als Wachstumssegment mit langfristigem Aufwärtstrend war vorgesehen, die Kapazitäten zu erweitern und produktionstechnisch in „Schwere Pressen" zu investieren, um einen Marktanteil von 40% zu erreichen, absatzseitig die Partnerschaft mit Boeing und Airbus weiterzuentwickeln und auf eine Vertiefung der Wertschöpfungskette hinzusteuern.

Eine besondere Bedeutung kam dabei der Produktionsverlagerung in Form des Aufbaus einer integrierten Prozesskette in Rumänien zu, die als „greenfield investment" (UACE) nicht nur Lohnkostenvorteile nützt, sondern auch durch den kompletten Neubau eine Produktion unter Einsatz modernster Technik ermöglicht. Der Internationalisierungsschritt in Form einer Produktionsauslagerung in einen kostengünstigen Standort innerhalb der EU hilft dabei, die ertragreiche Entwicklung der Alu Menziken AG/UAC auch für die Zukunft abzusichern. Parallel dazu arbeitet man im Unternehmen durch entsprechende F&E-Projekte

an einer Verstärkung der Kompetenz im Bereich von Legierungen und alternativen Werkstoffen, um für eine Substitution der derzeit noch dominanten Aluminium-Produkte gewappnet zu sein.

– **Lernziele**
Für den Einsatz im Ausbildungsbereich eröffnet der Alu Menziken AG/UAC-Fall das Anstreben unterschiedlicher Lernziele:
  - Die Bestandsaufnahme einer Firmengruppe mit unterschiedlichen Geschäftsfeldern und deren betriebswirtschaftliche Analyse durch die Erarbeitung von Stärken-Schwächen-Profilen.
  - Das Erkennen unterschiedlicher Wettbewerbspositionen eines Unternehmens, das auf verschiedenen Märkten tätig ist (hier in einem kleinteiligen, polypolistischen Markt im Bereich der Extrusions-Sparte bzw. in einem Markt mit einer starken Stellung der beiden dominanten Abnehmer Boeing und Airbus im Aerospace-Geschäftsfeld).
  - Die Diskussion der Ausformulierung und die inhaltliche Ausgestaltung konkreter Maßnahmenpläne im Zuge der strategischen Positionierung eines Unternehmens (z.B. Detailliertheitsgrad, Prioritätensetzung, Zuordnung von Maßnahmen und Maßnahmenpaketen zu einzelnen betrieblichen Funktionalbereichen).

– **Weiterführende Diskussionsthemen auf Basis des Fallbeispiels**
Als markante Teilaspekte, die sich auch herausgelöst aus dem Kontext und isoliert als Diskussionsthemen anbieten, können im vorliegenden Unternehmens-Fallbeispiel gesehen werden:
  - Identifikation geeigneter Akquisitionsprojekte aus der Sicht von Private Equity-Investoren („deal flow").
  - Unternehmerische Verhaltensweisen/Reaktionsmuster bei Substitutionsrisiken im Produktbereich (z.B. Aluminium versus Kunststoff und Karbon).
  - Preissensitivität der Produkte der Alu Menziken AG/UAC in Abhängigkeit vom Aluminium-Preis: Vertragsgestaltung/Preisschwankungsklauseln versus Absicherung/Commodity Price Hedging.
  - Bewältigung unterschiedlicher Ausprägungsarten des Wechselkursrisikos (vor allem Umwechslungsrisiko und ökonomisches Wechselkursrisiko) in einem in mehreren Währungsräumen mit Produktionseinheiten aufgestellten Unternehmen.
  - Erarbeitung einer Branchenanalyse für den weltweiten Luftfahrtmarkt im zivilen und im militärischen Bereich.
  - Chancen und Risiken der Unternehmens-Internationalisierung: Länderselektion, Export- bzw. Import-seitige Optionen, Stufenbau der Unternehmensinternationalisierung, Direktinvestitionen und Motivenbündel.
  - Gegenüberstellung einer klaren Exit-Strategie eines Private Equity-Investors versus Eingliederung in eine Industrieholding (Montana Tech Components), die eher einer Buy&Hold-Strategie entspricht.

Case Study 5 – Die BORAG

– **Inhaltliche Schwerpunktsetzung: Missglücktes Investment**

Venture Capital-Finanzierungen für Start-up-Unternehmen können auch schiefgehen: Bei der BORAG handelte es sich um ein Eigentümer-geführtes Unternehmen in einem Nischensegment des Tiefbaus, dem grabenlosen Leitungsbau. Im Vergleich zur üblicherweise gewählten offenen Bauweise existieren klare Kostenvorteile (keine Störung des Verkehrsflusses, Vermeidung von Gebäudeschäden, Wegfall von Deponiematerial etc.). Das Unternehmen BORAG verfügte zum Zeitpunkt des Einstiegs des Venture Capital-Investors über steigende Umsätze und eine gute Auftragslage; das Unternehmen führte nicht nur selber Horizontalbohrungen durch, sondern entwickelte auch die entsprechenden Maschinen, wobei das Produkt „Geoline" mit dem NÖ-Innovationspreis ausgezeichnet worden ist.

Aufgrund des starken Wachstums des Nischensegments „grabenloser Leitungsbau" und der zusätzlichen Chancen, auch außerhalb des österreichischen Markts aktiv zu werden und als Besonderheit auch Lösungen für Bohrungen in den Ölfeldern des Nahen Ostens anzubieten, waren entsprechende Referenzprojekte zu finanzieren. In dieser Situation beteiligte sich 1999 Global Equity Partners als Minderheitsgesellschafter mit 26% am Unternehmen BORAG. Das bereitgestellte Risikokapital floss in die Ausweitung der Bohranlagen, die Ausbildung von neuen Bohrteams und die Übersiedlung in ein größeres Firmengelände. Die Umsätze konnten gesteigert werden, interessante Aufträge aus dem Ausland langten ein und BORAG sah sich als Know-how-Träger im grabenlosen Leitungsbau. Das Management-Team wurde aufgestockt; ebenso stieg der Mitarbeiterstand.
Aus retrospektiver Betrachtung kaum vorstellbar, dachte man 2001 einen Börsengang des Unternehmens an, um die internationale Expansion abzusichern, der allerdings wegen der anhaltend negativen Baukonjunktur und der Börsenkrise auf 2002 verschoben wurde. Dazu kam es allerdings nicht mehr: Eine (allzu) schnell wachsende BORAG sah sich einem massiv einbrechenden Baumarkt gegenüber, konnte die zur Aufrechterhaltung des Betriebs erforderlichen Finanzmittel nicht mehr aufstellen und schlitterte im Jahr 2002 in die Insolvenz.

– **Lernziele**

Für den Einsatz im Ausbildungsbereich eröffnet der BORAG-Fall das Anstreben unterschiedlicher Lernziele:

- Das Erkennen der wesentlichen Unterschiede zwischen dem Auf-den-Markt-Bringen einer technischen Innovation und der Entwicklung eines umsetzbaren Geschäftsmodells.
- Das Bewerten eines Business-Plans und das Herauskristallisieren der Kernthemen im Rahmen einer Due Diligence (gegebenenfalls auch die Notwendigkeit der Erweiterung einer allzu groben Stärken/Schwächen-Analyse im vorliegenden Fall).
- Die Ausloten der Besonderheiten einer Internationalisierung im „Hardware-Bereich" im Gegensatz zur „born global"-Sichtweise.

– **Weiterführende Diskussionsthemen auf Basis des Fallbeispiels**

Als markante Teilaspekte, die sich auch herausgelöst aus dem Kontext und isoliert als Diskussionsthemen anbieten,

können im vorliegenden Unternehmens-Fallbeispiel gesehen werden:

- Einsetzbares Instrumentarium in der Due Diligence-Phase zur Früherkennung von Risiken eines Geschäftsmodells und Lösungsansätze zur Bewältigung der auftretenden Unsicherheit.

- Wettbewerbsanalyse im Fall einer innovativen Produktlösung: Marktstruktur, Marktmacht (auch im Bereich des Durchsetzens einer traditionellen Lösung), Markteintrittsbarrieren.

- Internationalisierung als Lernprozess eines Unternehmens: Inkrementaler Prozess versus Überspringen von Internationalisierungsstufen und physischen und psychischen Distanzen unterschiedlicher Märkte.

- Kriterien für die Börsenreife eines Unternehmens (mit klarer Differenzierung zwischen Börsenzyklen auf der einen und spezifischen Marktsegmenten an verschiedenen Börsenplätzen auf der anderen Seite).

- Risikodiversifikation im Portfolio eines Venture Capital- bzw. Private Equity-Investors mit Blick auf missglückte Investments.

Die bwin AG: Vom Start-up zum Global Player

Die Liberalisierungs- und Technologiechance im Glücksspielbereich

CASE STUDY I – START-UP-FINANZIERUNG

MICHAEL TOJNER

1. EINLEITUNG UND POSITIONIERUNG DES CASES „BWIN AG“

Das Unternehmen bwin stellt ein Paradebeispiel eines internationalen VC-Investments dar. Die Globalwetten GmbH wurde im Jahre 1997 von Carsten Koerl gegründet. Die Start-up-Finanzierung wurde über Venture Capital von Global Equity Partners ermöglicht.

Die Unternehmensstrategie wurde im Rahmen des Einstiegs durch das Managementteam Manfred Bodner und Norbert Teufelberger, die sich selbst am Unternehmen beteiligten, neu positioniert und grundlegend geändert. In diesem Schritt wurde das Unternehmen in betandwin Entertainment GmbH umbenannt

Ab März 1998 startete das Unternehmen mit dem Produkt Bet&Win. Ende 1998 erwirtschaftete bwin[95] mit verschiedenen Sportwetten via Internet in vier Sprachen gerade mal einen Bruttowettumsatz von EUR 2,88 Mio. mit 3.372 Kunden und einem Rohertrag und damit Nettoumsatz von EUR 215.000,–.

1999 beteiligte sich Global Equity Partners mehrheitlich am Unternehmen. Die nächsten Expansionsschritte wurden durch einen Börsengang finanziert: Global Equity Partners führte bwin gemeinsam mit den Vorständen 2000 an die Börse. Global Equity Partners blieb bis 2005 im Unternehmen investiert. 2010 schließlich fusionierte die Gesellschaft mit dem britischen Unternehmen PartyGaming zur „bwin.party“.

Die strategischen Eckpfeiler der erfolgreichen Entwicklung von bwin waren im ersten Schritt die Liberalisierungstendenzen im traditionellen (offline) Sportwettenmarkt sowie das aufkommende Online-Sportwetten-Geschäftsmodell. Der Online-Sportwetten-Mitbewerb war – trotz niedriger Einstiegsbarrieren – noch vernachlässigbar. Daher war es wichtig, flexibel und schnell den First-Mover Vorteil auszunutzen. Der neue Vertriebsweg über das Internet ermöglichte es, bei geringen Investitionskosten den Markt intensiv zu bearbeiten. In einem traditionellen Sportwettenshop (wie z.B. Admiral Sportwetten) waren hingegen Investitionen von ca. EUR 300.000,– pro Shop notwendig, um Sportwetten anbieten zu können.

Dazu kam, dass der Online-Sportwettenmarkt ein Wachstumsmarkt war, der sich gerade erst am Beginn einer „Boomphase“ befand.

Um ein nachhaltiges Geschäftsmodell aufzubauen waren trotzdem zumindest EUR 40–50 Mio. veranschlagt worden, die über einen Börsengang der Gesellschaft vereinnahmt werden sollten. Ziel war es, die Anlaufverluste aus der Softwareentwicklung zu finanzieren und Produkte auf höchstem technischen und inhaltlichem Niveau anzubieten, eine nachhaltige Marke über intensives Marketing zu etablieren und die regionale Expansion nach den rechtlichen Möglichkeiten über Akquisitionen bzw. Kooperationen auszubauen.

Time to Market war somit einer der entscheidendsten Erfolgsfaktoren.

95 Rebranding auf „BWIN“ erfolgte im Jahr 2005

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 1999

2.1 RAHMENBEDINGUNGEN

Ende der 90er Jahre waren drei große Umbrüche, die das Glücksspielgeschäft betroffen haben, absehbar bzw. gegeben:

- Aufkommen der Internetgeschäftsmodelle durch den Technologiewandel
- Liberalisierung im Glückspielbereich
- Weltweiter Boom an den Wachstumsbörsen

– Aufkommen der Internetgeschäftsmodelle durch den Technologiewandel

Die Möglichkeit, neue Geschäftsmodelle abzubilden, über welche Anbieter und Kunden über das Internet anonym und rasch zusammengeführt werden konnten, hat auch die Glückspielindustrie angesprochen. Wettbüros oder Spielhallen hatten Ende der 90er-Jahre oft einen schlechten Ruf. Anonym im Internet Poker, Casino- bzw. Geschicklichkeitsspiele oder Sportwetten durchzuführen, war ein Novum.

Ein weiterer Vorteil bestand bei den Internetgeschäftsmodellen darin, dass man mit einer Plattform eine große Anzahl von Kunden weltweit erreichen konnte und nicht wie im klassischen Retail Geschäft zahlreiche Filialen mit teilweise hohen Investitionskosten errichten musste.

Die Vorteile des Vertriebs über das Internet waren neben der überdurchschnittlichen Fixkostendegression, die unbegrenzte Skalierbarkeit sowie die Möglichkeit einer integrierten Wertschöpfungskette.

– Liberalisierung im Glückspielbereich Ende der 90er-Jahre

Das Wettgeschäft war ursprünglich stark reguliert und unterlag rechts- und gesellschaftspolitischen Wertungen. In Bezug auf die Regulierung bzw. Monopolisierung kann der Glückspielmarkt in drei Segmente eingeteilt werden:

- In gewissen Jurisdiktionen, z.B. in China war das Glücksspiel generell verboten.
- In Europa waren Wettgeschäfte entweder ganz oder teilweise verboten oder bedurften einer Konzession. In Deutschland beispielsweise bestand ein staatliches Monopol, welches sich auf Lotterien, Wetten, Sportwetten und Spielbanken bezog.
- In manchen Ländern wie z.B. England war das Glücksspiel unter strenger Aufsicht auch von privaten Anbietern durchführbar.

Mit Aufkommen der Internetgeschäftsmodelle und der Dienstleistungsfreiheit mehrten sich auch Liberalisierungsdiskussionen betreffend der Glücksspielbranche. Eine einheitliche, europaweite gesetzliche Regulierung für Wettgeschäfte, die über das Internet betrieben wurden, gab es damals nicht[96]. Einerseits wies das Medium Internet erst eine relativ kurze Bestandsdauer auf, andererseits existierten keine gesicherten Erkenntnisse über die Anwendung nationaler

96 In Österreich, Italien, Großbritannien und Australien war Buchmacherei und Werbung im Offlinebereich mit einer Lizenz möglich. Das Online-Wettgeschäft war in Italien erlaubt, solange dieses über einen Server im Ausland abgewickelt wurde.
In Österreich wurde zwischen dem Begriff „Glückspiel" und dem Begriff „Wette" differenziert. Wetten wurden vom Glückspielgesetz nicht erfasst und fielen kompetenzrechtlich unter die landesgesetzlichen Bestimmungen über die Buchmacher. Eine erteilte Lizenz für die Durchführung und Vermittlung von Sportwetten stellte keine Berechtigung für die Durchführung von Glücksspielen dar.
In den Niederlanden, Irland und Polen wurden Lizenzen nur an Inländer vergeben. In Deutschland, der Schweiz, Frankreich und China war Buchmacherei und Werbung generell verboten.
In den USA unterlagen Glückspiele einzelstaatlicher Gesetzgebung (es war in 27 Staaten verboten) und Glückspiele via Internet waren je nach Bundesrecht nicht ausdrücklich untersagt. Es herrschte somit große rechtliche Unsicherheit, da die National Gambling Impact Study Commission dem Kongress einen Bericht zum Verbot von Online-Glückspielen vorgelegt hatte (Kyle Bill). Die Glückspielunternehmen rechneten mit Schwierigkeiten mit den zuständigen Lizenzbehörden und verzichteten auf den Eintritt in den Online-Markt. Dieses Verbot eröffnete dem europäischen Markt weiteres potenzielles Wachstums angesichts der erwarteten Liberalisierung des europäischen Marktes.

Tab. 1: Übersicht Regulierung im globalen physischen Glücksspielmarkt

STAATLICHES MONOPOL	PRIVAT	VERBOTEN
▸ Österreich (Ausnahme: Wetten) ▸ Deutschland ▸ Schweiz ▸ Frankreich	▸ England ▸ USA: Nevada*; Atlantic City	▸ China ▸ USA (27 Staaten)

* Las Vegas, Reno

Tab. 2: Zielländer mit Online-Potential (2000)

LIZENZ MÖGLICH	LIZENZ NUR FÜR INLÄNDER	VERBOTEN
▸ Österreich ▸ Australien ▸ UK ▸ Italien	▸ Niederlande ▸ Irland ▸ Polen	▸ Deutschland ▸ China ▸ Teilw. USA ▸ Frankreich ▸ Schweiz

Quelle: bwin-Unternehmenspräsentation 2000

Gesetze auf im Internet verbreitete Inhalte und Dienstleistungen.

Mehrere Klagen waren beim Europäischen Gerichtshof wegen Verletzung der garantierten Dienstleistungsfreiheit auf Grund der staatlichen Monopole im Glücksspielmarkt anhängig.

Man rechnete mit einer Liberalisierung des Marktes in Europa und somit mit einem offenen Zugang für private Anbieter zum Markt.

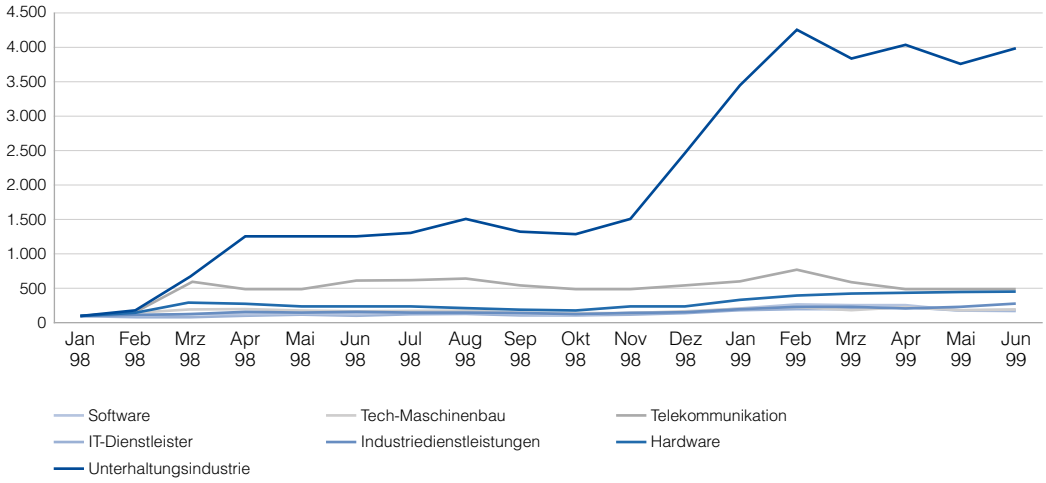
– **Weltweiter Boom an den Wachstumsbörsen**

Durch Börsengänge an der NASDAQ, aber auch in Europa am Neuen Markt in Frankfurt, in Zürich oder Wien konnten junge Start-up Unternehmen, vor allem solche, die auf ein Internetgeschäftsmodell aufbauten, hohe Kapitalsummen für ihre Expansion zu sehr attraktiven Bewertungen aufbringen.

Am Neuen Markt in Deutschland beispielsweise, der erst Anfang 1997 seinen Handelsstart hatte, boomten die innovativen Branchen, allen voran Tech-Maschinenbau, Software, IT und Entertainment sowie Internet und Biotechnologie. Hohe Renditen und zahlreiche Neuemissionen lockten Anleger in die neuen Geschäftsmodelle.

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 1999

Abb. 1: Performance der neuen Markt Sektoren



Quelle: Company Report BETandWIN.com (2000)

Die **Bewertung von Internetunternehmen** war – insbesondere unter Berücksichtigung der oft nicht vorliegenden Substanz – schwer nachvollziehbar bzw. problematisch. Market-Multiples als Bewertungsbasis heranzuziehen war aufgrund der frühen Lebensphase der Internetunternehmen, welche noch in der Verlustzone lagen oder auf Grund fehlender Vergleichszahlen schwierig. Somit fanden die langfristigen Wachstumserwartungen in den Börsenkursen ihren Niederschlag. Großteils wurde ein Kurspotential über das Abschätzen von künftigen Gewinnen bzw. Umsatzwachstum und Price/Sales abgeschätzt oder Unternehmenswerte auf Basis der Kundenzahlen hochgerechnet.

Global Equity Partners als VC-Unternehmen hat vor allem für Mitteleuropa Geschäftsmodelle analysiert, die im Internet abgebildet werden konnten. Neben dem Glücksspiel wurden auch Finanzdienstleistungen und der Arzneimittelvertrieb (Internetapotheken) analysiert. In allen drei Bereichen wurden Unternehmen gegründet, um am aufkommenden Erfolg dieser Geschäftsmodelle teilzuhaben. Neben bwin im Sportwettengeschäft wurden im Jahr 2000 auch die mymed.cc Handels- und Betriebs-AG (Online-Apotheke) sowie die Montana Securities Financial Services AG im Finanzdienstleistungsbereich gegründet.

Mymed.cc konnte nicht reüssieren, die Finanzdienstleistungsgesellschaft Montana Securities entwickelte sich jedoch später zufriedenstellend mit einem anderen Geschäftsschwerpunkt und firmiert heute unter Ithuba Capital.

2.2 DER GLÜCKSSPIELMARKT

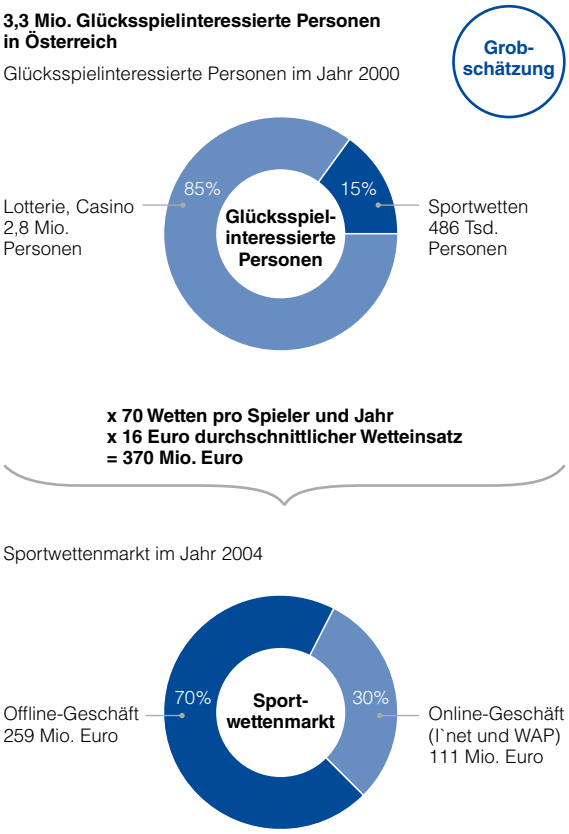
– **Wachstumschancen 1999**

Der Gaming Markt war der am stärksten wachsende Markt der Unterhaltungsindustrie[97]. Der Gaming Markt kann in die beiden Bereiche regulierter (land-based) und unregulierter (online) Markt unterteilt werden. Der Anteil des Online-Gaming-Marktes am gesamten Glücksspielmarkt war Ende der 90er-Jahre der am schnellsten wachsende Sektor mit zweistelligen Wachstumsraten pro Jahr.

Der Markt für Internet-Wetten zeigte ein derart starkes Wachstum, da die Marktakzeptanz des Internets insbesondere in Europa bereits gegeben war, die technologischen Möglichkeiten jedoch noch nicht voll ausgeschöpft waren.

Die Abbildung 2 zeigt eine Markteinschätzung der bwin aus dem Jahr 2000 für den Markt in Österreich.

Abb. 2: Channel Potenzial Österreich in EUR Mio.



Annahmen Gesamtmarkt
1. 40% der Bevölkerung ist am Glückspiel interessiert (Unternehmensprofi fluxx.com)
2. davon entfallen auf Sportwetten 15% (Datamonitor)
3. Bevölkerung Österreich: 8,1 Mio. (Deutsche Stiftung Weltbevölkerung)
4. Durchschnittlicher Einsatz pro Wette in Österreich: EUR 16 (BAW-Statistik)
5. Durchschnittliche Anzahl an Wetten pro Spieler und Jahr: 700 (BAW-Statistik)
6. Zunahme der Internetpenetration von 15% (2000) auf 30% (2004) Merrill Lynch, Internet/e-Commerce, Jul. 2000, S 53)
7. Kein zusätzliches Marktwachstum unterstellt

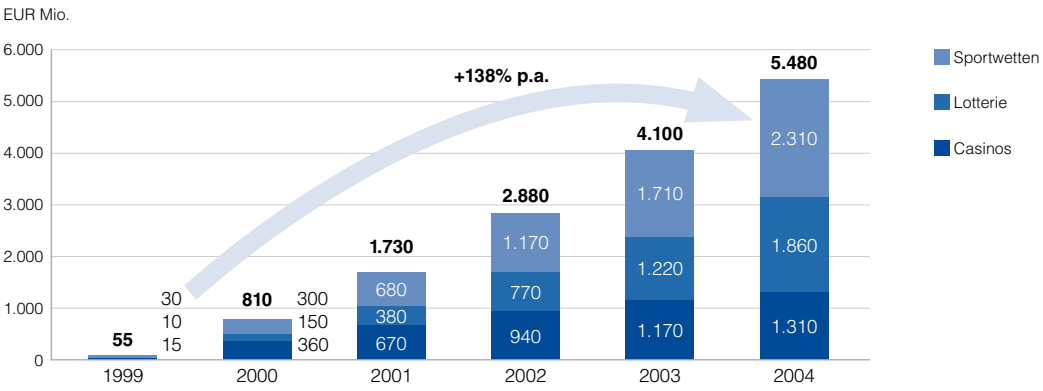
Quelle: bwin Unternehmenspräsentation 2000

97 Im Rückblick wird dies beispielsweise bestätigt durch die Feststellung: Online Games Markt steigt von 3,4 Mrd. in 2005 auf 13 Mrd. USD in 2011 (DFC Intelligence/Gartner 2011)

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 1999

Laut damaliger Prognose der Agentur Datamonitor sollte der Markt für Online-Sportwetten bis 2004 von EUR 30 Mio. auf EUR 2,3 Mrd. wachsen. Dies entsprach einem jährlichen Wachstum von 138%.

Abb. 3: Umsätze im Online-Glückspielmarkt nach Sektoren



Quelle: Company Report BETandWIN.com (2000)

– **Wettbewerbssituation**
Der Markt für Online-Gaming war Ende der 90-er Jahre noch stark fragmentiert, da es eine Vielzahl von Nischenanbietern mit unterschiedlichen technologischen Systemen gab. Die Markteintrittsbarrieren waren allerdings gering.
Die großen englischen Buchmacherketten wie Ladbrokes, William Hill und Coral starteten ebenfalls erst mit einem Internetauftritt. Die beiden größten österreichischen Buchmacher, Admiral Sportwetten und Wettpunkt, hatten zum damaligen Zeitpunkt noch kein Internetgeschäft. Aufgrund der restriktiven Haltung der USA in Bezug auf Wetten im Internet zeigten die amerikanischen Glücksspielunternehmen keinerlei Internetambitionen.
bwin verfügte zwar über einen First-Mover-Vorteil, hat sich jedoch schnell durch technologische Innovationen, wie z.B. die Live-Wetten und ein starkes, neues Marketing, das sich vom herkömmlichen Wett-Marketing unterschied, einen Stand-alone-Vorteil erarbeitet.

2.3 GESCHÄFTSMODELL

Die Angebotspalette im Online-Gaming Markt kann in Wetten, Casino, Poker und Games unterteilt werden. Vorab wird noch auf die für alle Bereiche relevante Ergebnismechanik eingegangen.

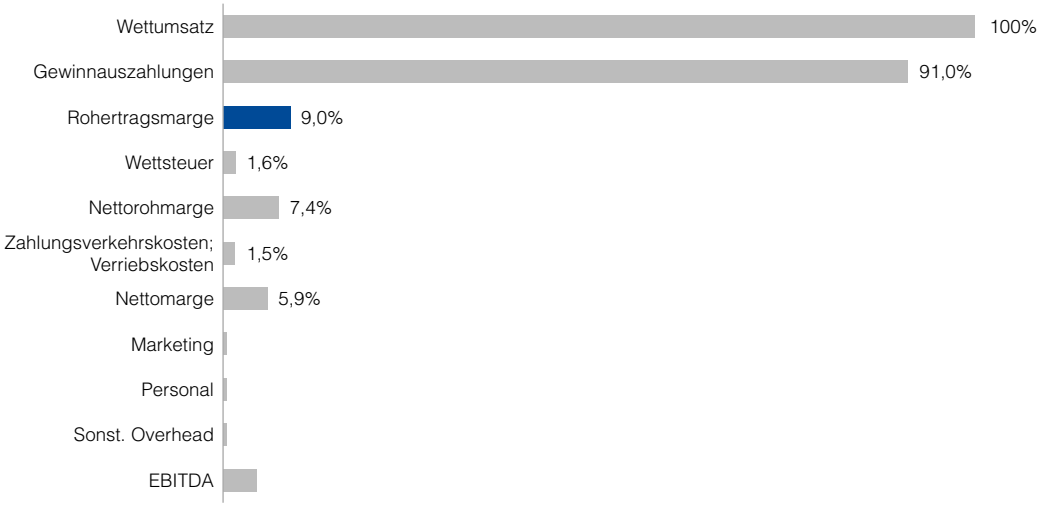
– **Relevante Kennzahlen und Ergebnisdynamik**
Das Gaming-Unternehmen verdient den **Bruttorohertrag (od. Bruttospielertrag)** – nämlich die Differenz zwischen Spieleinsatz (Umsatz) abzüglich ausbezahlter Gewinne. Weitere Einnahmequellen für Online-Gaming-Unternehmen sind Provisionen, Werbeeinnahmen und Einschreibgebühren.

Tab. 3: Definitionen

Wettumsatz	Spieleinsatz des Wettkunden
Bruttorohertrag **Bruttospielertrag**	Spieleinsatz abzüglich ausbezahlter Gewinn
Rohertragsmarge	Bruttospielertrag/Umsatz

Bei hoher **Spielfrequenz** ist der Umsatz nicht aussagekräftig. Casino, Poker oder Automaten haben eine hohe Spielfrequenz. Diese führt zu einem ständigen Kreislauf von Gewinn und Verlust, wobei durch einen ständigen Wiedereinsatz des Geldes ein hoher kumulierter Umsatz/Spieleinsatz pro Spieler generiert wird. Somit ist der Rohertrag die einzig geeignete Kennzahl und nicht der Umsatz.
Die **Rohertragsmarge** spiegelt das Verhältnis aus Bruttospielertrag und Umsatz je Spieleinsatz dar.
Eine hohe Spielfrequenz ermöglicht auch eine präzisere Kalkulation des Rohertrages, da die Schwankungsbreite der Rohertragsmarge geringer wird.

Abb. 4: Ergebnismechanik bei bwin

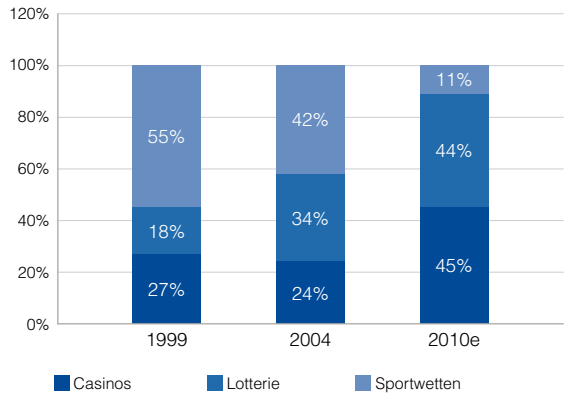


Quelle: Transconnect (2000)

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 1999

Im Jahr 1999 machten Sportwetten 55% des Umsatzes des gesamten europäischen Online-Glückspielmarktes aus. Online-Casinos und Lotterien benötigten eine aufwändigere Software, die noch nicht entwickelt war. Innerhalb weniger Jahre haben sich jedoch die Segmente Casino und Lotto zu den Marktführern entwickelt.

Abb. 5: Europäischer Online-Glücksspielmarkt nach Sektoren 1999–2010



Quelle: Company Report BETandWIN.com (2000)

Je nach Segment funktioniert das Geschäftsmodell wie folgt:

– **Wetten**
Die Wettquote ist der relative Gewinn, den man mit einer gewonnenen Wette erzielen kann. Die Quote wird vom Buchmacher, der aufgrund seiner sportlichen Erfahrung, des allgemeinen Interesses und der Nachfrage der Wett-Teilnehmer die möglichen Ausgänge der Ereignisse bewertet, festgelegt. Er schätzt damit die Wahrscheinlichkeit für ein Wettereignis. Ist die Quote eher niedrig, wird dieses Ergebnis mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit eintreten. Ist die Quote jedoch hoch, wird das Ergebnis mit sehr geringer Wahrscheinlich eintreten. Eine Wettquote kann fix oder variabel sein[98].

Abb. 6: Einzelwette; die Quote

Annahmen: 1 Spiel mit drei möglichen, gleich wahrscheinlichen Ergebnissen, Auszahlungsquote: 2,5*1/3 = 2,5/3 = 5/6 = 83,3%

Tip	1	X	2
Quote	2,5	2,5	2,5
Gewichtung	33,33%	33,33%	33,33%
Einsatz	100	100	100
Auszahlung	250	250	250
Einnahmen	300 = 20% Rohertrag		

Quelle: bwin-Unternehmenspräsentation 2000

Der Bruttorohertragsmarge im Sportwettensegment liegt im Online-Gaming bei ca. 10%, im land-based-Gaming bei ca. 20%. Bei Einzelwetten ist für den Anbieter der Sportwette ein gewisses Risiko gegeben, da es durchaus Zeiten geben kann, in denen Wetten von den Kunden überdurchschnittlich häufig gewonnen werden (z.B. bei einer Reihe von Favoritensiegen). Um das Angebot für den Kunden attraktiver zu machen und gleichzeitig das Risiko zu senken, wurden mit der Zeit neue Wettangebote entwickelt: Kombiwetten, bei denen mehrere

98 Die fixe Quote bleibt, solange sie angeboten wird, gleich. Die variable Quote hingegen, ändert sich im Laufe des Spiels. Ein gutes Beispiel für eine variable Quote sind Live-Wetten. Hier wird die Quote während des Spiels immer wieder dem Spielverlauf angepasst.

Einzelwetten kombiniert werden können und die Quoten exponentiell steigen oder Live-Wetten, sodass der Kunde – z.B. beim Fußball – nicht bis zum Ende 90 Min warten muss, sondern auch dazwischen bereits z.B. auf den nächsten Outeinwurf wetten kann. Komplettiert wurde das Angebot der Sportwetten mit umfangreichen Informationen rund um das Thema Sport und zu den jeweiligen Veranstaltungen im Speziellen sowie mit Livebildmaterial.

– **Casino**
Casino hat eine hohe Spielfrequenz, was den Rohertrag besser kalkulierbar macht. Die Rohertragsmarge ist allerdings gering (ca. 3%), was auch darin begründet ist, dass für den Betrieb des Casinos kein Buchmacher erforderlich ist und dieser somit weitgehend automatisiert erfolgt.
Die Ergebnisse bei Casinospielen sind für den Anbieter besser planbar. Insgesamt ist die „Casino-Community" größer als die der Sportwetter, wodurch dieser Bereich bei bwin bald den größeren Ergebnisbeitrag erzielte.

– **Lotto**
Lottoprodukte liefern aufgrund ihrer geringen Ausschüttungsraten einen hohen Beitrag zum Bruttorohertrag. Die Wahrscheinlichkeit, einen hohen Ausschüttungsbetrag zu erhalten, ist hier gering. Die Rohertragsmarge liegt bei ca. 50%.

– **Poker/Games/Geschicklichkeitsspiele**
Dieses Segment ist diversifiziert und beinhaltet Automaten, Roulette und Kartenspiele wie Poker, Black Jack, etc. Es kann zwischen Geschicklichkeitsspielen (Skill-Games) mit geringem Spieleinsatz und Online-Gamings mit einer monatlichen Gebühr unterschieden werden.
Die Rohertragsmarge liegt hier zwischen 5%–30% je nach Spiel, da in diesem Sektor sehr unterschiedliche Konzepte umgesetzt werden.

2.4 RISIKO

Internetgeschäftsmodelle waren zum damaligen Zeitpunkt noch nicht erprobt. Auch wenn Wettkundenprofile[99] vorlagen, konnte man nicht sicher sein, ob sich das Internet als Vertriebsweg durchsetzen würde. Insbesondere jene potenziellen Online-Wettkunden, die Vorbehalte zu den etablierten Wettbüros hatten, konnten nicht mit Sicherheit als aktive zukünftige Online-Kunden eingeschätzt werden.

Die **Liberalisierungstendenzen** im Allgemeinen waren zwar vorhanden, jedoch konnte man das Tempo der Liberalisierung kaum einschätzen. Die unsicheren rechtlichen Rahmenbedingungen (z.B. auch Werberestriktionen) waren zwar eine große Chance, stellten aber auch das höchste Risiko dieser neuen Geschäftsmodelle dar.

Bei einem Durchsetzen von Online-Wett-Geschäftsmodellen war eine Gegenbewegung der staatlichen Anbieter zu erwarten (Wettbewerbsverschärfung). Zusätzlich machten die geringen Markteintrittsbarrieren den Zeitfaktor zum kritischen Wettbewerbsfaktor.

99 Regelmäßige Wetter: spielen mindestens einmal im Monat; < 5% der Bevölkerung; hauptsächlich Männer; ab 25 Jahre; niedrige soziale Schichten
Gelegenheitswetter: spielen einmal alle 6 Monate und sehen Sportwetten als Unterhaltung; ca. 6% der Bevölkerung; Großteils männlich; ca. 1/3 Frauen; zwischen 35–44 Jahren;
Potentielle Wetter: Menschen mit Interesse am Spiel jedoch Vorsicht gegenüber Wettbüros im allgemeinen; ca. 13% der Bevölkerung; gleich verteilt zwischen Männern und Frauen; zw. 25–34 Jahren; alle soziale Schichten; haben noch nie zuvor gewettet

betandwin.

3. FRAGESTELLUNGEN

A. Erstellen Sie einen Businessplan inklusive eines Finanzierungsplans für das Start-up-Unternehmen bwin. Analysieren Sie die Erfolgsfaktoren des Geschäftsmodelles und definieren sie die Wachstumschancen. Gehen Sie auf die Risikofaktoren Ihrer jeweils getroffenen Entscheidungen ein.

B. Erarbeiten Sie einen Finanzierungs-Expansionsplan mit der Evaluierung verschiedener Finanzierungsquellen. Wie finanziert man die Wachstumsstrategie der bwin? Sind ein IPO oder weitere Kapitalerhöhungen mit privaten Investoren eine Option? Gibt es andere Finanzierungsquellen bzw. was sind die jeweiligen Erfolgskriterien?

C. Gehen Sie auf den Organisationsaufbau eines stark wachsenden Unternehmens mit Beteiligungsmodellen ein. Welche Erfolgsfaktoren sind bei schnell wachsenden, jungen Unternehmen wesentlich bzw. kritisch?

24
3
15
34
5
17
32
20
35
1
13

A♣
K♣
Q♣
J♣
10♣
A♣

win
REPSOL

Search
Online gambling sites

win
bwin

JACKPOT
BAR
BAR
BAR

ENTER
TO WIN!

win
bwin
bwin

4. DIE ENTWICKLUNG VON BWIN ALS BETEILIGUNG VON GLOBAL EQUITY PARTNERS

4.1 DUE DILIGENCE PHASE VON 1997 BIS 1999

Die Globalwetten GmbH wurde im Jahre **1997** von Carsten Koerl gegründet.

Global Equity Partners selbst wurde ebenfalls erst Ende 1997 gegründet. Michael Tojner und Carsten Koerl lernten sich zufällig kennen und diskutierten das Geschäftsmodell Sportwetten im Internet eher beiläufig.

Die Chance unter den damaligen Rahmenbedingungen wurde jedoch von Global Equity Partners bereits 1998 erkannt und es wurde gemeinsam mit der Meinl Bank AG beschlossen, das Unternehmen zu finanzieren und nicht ein eigenes Start-up-Unternehmen in diesem Bereich aufzubauen. Dieser Weg wurde später mit dem Finanzdienstleistungsunternehmen Montana Securities bzw. der Online-Apotheke Mymed.cc im Rahmen des Inkubators stage1.cc durchgeführt.

Im Bereich des Wettgeschäftes hat jedoch der Entrepreneur Carsten Koerl überzeugt und eine Beteiligung am Start-up Unternehmen wurde beschlossen.

Ab März **1998** wurde mit dem Produkt Bet&Win gestartet. Ende 1998 erwirtschaftete bwin mit verschiedenen Sportwetten via Internet in vier Sprachen einen Bruttowettumsatz von EUR 2,88 Mio. mit 3.372 Kunden und einem Nettorohertrag von EUR 215.000,–.

Im Februar 1999 beteiligte sich Global Equity Partners am 13-Mann-großen Unternehmen.

Durch die später gemeinsam mit Global Equity Partners eingestiegenen Mitunternehmer Manfred Bodner und Norbert Teufelberger wurde das Unternehmen an die Börse gebracht und so mit dem notwendigen Kapital ausgestattet. Dies ermöglichte die Entwicklung zu Europas größtem Anbieter von Sportwetten im Internet.

Wesentlich war für Global Equity Partners eine Mehrheitsbeteiligung, die über mehrere Finanzierungsrunden erreicht wurde. Des Weiteren war die Neuausrichtung der Strategie, die durch den Miteinstieg und die Beteiligung von Manfred Bodner und Norbert Teufelberger erreicht wurde, ausschlaggebend. Global Equity Partners war mit über 50% am Unternehmen beteiligt, kurzfristig befanden sich 75% des Unternehmens unter der Verwaltung von Global Equity Partners.

4.2 MANAGEMENTPHASE VON 1999 BIS 2005

Mit dem Einstieg der Global Equity Partners wurde das Unternehmens-Managementteam durch Manfred Bodner und Norbert Teufelberger erweitert. Manfred Bodner war als international erfahrener Marketingexperte für die Koordinierung und Implementierung der globalen Marketingaktivitäten verantwortlich, Mag. Norbert Teufelberger, der langjährige praktische Erfahrungen im internationalen Casino- und Wettgeschäft mitbrachte, übernahm den Bereich Finanzen.

Aufgebaut wurde ein integriertes aussagekräftiges Berichtswesen, die Hardwareplattform wurde stabilisiert, der Webauftritt neu gestaltet und die Neuprogrammierung einer Webengine begonnen.

Strategisches Ziel der Gesellschaft war die aggressive Expansion sowohl geografisch, als auch organisch. Finanziert sollte der Wachstumskurs durch einen Börsengang werden.

Somit wurde parallel zum operativen Bereich der Beauty Contest mit den Banken Vontobel, Erste und RZB vorangetrieben. CEA Corporate Finance GmbH in Deutschland konnte als strategischer Partner gewonnen, der Aufsichtsrat besetzt werden. Alles in allem wurde eine enge operative Zusammenarbeit – vergleichbar mit den Inkubatoren-Geschäftsmodellen – gelebt. Ende 1999 erwirtschaftete bwin einen Umsatz von EUR 5,3 Mio. und einen Rohertrag von EUR 625.000,–.

– **Börsengang im Jahr 2000**
  Gemeinsam mit der Erste Bank AG erfolgte im März 2000 der Börsengang an der Wiener Börse. Dieser war der erfolgreichste IPO im Jahr 2000. Bei einem Emissionskurs von EUR 13,50 stieg der Kurs innerhalb der ersten Monate auf über EUR 35,– je Aktie. Mit den Mitteln aus diesem IPO sowie den mit einem rasch wachsenden Kundenstock einhergehenden Umsätzen (+ 200% gegenüber 1999; EUR 17,3 Mio.) ist es bwin gelungen, eine führende IT-Gaming Technologie sowie eine steuerlich sehr effiziente Unternehmensstruktur aufzubauen, mit welcher die Zielmärkte – Deutschland, Österreich, Schweiz und Italien – ideal bearbeitet werden konnten.
  Im Jahr 2000 wurde der Bekanntheitsgrad in Österreich auf 30% gesteigert und die erste Expansion ins Ausland, nach Skandinavien, begonnen. Für den Eintritt nach Italien wurde eine Wettlizenz verhandelt.
  Ende 2000 erwirtschaftete bwin mit 45 Mitarbeitern einen Rohertrag von EUR 2,2 Mio. Die liquiden Mittel beliefen sich auf EUR 45 Mio.

– **Expansion im Jahr 2001**
  bwin forcierte die Expansion in Italien, Schweden und vor allem Deutschland. Die Planung und letztendlich Etablierung der Gibraltar Struktur wurde mit der Übernahme von Simon Bold (Gibraltar) Ltd. (später BAW International) umgesetzt. Dies führte auch zur Akquisition von zusätzlichen Casino- und Wettlizenzen, zur Integration des Management-Teams vor Ort sowie zu einer optimalen Steuerstruktur für die gesamte Gruppe. Des Weiteren wurde die IT-Kompetenz erhöht, zusätzliches Buchmacher-Know-how geschaffen, das Wettangebot vergrößert und zusätzliche Vertriebsmedien entwickelt. Die Ziel-Rohertragsmarge von 8%–10% wurde dabei immer eng verfolgt.
  Ende 2001 beschäftigte das Unternehmen ca. 89 Mitarbeiter, erwirtschaftete einen Wettumsatz von EUR 62 Mio., einen Rohertrag von EUR 4,4 Mio. und bereitete sich auf die Olympischen Spiele von Salt Lake City im Februar 2002 sowie die Fußball WM in Japan und Korea vor.

– **Deutliches Wachstum im Jahr 2002**
  Im Geschäftsjahr 2002 vervierfachte das Unternehmen seinen Umsatz. Es schaffte durch die Beteiligung an einem deutschen Sportwettanbieter den Markteintritt in Deutschland, das einen der größten Märkte in Europa darstellte und aufgrund seiner strikten Reglementierung (es waren nur fünf Anbieter zugelassen), ein besonders großes Potenzial für bwin eröffnete. Im 4. Quartal 2002 erreichte das Unternehmen den break-even.
  Der Fokus von bwin lag weiterhin auf einer nachhaltigen Wachstumsstrategie. Im Rahmen dieser Strategie sollte die führende Position im zentraleuropäischen Markt weiter ausgebaut und selektiv Märkte in Südosteuropa erschlossen werden. Des Weiteren konzentrierte man sich im Vertrieb auf den Bereich Internet, da dieser Kanal die größten Wachstumsraten versprach. Das Produktportfolio wurde um eigenentwickelte Lotterie-ähnliche Produkte erweitert und das Sprachangebot der Wettplattformen

auf weitere Sprachen ausgedehnt. Ende 2002 konnte man über 400.000 Registrierungen aufweisen.

– **Übernahme des Sportwettenanbieters Simon Bold im Jahr 2003**
  Im September 2003 übernahm bwin dann 100% des in England lizenzierten Online-Sportwettenanbieters Simon Bold. Die Strategie war weiterhin klar auf Wachstum ausgerichtet. Die nachhaltige Steigerung des Unternehmenswertes basierte auf dem ständigen Ausbau der Marktposition in den Kernzielmärkten bei gleichzeitiger Sicherung und laufender Verbesserung der skalierbaren Technologie-Plattform.
  Ende 2003 konnte ein Umsatz i.H.v. EUR 400 Mio. bei einem Rohertrag von EUR 24,8 Mio. erwirtschaftet werden.

– **Fokus Marktanteilsgewinnung im Jahr 2004**
  Die dynamische Entwicklung im Bereich des Umsatz- und Kundenwachstums konnte beibehalten werden. Ende 2004 erwirtschaftete das Unternehmen EUR 855 Mio. an Umsätzen, einen Rohertrag von EUR 52 Mio. mit 156 Mitarbeitern. Aufgrund des Fokus auf die Gewinnung von Marktanteilen wurden im Bereich der Ergebnisse keine Steigerungen budgetiert.

4.3 DIVESTMENT IM JAHR 2005

Ende 2003 wurde von den VC-Beteiligungsgesellschaften der Verkauf der bwin-Aktien beschlossen. Im März 2005 haben sich die VC-Fonds letztendlich gänzlich aus dem Unternehmen zurückgezogen. Für die Beteiligungsgesellschaften bzw. deren Investoren konnte mit dem Investment in bwin eine Rendite von über 400%–2.000% und damit das vier- bzw. 20-fache des investierten Kapitals je nach Einstiegs- und Verkaufszeitpunkt erwirtschaftet werden.

4.4 WEITERE ENTWICKLUNG DER BWIN ZWISCHEN 2005 UND 2012

Aus Betandwin wurde bwin. Mit der im Dezember 2005 bekannt gegebenen und Anfang März **2006** abgeschlossenen Akquisition von Ongame zählte bwin zu den weltweit führenden Online-Gaming-Unternehmen. Das Geschäftsjahr 2006 verlief spektakulär. Im September 2006 wurde der Vorstand in Frankreich wegen mutmaßlicher Verletzungen nationaler Glücksspielbestimmungen vorübergehend in polizeilichen Gewahrsam genommen. Die regulative Entwicklung führte zu einer Anpassung der strategischen Ausrichtung. Die aggressive Wachstumsstrategie wurde zugunsten einer profitablen, verstärkt Cash-flow-generierenden Unternehmensentwicklung abgeändert. bwin konzentriert sich auf die Kernprodukte Sportwetten und Poker in den etablierten Märkten in Europa. Die regionale Expansion wurde nur weniger aggressiv vorangetrieben.

Im Dezember 2006 musste bwin den mit Abstand größten Verlust der Geschichte (EUR 500 Mio.) aus den USA-Markteintrittsversuchen in Kauf nehmen, da der Unternehmenswert von Ongame in den USA wertberichtigt werden musste.

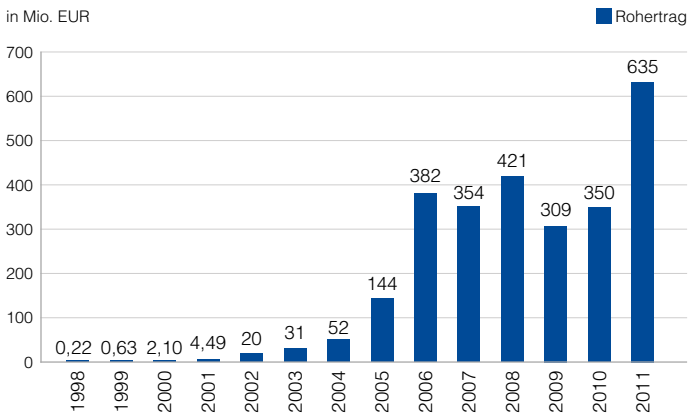
2007 war somit ein Jahr der strategischen Neuausrichtung. Der Rückzug aus dem US-Markt mit Ende 2006 sowie der anhaltende Widerstand einiger EU-Mitgliedsstaaten gegen regulierten Wettbewerb veranlasste das Unternehmen seine Werbeaktivitäten auf ausgewählte Kernmärkte zu konzentrieren. Die Brutto-Gaming-Erträge konnten im Geschäftsjahr 2007 auf insgesamt EUR 353,5 Mio. gesteigert werden, wobei sich

das EBITDA auf EUR 61,0 Mio. (exklusive aktienbasierter Vergütungen gemäß IFRS2 in der Höhe von EUR 19,4 Mio.) verbesserte. Diese Zahlen unterstrichen, dass sowohl das Geschäftsmodell, als auch das Kerngeschäft von bwin über eine solide Basis verfügte. Trotz stark reduzierter Marketingausgaben setzte bwin sein Wachstum bei gleichzeitig profitabler Unternehmensentwicklung fort. Einer der Grundpfeiler der Unternehmensstrategie war die interne Entwicklung von Produkten, insbesondere Sportwetten und Poker. Damit war bwin für das weitere Wachstum der Gruppe optimal positioniert. Im Sportwettenbereich wurde das Livewetten-Segment ausgebaut.

2008 und **2009** standen ganz im Zeichen von Produkt- und Kundenentwicklung in den bereits etablierten europäischen Märkten.

2010 vollzog sich die Fusion mit dem Londoner Unternehmen PartyGaming.

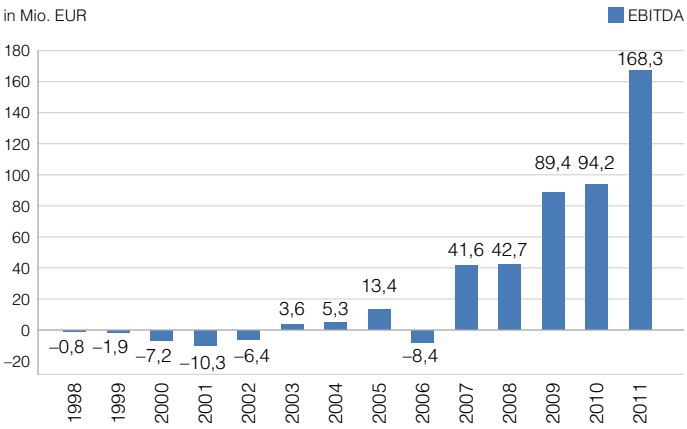
Abb. 7: Entwicklung der bwin von 1998–2011



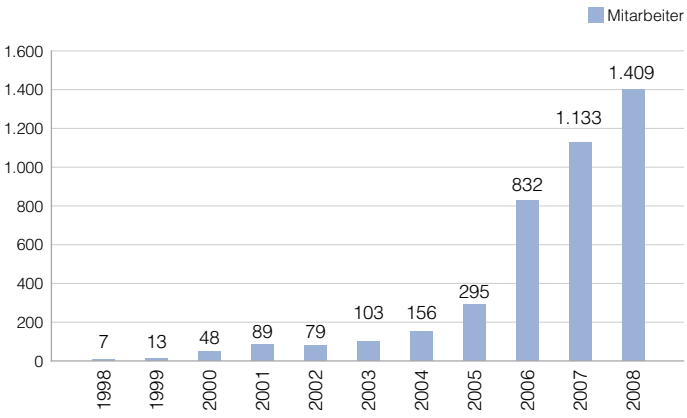
Quelle: bwin Jahresabschlüsse 1998–2011

4. DIE ENTWICKLUNG VON BWIN ALS BETEILIGUNG VON GLOBAL EQUITY PARTNERS

Abb. 7: Entwicklung der bwin von 1998–2011



Quelle: bwin Jahresabschlüsse 1998–2011



Quelle: bwin Jahresabschlüsse 1998–2008

5. ERKENNTNISSE (LESSONS LEARNED)

Gerade bei Start-up-Unternehmen ist die Evaluierung des Managements hinsichtlich unternehmerischer Qualitäten extrem wichtig. Die Fähigkeiten des Entrepreneurs sind entscheidend für den Erfolg.

Passen die Voraussetzungen sowohl unternehmensintern als auch seitens des Börsenklimas, ist ein schnelles Reagieren bei Börsengängen notwendig.

Die Kapitalaufbringung in den ersten 1,5 Jahren des Unternehmensbestandes war Grundvoraussetzung für den Gang an die Börse im März 2000. Die Chancen aufgrund der Liberalisierungstendenzen in den bis dahin überregulierten Bereichen wie Finanzdienstleistungen, Arzneimittelvertrieb oder Gaming mussten rasch erkannt und genutzt werden.

In der Nachbetrachtung kann man argumentieren, dass man eigentlich auf das schwierigste Geschäftsmodell, nämlich die Sportwetten, gesetzt hat. Casino und Lotterien haben interessantere Rohertragsbeiträge und die Branche zeigte auch, dass sich diese Segmente durchgesetzt haben.

Im Falle von Global Equity Partners war die Divestmententscheidung eine einschneidende Erfahrung. bwin war kein herkömmliches Beteiligungsunternehmen. Man hatte sich jahrelang finanziell und personell im Unternehmen und dessen Entwicklung aktiv involviert.

Als 2003 die Entscheidung, das Investment zu verkaufen, getroffen wurde, geschah dies auf Basis des Geschäftsmodells von VC-Gesellschaften, die ihre Beteiligungen nur mittelfristig halten und ihre Rendite über den Exit erwirtschaften.

Ex-post betrachtet war es für Global Equity Partners falsch, ein Unternehmen in einer solch strategischen Position und mit dem dominierenden Beteiligungsausmaß so frühzeitig in einer Wachstumsphase – und das ohne Kontrollprämie – zu veräußern.

Investorenseitig, stellte sich im Nachhinein die Frage, was der richtige Exit-Zeitpunkt für die Beteiligung gewesen wäre, da sich der Aktienkurs in den Folgejahren des Exits recht positiv entwickelt hat.

Die INODE

Ein Venture Capital-/Wachstumsfinanzierungs-Zyklus

CASE STUDY II – EXPANSIONSFINANZIERUNG

MICHAEL TOJNER

1. EINLEITUNG UND POSITIONIERUNG DES CASES „INODE“

INODE (heute UPC) konnte sich als privater Breitband-Internetanbieter neben dem Monopolunternehmen Telekom Austria im Internetmarkt etablieren. Aufgrund verlässlicher und kreativer Dienstleistungen und eines modernen Marketing wurde das Start-up-Unternehmen bei Privatkunden gut angenommen. Telekom Austria reagierte in den ersten Jahren träge auf den Aufschwung des Internets und setzte anstatt auf Breitband auf die Telefonie.

Im Jahr 2004 war der first mover Wettbewerbsvorteil von INODE jedoch Vergangenheit. Telekom Austria, UPC oder Tele 2 drängten in den Markt. INODE sah sich einem Preisdruck von unten und einem Leistungsdruck von oben (Chello, LWL[100] von Telekom Austria bzw. Regionalanbietern) ausgesetzt.

Der Mitbewerb war gut kapitalisiert, INODE hingegen stand finanziell schwach da. Die Gründer und Eigentümer der INODE waren mit ihrem Unternehmen hoch verschuldet, hatten ein working capital-Finanzierungsproblem und suchten im Jahr 2004 einen externen Finanzpartner.

Durch die Hereinnahme von VC konnte der nächste Wachstumsschritt von INODE in den Jahren 2004/2005 einerseits finanziert werden, andererseits konnte das Unternehmen auf die Zukunft auch organisatorisch und strategisch ausgerichtet werden.

Ohne Managementverstärkung im Finanzbereich, wäre die Restrukturierung nicht geglückt. Daher wird im folgenden Fallbeispiel verstärkt auf die Bedeutung der Beteiligungsvertragsgestaltung und damit auf die Absicherung eines Minderheitsaktionärs gegenüber dem Mehrheitsaktionär (Gründer) eingegangen.

Aus Sicht des VC-Investors war beim Einstieg in das Unternehmen klar, dass hier zwar eine interessante Rendite über die potenzielle Wachstumsstrategie der Gesellschaft möglich, gleichzeitig aber auch ein rasches Handeln notwendig war, um das Unternehmen auf den Wachstumskurs auszurichten sowie zeitnah einen strategischen Partner oder die Börse als follow-up-Investor für das Unternehmen und als Ausstiegsvariante für den VC-Investor zu suchen. Dazu war es notwendig, die Wachstumsstrategie zu definieren und eine gesunde Organisationsbasis aufzubauen. Im Falle der INODE wurde dies in zwei Jahren geschafft.

100 LWL = Lichtwellenleitung

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 2004

2.1 HISTORIE DER INODE

Bei dem 1996 gegründeten Unternehmen bestand das Angebot zunächst vor allem aus Dial-Up Anbindungen für Konsumenten. Bereits ab 1996 wurden aber konzentriert Business Kunden beworben und Investitionen in Infrastruktur getätigt. Ende 1996 konnte INODE im Großraum Wien Standleitungen für Firmen auf Basis eigener Infrastruktur (POPs, *Point of Presence* oder Netzwerkknoten) anbieten. Mitte 1998 begann die Ausweitung des Angebots auf alle Bundesländer.

In der Start-up Phase konnte INODE mit einer jährlichen Wachstumsrate von fast 100% wachsen. Im Jahr 2004 erwirtschaftete das Unternehmen einen Umsatz von über EUR 37 Mio. bei einem positiven EBITDA von EUR 0,3 Mio. und rund 280 Mitarbeitern.

INODE besaß zwei Niederlassungen in Wien und Graz und wurde von den vier Gründern geleitet.

2.2 GESELLSCHAFTERSTRUKTUR

Die Gesellschaft ist zum Akquisitionszeitpunkt als GmbH strukturiert und steht im Eigentum der vier Unternehmensgründer. Im Geschäftsjahr 2003 bilanzierte INODE ein negatives Eigenkapital von EUR 2,3 Mio. sowie ein Fremdkapital

Tab. 1: Übersicht Finanzen 2004

	IST		FORECAST	BUDGET			
in TEUR	2002	2003 *	2004e	2005e	2006e	2007e	CAGR
Umsatz	11.487	18.479	36.678	51.241	64.000	77.000	46,3%
EBITDA	2.162	–2.208	282	3.760	9.900	10.800	38,0%
EGT	1.420	–3.817	–2.902	–1.661	4.200	5.000	28,6%
AV	3.255	7.817	12.769	14.967	16.000	16.800	
UV + ARA	2.570	4.356	10.109	7.188	9.000	10.800	
Aktiva	**5.825**	**12.173**	**22.878**	**22.155**	**25.000**	**27.600**	
EK	1.686	–2.341	–710	–380	3.000	7.000	
FK + PRA	4.139	14.512	23.588	22.535	22.000	20.600	
Passiva	**5.825**	**12.173**	**22.878**	**22.155**	**25.000**	**27.600**	
Mitarbeiter	108	171	287	305	315	322	24,4%

Das negative Ergebnis 2003 erklärt sich aus der Änderung der Praxis der Umsatzverbuchung (periodenrein Abgrenzung von Vorausfakturen).

* 2003 ist der erste geprüfte Jahresabschluss des Unternehmens.

Quelle: INODE

in Höhe von über EUR 14,5 Mio. Die Hereinnahme eines externen Finanzpartners wird angestrebt.

2.3 BILANZ- UND ERGEBNISDATEN DER INODE ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

Herausragend ist das rasante Wachstum, das INODE insbesondere in den letzten fünf Jahren verzeichnen konnte. Innerhalb dieser Zeitspanne konnte der Umsatz von EUR 2,5 Mio. auf EUR 36,7 Mio. gesteigert werden. Trotzdem konnte INODE mit Ausnahme von 2003 durchwegs positive EBITDA-Ergebnisse ausweisen und umfangreiche Anlageninvestitionen tätigen. Das Nachziehen der Organisation (Personalaufbau) und überproportionale Investitionen in Entbündelungs-Infrastruktur im 2. Halbjahr 2004 (extrem starkes Mengen-Wachstum des B2C-Segments – bis zu 3.000 Neukunden pro Monat) musste über Ausweitung der Banklinien und entsprechendes Cash-Management finanziert werden. Dadurch bedingte negative Periodenergebnisse führten zu einem negativen Eigenkapital, das aber gemäß Planrechnung aufgrund der hohen Marktinvestitionen bereits 2005 deutlich verbessert werden sollte.

2.4 GESCHÄFTSMODELL DER INODE ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

Als österreichischer, alternativer Telekom Anbieter befindet sich die INODE Telekommunikationsdienstleistungs GmbH zum Zeitpunkt der Akquisition in einer dynamischen Wachstumsphase.

Das Wachstum des Breitband-Marktes sollte in Österreich erwartungsgemäß bis 2007/08 ungebremst weitergehen. INODE plante in diesem Zeitraum zum führenden alternativen Breitband-Internet-Anbieter in Österreich zu werden. Darüber hinaus war vorgesehen erste Schritte in Osteuropa zu setzen.

Das Hauptprodukt von INODE ist der Breitband-Internet-Anschluss (rund 70% des Umsatzes) auf Basis entbündelter Infrastruktur[101] für Privat- und Firmenkunden; dazu kommen komplementäre Daten- und Kommunikationsdienste wie IP Telefonie, Web- und Server-Hosting etc. (rund 30% des Umsatzes).

Gegenüber Mitbewerbern will man weiter die Position durch Ausbau der eigenen Infrastruktur (Entbündelung/Kollokationen) stärken. Eine Abhängigkeit gegenüber der Telekom Austria (z.B. durch Übernahme von Kollokationen) wird gezielt vermieden.

2.5 GESCHÄFTSFELDER DER INODE ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

2.5.1 TECHNOLOGIE: ENTBÜNDELUNG

Die letzte Meile bzw. Teilnehmeranschlussleitung, also jenes letzte Stück im Netz vom Wählamt zum Endkunden, wurde vom Monopolisten Telekom Austria aufgebaut. Im Zuge der Liberalisierung des Telekom-Marktes wurde diese letzte Meile entbündelt[102]. Dies bedeutete, dass das Monopol aufgehoben wurde, indem diese Anschlussleitungen an andere Anbieter vermietet wurden[103].

101 Internetleitungen bestehen aus zwei Teilen: dem überregionalen Netz und einem entbündelten eigenen Teil (local loop). In Ballungszentren werden Wählämter (sog. POPs, Point of Presence), zusammengefasst an das Netzwerk angebunden. So erhält der Internetanbieter Zugang zum Kunden.

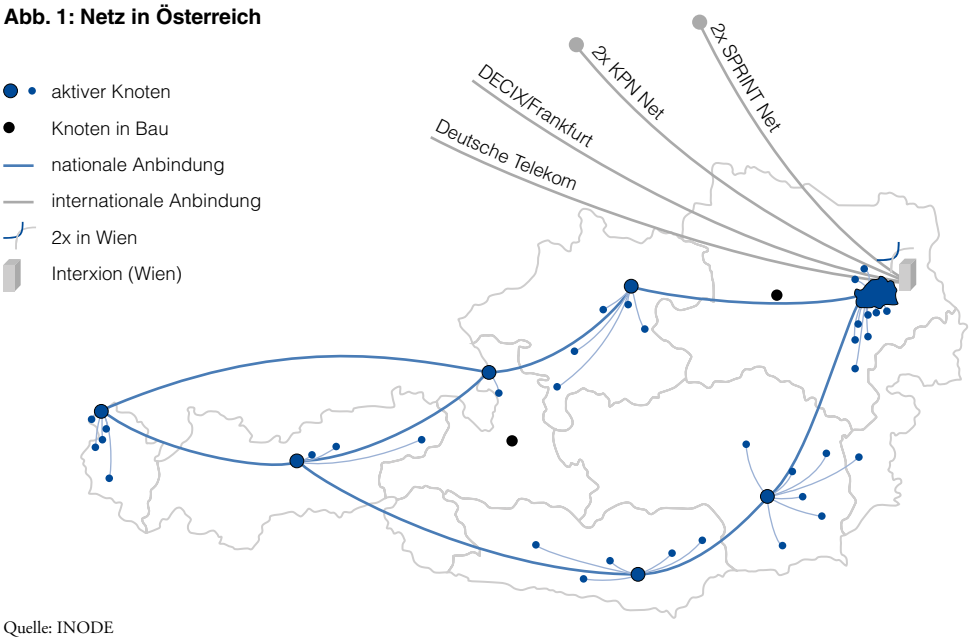
102 Die Entbündelung eine Wählamtes gliedert sich in vier Phasen: (1) Vorlauf: Erhebung der Rentabilität des zu erschließenden Gebiets (min. 1.000 Firmen bzw. entsprechendes Retail-Kundenpotenzial) sowie der bestehenden Infrastruktur: (2) Bau und Investition: Errichtung der technischen Anlagen im Wählamt; (3) Markterschließung: erste aggressive Kundenakquisition; (4) Normalbetrieb: Versorgung der bestehenden Kunden, stetige Akquisition weiterer Kunden.

103 Die Bedingungen dieser Untervermietung wurden von der Aufsichtsbehörde RTR GmbH auf Basis des Kommunikationsgesetzes stark reguliert (2004 beispielsweise rd. EUR 11 pro Teilnehmeranschlussleitung pro Monat, klare Rechte und Pflichten sowie Pönalen bei Verzug seitens der Telekom Austria.

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 2004

INODE hat im Jahr 2004 die wesentlichen Ballungsgebiete Österreichs entbündelt, und erreichte damit rund 50% der Privathaushalte Österreichs und etwa 60% der Firmen.

Abb. 1: Netz in Österreich



Quelle: INODE

2.5.2 PRODUKTE

Das Angebot von INODE gliederte sich in Internet-Anschlüsse sowie darauf aufbauende Dienstleistungen (z.B. Telefonie).

– **IP Connectivity**
  Internetanbindung für Privat- und Firmenkunden mit den Produktlinien xDSL und ADSL. **xDSL** ist ein Breitband-Internet-Anschluss für Privat- und Firmenkunden auf Basis eigener entbündelter Leitungen. xDSL ist das dynamischste Produkt (hohe zwei- bis dreistellige p.a. Umsatz-Wachstumsraten) und bietet sowohl Einzelplatz-, als auch Netzwerkanbindung. **ADSL** ist ein Breitband-Internet-Anschluss auf (von der Telekom Austria) gemieteten Leitungen, sowohl als Einzelplatz- als auch Netzwerkanbindung. Weiters bot INODE **Einwahlverbindungen** und **Standleitungen**. Nach wie vor bestand Nachfrage nach Einwahlverbindungen,

sowohl auf Basis ISDN, als auch Telefonleitungen/Modem. Diese wurden ebenfalls als Einzelplatz- wie auch als Netzwerkanbindung offeriert. Zusätzlich zu High-End xDSL Produkten (>512kBit unlimited) bot INODE unter dem Label iconnect Business Standleitungen für Geschäftskunden an. Diese unterschieden sich von den xDSL Business Produkten durch einen höheren Service-Level.

– **iTalk VoIP Telefonie**
Dabei geht es um Telefondienste über Internet Protocol (IP) für private und Geschäftskunden. Als preisgünstige Alternative zu anderen Festnetzanbietern bot INODE auf Basis bestehender oder neu einzurichtender xDSL Anschlüsse Festnetztelefonie zu Niedrigpreisen an (Inlands-Festnetztarife ab 1,14 Cent pro Minute, D oder USA um 4 Cent pro Minute). Zum Akquisitionszeitpunkt verzeichnete INODE im Quartalsvergleich dreistellige jährliche Zuwachsraten im Telefonie-Segment.

– **Dienste**
Zusätzlich zu den IP-Connectivity und Telefonie-Produkten bot INODE komplementäre Dienstleistungen an:
Webserver Dienste (Webhosting, Server-Housing, Domain); Sicherheitsdienste (VPN, Firewall, Backup), erweiterte Dienste (ASP und Datendienste[104], sonstige Dienste[105]).
INODE erwirtschaftete im Jahr 2004 ca. 80% des Gesamtumsatzes mit Internetanschlüssen, wovon wiederum fast 90%[106] auf Breitband, d.h. xDSL und ADSL Anschlüsse, entfallen. Davon war xDSL das bei weitem dynamischste Produkt mit jährlichen Zuwachsraten über 150%; ADSL verzeichnete solide zweistellige jährliche Zuwachsraten. Die Segmente Connect und Einwahl machten gemeinsam unter 10% des Unternehmensumsatzes aus.
Um die Rentabilität eines entbündelten Wählamtes sicherzustellen, waren eine rasche Kundenakquise und somit Auslastung der Infrastruktur sowie kostengünstige Errichtung wesentlich.

2.5.3 VERTRIEB/KUNDEN

INODE hatte eine starke Basis bei Privat- und KMU-Geschäftskunden, die über Werbung und Pull-Aktionen angeworben wurden. Das lukrative Großkundengeschäft – eher schwach versorgt – stand im Zentrum der Kundenakquisition. Geplant war INODE aggressiv auf Firmen-Großkunden im Direktvertrieb auszurichten.

Folgende Marketing- und Vertriebsmaßnahmen prägten INODE's Strategie:

Privatkunden: Werbung; direkter Kontakt von Kunden zu INODE; starke Werbe- und Promotionsaktionen für Studierende, daher sehr starke Position in vielen Universitätsstädten, etwa in Graz.

Geschäftskunden
- bei KMU Werbung & Promotion wie bei Privatkunden; darüber hinaus erfolgte der Vertrieb über EDV Berater, die ihren Kunden INODE Anschlüsse empfehlen;
- bei Geschäftskunden und Großunternehmen noch schwach verankert; Direktvertrieb inkl. Outbound Call Center im Aufbau.

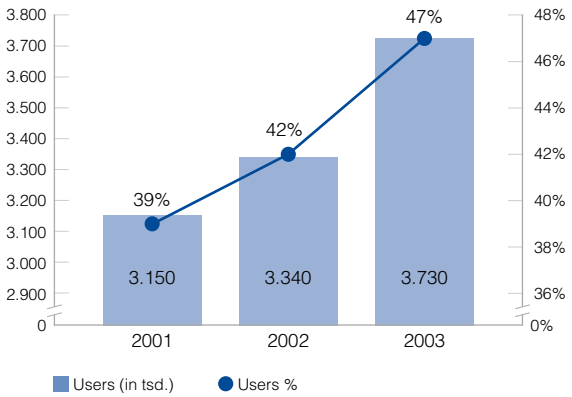
104 Newsletter versenden, Datendienste (z.B. Firmen- oder Grundbuch, SAP Service oder FINANZ-Online für WPs und Notare), Kundenservice
105 VPN (Virtual Private Network), Firewall Dienste.
106 Oder 70% des Gesamtumsatzes

2.5.4 MARKTVOLUMEN

2004 waren etwa 50% der Österreicher (ca. 4 Mio.) ans Internet angeschlossen, davon hatten rund 680.000 einen Breitband-Anschluss[107]. Es war zu erwarten, dass sich diese Zahl bis 2006 mehr als verdoppelt[108]. IDC (2003) erwartete, dass Umsätze aus Breitband-Anbindungen EU-weit bis 2008 rund EUR 22 Mrd. p.a. erreichen würden, was einem Wachstum von ca. 45% p.a. entspricht.

Steigende Bandbreit-Erfordernisse durch neue Applikationen (IP Telefonie, interaktive Websites, Entertainment wie Musik- und Video-on-demand, B2B Anwendungen wie Video-Conferencing, eCommerce etc.), Konvergenz zu Datentransfer und Internet Protocol, Verfügbarkeit von Breitband-Anschlüssen sowie die Breitband-Förderstrategien[109] trieben das Marktwachstum voran. INODE besaß einen Marktanteil von rund 5%.

Abb. 2: Internet-User in Österreich (2001–2003)
Gesamt und in % der Bevölkerung



Quelle: ITU (2004)

2.5.5 WETTBEWERB

Im Jahr 2004 wurde der Breitband-Markt von der Telekom Austria, die knapp 40% der Anschlüsse stellte, dominiert. Telekom Austria war stark kapitalisiert und war Eigentümer der Leitungsinfrastruktur des Festnetzes. Im Jahr 2004 setzte Telekom Austria noch auf Telefonie[110].

Weitere Mitbewerber im Breitband-Internet-Markt waren Kabel-TV Anbieter und Energieversorger. Neben INODE war Tele2 UTA mit ca. 4–5% Marktanteil im Markt tätig. Tele2 UTA positionierte sich als billigster Anbieter sowohl im B2C als auch im B2B Bereich. Deren Netzwerk war teilweise bereits auf IP umgerüstet und auch Tele2 UTA wollte massiv Marktanteile gewinnen.

Im Festnetz-Bereich war Chello (UPC) mit etwas mehr als 250.000 Breitband-Kunden ein Mitbewerber. Dies vor allem in Wien, Graz und Klagenfurt, wo Chello in Besitz von Koax-Kabeln und LWL-Infrastruktur war. Auch Chello war stark kapitalisiert, wies allerdings kein hohes Wachstum im Breitband-Markt aus. Eine Strategie von Chello war, Marktanteile über Dienste zu gewinnen, die auf Kupferleitungsbasis nicht möglich sind (wie z.B. hohe Bandbreiten).

107 ca. 25%–30% der Haushalte, 45% der KMU
108 Aufsichtsbehörde RTR GmbH 2003
109 *Breitband-Förderung:* Verwendung des Internet und der darauf beruhenden Anwendungen wurde seitens der Politik als strategisch wichtiger Faktor für Wachstum und die Wettbewerbsfähigkeit gesehen. Ein Bericht an die Europäische Kommission (Criterion Economics/DotEcon 2003) geht von positiven Wachstumsimpulsen i.H.v. bis zu EUR 50 Mrd. p.a. aus. Entsprechend wurde eine Breitband-Initiative ins Leben gerufen, die bis 2007/08 mit verschiedenen Fördermaßnahmen die möglichst flächendeckende Erschließung Österreichs mit Breitband-Internet ermöglichen soll. (z.B. Wiener Breitband-Initiative unter Koordination des Ex-ORF Generals Gerhard Weis)
110 Dies sollte sich aber in den Jahren 2005/2006 ändern, in denen eine Marktoffensive der Telekom Austria im Breitband-Internet-Markt folgte.

Gegenüber netzwerkgebundenen Anbietern[111] (Fest- und Mobiltelefonie, Kabel-TV) hatte INODE einen gewissen Fixkostenvorteil und profitierte von der Konvergenz zum Kernbereich Daten/IP sowie zu Pauschalabrechnungsmodellen, die verstärkt bisher übliche gebrauchsabhängige Abrechnung verdrängt haben.

Im Jahr 2004 verfügte INODE über etwa 150 Kollokationen[112] und erreichte rund 50% der Haushalte und etwa 60% der Unternehmen Österreichs. Da die Vermietung der „last mile" durch die Telekom Austria sehr stark reglementiert war, hatte INODE gegenüber anderen Anbietern mit stärkerem Reseller Anteil (etwa UTA) einen erheblichen Vorteil.

Insgesamt ergibt sich folgende SWOT-Analyse:

Abb. 3: SWOT-Analyse INODE

STRENGTHS	WEAKNESSES
+ Solide am österreichischen Markt etabliert + Entbündelte Infrastruktur (derzeit über 150 Kollokationen in Österreich) + Hochmotivierte, Exit-orientierte Gründer + Attraktive Produktpalette mit Erweiterungspotenzial in weitere Wachstumsbereiche + Schlagkräftige Organisation, erfolgte System- und Organisationsanpassung an Wachstum	– Team hat begrenzte eigene Erfahrung in der Skalierung von mittelgroßen Wachstumsfirmen – Keine Internationalisierungserfahrung des Teams – Derzeit schwache Position im wichtigen Großkundensegment
OPPORTUNITIES	**THREATS**
1. Chance, Position als führender alternativer Breitband-Anbieter auszubauen 2. Potential in Osteuropa (CZ, HU, SLO, SK) 3. Börsenphantasie in 2–3 Jahren	▸ Nicht ausreichende Kundenakquisition während Markt-Aufteilungsphase (bis 2007) ▸ Fokus auf falsche Kundengruppe ▸ Steigender Konkurrenzdruck (UTA/Tele2)

111 LiWest, Kabsi, Telesystem, etc.

112 Mit Kollokation wird in der Telekommunikation das Mitbenutzen von Ressourcen (Stellplatz, Infrastruktur wie Stromversorgung und Klimaanlage) am Standort des Hauptverteilers bezeichnet.

15%
25%
55%
75%
90%

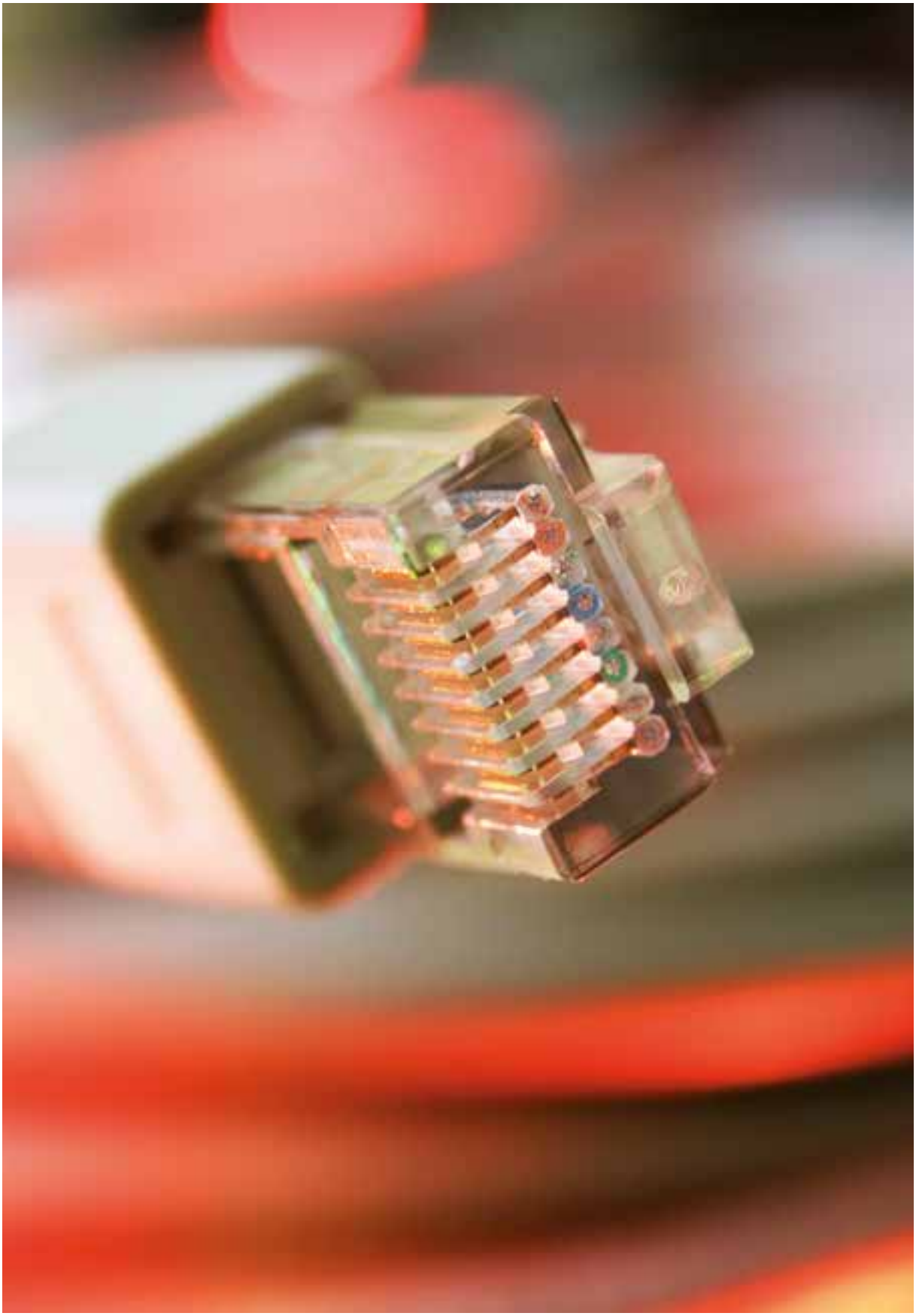
3. FRAGESTELLUNGEN

A. Wie kann im Falle einer überschuldeten, eigentümergeführten Unternehmung ein Einstieg eines externen VC-Investors strukturiert werden? Betrachten Sie sowohl die Strukturierung des Transaktionspreises, als auch die Ausgestaltung der Beteiligungsverträge.

B. Welche unterschiedlichen Erfolgsparameter zeigen sich hinsichtlich der Organisationsstruktur bei Wachstumsunternehmen im Vergleich zu Unternehmen, die sich noch in der Start-up-Phase befinden? Betrachten Sie das Geschäftsmodell, die Marktbedingungen und den Wettbewerb.

C. Welche Aktivitäten kann ein VC-Investor, abgesehen von der finanziellen Mittelbereitstellung, einem Beteiligungsunternehmen anbieten? Welche Interessenskonflikte können sich hier ergeben, bzw. wie können diese vermieden werden?

D. Erarbeiten Sie ein Dual-Track-Konzept für die INODE. Welche Vorteile bringt ein Börsengang, welche ein Trade Sale? Welche Parameter müssen gegeben sein, um einen dieser Exit-Wege zu gehen?



4. DIE ENTWICKLUNG VON INODE ALS BETEILIGUNG VON GLOBAL EQUITY PARTNERS

4.1 ATTRAKTIVITÄT DES UNTERNEHMENS

Folgende Argumente sprachen aus der Sicht des VC-Investors für die Akquisition der INODE:

- Hochattraktive Wachstumschancen und Ertragserwartung in einem stark expandierenden Markt;
- Solide aufgestellte Firma mit skalierbarem Geschäftsmodell;
- Eigenkapitalstärkung durch signifikantes VC-Investment, aktive Betreuung durch erfahrene Branchen- und Investmentexperten;
- Branchenerfahrenes Managementteam;
- Ausgezeichnete Exit-Chancen als Trade Sale Kandidat, aber insbesondere auch signifikantes Upside durch reale Chance auf einen Börsengang in zwei bis drei Jahren.

4.2 DUE DILIGENCE PHASE

Die durchgeführte Due Diligence ergab, dass die wesentlichen Risiken der INODE im operativen Geschäft lagen, jedoch keine Digitalrisiken erkennbar waren, die das Geschäftsmodell an sich in Frage gestellt hätten. Aufgrund des enormen Wachstumspotentials und realistischer Exit-Chancen war die Ertragserwartung für Eigenkapital-Investoren sehr attraktiv, auch in einem Trade Sale Szenario. Darüber hinaus eröffneten sich zusätzliche Chancen durch einen möglichen Börsengang nach zwei bis drei Jahren.

Im November 2004 beschlossen Global Equity Partners und Gamma Capital Partners eine Minderheitsbeteiligung an dem in Wien und Graz ansässigen Unternehmen INODE Telekommunikationsdienstleistungs GmbH (INODE) einzugehen.

Es handelt sich dabei um eine Expansionsfinanzierung des Internet-Infrastrukturproviders, der auf der Geschäftsidee basierte, breitbandig hochqualitative Internetanbindungen als Alternative zum marktbeherrschenden Unternehmen Telekom Austria anzubieten.

Das Eigenkapitalinvestment der VC-Fonds sollte zum Ausbau des entbündelten Leitungsnetzes, für den Einstieg ins Großkundengeschäft (B2B mit höheren Margen als B2C) und die Expansion in die Nachbarstaaten (Tschechien, Ungarn, etc.) verwendet werden.

– **Bewertung**
  Die post-money Bewertung wurde mittels OSM-Modell[113] ermittelt. Auf Basis einer Peer-Group im Internet-Service-Provider-Bereich (mit eigener Infrastruktur)[114] ergab sich ein Umsatz-Multiple von 1,8 (Discount von 20%). Durch Multiplikation mit dem Planumsatz 2007 und einer Abzinsung über drei Jahre errechnet sich eine post-money Bewertung von etwas über EUR 20 Mio.. Als Risikoprämie wurde ein interner Zinssatz von 8% p.a. herangezogen.
  Die pre-money Bewertung betrug EUR 13,5 Mio.; das entsprach einem Umsatz-Multiple von 0,37 auf Basis 2004 oder 0,26 auf Basis 2005 und erschien für einen Internet-Service-Provider mit eigener entbündelter Infrastruktur als sehr attraktiv.

– **Vertragsausgestaltung**
  Aufgrund der hohen Verbindlichkeiten des Unternehmens wurde der Beteiligungsvertrag äußerst hart ausverhandelt. Neben den üblichen Kontroll-, Informations- und Mitwirkungsrechten wurden weitere Rechte für die Investoren festgesetzt:

113 OSM: Operation Scoring Matrix
114 Tiscali, Via Net.Work, Iliad, Freenet.de, E.Biscom

Milestones-abhängige Zuzählung des Beteiligungskapitals

Die Global Equity Partners und die Gamma Capital Partners beabsichtigten, das Unternehmen mit EUR 6,5 Mio. Eigenkapital in zwei Tranchen zu finanzieren. Weiters sollten INODE in den Folgejahren Mezzanin- und Fremdkapitalmittel von Global Equity Partners bis zu EUR 6,0 Mio. zugeführt werden. Die Zuzählung des Eigenkapitals wurde an Bedingungen geknüpft, nämlich die Erreichung eines bestimmten EBITDAs sowie die Durchführung einer Reorganisation zur Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit. Die Eigenkapitalzufuhr wurde in einen Übernahmepreis sowie einen Gesellschafterzuschuss aufgeteilt, wobei der Gesellschafterzuschuss als gebundene Kapitalrücklage eingestellt werden musste. Dies bedeutete, dass keine Ausschüttung des Gesellschafterzuschusses möglich war.

Verwässerungsschutz der Investoren

Um eine mögliche Verwässerung der VC-Investoren durch eventuell neue notwendige Kapitalerhöhungen zu vermeiden, wurde ein Bezugsrechtsausschluss im Beteiligungsvertrag vereinbart.

Preferred return

Dem Wertminderungsrisiko aufgrund der hohen Verbindlichkeiten wurde mit einer zusätzlichen preferred return Regelung entgegengewirkt. Die Altgesellschafter (Management) verzichteten zu Gunsten der Investoren auf jegliche Ansprüche aus Ausschüttungen oder Kapitalrückführungsmaßnahmen bis der vereinbarte Preferred return an die Investoren zurückgeführt worden ist.

Vorveräußerungs- und Mitveräußerungsrecht

Die VC-Investoren sicherten sich Vorveräußerungsrechte. Die Altgesellschafter verpflichteten sich, bei Vorliegen eines Angebots zur Übertragung ihrer Geschäftsanteile, dieses den Investoren weiterzuleiten und ihnen das Recht einzuräumen, ihre Anteile vor den Anteilen der Altgesellschafter zu veräußern.

Das Mitveräußerungsrecht erlaubte es den Investoren, bei Nichtausübung des Vorveräußerungsrechtes, jedoch bei Veräußerung der Anteile der Altgesellschafter, dass ihre Anteile pro rata zu denselben Konditionen mitveräußert werden.

Mitveräußerungspflicht

Zusätzlich verpflichteten die Investoren die Altgesellschafter, ihre Anteile über Aufforderung der Investoren unter bestimmten Bedingungen (negative Planabweichungen, bei teilweisem Verkauf der Gesellschaft durch die Investoren) mit zu veräußern.

Vertragliche Verpflichtung für Mitwirkung am Trade Sale bzw. Börsengang

Bereits im Beteiligungsvertrag wurde der Exit der VC-Gesellschaften thematisiert und das Management bzw. die Alteigentümer dazu verpflichtet, an der Veräußerung der von den Investoren gehaltenen Geschäftsanteilen bestmöglich mitzuarbeiten.

Den Investoren wurde das Recht eingeräumt, die Börseneinführung der Gesellschaft zu verlangen und im Falle einer Neustrukturierung der Gesellschaft waren die Altgesellschafter verpflichtet, alle diesbezüglichen Maßnahmen zu ergreifen.

Weiters sicherten sich die Investoren ein Vorveräußerungsrecht im Zuge einer Börseneinführung (Greenshoe) bzw. unterwarfen das Management im Sinne einer Verfügungsbeschränkung einer Lock-up-Verpflichtung[115].

115 Verfügungsbeschränkung

Sollte der Börsengang nicht möglich sein, verpflichtete sich das Management einen Trade Sale anzustreben, wobei bevorzugt 100% der Geschäftsanteile verkauft werden sollten.

Key Investment Points

Aufgrund der hochattraktiven Wachstumschancen im stark expandierenden Markt, den innovativen Dienstleistungen und der geschickten Vertriebsstrategie, dem skalierbaren Geschäftsmodell und der Möglichkeit, durch die aktive Betreuung die Potenziale der Gesellschaft zu heben, wurde eine Beteiligung an der INODE beschlossen. Aufgrund der realen Chance eines raschen Börsenganges bzw. eines Trade Sales nach erfolgreicher Reorganisation der Gesellschaft bestand ein signifikantes Upside-Potenzial. Der Beteiligungsvertrag, der die VC-Investoren mit mehrheitsgleichen Rechten – trotz Minderheitsbeteiligung – ausstattete, war ein weiterer kritischer Erfolgsfaktor.

4.3 MANAGEMENTPHASE: 2004–2005

Der Business Plan wurde unter Einbindung der Investoren auf Basis der vereinbarten Beteiligung neu erstellt. Dabei wurde besonderes Augenmerk darauf gelegt, in der Planung ein vernünftiges Gleichgewicht zwischen Wachstum und Kapitalstruktur zu schaffen.

2004 war INODE in Österreich die Nr. 2 hinter der Telekom Austria im Breitband-Bereich. Zum Zeitpunkt des Einstiegs der VC-Investoren wurden Gewinne und positive Cash-flows von der Unternehmensleitung avisiert. Diese waren – wie in der Due Diligence festgestellt wurde – aber nur aufgrund fehlender bilanzieller Abgrenzungen vorhanden. Nach Einbuchung der Abgrenzungen entstanden im Geschäftsjahr 2004 Verluste.

Das Unternehmen war überschuldet und die Organisation war schlecht. Es galt, das Unternehmen neu auszurichten.

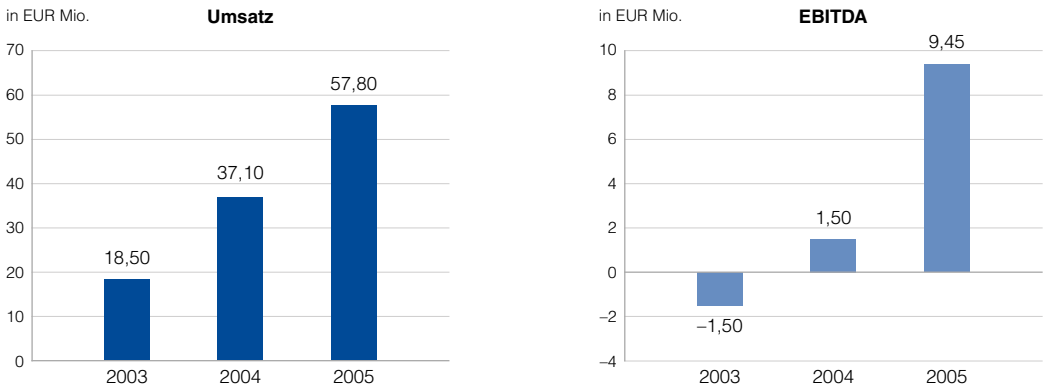
Als erste Maßnahme wurde ein CFO seitens Global Equity Partners ins Unternehmen entsandt und die Organisationsstruktur überarbeitet. Damit wurden den Managern erstmals klare Verantwortlichkeiten zugewiesen. Eine Offensive zur Mitarbeiterschulung wurde unternommen.

Unrentable Produkte im Privatkundenmarkt wurden eingestellt, was zu einem schnelleren positiven Cash-flow beitrug. Des Weiteren wurde der Fokus auf Businesskunden im KMU-Segment, die einen höheren Deckungsbeitrag lieferten, gelenkt. Beispielsweise wurde dies durch die Verprovisionierung der Vertriebsmitarbeiter erreicht. Das Hauptvertriebsargument der INODE wurde mit Dynamik und Preis konkretisiert und Vertriebspartnerschaften mit Niedermeyer und T-Mobile wurden abgeschlossen. Im Marketing wurden zahlreiche Aktionen gesetzt: Besuch Intertech, Telefit, eDay; Ärztemailing für e-card; neue TV/Hörfunk-Kampagne, „Bestpreisgarantie“, „Jetzt zu den Guten wechseln“. INODE konnte im Jahr 2005 den „VC & PE Award“ des wirtschaftsblatt:online gewinnen.

Weiters wurden mehrere Akquisitionsobjekte in Österreich, Tschechien und der Schweiz geprüft.

Somit konnten im Jahr 2005 ein deutliches Wachstum und deutlich positive Umsatz- und Ergebnisabweichungen zum Budget erreicht werden.

Abb. 4: Umsatz- und Ergebnisentwicklung 2003–2005



Quelle: Global Equity Partners

Im Oktober 2005 wurde die zweite Tranche der Eigenkapitalbeteiligung zugezählt. Zusätzlich dazu wurde ein Anteilskauf von den Altgesellschaftern – somit eine Anteilsaufstockung der VC-Investoren – verhandelt. Die zugrundeliegende Bewertung belief sich auf 0,65 x Plan-Umsatz 2005, was unter Berücksichtigung eines möglichen Trade Sales einen entsprechend lukrativen Hebel dargestellt hat.

In diesem Zusammenhang wurde der Beteiligungsvertrag nochmals erweitert, um die Investoren hinsichtlich eines möglichen Nichtzustandekommens eines Trade Sales abzusichern. Es wurde eine Option auf weitere Anteile der Altgesellschafter vereinbart, die es den VC-Investoren ermöglicht hätte, kurzfristig die Mehrheit am Unternehmen zu erhalten.

Auch die Bewertung für die von der Option umfassten Anteile lag unter 1 x Planumsatz 2005.

4.4 DIVESTMENTPHASE: 2005

Im Falle der Beteiligung INODE wurde seitens der VC-Investoren seit ihrem Einstieg das Dual Track System verfolgt.

Geplant war, dass – bei Erreichen der Planzahlen – INODE 2006/07 die nötige kritische Masse erreicht habe und einen Börsengang in Angriff nehmen sollte. Voraussetzung dafür war natürlich ein zulässiges Kapitalmarktumfeld. Zum glaubwürdigen Aufbau einer soliden Equity Story wurde parallel zur raschen Penetration des österreichischen Marktes ein Osteuropa Szenario aufgebaut. Dieses sollte auch zur Darstellung der weiteren Wachstumsperspektive nach Sättigung des Inlandsmarktes dienen.

Falls ein IPO nicht erfolgversprechend erscheinen sollte, stellte INODE auch einen attraktiven Kandidaten für einen Trade Sale dar. Die Branche war europaweit in Konsolidierung; erwähnenswert etwa die Akquisition der EUnet/tiscali Gruppe zu einer sehr attraktiven Bewertung für die Verkäufer durch die amerikanische Jordan Industries. Bereits 2004 wurde UPC als

möglicher lokaler Kaufinteressent gesehen. Im europäischen Markt sollte INODE als etablierter österreichischer Player mit seiner Osteuropastrategie Interesse wecken.

Trade Sale im Dezember 2005

Obwohl mit den Börsengangs-Vorbereitungen gemeinsam mit der Erste Bank begonnen wurde, auch um eine Absicherung der Unternehmensbewertung für die Aktionäre zu bekommen, wurden die Verhandlungen mit der Telekom Austria und UPC weitervorangetrieben. Die Gesellschafter hatten somit drei Möglichkeiten: einerseits Trade Sale an die Telekom Austria oder UPC oder Börsengang an der Wiener Börse.

Am 23. Dezember 2005 wurde zwischen den Gesellschaftern der INODE und der UPC Austria GmbH (UPC) ein Kauf- und Abtretungsvertrag unterfertigt.

UPC erwarb insgesamt 100% der INODE (Stammeinlage EUR 52.516,13) zu einem vereinbarten Kaufpreis von EUR 93.900.000,– zuzüglich einer allfälligen zwischen Referenzdatum und Closing von den Steuerbehörden gutgeschriebenen Investitionszuwachsprämie für das Geschäftsjahr 2004 abzüglich der Target Net Debt. Es wurden weitere Kaufpreisanpassungen vertraglich festgelegt.

Das tatsächliche Closing fand im März 2006 nach Zustimmung der Kartellbehörde statt. Die Bewertung entsprach somit dem Szenario eines Börsenganges.

5. ERKENNTNISSE (LESSONS LEARNED)

Die Erfolgsfaktoren der INODE-Beteiligung waren die harten Verträge mit dem Eigentümergeführten Unternehmen und somit die Möglichkeit, einen CFO ins Unternehmen zu entsenden und aktiv an der Reorganisation und der Neuausrichtung der Gesellschaft mitzuarbeiten. Ohne Managementverstärkung im Finanzbereich wäre die Restrukturierung nicht geglückt, da das Unternehmen beim Einstieg überschuldet und unterfinanziert war und entsprechende Expertise im Unternehmen fehlte.

Weiters konnte die Beteiligung innerhalb von zwei Jahren durch das erfolgreich verfolgte Dual Track-Konzept rasch wiederveräußert werden, was die Rendite der Investoren positiv beeinflusst hat. Neben den Investoren wurde auch das Unternehmerrisiko der Gründer gut belohnt. Immerhin hielten diese bei Exit nach wie vor knapp die Mehrheit. Die Bewertung im Trade Sale entsprach der Bewertung des möglichen Börsengangs.

Somit kann dieser Case als win-win-Situation für alle Beteiligten gelten.

Die VARTA

CASE STUDY III – TURNAROUND UND INNOVATION

MICHAEL TOJNER

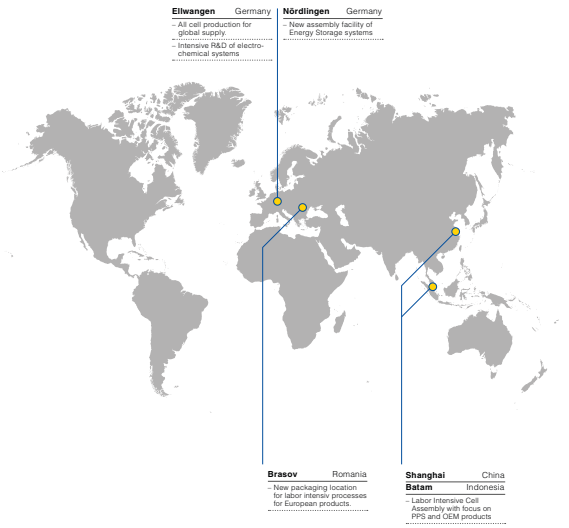
1. EINLEITUNG UND POSITIONIERUNG DES CASES „VARTA“

Das Fallbeispiel der VARTA zeigt die Neu-Ausrichtung eines deutschen Batterie-Konzerns und jene neuen Wachstumsmöglichkeiten, die insbesondere durch die Energiewende in Deutschland und im restlichen Europa eröffnet wurden. Veranschaulicht wird, wie sich ein relativ kleines europäisches Unternehmen – im Vergleich zu global aufgestellten, finanzstarken Großkonzernen – zum Marktführer in speziellen Nischenmärkten entwickeln kann.

Eine starke Marke, hohe Qualität der Produkte, stetige Innovation und umfangreiches Know-how unter der Führung eines ausgezeichneten Managements, welches durch eine hoch motivierte Belegschaft unterstützt wird, zeichnen die VARTA heute aus.

In den vergangenen Jahren wurde die Vorwärtsstrategie nachhaltig umgesetzt. Ein Börsengang innerhalb der nächsten Jahre steht zur Diskussion.

Im Werk Hagen werden Anfang der 1890er Jahre erste Batterien für Kutschwagen und deren Beleuchtung hergestellt.

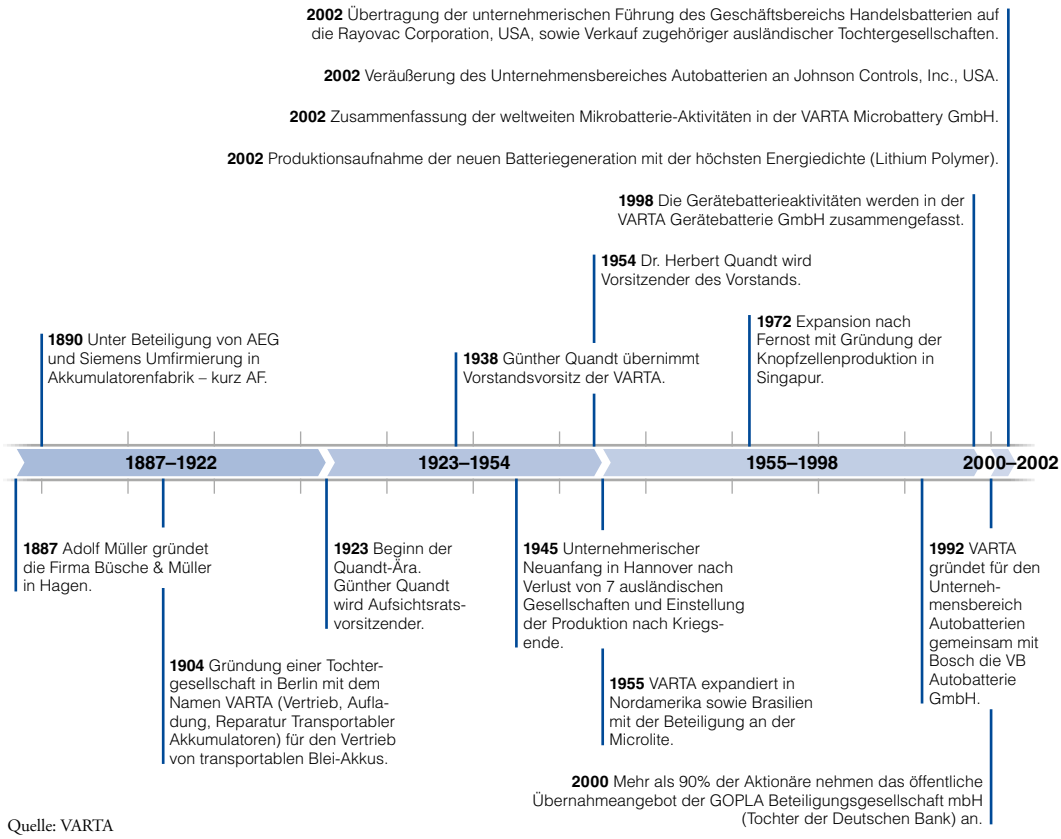


2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 2006

2.1 HISTORIE DER VARTA

Der Name VARTA wurde 1904 kreiert: als Tochterunternehmen der AFA (Kurzform von **A**ccumulatoren**fa**brik), die im Jahr 1890 aus Büsche & Müller unter Beteiligung von Siemens und AEG gegründet wurde. Die VARTA war damals für den Vertrieb kleiner, transportabler Blei-Akkumulatoren verantwortlich. In den kommenden Jahren integrierte die VARTA den Gerätebatteriehersteller Pertrix. Außerdem konzentrierte sich das Unternehmen auf innovative Anwendungen, wie beispielsweise die Herstellung von Batterien für Flugzeuge und

Abb. 1: Historie der VARTA



Quelle: VARTA

Starterbatterien für PKWs. Zusätzlich expandierte man nach Singapur und errichtete eine Produktionsstätte für Knopfzellen.

Bis zum Verkauf der einzelnen Divisionen war VARTA in den Bereichen Industrie-, Automotive-, Geräte- und Mikrobatterien tätig.

Abb. 2: Geschäftsbereiche der VARTA AG vor 1995

INDUSTRIE BATTERIEN	AUTOMOTIVE BATTERIEN	GERÄTE-/HANDELS-BATTERIEN	MICRO-BATTERIEN
1995 Verkauf	2002 Verkauf	2005 Verkauf	2006 Verkauf
BTR Plc, UK	Johnson Controls, Inc., USA	Rayovac Corporation, USA (Spectrum Brands)	Montana Tech Components AG, CH

1995 wurde die Sparte Industriebatterien an den britischen Mischkonzern BTR verkauft.

Nach der Übernahme der VARTA AG im Jahr 2000 durch die Gopla, eine Beteiligungsgesellschaft der Deutschen Bank, kam es 2001 zur Ausgliederung des Geschäftsbereiches Mikrobatterien. Es entstand die VARTA Microbattery GmbH (im Folgenden als VARTA bezeichnet) als Tochtergesellschaft der VARTA AG (Holding), Hannover.

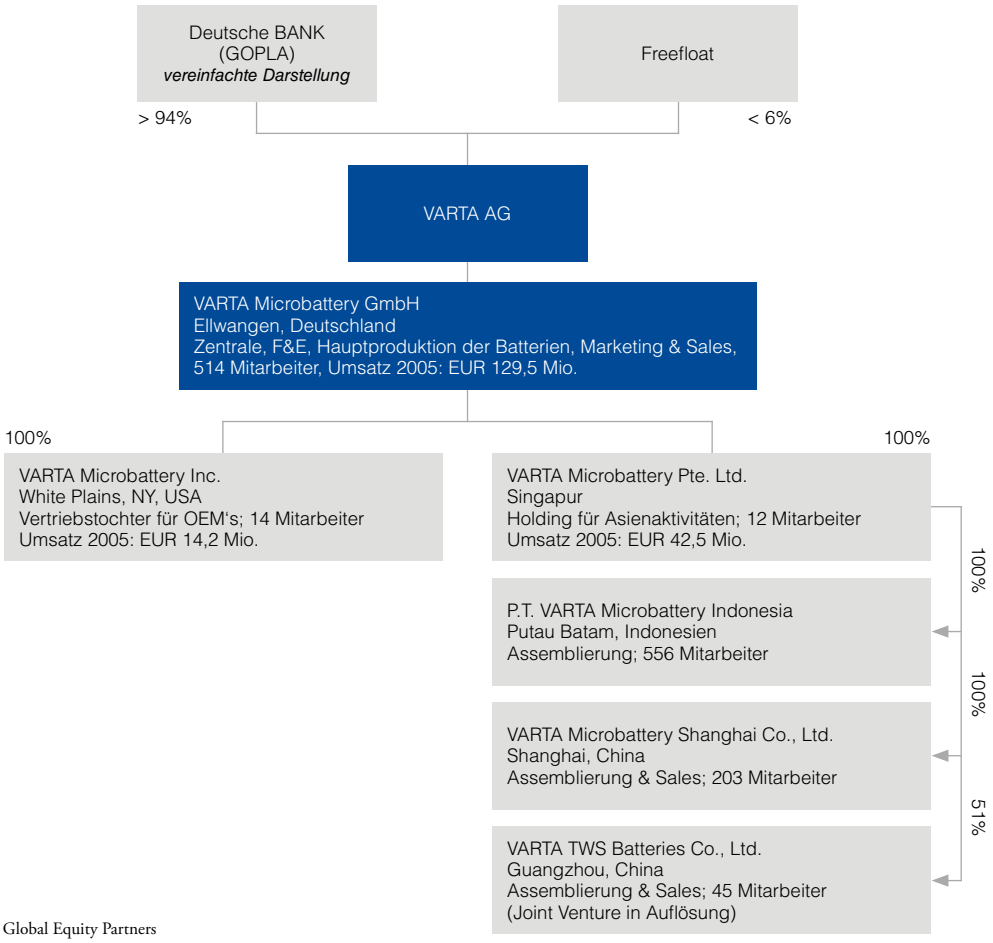
In den folgenden Jahren wurde die Autobatteriesparte an das amerikanische Unternehmen Johnson Controls verkauft, und auch der Geschäftsbereich der Handelsbatterien (z.B. AA oder AAA Zellen) wurde im Rahmen eines Joint Ventures mit Spectrum Brands ausgegliedert und wenig später vollständig verkauft.

Der Bereich der Mikrobatterien wurde schließlich im Jahr 2006 für EUR 30 Mio. durch die Montana Tech Components AG akquiriert. Michael Tojner ist Mehrheitseigentümer der Montana Tech Components AG.

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 2006

Heute ist die VARTA AG (Holding) nicht mehr im Batteriegeschäft tätig, sondern beschäftigt sich lediglich mit der Verwaltung des eigenen Vermögens. Zwischenzeitlich gehört auch die VARTA AG (Holding) zum Montana Tech Components Konzern, um vor allem die Marken-/Kennzeichenrechte zu sichern.

Abb. 3: Gesellschafterstruktur und Produktionsstätten 2006



Quelle: Global Equity Partners

2.2 GESELLSCHAFTERSTRUKTUR 2006

Im Jahr 2006 wird die VARTA Microbattery GmbH zu 100% von der VARTA AG gehalten und hat ihren Sitz in Hannover, Deutschland. Die VARTA AG befindet sich mehrheitlich im Besitz der Deutschen Bank.

In Ellwangen befinden sich die Unternehmenszentrale, die F&E Abteilungen sowie die Produktion. Insgesamt arbeiten nach dem im Jahre 2005 durchgeführten Personalabbau ca. 500 Mitarbeiter am Hauptstandort in Baden Württemberg.

Die VARTA verfügt über eine Vertriebstochter in den USA (14 Mitarbeiter bei einem Umsatz von EUR 14,2 Mio.) und einer Zwischenholding in Singapur, welche einen Umsatz von EUR 42,5 Mio. erwirtschaftet. Daneben unterhält das Unternehmen drei Assemblierungswerke in Indonesien (550 Mitarbeiter) und China. Im chinesischen Werk VARTA Microbattery Shanghai Co., Ltd. arbeiten etwa 200 Mitarbeiter, während im Joint Venture Unternehmen VARTA TWS Batteries nur 45 Mitarbeiter tätig sind. Eine Fokussierung auf das chinesische Tochterunternehmen ist geplant.

2.3 BILANZ- UND ERGEBNISDATEN DER VARTA ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

Tab. 1: Konsolidierte Gewinn- und Verlustrechnung

Mio. EUR	2003	2004	2005
Sales Standard			
Rechargeable NiMH Button	39,7	41,0	31,7
Lithium Standard	22,3	23,2	24,1
Watches & Electronics	14,4	13,6	12,3
Hearing Aid	9,9	11,4	15,5
Consumer Alkaline	4,1	3,6	2,3
Others	10,1	9,5	7,8
Total Sales Standard	**100,5**	**102,3**	**93,7**
Sales New Business			
Rech. Lithium-Ion and NiMH Round	44,6	40,2	32,7
Lithium Polymer	0,2	2,9	3,1
Total Sales New Business	44,8	43,1	35,8
Total Net Sales	**145,3**	**145,4**	**129,5**
Operating Expenses			
Sales	13,0	13,2	13,1
Production	22,1	22,5	19,9
R/D	9,2	8,1	6,9
Admin & Other	9,3	11,1	9,7
Total Operating Expenses	**53,7**	**55,0**	**49,6**
EBIT	**7,0**	**8,1**	**6,1**
Margin	4,8%	5,6%	4,7%
Depreciation*	10,2	10,5	9,2
EBITDA	**17,3**	**18,6**	**15,3**
Margin	11,9%	12,7%	11,8%

* Does not include extraordinary depreciation

Quelle: VARTA

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 2006

Tab. 2: Bilanzentwicklung

Mio. EUR	2003	2004	2005
Fixed Asses 01.01.	58,8	56,2	51,0
+ Cap. Expenditure	8,5	6,7	54,0
– Depreciation	10,2	14,4	12,1
+/– Others	–0,9	–0,3	0,4
Fixed Asses 31.12.	56,2	48,3	44,6
Stocks	27,2	22,1	29,8
Accounts Receivables 3rd party	10,2	11,8	16,5
Accounts Receivables Interst bearing			
Cash*	3,3	3,2	1,6
Other Assets	3,0	1,8	11,4
Total Assets	**100,0**	**87,2**	**103,9**
* including short term investments and interest-bearing receivables from group companies			
Equity 01.01.	24,7	25,2	30,4
+ Profit after taxes	1,5	0,6	–4,5
– Dividends to VAG			
+/– Others	–1,1	–0,6	1,4
Equity 31.12.	25,2	25,2	27,3
Provisions (incl. Untaxed reserves)	25,2	24,9	32,3
Accounts payable 3rd	17,7	12,8	17,2
Interest bearing liabilities (Bank/VARTA AG)	27,5	21,9	24,4
Other liabilities Interest bearing			
Other liabilities w/o interest	4,4	2,4	2,8
Total Equity & Liabilities	**100,0**	**87,2**	**103,9**

Umstellung von HGB auf IFRS in 2005

Quelle: VARTA

Tab. 3: Cash-flow-Entwicklung

Mio. EUR	2003	2004	2005
Profit after taxes	**1,5**	**0,6**	**–4,5**
+ Depreciation	10,2	14,4	12,1
– CapEx	8,5	6,7	5,4
Subtotal Free Cash-flow	**3,3**	**8,3**	**2,2**
– Increase in Inventory	4,4	–5,1	7,4
– Increase AR	–6,6	1,6	4,7
– Increase in Other Assets	0,0	–1,2	3,1
+ Increase in AP & Other Liabilities	8,6	–6,9	4,8
+ Increase in Provisions	–6,5	–0,3	8,0
+ Reduction FA	–0,2	0,3	0,0
Operating Cash-flow	**7,3**	**6,0**	**–0,1**

Quelle: VARTA

2.4 GESCHÄFTSMODELL DER VARTA ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

Als Nischenplayer im Markt für wieder aufladbare Batterien und Einwegbatterien für Retail und OEMs[116] steht VARTA für Energiesicherung, Qualität und Verlässlichkeit. Die Unternehmung setzt auf die Nutzung dieses europäischen Qualitätsimages. Im Bereich der Knopfzellen für Hörgeräte ist VARTA Weltmarktführer. Die Batterietechnologie, in der VARTA die größte Wachstumsmöglichkeit sieht, ist die Lithium-Polymer-Technologie.

116 OEM = Original Equipment Manufacturers

2.5 GESCHÄFTSFELDER DER VARTA ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

Um das Produktportfolio, die Abnehmer und Wettbewerber der VARTA zu erläutern, wird im ersten Schritt ein erklärender Überblick über den Batteriemarkt und die Batterie-Technologien gegeben. Des Weiteren wird im folgenden Kapitel auf die Entwicklungschancen und Marktwachstumstreiber eingegangen, Produktion, Vertrieb und Marketing werden dargestellt und die Ergebnisse in einer SWOT-Analyse zusammengeführt.

2.5.1 ÜBERBLICK ÜBER DEN BATTERIEMARKT: GRUNDLAGEN UND ANFORDERUNGEN AN BATTERIEN

Marktsegmente

Der Batteriemarkt kann grundsätzlich in

- Einweg- (Wegwerfbatterien; Primärelemente) oder
- wiederaufladbare Batterien (Akkumulatoren, Sekundärelemente)

aufgeteilt werden.

Weiters kann man zwischen Batterien für

- Geräte (Micro-, Haushalts- und medizinische Applikationen),
- Automotive (Starter),
- Industrie (stationäre Anwendungen) und
- militärische Anwendungen

unterscheiden.

Anforderungen von Batterien

Es existieren zahlreiche konkurrierende Anforderungen an Batteriespeichersysteme. Eine Optimierung auf höchstmögliche Leistungsdichte führt beispielsweise meist zu Einbußen bei der Energiedichte. Weiterhin führt nahezu jede Erhöhung der Energiedichte zu höheren spezifischen Kosten und im Falle der Lithium-Ionen-Technologie zu einer Erhöhung der technischen Komplexität, die durch Sicherheitselektronik überwacht werden muss.

Nachfolgend sind die wichtigsten Anforderungen an Energiespeicher aufgeführt.

Tab. 4: Anforderungen an elektrische Energiespeicher

Energetische Qualität	Hohe Energiedichte Hohe Leistungsdichte Hoher energetischer Wirkungsgrad Geringe Selbstentladung
Sicherheit	Hohe Betriebssicherheit Geringes Schadenspotenzial
Lebensdauer	Hohe Zyklen-Lebensdauer Hohe kalendarische Lebensdauer Großer Temperatureinsatzbereich
Umweltverträglichkeit	Herstellung Nutzung Entsorgung
Wirtschaftlichkeit	Niedrige Investitionskosten Niedrige Betriebskosten

Quelle: Prof. Dr.-Ing. W. Mauch, Dipl.-Ing. T. Mezger, Dipl.-Phys. T. Staudacher; Forschungsstelle für Energiewirtschaft e.V., München; sowie Überarbeitung durch Dr. Stefan Koller, VMI/TU Graz.

Die Anforderungen an derartige Speicher werden durch ihr Einsatzgebiet bestimmt. In den unterschiedlichen Anwendungsfeldern stehen sie dabei im gegenseitigen Wettbewerb und im Wettbewerb mit Alternativtechnologien.

Zur Realisierung dieser Anforderungen stehen viele unterschiedliche Speichersysteme zur Verfügung.

2.5.2 TECHNOLOGISCHE LÖSUNGEN

Es lassen sich unterschiedliche Technologien unterscheiden:

Batterien auf **Blei-Säure-Basis** werden als Starter-Batterien bei Automotive und in Flurförderfahrzeugen, insbesondere jedoch auch im stationären Einsatz verwendet. Mit dieser Technologie können jedoch – bekannt aus dem Kfz-Alltag – keine vollständigen Lade-/Entladezyklen gefahren werden, da das Batteriesystem ansonsten irreversibel geschädigt wird. Die theoretische Energie der Batterie kann damit im Zyklenbetrieb nicht vollständig genutzt werden, ohne die Lebensdauer des Systems zu gefährden. Mit diesen Eigenschaften eignet sich diese Technologie deshalb insbesondere zur unterbrechungsfreien Stromversorgung und Notstromversorgung. Als Energiespeichersystem für photovoltaische Anlagen stößt die Blei-Säure-Technologie hingegen an ihre Grenzen, da in diesem Bereich eine lange Lebensdauer im Zyklenbetrieb gefordert wird. Dies bedeutet, dass das Batteriesystem eine hohe Zahl an Ladungen und Entladungen schadenfrei und bei konstanten Leistungsparametern gewährleisten muss.

Die Blei-Säure-Zelle zeichnet sich vor allem durch niedrige Kosten, hohe Verfügbarkeit/Verlässlichkeit und die Einsatzmöglichkeit in einem großen Temperaturspektrum aus.

Die **Alkali-Mangan-Zelle**, umgangssprachlich auch Alkali-Mangan-Batterie oder Alkaline[117], ist eine galvanische Zelle und zählt gegenwärtig zu den wichtigsten elektrochemischen Energiespeichern. Sie zählt wie die Zink-Kohle-Zelle zu der Familie der Zink-Braunstein-Zellen, hat aber aufgrund höherer Kapazität, besserer Belastbarkeit und längerer Lagerfähigkeit die Zink-Kohle-Zelle aus den meisten Anwendungen verdrängt. Die Alkali-Mangan-Zelle wird zu den Primärelementen, das heißt den nicht-wiederaufladbaren Batterien gezählt. In der Vergangenheit gab es verschiedene Vermarktungsversuche für wiederaufladbare Alkaline, z.B. mit den sog. RAM-Zellen (Rechargeable Alkaline Manganese). Aufgrund der geringen Zyklenzahl, der inakzeptablen Zuverlässigkeit und des schlechten Preis-Leistungs-Verhältnisses konnten sich diese Systeme jedoch am Markt nicht durchsetzen.

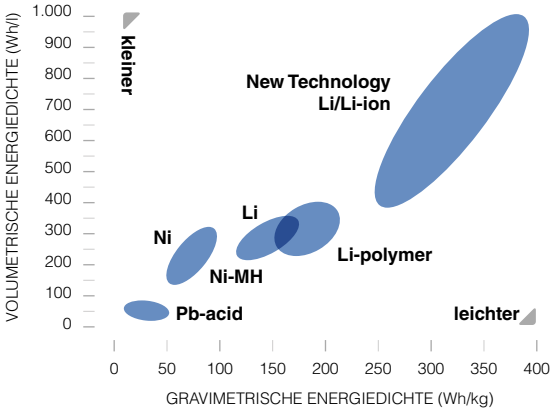
Ein **Nickel-Metallhydrid-Akkumulator (NiMH)** ist ein Akkumulator mit einer positiven Elektrode aus Nickel(II)-hydroxid und einer negativen Elektrode aus einem Metallhydrid (z.B. $MmNi_{3,5}Co_{0,7}Mn_{0,4}Al_{0,3}$). NiMH-Akkus bieten im Vergleich mit **Nickel-Cadmium-Akkumulatoren** (NiCd-Akkus) bei gleicher Spannung ungefähr die doppelte Energiedichte. Sie haben NiCd-Akkus, welche in bestimmten Anwendungen und Bauformen wie den Mignonzellen durch ein EU-weites Handelsverbot belegt sind, weitgehend verdrängt. NiMH-Akkus kommen ohne das giftige Schwermetall Cadmium aus, welches in den wichtigsten Wirtschaftsräumen verboten wurde, aktuell aber im Bereich der Luftfahrt (Boeing Dreamliner) wieder eine zumindest übergangsmäßige Renaissance zu erleben scheint.

Die NiMH-Technologie wird sukzessive von der Li-Ion-Technologie ersetzt, bedingt durch deren höhere Energiedichte bei gleichzeitig höherer Spannungslage. VARTA bietet eine spezielle NiMH-Technologie an, welche durch eine gute Überladefähigkeit die Systemkosten schont und ein breites Temperaturspektrum, insbesondere im oberen Bereich abdeckt. Entsprechende (Nischen-) Applikationen hierfür finden sich vor allem in den Bereichen Medizin und Automotive sowie der IT-Branche, die sehr hohe Anforderungen an die Zuverlässigkeit des Batteriesystems haben.

117 manchmal auch genauer als Zink-Manganoxid-Zelle bezeichnet

Die **Lithium-Technologien** (Lithium-Ionen und Lithium-Polymer) bieten im Hinblick auf die Energiedichte, Leistungsdichte und Zyklen-Lebensdauer die besten Ergebnisse. Ihr Einsatzgebiet erstreckt sich aufgrund der gegenwärtig hohen Kosten aber im Wesentlichen auf mobile Anwendungen. Im stationären Bereich zur Energiezwischenspeicherung oder bei Anwendungen im Bereich „Grid Stabilization" steht den heute noch hohen Kosten der Lithium-Technologie eine höhere Lebensdauer durch die bessere Zyklenfestigkeit gegenüber. Den Lithium-Batterien wird aber noch ein enormes Kostenreduktionspotenzial zugeschrieben, so dass sich diese Speichertechnik auch im stationären Bereich weiter etablieren wird.

Abb. 4: Batterietechnologien im Vergleich in Bezug auf Energiedichte



Quelle: Patil et al (2008)

2.5.3 PRODUKTPORTFOLIO DER VARTA

Das Produktportfolio der VARTA im Jahr 2006 unterteilt sich sowohl in Primär- und Sekundärbatterien als auch in Abhängigkeit der angewandten Technologie in „Standard-" und „New Business".

Während im „Standard Geschäft" die Segmente der klassischen Batterieproduktion abgedeckt werden, sind im Bereich „New Business" vor allem wiederaufladbare NiMH und Lithium-Polymer Anwendungen beinhaltet.

In Tabelle 5 wird das Produktsortiment der VARTA nochmals mit den Umsatzerlösen aus den Jahren 2002–2005 dargestellt sowie auf die jeweiligen Anwendungen der verschiedenen Technologien, die Hauptkunden des Produktsegments sowie die Erwartungshaltung überblicksmäßig eingegangen.

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 2006

Tab. 5: Produktportfolio und budgetierte Umsatzerlöse in EUR der VARTA im Jahr 2006 sowie Anwendungen, Kunden und Kommentare zu den jeweiligen Produktgruppen

	Umsatzerlöse in EUR Mio.						
	2002	2003	2004	2005			
Standard Produkte	**107,4**	**100,5**	**102,3**	**93,7**	**Anwendungen**	**Kunden**	**Zukunft**
Lithium Knopfzelle	18,5	22,3	23,2	24,1	Automobile, Mautsysteme, Sicherheitssysteme, elektronische Anwendungen	Enel, Flextronics, Metrona	Wachstum durch Verbreitung der Hauptanwendungen
Zink Luft	10,3	9,9	11,4	15,5	Hörgerätebatterien	Oticon, Phonak, Siemens	Überalterung der Bevölkerung; CAGR: 25%
Silberoxyd Knopfzelle	18,0	14,4	13,6	12,3	Uhren, Taschenrechner, Medizinische Geräte, Laser Pointer	Ronda, Valtronic, Siemens	leicht rückläufig und preissensibel, aber VARTA punktet durch Qualität und Zuverlässigkeit (speziell für medizinische Geräte)
Alkaline Batterien (Consumer)	8,6	4,1	3,6	2,3	Consumer Produkte, Spielzeug, elektronische Geräte	Spencer Gifts, Flin, Premier Farnell	Durch Verkauf an Rayovac Rückgang dieses Segments auf EUR 2,3 Mio., jedoch Aufbau der Marke „Power One“
NIMH Knopfzelle (wiederaufladbar)	36,6	39,7	41,0	31,7	Notebook, Schnurlostelefone, Scanner	Dell, Toshiba, HP/Compaq, Delphi, Bosch (Verlust DELL im Jahr 2005)	Temperaturbeständig, laufende Weiterentwicklung, Chancen bei Messsystemen und medizinische Anwendungen
New Products	**35,7**	**44,8**	**43,1**	**35,9**	**Anwendungen**	**Kunden**	**Zukunft**
NiMH Prismatisch und Lithium-Ion Round	35,7	44,6	40,2	32,7	Mobiltelefone, Schnurlostelefone, Scanner, Computerprodukte	IBM, Siemens, Swisstronics; Verlust Siemens BenQ (2005)	Lithium-Ionen-Produkte wurden zugekauft; nach und nach durch eigenentwickelte Lithium-Polymer Batterien substituiert
Lithium Polymer (PoLiFlex)	0,0	0,2	2,9	3,1	Mobiltelefone, PDA's, GPS, mp3, mobile Anwendungen		Wachstumsmarkt; Umsatz EUR 8,5 Mio. (2006e), höchste Wachstumsraten
Total	**143,1**	**145,3**	**145,4**	**129,6**			

Quelle: Montana Tech Components AG

Abb. 5: Produktbeispiele

▸ **Wiederaufladbare NiMH Knopfzellen**

▸ **Zink-Luft (Hörgerätebatterien)**

▸ **Lithium-Ion und Round NiMH (New Business)**

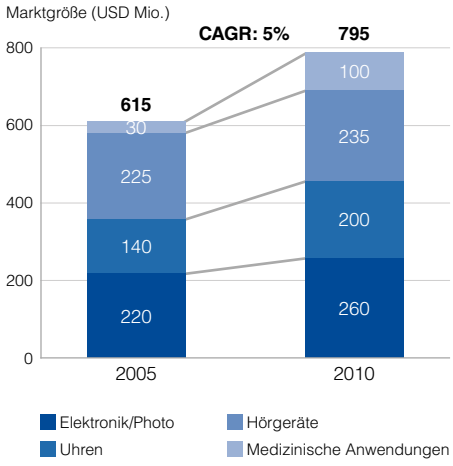
▸ **PoLiFlex**

2.5.4 ENTWICKLUNGSPERSPEKTIVEN DES BATTERIEMARKTES

Der **Markt für Primärbatterien** wächst mit ca. 5% p.a., wobei sich das Wachstum hauptsächlich im Bereich der Hörgerätebatterien und bei medizinischen Geräten abzeichnet.

VARTA ist in diesen Anwendungssegmenten sehr gut positioniert.

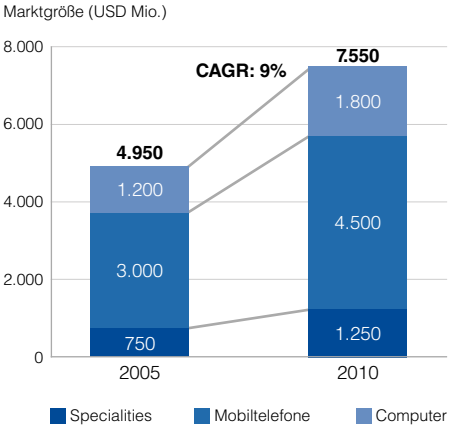
Abb. 6: Marktwachstum Primärbatterien 2005–2010



Quelle: Pillot (2010)

Der **Sekundärbatteriemarkt** wächst mit 9% p.a. noch wesentlich schneller. Gründe hierfür sind die steigende Nachfrage nach leichten, leistungsstarken und mobilen Produkten, bei denen fast ausschließlich wiederaufladbare Batterien im Einsatz sind.

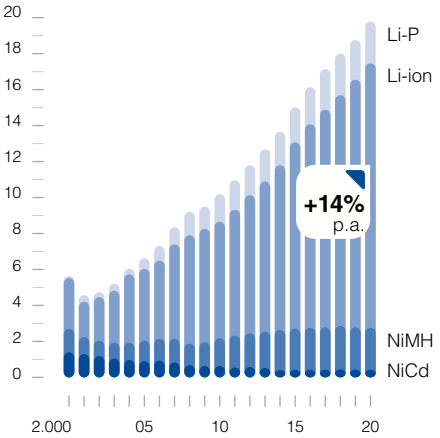
Abb. 7: Marktwachstum für Sekundärbatterien 2005–2010



Quelle: Pillot (2010)

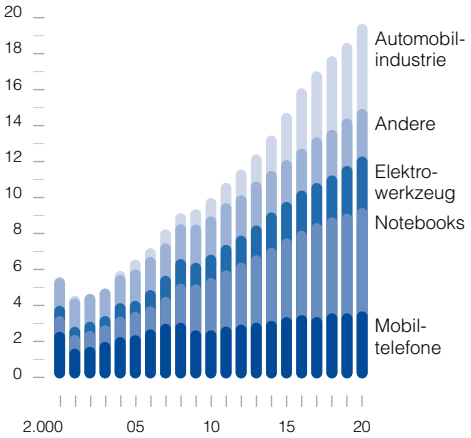
In den letzten Jahren ist im Sekundärmarkt insbesondere das Segment der Lithium Batterien (Lithium-Ion und Lithium-Polymer) auf Kosten der anderen Technologien stark gewachsen. Lithium-Ion stellt im Massengeschäft den größten Umsatzanteil dar, wogegen Lithium-Polymer aufgrund der Produktvorteile die höchsten Wachstumsraten aller Batterietechnologien erzielt.

Abb. 8: Markt für wiederaufladbare Batterien per Batterietechnologie (in Mrd. US Dollar)



Quelle: Pilot (2010)

Abb. 9: Markt für wiederaufladbare Batterien per Anwendung (in Mrd. US Dollar)



Quelle: Pilot (2010)

Aufgrund des starken Wachstums der Anwendungsgebiete für wiederaufladbare Batterien wie Smart Phones, Tablet Computer, Elektrowerkzeuge, etc., wird im Jahr 2006 von einem starken Wachstum der Lithium-Ion und Lithium-Polymer Batterien ausgegangen.

2.5.5 MARKTWACHSTUMSTREIBER

Der Batteriemarkt und insbesondere der Markt für wiederaufladbare Batterien, werden von globalen Wachstumstrends beeinflusst, die langfristig zu beachtlichen Marktchancen führen.

– **Energiewende**
  In Zeiten unberechenbarer Energiepreise, Ressourcenknappheit und der allgegenwärtigen Klimadebatte kommt der effizienteren Verwendung fossiler Energieträger sowie der verstärkten Nutzung regenerativer Energien eine Schlüsselrolle zu. Energiespeicher können sowohl zu einer verbesserten Betriebsweise konventioneller Anlagen als auch für die Entkopplung angebotsabhängiger regenerativer Energieerzeugung dienen

und sind somit zur Sicherstellung einer zuverlässigen und nachhaltigen Energieversorgung unverzichtbar.
Lösungen für eine funktionierende Energiezwischenspeicherung werden eine starke Rolle in der Umsetzung der Energiewende zugesprochen und damit ein enormes Potenzial vorausgesagt.

– **Steigender Wohlstand**
Der steigende Wohlstand – insbesondere in den Emerging Markets – führt zu einer starken Nachfrage bei Elektronikprodukten wie Tablets und Notebooks, Mobiltelefone im Allgemeinen und Smartphones im Besonderen, Headsets, etc. Experten gehen für die nächsten Jahre von Wachstumsraten von über 10% p.a. aus[118].

– **Elektromobilität**
Die Studien zur Entwicklung der Anzahl der Elektrofahrzeuge variieren erheblich. Volkswagen beispielsweise rechnet bis 2020 mit einem globalen Marktanteil reiner Elektrofahrzeuge von 1,0%–1,5%. Eine Studie von Roland Berger geht von einem Marktanteil von 20% im Jahr 2020 aus. Es ist unbestritten, dass es sich – abhängig vom Forschungserfolg dieses Segments – um einen immer noch sehr jungen Markt mit erheblichem Potenzial handelt.

– **Steigende Lebenserwartung**
Im Bereich der Hörgeräte kann durch die steigende Lebenserwartung und Fortschritte in der Medizintechnik mit einem kontinuierlichen Wachstum gerechnet werden. Vor allem die Miniaturisierung der Hörhilfen und die Gesellschaftsfähigkeit dieser Geräte tragen zu einem überproportionalen Wachstum bei. Der Bereich Primärbatterien für Hörgeräte wächst mit ca. 5% im Jahr[119]. Wiederaufladbare Batteriesysteme, auch hier ist die VARTA führend, belegen heute eine Nische in diesem attraktiven Markt.
Der Energiespeicherung kommt eine bedeutende Rolle zu. Insbesondere auch jene Technologien, welche maximale Einsatzdauer eines Gerätes oder eines Fahrzeugs gewährleisten. Hier haben Lithium-Ionen-Batterien aufgrund ihrer höheren Energiedichte den entscheidenden Wettbewerbsvorteil. Der Sekundärmarkt für Lithium-Batterien wird voraussichtlich bis 2015 von EUR 4,1 Mrd. auf annähernd EUR 9 Mrd. (ohne Elektromobilität) ansteigen.

2.5.6 WETTBEWERBSSITUATION

Der internationale Batteriemarkt ist hart umkämpft. In den verschiedensten Anwendungsbereichen kämpfen Nischenanbieter und große, internationale Konzerne um die Führung im jeweiligen Segment.

Auf diesem hochspezialisierten Markt bestehen zudem vielseitige Eintrittsbarrieren für potentielle neue Wettbewerber. Eine davon ist die hohe Kapitalerfordernis für den Aufbau einer Batterieproduktion, wo es im Regelfall um das Erzielen von Skaleneffekten und dabei herausragender Qualitäts- und Performance-Anfordernisse geht. Es ist mit erheblichen Anfangsinvestitionen für den Maschinenpark und die Produktionsanlagen sowie mit nachfolgend hohen Fixkosten zu rechnen. Eine weitere Eintrittsbarriere für neue Wettbewerber stellen die Kundenloyalität und deren Qualitätsansprüche dar. Eine Marke, die hohe Qualität, Zuverlässigkeit und Erfahrung verkörpert, spielt eine wesentliche Rolle im Set-Up, da Batterien als Komponenten höchste Qualität und Verlässlichkeit aufweisen müssen. Weiters ist der Zugang zu den

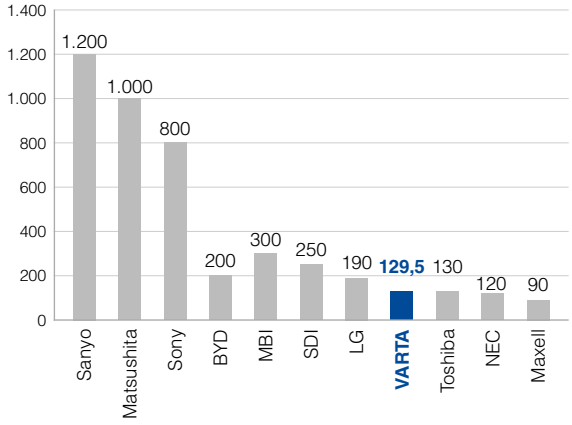
118 Pillot (2010)
119 Herbert Schein; CEO Varta Microbattery GmbH

Distributionskanälen schwierig. Die Anzahl der Mitbewerber ist daher in der westlichen Welt grundsätzlich relativ stabil. In Asien entstehen dagegen permanent neue Unternehmen, die an diesem attraktiven Markt teilhaben wollen. Insbesondere hat sich die Volksrepublik China auf die Fahne geschrieben, in der Batterietechnologie die weltweite Führungsrolle zu übernehmen und unterstützt daher massiv entsprechende Unternehmen. Dies hat zu einem rapiden Anstieg der Anzahl der Wettbewerber, insbesondere in der Lithium-Ionen-Technologie, geführt.

Die Industrie ist durch schnelle technische Entwicklung und Innovation geprägt. Dies verstärkt die Konkurrenzsituation innerhalb des Sektors.

Abb. 10: VARTA im Vergleich zu internationalen Marktteilnehmern

geschätzte Batterieumsätze p.a. in EUR Mio. der internationalen wesentlichsten Marktteilnehmer (2006)



Quelle: VARTA

Insbesondere japanische Konzerne wie Panasonic, Sony und Sanyo beherrschten 2006 den zukunftsträchtigen Lithium-Batteriemarkt[120].

Abbildung 10 zeigt die wesentlichsten Mitbewerber der VARTA aus dem Jahr 2006.

Folgende im Anschluss kurz erläuterte, exemplarische Marktteilnehmer verfolgen jeweils individuelle Strategien. Während Sanyo, BYD und Saft hierbei ihren Hauptfokus auf die wiederaufladbare Technologie legen, konzentrieren sich Energizer und Spectrum Brands im Geschäft mit dem Konsumenten auf Haushaltsbatterien.

SANYO

Sanyo produziert elektrische und elektronische Endprodukte und Komponenten. Seit 2009 gehört das Unternehmen zu 100% zum Panasonic-Konzern. Sanyo ist sowohl bei den Gerätebatterien in der primär sowie wiederaufladbaren Batterieproduktion auf Basis von Alkaline, Zink-Karbon, NiMH Basis tätig, als auch bei Industriebatterien auf Basis von NiCd, Lithium-Ionen und Lithium-Polymer Batterien.

BYD Company Limited, HK

BYD produziert Autobatterien und wiederaufladbare Handelsbatterien insbesondere für die Mobiltelefonie-Industrie in den Bereichen Nickel-Cadmium-, Li-Ion-Batterien und Handy-Ladegeräte-Batterien.
BYD ist in den Produktsegmenten Photovoltaik-Elektromobilität (JV mit Daimler-Benz), IT und Energie tätig.

120 Seit damals haben koreanische Firmen wie Samsung und LG Chem durch ihre aggressiven Markteintrittsstrategien die Führung übernommen. Aber auch die chinesischen Hersteller (z.B. BYD) zogen mit dem Ausbau von Mitarbeiterzahlen und dem Aufbau von Forschungskapazitäten nach.

Energizer, USA
Auch der Premium-Markenhersteller Energizer ist in den betreffenden Bereichen sehr gut aufgestellt. Abgedeckt wird die ganze Palette von Alkalinen-, über Lithium- und Hearing-Aid-, bis hin zu Spezialbatterien für Kleinelektronik und Uhren.

Spectrum Brands, USA
Rayovac, nunmehr eine Marke von Spectrum Brands, dem Besitzer der Marke VARTA Handelsbatteriensparte, ist in vielen Bereichen sehr stark und weltweit anerkannt. Rayovac betätigt sich sowohl im Bereich der Einmal- als auch der wiederaufladbaren Batterien im Consumerbereich und produziert unter anderem Hörgerätebatterien. Hier tritt Rayovac als global stärkster Wettbewerber von VARTA auf.

SAFT, Frankreich
SAFT entwickelt und produziert Hightech-Batterien für die Industrie. Mit den Technologien Nickel, Primär-Lithium und Silber ist SAFT in den Marktsegmenten Industrie- und Handelsbatterien sowohl im primären als auch im wiederaufladbaren Batteriebereich für die Luftfahrt, Gebäude und Industrieanlagen, Marine, Militär und Verkehr tätig. Energiespeicher, Telekommunikation und Transport sind weitere Einsatzbereiche.

2.5.7 WERTSCHÖPFUNGSKETTE UND SWOT-ANALYSE

Technologie
VARTA hat eine lange Tradition mit der Entwicklung von innovativen Produkten. Im Jahr 2006 besitzt VARTA 250 internationale Patente. Die F&E-Ausgaben im Jahr 2005 belaufen sich auf 5,3% des Umsatzes. VARTA Mitarbeiter verfügen über einen starken Chemie-Hintergrund mit hervorragendem Know-how betreffend Materialhandling- und Materialwissenschaften sowie eine Engineering Abteilung mit starkem Mechanical Backround.

Die F&E Aktivitäten, die in Ellwangen, Deutschland angesiedelt sind, konzentrieren sich auf drei Bereiche.

- Eine neue Generation der Hörgerätebatterien. VARTA besitzt eine gute Technologieposition bei Hörgerätebatterien.
- NiMH-Batterien für hohe Temperaturen und neue Größen sowie insbesondere auf die
- Lithium-Polymer-Technologie, da dieser Technologie Vorteile gegenüber der Lithium-Ionen Technologie, wie in Tabelle 6 dargestellt, eingeräumt werden.

Neben der Erhebung der möglichen Kostensenkungspotentiale in der Lithium-Polymer-Technologie forscht VARTA an der Verbesserung des Anoden-Kathodenmaterials, der Vermeidung des Extraktionsschrittes sowie der Weiterentwicklung durch die Nanotechnologie.

Die Lithium-Polymer-Batterien von VARTA entsprechen dem letzten Stand der Technik in Hinblick auf volumetrische und gravimetrische Energiedichte. VARTA ist jedoch nicht Technologieführer, dieser ist Sony. Durch einen leichten Kostenvorteil ist VARTA jedoch mit anderen Lithium-Polymer-Herstellern wettbewerbsfähig.

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 2006

Tab. 6: Vor-/Nachteile zwischen Lithium-Ion und Lithium-Polymer-Technologien

	LITHIUM-ION BATTERIE	LITHIUM-POLYMER BATTERIE
Vorteile	+ hohe Kapazitäten bereits installiert + niedrigere Herstellkosten + Chinesische Unternehmen haben große Personalressourcen + hohe Kapazitäten von Key Wettbewerbern wie Sony, Sanyo, Matsushita (Panasonic), Samsung	+ höchste Energiedichte + dünnste Bauweise + höchste Lithium Batterien Sicherheit (kein Auslaufen des Elektrolyts) + komplette Designfreiheit/Formflexibilität + geringe Swelling Eigenschaften + beste Sicherheitseigenschaften
Nachteile	– Energiedichte etwas niedriger als bei Li-Polymer – größeres Gewicht – Sicherheitsteil braucht mehr Platz	– höherer Preis vs. Li-Ion – Wettbewerb hat ähnliche Li-Polymer-Technologie

Quelle: VARTA

Produktion

Die Produktion der Batteriezellen erfolgt ausschließlich in Ellwangen. Die Produktionsanlagen in Ellwangen, mit einem Buchwert von EUR 28,6 Mio., werden unter Reinraumbedingungen mit höchster Automationstechnik betrieben und sind auf dem neusten Stand der Technik.

In den Werken in Indonesien und China erfolgt die Assemblierung.

Die Produktion in Batam Island in Indonesien wurde 1995 gestartet und ist ausgezeichnet geführt. Die wichtigsten Positionen sind durch deutsche Manager besetzt. Vorteile der Assemblierung in Indonesien sind die kosteneffizierte Produktion durch sehr niedrige Personalkosten (EUR 1,50/Stunde), unbeschränkte Verfügbarkeit von Arbeiterinnen mit Senior High School Abschluss, die Nähe zum Hafen in Singapur (Entfernung 1 Stunde) und der Duty Free Status.

Die chinesische Tochter in Shanghai wurde gegründet, um die schnell wachsenden Abnehmer in der chinesischen Elektronikindustrie besser bedienen zu können. Dieses Unternehmen wird im Jahr 2006 weiter ausgebaut.

Management

Das Management der VARTA setzt sich aus langjährigen Batteriemarkt-Experten der „alten Schule“ zusammen. Die Organisationsstruktur ist etwas schwerfällig, nicht ausgerichtet auf partizipative Führungskultur oder Mitarbeiterschulung. Es gibt kein effizientes Managementinformations- und Controlling-System. Der Abbau der Bürokratie und der administrativen Prozesse sowie eine Umstellung der Aufbau- und Ablauforganisation auf ein modernes, qualitätseffizientes Klein- und Mittelunternehmen erscheinen notwendig, mit dem bestehenden Management jedoch nicht umsetzbar.

Vertrieb und Marketing

VARTA hat weltweit eine ausgeglichene Umsatzverteilung, wobei Asien am stärksten wächst. Die Umsätze verteilen sich relativ gleichmäßig auf die einzelnen Regionen (Deutschland 33%, restliches Europa 22%, Nordamerika 14%, Asien/Australien 31%).

Der Sales und Marketing Bereich hat weltweit 89 Mitarbeiter. 90% des Umsatzes werden mit 250 Kunden generiert und die restlichen 10% des Umsatzes mit knapp über 1.000 verschiedenen Kunden. Diese hohe Kundenkomplexität (C-Kunden) führt zu hohen Sales & Marketing Aufwendungen.

Die Marketing-Aktivitäten sind auf gutem Niveau mit moderner Gestaltung.

Zukünftig ist der Ausbau der mittelgroßen Kunden (Umsatzwachstum) bzw. die Reduktion der Kundenkomplexität geplant. Der Ausbau des Vertriebsnetzes bei Hörgerätebatterien sowie die Evaluierung der Lithium-Polymer-Produktion sollen dazu beitragen.

Des Weiteren soll der Vertrieb in China, Indien, Australien und Osteuropa ausgebaut werden.

Zusammenfassung in Form einer SWOT-Analyse

Abb. 11: SWOT-Analyse der VARTA (2006)

STRENGTHS	WEAKNESSES
+ Technologieführer bei wiederaufladbaren Mikrobatterien + Deutsches Qualitätsimage am Markt + Gute Position für Hörgeräte (Nr. 2 weltweit) + Solides Sortiment in allen Segmenten + Exzellenter Maschinenpark „Innovator of the year 2004“ „Gute Voraussetzung für Nanotechnologie“ + Gutes Netzwerk mit der TU Graz: „Think Tank für Batterien seit 25 Jahren“ + Gute Kostensituation durch Kombination aus Produktion in Ellwangen + Assembling in Asien + Starker Markenname im OEM-Geschäft	– Kleines Unternehmen – Wenig Brennstoffzellen Know-how – Deutsche Kostensituation bei Hauptproduktion – Vertriebspotenzial noch nicht ausgereizt – Kein optimales Working Capital Management
OPPORTUNITIES	**THREATS**
1. Starkes Wachstumspotenzial für Lithium-Technologie 2. Ausbau Vertrieb (China, Indien, Korea, USA) 3. Ersatz Li-Ion durch Lithium-Polymer Erhöhung Marge von 20% auf 40% Ausbau der Li-Polymer Technologie 4. Ausbau Consumer Geschäft Umsatzpotenzial: EUR 20–40 Mio. EBIT Potenzial: EUR 2–4 Mio. 5. Verkauf Hörgerätebatteriedivision (EUR 30 Mio.)	▸ Lithium-Polymer Preisnachteil vs Li-Ion (–15 bis –30%) ▸ Wettbewerb mit großen Konzernen (Sony, Sanyo, etc.) ▸ Hoher Investitionsbedarf für neue Technologien ▸ Vielzahl an chinesischen Wettbewerbern (ca. 2.000)

3. FRAGESTELLUNGEN

A. Kann ein mittelgroßes, europäisches Batterieunternehmen gegen asiatische Mitbewerber reüssieren? Welche Strategie sollte diesbezüglich gewählt werden? Wie können die unterschiedlichen Kostenniveaus seitens des europäischen Unternehmens wettgemacht werden? Kann die Produktion aus dem Hochkostenstandort Deutschland ausgelagert werden oder können die Preisnachteile mit anderen Wettbewerbsvorteilen ausbalanciert werden?

B. Wie können langfristige Forschungsprojekte, bei denen die Umsätze und Ergebnisse erst in der Zukunft liegen, finanziert werden? Was ist diesbezüglich zu beachten? Ist eine Eigenkapital- oder Fremdkapitalfinanzierung die bestmögliche Alternative? Welche Erfolgsfaktoren bzw. Rahmenbedingungen sind für eine Kapitalaufbringung über die Börse notwendig?

C. Welche Wachstumsstrategie ist für ein europäisches Batterieunternehmen die empfehlenswerteste? Unterscheiden Sie zwischen kapitalintensiver Forschungs- oder Nischenstrategie. Zählen Sie Vorteile, Nachteile, Risikofaktoren und Erfolgschancen einer Nischen- versus Wachstumsstrategie, die schließlich in einem Wettlauf mit den großen Batterieherstellern mündet, auf.

VARTA

VARTA

4. VARTAS ENTWICKLUNG ALS DIVISION DER MONTANA TECH COMPONENTS AG

4.1 AUKTIONS- UND VERHANDLUNGSPROZESS

Die damalige Eigentümerin, die Deutsche Bank, startete Anfang 2006 den M&A Prozess.

Die Investmentmöglichkeit in VARTA wurde an Global Equity Partners aus dem Netzwerk herangetragen.

Eine Erstprüfung wurde unternehmensintern durchgeführt und ergab die positive Entscheidung diese Opportunity zu prüfen.

In einem mehr als acht Monate dauernden Prozess wurde eine mehrstufige Due Diligence hinsichtlich rechtlicher, finanztechnischer, kaufmännischer und steuerlicher Fragestellungen durchgeführt. Zusätzlich wurden externe Berater und interne Experten zu Rate gezogen. Ergänzende Managementgespräche rundeten die Due Diligence ab.

Neben Global Equity Partners waren fünf europäische PE-Fonds als Mitbewerber im Verkaufsprozess involviert. Der Auktionsprozess wurde als offener Prozess geführt und nach Abgabe der LOIs (Letter of Intent) und einem Termsheet verblieben Global Equity Partners und Barclays im Auktionsprozess.

In der nächsten Phase wurde Barclays erstgereiht, Global Equity Partner's Aussichten auf weitere Teilnahme am Auktionsprozess gerieten ins Stocken.

Aufgrund von Gewährleistungsforderungen seitens Barclays lebten die Verhandlungen mit Global Equity Partner allerdings wieder auf.

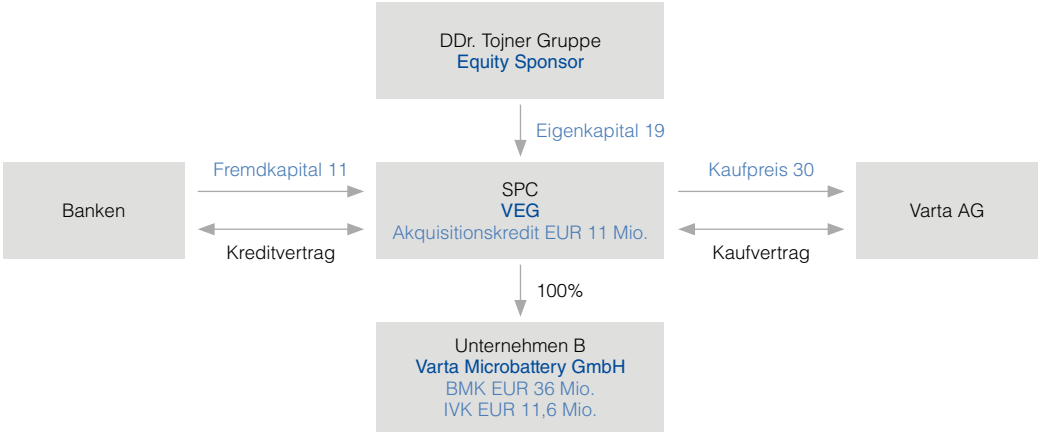
Global Equity Partner ging in Detailverhandlungen mit der Deutschen Bank (Vertragsgestaltung) und führte parallel Finanzierungsgespräche mit dem Bankenkonsortium (BA-CA, Erste Bank, HVB). Neben der Finanzierung waren die Gewährleistungen seitens Global Equity Partners gegenüber den Banken ein wesentlicher Diskussions- und Verhandlungspunkt.

Der verhandelte Kaufpreis belief sich auf EUR 30 Mio.

Strukturiert wurde der Ankauf über ein Special Purpose Vehicle.

Abb. 12: Ankaufsstruktur VARTA

VARTA Microbattery GmbH
Special Purpose Company – Konstruktion



VEG

Aktiva		Passiva	
Beteiligung	30	Eigenkapital	19
		Bankverb.	11
Summe	**30**	**Summe**	**30**

VARTA

Aktiva		Passiva	
Anlageverm.	45	Eigenkapital	30
Umlaufverm.	55	Bankverb.	34
		sonst. Verb.	36
Summe	**100**	**Summe**	**100**

Konsolidiert

Aktiva		Passiva	
Firmenwert	0	Eigenkapital	19
Anlageverm.	45	Bankverb.	45
Umlaufverm.	55	Sonst. Verb.	36
Summe	**100**	**Summe**	**100**

Entscheidend ist die konsolidierte Sicht der Kreditnehmer VEG und VARTA Micro

- Businessplan
- Firmenwert
- Finanzkennzahlen
- Cash-flow & Ertragskennzahlen
- Tilgungspotential

Quelle: Global Equity Partners

4.2 ATTRAKTIVITÄT DES UNTERNEHMENS UND AUSGANGSSITUATION

4.2.1 ATTRAKTIVITÄT DES UNTERNEHMENS

Die Attraktivität des Unternehmens aus der Sicht der Übernahme konstituiert sich aus folgendem Argumentarium:

VARTA ist eine Weltmarke

VARTA wird von Marketingfachleuten als eine der wichtigsten Marken Deutschland erachtet. Der Vertrieb der Produkte erfolgt unter dem Markennamen VARTA, VARTA PoLiFlex und im Retail-Bereich unter der Marke „Power One". Das Unternehmen genießt das Image eines deutschen Qualitätsunternehmens und profitiert in diesem Zusammenhang auch von der Markenpflege der ehemaligen Schwestergesellschaften, welche im Automotive bzw. Consumer-Batteriemarkt weltweit erfolgreich aktiv sind.

VARTA besitzt die zukunftsweisende Lithium-Polymer-Technologie

Das Unternehmen agiert am neuesten Stand der Lithium-Polymer-Technologie, welche außer VARTA nur wenige Mitbewerber, wie z.B. Sony beherrschen, deren Kerngeschäft jedoch nicht die Energiespeicherung ist. Der Vorteil der Lithium-Polymer-Technologie ist eine um 20%–30% höhere Energiedichte als bei herkömmlichen Technologien, kombiniert mit einer ausgesprochen dünnen Bauweise und kompletter Designfreiheit sowie Formflexibilität, was bei allen modernen Anwendungen einen eindeutigen Wettbewerbsvorteil darstellt. VARTA hatte bisher bereits EUR 40 Mio. in die Lithium-Polymer-Technologie investiert und besitzt damit eine der modernsten Produktionsanlagen, welche unter Reinraumbedingungen betrieben wird.

F&E als Zukunftsmotor

Der Bereich Forschung und Entwicklung in Ellwangen ist in seinem Bereich führend und mehrfach ausgezeichnet. Die F&E-Abteilung beschäftigt mehr als 70 Mitarbeiter. Derzeit hält VARTA über 250 Patente und investiert ca. 5,3% des Umsatzes in F&E. Mit der TU Graz besitzt die VARTA einen Technologiepartner mit international ausgezeichnetem Ruf für Spitzentechnologie im Batterie-Bereich (Prof. Kordesch, Prof. Winter).

Unabhängiger Player am Weltmarkt für Batterien

Das seit über 100 Jahren bestehende Unternehmen hat sich auf die Produktion von Mikrobatterien spezialisiert. Einerseits werden standardisierte, wiederaufladbare und nicht wiederaufladbare Knopfzellen für Anwendungen wie Uhren und Hörgeräte (in diesem Bereich die Nummer 2 weltweit) produziert, auf der anderen Seite werden nach kundenspezifischen Vorgaben gefertigte Batterien für OEM`s hergestellt. VARTA ist der wichtigste europäische Player in diesem Marktsegment und zeichnet sich neben dem deutschen Qualitätsimage durch seine Unabhängigkeit gegenüber den Elektronikkonzernen, die als Batteriezulieferer zumeist gleichzeitig Konkurrenten ihrer Kunden sind, aus. Dieser Marktvorteil konnte auch bei der Akquisition eines neuen Großauftrages genutzt werden, welcher für die Produktion der Batterie für den neuen iPod Nano von Apple abgeschlossen werden konnte. Das Auftragsvolumen kann sich auf über EUR 40 Mio. p.a. belaufen und bestätigt die neue Lithium-Polymer-Technologie am Markt.

Positionierung als Nischenplayer mit Spitzentechnologie

Das Unternehmen zählt Konzerne wie VW, Siemens BenQ, HP, Daimler, Dell oder Fujitsu zu seinen Kunden. Ein entscheidender Vorteil der VARTA gegenüber Mitbewerbern ist die

Spezialisierung auf Kleinserien und weniger gängige Formate, was geringeren Konkurrenzdruck und höhere Margen zur Folge haben. Darüber hinaus geht der Trend dahin, verstärkt mit Kunden in Fragen des Designs zu kooperieren. Der Vertrieb der OEM Batterien erfolgt über das eigene Vertriebsnetz.

Starkes Marktwachstum in den Kernbereichen

Der Gesamtmarkt der Mikrobatterien wächst mit ca. 4%–6% p.a. insgesamt, wobei das Teilsegment der wiederaufladbaren Batterien mit ca. 10% p.a. wächst. Derzeit sind weltweit ca. 93% der Batterien Einwegbatterien und 7% wiederaufladbar. Bis 2010 wird mit einem Anteil von wiederaufladbaren Batterien von 15%–20% gerechnet, was für die VARTA in der derzeitigen Ausrichtung große Chancen bietet. Gründe hierfür sind die steigende Nachfrage nach leichten mobilen Produkten in Bereichen wie Mobiltelefon, PDA, Computer kombiniert mit ständig steigenden Anforderungen an die Laufzeit der Batterie. Allein im Segment der Smartphones (Mobiltelefone mit großem Farbdisplay, welche als PDA usw. fungieren) wird mit einer Steigerung der Absatzzahlen um den Faktor 4–5 bis 2008 gerechnet. Im Bereich der Hörgerätebatterien wird aufgrund der zunehmenden Alterung der Bevölkerung mit einem Wachstum von zumindest 3%–5% p.a. gerechnet.

Kosteneffiziente Produktion durch konsequente Verlagerungsstrategie

VARTA ist durch internationale Niederlassungen auf den wichtigsten Märkten präsent. Im Heimatmarkt des deutschen Unternehmens finden Forschung und Entwicklung sowie die technologisch komplizierte Produktion der Zellen (ca. 253 Mio. Stk. p.a.) statt. Die Assemblierung hingegen wurde nach Indonesien und China ausgelagert, wo das Unternehmen eigene Assembling-Einheiten unterhält. Von diesen Produktionsstätten aus werden auch die wachstumsstarken Märkte der Region betreut. Derzeit erwirtschaftet das Unternehmen ca. 30% seiner Umsätze in Asien.

Restrukturierung in Deutschland wurde im Jahr 2005 bereits abgeschlossen

Nach der Auslagerung der Assemblierung nach Indonesien und China, begann das Unternehmen die Kostensituation und die Prozesse am Standort Ellwangen zu optimieren. Dies gelang im Zuge eines Restrukturierungskonzeptes nicht zuletzt durch den Abbau von 120 Mitarbeitern und die Reduktion des Fixkostenblocks. Weiters wurden alle Altlasten der Gruppe im Jahresergebnis 2005 bereinigt, um den Neustart der Unternehmung im Jahre 2006 zu ermöglichen.

Weitere Optimierungspotenziale können noch umgesetzt werden

Neben den erfolgreich durchgeführten Restrukturierungsmaßnahmen gab es im Bereich des Working Capital Managements, der Prozessoptimierung und der Optimierung der Aufbauorganisation Potenziale, die zu einer weiteren Verbesserung der Ertragssituation führen sollten.

4.2.2 AUSGANGSSITUATION

Die verdichtet dargestellte Ausgangssituation auf Basis der Zahlen für 2005 sah wie folgt aus:

4. AKQUISITION UND EINGLIEDERUNG DER VARTA ALS DIVISION DER MONTANA TECH COMPONENTS AG

Tab. 7: G&V-Planung (Realistic Case)

Gesamtkostenverfahren (in TEUR)	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Umsatzerlöse	**149.302**	**134.900**	**128.526**	**143.279**	**156.902**	**156.473**
a.) Umsatzerlöse	145.553	129.549	130.238	143.279	156.902	156.473
b.) Bestandsveränderungen	3.749	5.351	–1.712	–	–	–
sonstige betriebliche Erträge	4.479	4.704	690	500	500	500
Aufwendungen für Material u. sonst. bez. Herstellungsleistungen	75.170	67.015	–	–	–	–
Sondereinzelkosten des Vertriebs	3.094	2.871	2.653	–	–	–
Personalbezogene Var. Kosten	4.170	4.119	12.415	–	–	–
Var. Kosten	82.371	74.005	74.972	82.853	93.073	93.949
		55,0%	*58,0%*	*58,0%*	*59,0%*	*60,0%*
Profit Contribution	**71.410**	**65.599**	**54.254**	**60.926**	**64.329**	**63.025**
Personalaufwand Fix	35.466	36.692	26.017	26.537	27.068	27.609
Abschreibungen	11.433	9.203	8.494	9.144	8.444	7.444
sonstige betriebliche Aufwendungen	12.007	11.244	14.619	16.319	16.219	16.219
Neutraler Aufwand	3.906	221	508	500	500	500
sonstige betriebliche Aufwendungen	169	133	–	–	–	–
EBIT vor außergewöhnlichen Aufwendungen	**8.429**	**8.106**	**4.616**	**8.426**	**12.098**	**11.253**
in % vom Umsatz	*5,8%*	*6,3%*	*3,5%*	*5,9%*	*7,7%*	*7,2%*
Außergewöhnlicher Aufwand für Restrukturierung u.ä.	6.622	10.721	1.400	1.400	1.400	1.400
EBIT nach außergewöhnlichen Aufwendungen	**1.807**	**–2.615**	**3.216**	**7.026**	**10.698**	**9.853**
in % vom Umsatz	*1,2%*	*–2,0%*	*2,5%*	*4,9%*	*6,8%*	*6,3%*
Erträge aus anderen Wertpapieren des Finanzanlagevermögens	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	–1.621	–1.281	–1.133	–1.566	–1.239	–842
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	**186**	**–3.896**	**2.083**	**5.460**	**9.459**	**9.011**
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	250	1.384	–625	–1.638	–2.838	–2.703
Jahresüberschuß/fehlbetrag	**436**	**–2.512**	**1.458**	**3.822**	**6.621**	**6.308**

Quelle: Global Equity Partners

Auf Basis der vergangenen Jahre wurde der Umsatz für die Jahre 2006–2009 geplant, wobei eine Umsatzverschiebung vom Standard Geschäft auf das New Business (Lithium-Polymer) zu erwarten ist. Das hochmargige Standardgeschäft ist auf einem konstant hohen Niveau und Umsatzrückgänge einzelner Technologien können durch starkes Wachstum bei den Hörgerätebatterien mit Sicherheit abgefangen werden.

Lithium-Polymer als Technologie der Zukunft wird in den nächsten Jahren der wichtigste Umsatzträger sein. Zusätzlich wird das Handelsgeschäft „Lithium-Ion round" durch die eigene Produktion von Lithium-Polymer ebenfalls ersetzt. Basis für die Umsatzplanung in diesem Bereich ist ein bereits unterschriebener Großauftrag mit einem AAA Kunden (EUR 27,2 Mio. im Jahr 2007), der verbleibende Teil des Umsatzes im New Business ist eher konservativ geplant (EUR 6,7 Mio. in 2007).

Das Unternehmen erzielte im Jahr 2005 ein EBIT vor außerordentlichen Aufwendungen von EUR 6,1 Mio. (EUR –2,3 Mio. vs. 2004). Das EBIT nach außerordentlichen Aufwendungen ist jedoch aufgrund umfangreicher Restrukturierungsmaßnahmen mit EUR –4,6 Mio. stark negativ. Dieses Restrukturierungsprogramm in Höhe von EUR 10,7 Mio. umfasste einen Mitarbeiterabbau von 126 Personen in Ellwangen (EUR 7,2 Mio.), außerplanmäßige Abschreibungen von Anlagevermögen (EUR 2,6 Mio.) in Ellwangen und bei den ausländischen Töchtern (EUR 0,7 Mio.). Damit wurde erreicht, dass sämtliche Altlasten des Unternehmens bereinigt und die Basis für einen Neustart geschaffen wurde. Weiters ist in der Planung eine Steigerung der Profit Contribution auf 55%–58% enthalten, die durch die Expansion des New Business Bereiches erklärt werden kann. Damit sollte es möglich sein, das EBIT des Unternehmens mittelfristig auf mindestens EUR 9–10 Mio., trotz erhöhter Abschreibungen in Folge von weiteren Investitionen in die Lithium-Polymer-Technologie (EUR 10 Mio. in 2007), steigern zu können.

4.3 DUE DILIGENCE PHASE

Im Zuge der Due Diligence waren die signifikanten Defizite hinsichtlich Management und Organisation erkennbar.

Dem Unternehmen und der langjährigen und erfahrenen Belegschaft fehlte eine geordnete Führungsstruktur. Dieses Thema wurde von Seiten des Eigentümers über Jahre vernachlässigt und führte so zu einer „Alleinherrschaft" des damaligen Geschäftsführers.

Es gab weder eine definierte Wachstumsstrategie noch war die langfristige Zukunft der VARTA gesichert.

Die Strategie sah den Ausbau der Lithium-Polymer Technologie sowie die Erweiterung der bestehenden Anwendungsbereiche vor. Ein möglicher Abnahmevertrag mit Apple für die energetische Ausrüstung des Apple Nano iPods war das vielversprechendste Projekt. In die Lithium-Polymer-Technologie waren EUR 40 Mio. an Forschungsinvestitionen geflossen.

Die VARTA stellte durch die starke F&E-Abteilung die Forschungsschmiede des ehemaligen VARTA-Konzerns dar. Der Wert der Weltmarke VARTA, verbunden mit der hohen Innovationskraft des Unternehmens und die daraus ableitbaren Chancen bei Batterieanwendungen verschiedenster Ausprägung, zählten jedoch neben der Möglichkeit einer kosteneffizienten Produktion durch konsequente Produktionsverlagerung nach Asien sowie der Tatsache, dass hier ein unabhängiger Player am Weltmarkt für Batterien zu einer attraktiven Bewertung zum Verkauf stand, eindeutig für die Übernahme der Gesellschaft.

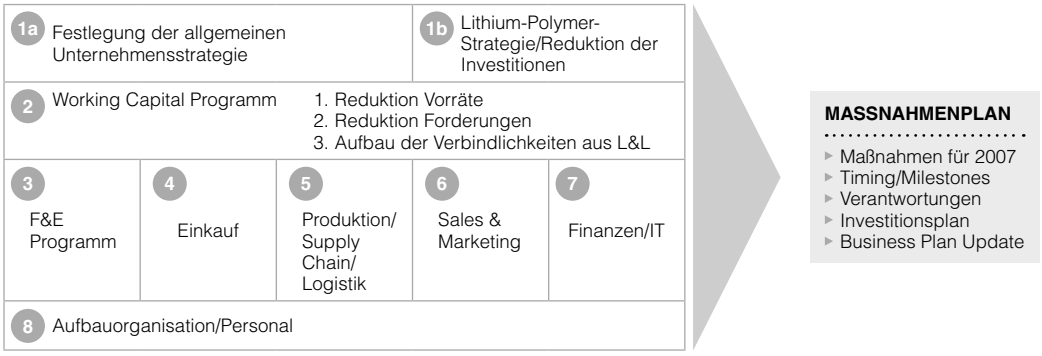
4.4 MANAGEMENTPHASE: DIE ERSTEN 100-TAGE

4.4.1 MASSNAHMENPLAN 2007

Aus den Ergebnissen der Due Diligence wurde ein Maßnahmenplan erarbeitet, der nach Übernahme konsequent abgearbeitet wurde.

Der Eigentümerwechsel löste eine Aufbruchsstimmung innerhalb der VARTA aus.

Abb. 13: Maßnahmenplan 2007



Quelle: Montana Tech Components AG

1.a Festlegung der allgemeinen Unternehmensstrategie
Betreffend der strategischen Positionierung der VARTA wurden der Ausbau der Innovationsführerschaft und Sicherung der hohen Qualität der Produkte der VARTA als Wettbewerbsvorteil gegenüber der asiatischen Konkurrenz, die Beibehaltung der Nischenposition, der Fokus auf Vertrieb & Marketing, die Etablierung eines Mitarbeiterbeteiligungsmodells, die Intensivierung der F&E Bemühungen sowie die Stärkung des Standortes Ellwangen durch Ausbau der Umsätze und Steigerung der Profitabilität des Unternehmens festgelegt.

1.b Lithium-Polymer-Strategie
Weiter in Lithium-Polymer zu investieren wurde beibehalten, jedoch wurden die Investitionsnotwendigkeiten, Kapazitäten und Auslastungen überprüft. Weiters wurden Potenziale zur Reduktion der Investitionen erarbeitet und Kostenvergleiche der Lithium-Polymer-Batterie von VARTA im Vergleich zum Wettbewerb durchgeführt.

2. Working Capital Programm
   Das Working Capital Programm diente zur Verbesserung der Liquiditätssituation. In folgenden Bereichen wurden nach eingehenden Analysen Maßnahmen gesetzt:
   - Reduktion der Vorräte: durch Analyse der Vorräte (Bestandsstrukturen, Reichweiten und ABC-Kriterien); Überprüfung und Festlegung von Zielwerten wie Bestellrhythmen oder Sicherheitsbestände), Erhebung der Schwachstellen des Materialflusses.
   - Reduktion der Forderungen: durch die Analyse der Zahlungsbedingungen Fälligkeitsstrukturen, Überprüfung des Mahnwesens, Einbindung Vertrieb, Untersuchung des Reklamationsprozesses
   - Aufbau der Verbindlichkeiten aus L&L: durch die Analyse der Verbindlichkeiten- und Lieferantenstruktur

3. F&E
   Betreffend der F&E wurde einerseits das bestehende F&E Programm in Ellwangen und mit der TU Graz geprüft sowie weitere F&E Partner sondiert. Weiters wurden Detailanalysen der Forschungsarbeiten auf den Gebieten der Lithium-Polymer, NiMH und Hörgeräte-Batterien durchgeführt.

4. Einkauf
   Bezüglich der Lieferanten wurden die Konditionen und die Bündelungschancen überprüft und nach Alternativen gesucht. Weiters wurden Rahmenverträge kritisch analysiert und die Einkaufsorganisation und der Materialverbrauch überprüft.

5. Produktion/Supply Chain/Logistik
   Alle drei Produktionsstandorte sowie die Aufbauorganisation wurden beurteilt. Um das Ziel eine Kostenreduktion in der Produktion zu erreichen wurden Kostensenkungspotenziale festgelegt (Lean Manufacturing, Fehlervermeidung, Ablauforganisation). Die Maschinenauslastung wurde beurteilt und die Verlagerung der Verpackung nach Osteuropa geprüft (Kostenermittlung und Investitionsrechnung).

6. Sales & Marketing
   In der Überprüfung der Sales & Marketing Organisation wurden Kunden-Umsatzanalysen (Umsatz/DB) durchgeführt, das Marketingkonzept geprüft, Möglichkeiten zur Reduktion der Kundenkomplexität aufgezeigt und die Möglichkeiten des Ausbaus des Umsatzes in Asien analysiert.

7. Finanzen/IT
   Im Bereich Finanzen/IT wurde sowohl ein monatliches als auch ein Quartalscontrolling und ein Cash-Pooling-Konzept eingeführt, eine Liquiditätsplanung sowie ein Business Plan Update erstellt.

8. Auf Basis der strategischen und operativen Projekte sollte die Aufbauorganisation ebenfalls verbessert werden. Somit wurde die Ablauforganisation hinsichtlich Prozessvereinfachung analysiert und der allgemeine Sonstige Aufwand auf Kostensenkungspotenziale hin geprüft.

   Die Einführung einer modernen Organisationsstruktur durch die Optimierung der Führungsspanne, Festlegung der Führungsinstrumente und der Optimierung der Führungs- und Meeting-Kultur wurde als Ziel definiert.

4.4.2 MANAGEMENT IN DEN JAHREN 2007–2008

Im Jahr 2007 wurde schnell klar, welch „explosives" Unternehmen – im wörtlichen Sinne – man sich eingekauft hatte. Die Lithium-Polymer-Batterien zeigten Leakage bzw. explodierten zum Teil in Labortests und konnten den Qualitätsanforderungen wie z.B. denen von Apple nicht entsprechen. Ein lösungsorientiertes Management, das mit diesen Gegebenheiten umzugehen verstand, gab es nicht.

Der erste Schritt nach Übernahme der VARTA war in logischer Folge eine umgehende Neubesetzung des Managements. Mit Herbert Schein, dem heutigen CEO und langjährigen Mitarbeiter der VARTA konnte man einen Fachmann vor Ort im Management einsetzen. Es war jedoch kein Leichtes passende Co-Manager für die Bereiche Finanzen und Restrukturierung in den ersten zwei Jahren nach Übernahme für das Unternehmen zu finden.

Man beschäftigte sich intensiv mit der Einschätzung der Aktivitäten der Branche und kam zu dem Schluss, dass VARTA jahrelang auf die falsche Technologie gesetzt hatte. Während die VARTA eine Technologie verfolgte, die hinsichtlich des Produktionsprozesses zu teuer war und zudem die Fertigungstechnologie des Stapelns („Stacking") verfolgte, setzte sich aufgrund des effizienteren Prozesses die Technologie des Wickelns im Zusammenhang mit Lithium-Ion Zellen durch. Der größte Fehler während der Due Diligence, ex post betrachtet, lag folglich in der Fehleinschätzung der Technologiestoßrichtung. Die von VARTA verfolgte Lithium-Polymer-Technologie war leider nicht die Technologie, die sich durchzusetzen vermochte.

Die PoLiFlex-Produktion belastete den Rohertrag massiv, das EGT in 2008 war negativ.

Aufgrund der Verletzung der Financial Covenants wurden seitens der Banken noch nicht gezogene Kreditlinien gestrichen. Durch die Umsetzung des Maßnahmenplans und somit einer kritische Auseinandersetzung mit dem strategischen und operativen Geschäft war jedoch die Basis geschaffen, dass der entscheidende Schritt, nämlich ein Turnaround in den Jahren 2009/2010 umgesetzt werden konnte.

4.4.3 TURNAROUND 2009–2010

Anfang 2009 wurde die entscheidende Strategieänderungsentscheidung getroffen, nämlich die Lithium-Polymer-Fertigung einzustellen und sich auf abgewandelte Lithium-Ionen-Systeme zu konzentrieren sowie andere Fertigungstechniken zu nutzen. Die Lithium-Polymer-Anlage wurde stillgelegt und im Gegenzug die Umsatzausweitung im Bereich Hörgeräte Batterien (fast 50% des Gesamtumsatzes im Jahr 2008) weiter vorangetrieben.

VARTA verfügte im Vergleich zu den großen, internationalen Marktteilnehmern nicht über entsprechende finanzielle bzw. personelle Ressourcen. Forschung und Entwicklung, Investitionen und allfällige Akquisitionen bestritt VARTA aus dem laufenden Cash-flow. Mit der Verfolgung der Nischenstrategie und der Nutzung des europäischen Qualitätsimages der Marke VARTA wollte man sich von den Billiganbietern abheben.

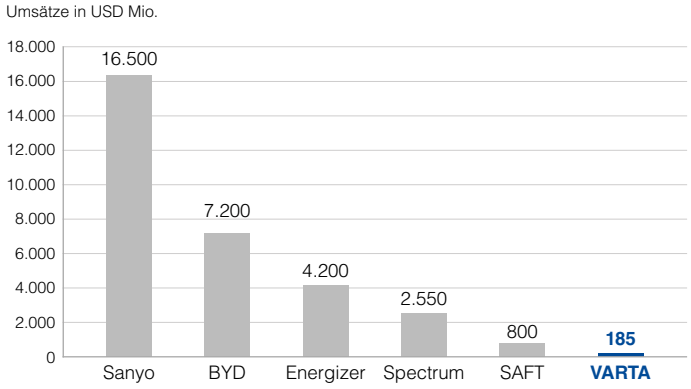
VARTA konnte erfolgreich im Kerngeschäft der Mikrobatterien ihre Marktposition ausbauen. Im Wachstumsmarkt der Batterien für Hörgeräte konnte sie sogar die Marktführerschaft erlangen.

Im Bereich der Lithium-Ionen-Batterien hat sich VARTA neu positioniert und im Rahmen eines Joint Ventures mit Volkswagen eine – zu den

großen Herstellern LG Chem, Samsung und Sanyo – wettbewerbsfähige Zelle entwickelt.

Eine aktuelle Zusammenstellung einiger wesentlicher Marktteilnehmer der VARTA mit den Umsätzen der Unternehmen aus dem Jahr 2010 bzw. 2011 zeigt, dass sich an der Wettbewerbssituation der relativ kleinen europäischen VARTA nicht viel geändert hat.

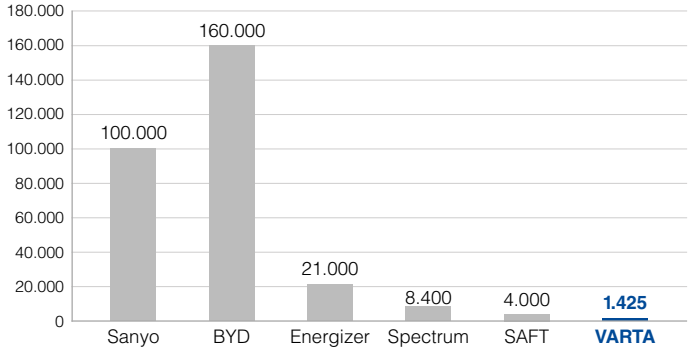
Abb. 14: Umsätze der wesentlichsten Marktteilnehmer (2010 bzw. 2011)



Sanyo: Konzernumsatz plus Panasonic; BYD: Konzernumsatz inkl. Geschäftsfeld Automotive; Energizer: Konzernumsatz inkl. Wilkinson-Rasierer

Quelle: Unternehmens-Websites

Abb. 15: Mitarbeiter der wesentlichsten Marktteilnehmer



Quelle: Unternehmens-Websites

4. AKQUISITION UND EINGLIEDERUNG DER VARTA ALS DIVISION DER MONTANA TECH COMPONENTS AG

VARTA definierte drei Geschäftsbereiche:

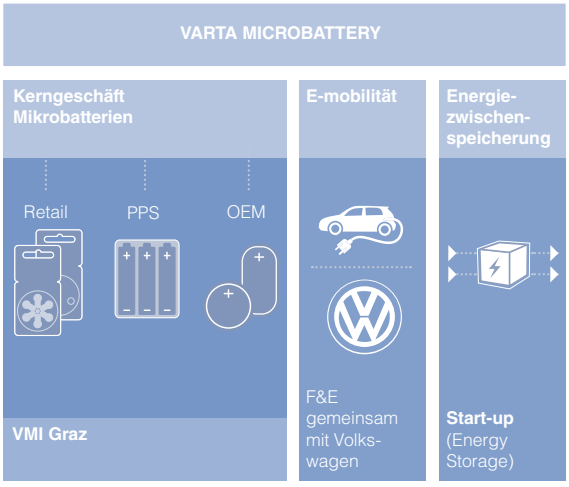
- Kerngeschäft: Mikrobatterien (Retail, Power Pack Solutions und OEMs)
- Forschungsbereich: E-Mobility
- Forschungsbereich: Energiezwischenspeicherung

Ergebnismäßig war der Turnaround 2010 geschafft. Der Umsatz stieg um 17%, das EGT konnte sich von EUR 2,3 Mio. auf EUR 6,5 Mio. knapp verdreifachen und die Nettoverschuldung halbierte sich auf 0,7xEBITDA.

4.4.4 THE „NEW VARTA"

Heute stellen sich die Geschäftsbereiche der VARTA somit wie in Abbildung 16 dargestellt dar.

Abb. 16: VARTA Business Units



Quelle: VARTA

Mikrobatterien

Die VARTA ist in ihrem Kerngeschäft als weltweit tätiger Knopfzellenhersteller positioniert. Das Gros der Zellen wird dabei in Ellwangen, Deutschland, gefertigt; Randtypen sowie Spezialzellen werden zugekauft.

Assemblierungen von Zellen zu Batteriepacks werden aus Kostengründen in Asien vorgenommen. Diese Produkte werden unisono für industrielle Kunden gefertigt, viele davon kundenindividuell und als „single source". Dies gilt insbesondere für die sog. Powerpacks, die zusätzlich zu einer Zelle auch aus Gehäuse und Sicherheitselektronik bestehen.

Der Geschäftsbereich Mikrobatterien lässt sich so in die drei Segmente Retail, Power Pack Solutions und OEMs gliedern:

Der Bereich **„Retail"** ist die umsatzstärkste Sparte mit rund 50% des Umsatzes. Vor allem der Hörgerätebatteriensektor spielt hier mit 70% des „Retailumsatzes" eine bedeutende Rolle. Unter der Marke „power one" liefert VARTA Premium Energie für alle Arten von Hörgeräten und Implantaten (IMPLANT Plus) sowie umweltfreundliche Nickel-Metall-Hydrid-Akkus (ACCU Plus) einschließlich verschiedener Ladegeräte. Durch die lange Laufzeit und die hohe Qualität seiner Produkte konnte sich das Unternehmen am Markt gegenüber der Konkurrenz profilieren.

Im Bereich **PPS (Power Pack Solution)** ist VARTA als Systemlieferant für individuelle Energielösungen mit neuesten Technologien, Designs und Produktionsmöglichkeiten tätig. Mit der Marke „Cell Pac PLUS" bietet VARTA

auch maßgeschneiderte Produkte für seine Kunden an. Die Power Pack Solutions sind ebenso OEM Komponenten, jedoch wesentlich komplexer, denn sie können unabhängig vom bestehenden Produktportfolio genau an die Kundenwünsche angepasst werden. Meist finden sie ihren Einsatz in vielfältigen industriellen und medizinischen Anwendungen sowie im Kommunikationsbereich. Ein hoher Servicegrad und perfekte Passform zeichnen diese Produkte aus.

VARTA ist globaler Systemlieferant für die Erstausrüstung **(OEM)**. Die Batterien der Marke VARTA werden bei diesen Applikationen meist in die Geräte bzw. Gerätekomponenten eingebaut und sind damit für den Anwender unsichtbar. Als Komponentenhersteller tritt sie nicht mit der eigenen Marke am Markt auf, sondern beliefert lediglich die Produzenten. Durch das breite Produktspektrum an Batteriesystemen in prismatischen, ovalen, zylindrischen und Knopfzellen-Bauformen finden die Mikrobatterien in den unterschiedlichsten Anwendungsbereichen (z.B. mobile Medizinanwendungen, Automotive Applikationen, mobile schnurlose Kommunikation u.a.) ihren Einsatz. Das umsatzstärkste Produkt der OEM-Sparte[121] ist die Ni-MH Knopfzelle.

Innovations- und Entwicklungsschwerpunkt

Weiters wurde festgelegt, dass der Innovations- und Entwicklungsschwerpunkt weiter fortgesetzt bzw. ausgebaut werden sollte.

Neben einer Vielzahl von kleineren, europaweiten Forschungskooperationen wurden zwei große Projekte in den Folgejahren aufgesetzt.

Die Grundlagenforschung im Lithium-Ionen-Bereich wurde im Jahr 2009 an die **VARTA Micro Innnovation GmbH**, eine Forschungsgesellschaft mit der TU Graz ausgelagert. Sie beschäftigt sich vor allem mit der Entwicklung von leistungsstarken Akkus und Energiespeichern, der Steigerung von deren Leistungsfähigkeit, der Schnellladefähigkeit ohne Verlust von Energiedichte und der Verbesserung der Energiedichte.

Seit 2009 forscht VARTA gemeinsam mit Volkswagen am Know-how für Lithium-Ionen Zellen für Elektromobilität in der **VOLKSWAGEN VARTA Microbattery Forschungs-GmbH & Co KG**. Dieser zukunftsträchtige Bereich wurde zum Geschäftsbereich E-mobility der VARTA definiert. Im Zentrum steht die Erforschung von neuen chemischen Systemen auf Basis von Lithium. Das erklärte Ziel ist es leistungsfähigere Batteriezellen für Elektroautos herzustellen und eine sowohl technisch als auch preislich überlegene Zelle zu entwickeln.

Der Forschungsbereich **Energiezwischenspeicherung** (**BESS** (Battery Energy Storage System)) wurde im Jahr 2011 schwerpunktmäßig gestartet. Im Zentrum dieses Geschäftsbereiches der VARTA Storage GmbH steht die Entwicklung und Produktion von Energiezwischenspeichern. Einsatzbeispiele solcher Energiezwischenspeicher sind z.B. dezentrale Batteriespeichersysteme im Versorgungsnetz oder auch für private Haushalte, die im Zusammenspiel mit Photovoltaiksystemen durch Zwischenspeicherung der so gewonnenen Energie Energieautarkie erreichen können. Das von VARTA produzierte Produkt „Engion“ speichert die Solarenergie in effizienten und leistungsfähigen Batteriemodulen und gibt sie bei Bedarf wieder ab.

121 Gegenwärtig werden von VARTA rd. EUR 40 Mio. weltweit im Segment OEM abgesetzt. Hauptkunden sind Serverhersteller (HP/Backup-Lösungen), diverse Automotive Kunden (Security Applications) sowie Hersteller kabelloser Devices (z.B. Headsets/Motorola). Auch das Metering Business wird immer wichtiger für den OEM Kernbereich. Mit „Coin Power“ hat VARTA hier eine weitere Innovation einer hochleistungsstarken Micro-Batterie auf Li-Ion Basis im Produktportfolio.

5. ERKENNTNISSE (LESSONS LEARNED) UND ZUKUNFTSPERSPEKTIVE

Ein wesentlicher Umstand im Falle der VARTA war, dass der Eigentümerwechsel im Jahr 2006 eine Aufbruchsstimmung bewirkte. Diese wiedergewonnene Euphorie konnte auch genutzt werden.

Die tradierte Unternehmenskultur und -strategie wurde von Grund auf geändert. Führung, Vertrieb, Marketing und Strategie wurden in Frage gestellt und überarbeitet bzw. neu ausgerichtet. An den Stärken des Unternehmens wurde festgehalten, bzw. wurden diese als Kernkompetenzen der Unternehmung wieder untermauert und ins Zentrum der Vorwärtsstrategie gestellt.

Der starke und für Qualität und europäische bzw. deutsche Verlässlichkeit stehende Markenname „VARTA“ ist einer der wesentlichsten Erfolgsfaktoren der Unternehmung. Die Weiterführung der Nischenstrategie als anerkannter Technologieführer, Spezialist für komplexe und zuverlässige Produkte auch in Kleinserien sowie die marktbeherrschende Stellung im Teilmarkt „Hörgerätebatterien“ wurde in den letzten Jahren gefestigt und soll auch in den kommenden Jahren weiter ausgebaut werden.

Der Schwerpunkt auf die Zukunftsbereiche E-Mobility und Energiezwischenspeicherung sowohl in der Forschung und Entwicklung als auch in der Produktion der Batteriezellen an sich stellt für VARTA den Kern der Zukunftsstrategie dar.

Ein weltweites, kundennahes Vertriebsnetzwerk rundet die globale Marktstellung der VARTA ab.

Hohe Investitionen werden die VARTA auf ihrem Weg begleiten, zu deren Finanzierung ein Börsengang angestrebt werden muss. Ein Umsatzziel von 1 Milliarde Euro ist durch die Elektromobilität und durch Varta Storage erreichbar und notwendig, um gegen die weltweit, meist asiatische Konkurrenz, bestehen zu können.

Durch die Arbeit des Managements und der Eigentümer hat sich bereits heute eine hohe Unternehmenswertsteigerung erzielen lassen.

Die Alu Menziken AG/UAC

CASE STUDY IV – INTERNATIONALISIERUNG

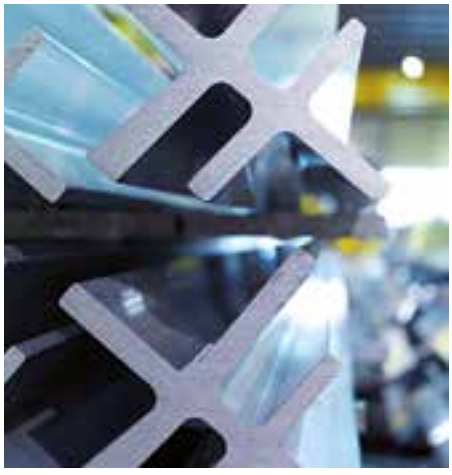
MICHAEL TOJNER

1. EINLEITUNG UND POSITIONIERUNG DES CASES „ALU MENZIKEN AG/UAC“

Das Fallbeispiel der Alu Menziken/UAC (Universal Alloy Corporation) ist insofern spannend, weil es sich in diesem Fall beim Akquisitionsobjekt um ein traditionsreiches Aluminium-Komponentenproduktionsunternehmen in der Schweiz gehandelt hatte, das von den finanzierenden Banken als Restrukturierungsfall eingestuft wurde. In der Firmengruppe gab es eine Tochtergesellschaft in den USA, die UAC, die als Zulieferer für Boeing und Airbus tätig war und hochprofitabel operierte.

Alu Menziken besaß zwei Geschäftseinheiten, den Bereich Aerospace mit der amerikanischen Unternehmung UAC und der europäischen Einheit Alu Menziken Aerospace, sowie den Bereich Industriekomponenten mit der Gesellschaft Alu Menziken Extrusion in der Schweiz.

Bei Übernahme der Mehrheit der Schweizer Muttergesellschaft durch Global Equity Partners bzw. Montana Tech Components AG war man sich der Restrukturierungsarbeit betreffend der Schweizer Gesellschaft und des Geschäftsbereiches Extrusion bewusst. Es wurde aber auch deutlich, welchen „hidden champion“ man sich mit der Tochtergesellschaft in Amerika, der UAC, eingekauft hatte und welche ernstzunehmenden Wachstumschancen hier gegeben waren.



Nach Übernahme der Gesellschaft konnte durch eine strategische Umsetzung der Wachstumschancen die Alu Menziken Gruppe bzw. die Aerospace-Division UAC zu einem überaus interessanten Nischenplayer am globalen Aluminiumkomponentenmarkt für die Flugzeugindustrie avancieren.

ALU MENZIKEN
Swiss Aluminium Technology

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 2006

2.1 HISTORIE DER ALU MENZIKEN

Alu Menziken wurde 1897 von Alfred Gautschi gegründet und entwickelte sich schnell zu einem der Pioniere in der Schweizer Aluminiumindustrie. Seit 1956 war das Traditionsunternehmen als Zulieferer der Flugzeugindustrie tätig. 1991 erfolgte die Übernahme des Hartlegierungs-Strangpresswerkes Universal Alloy Corporation (UAC), Anaheim (USA), welches hauptsächlich Flugzeugbauer mit hochfestem Alu-Halbzeug belieferte.

Im Jahr 2000 wurde die Gruppe zu einer integrierten Industriegruppe für hochwertige Aluminiumhalbzeuge strategisch neu ausgerichtet.

Aufgrund verpasster Investitionen in der Vergangenheit ergab sich ein starker Nachholbedarf. Non-Core-Aktivitäten wurden ausgegliedert, übrig blieben die beiden Geschäftsbereiche „Aerospace“ und „Extrusion“.

2.2 GESELLSCHAFTERSTRUKTUR 2006

Im Jahr 2005 schlitterte die Eigentümerfamilie Gautschi in Zahlungsschwierigkeiten und wollte sich von der Gesellschaft trennen. Rund 52% der Anteile bzw. rund 75% der Stimmrechte standen zum Verkauf. Die Muttergesellschaft Alu Menziken Holding AG war nicht an einem der europäischen Haupthandelsplätze kotiert, für den Streubesitz bestand jedoch die Möglichkeit des Handels der Anteilsscheine über die halbinstitutionelle OTC Handelsplattform der Berner Kantonalbank.

2.3 BILANZ- UND ERGEBNISDATEN DER ALU MENZIKEN GRUPPE ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

Tab. 1: Bilanz- und Ergebnisdaten der Alu Menziken Gruppe im Jahr 2006

EUR Mio.	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	132,8	149,5	145,0	160,3	175,8
EBITDA	11,6	17,0	20,4	25,4	30,6
EGT	5,4	9,4	12,7	16,9	21,4
Net profit bef. Tax	1,5	6,0	9,3	13,5	18,4

Exchange Rate EUR: CHF 1,56

Quelle: Alu Menziken

2.4 GESCHÄFTSMODELL DER ALU MENZIKEN ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

Zum Akquisitionszeitpunkt ist die Alu Menziken Holding AG mit Hauptsitz in Menziken, Schweiz, ein mittelgroßes Unternehmen mit den Unternehmensbereichen Aerospace und Extrusion. Die Gruppe ist international in der Herstellung von innovativen, anwendungsspezifischen Aluminiumhalbfabrikaten und -komponenten tätig.

An Produktionsstandorten in der Schweiz (Menziken und Reinach) und den USA (Canton, Georgia und Anaheim, Kalifornien) produziert man Komponenten für die Aerospace Branche und Extrusionsprodukte für den industriellen

Bereich, d.h. Spezialanwendungen z.B. im Pneumatik- oder im Maschinenbaubereich.

Kernkompetenzen der Gruppe stellen das Strangpressen von hochfesten Aluminiumlegierungen, deren Bearbeitung und die Oberflächenbehandlung dieser Halbzeuge und Komponenten dar.

Die Alu Menziken Gruppe genießt in der Branche die Reputation eines schnell und flexibel agierenden Nischenanbieters, der sich vor allem im Bereich Aerospace durch hohe Innovationskraft und große Verlässlichkeit auszeichnet.

Abb. 1: Niederlassungen der Alu Menziken Holding (2006)

Canton, Georgia: Headoffice
4 leichte Pressen
1 „Heavy Press“
Mitarbeiter: 294

UAC
Universal Alloy Corporation

Menziken, Schweiz: Sales und Marketing Europa
3 leichte Pressen
Oberflächenbehandlung, Bearbeitung
Mitarbeiter: ca. 115

Anaheim, Kalifornien:
10 leichte und mittlere Pressen
Mitarbeiter: ca. 296

Quelle: Alu Menziken

2.5 GESCHÄFTSFELDER DER ALU MENZIKEN ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

Die Alu Menziken Gruppe besitzt zum Zeitpunkt der Akquisition zwei wesentliche Geschäftsbereiche.

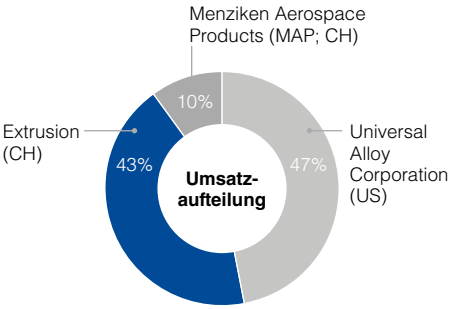
Der Geschäftsbereich **Aerospace** mit der Gesellschaft Universal Alloy Corporation[122] (kurz „UAC"), die ausschließlich im Aerospace Bereich aktiv ist und im Jahr 2005 rund 50% der Gruppenumsätze generiert. Die Sparte verfügt über zwei Niederlassungen in Canton (Georgia) und Anaheim (Kalifornien) in den USA.

Die europäische Niederlassung (Menziken Aerospace Products – MAP) der Aerospace Division ist in Menziken in der Schweiz angesiedelt, von wo aus vor allem Airbus mit Wing Cleats für den A380 beliefert wird. In den USA generierte UAC einen hohen Anteil des Gesamtumsatzes mit Boeing, dagegen ist Airbus der wichtigste Kunde der europäischen MAP.

Die Geschäftseinheit **Extrusion** in der Schweiz (Menziken und Reinach) produziert Komponenten für die Industriebranchen Maschinenbau, Pneumatik, Design, Automotive sowie Elektro- und Wärmetechnik. Neben dem Bereich der Extrusion ist die Gesellschaft auch im Bereich Oberflächenbehandlung und Logistik aktiv.

Die Umsatzaufteilung der Geschäftseinheiten zeigt Abbildung 2:

Abb. 2: Umsatzaufteilung der operativen Geschäftseinheiten der Alu Menziken



Quelle: Erfolgsrechnung 2005–2009 der Alu Menziken

2.6 ÜBERBLICK ÜBER DEN ALLUMINIUMMARKT

Dem Werkstoff Aluminium kommt der Trend zur Leichtbauweise zugute. Dieser ist Folge der Anstrengungen in Bezug auf eine Verminderung der CO_2-Emissionen der Fahrzeuge bzw. Flugzeuge. Dies hat vor allem Konsequenzen für den Werkstoffmix zwischen Stahl und Eisen einerseits und der Verwendung von Aluminium im Automobil bzw. Aerospacebereich andererseits.

Die Aluminiumindustrie befindet sich klar in einer Expansionsphase. Analysten verschiedener Banken und Marktteilnehmer wie Alcoa gehen davon aus, dass sich der Aluminiummarkt bis 2020 verdoppeln könnte bzw. ein jährliches Wachstum zwischen 5%–12% vorweisen wird.

122 später umbenannt in Universal Aerospace Corporation

So schätzt man ein, dass der Aluminiumbedarf im Flugzeugmarkt um 7% p.a. ansteigt, beim Automarkt um 5%–11% steigt. Im asiatischen Raum und den meisten südamerikanischen Ländern werden jährliche Wachstumsraten von über 20% erwartet.

Die Produktion von Aluminium ist extrem energieintensiv. Über 40% der Produktionskosten sind Energiekosten, wobei zumeist elektrische Energie genutzt wird. Wegen des hohen Stromverbrauchs bei der Herstellung von Aluminium wurden in den letzten Jahren zahlreiche Produktionsanlagen in Staaten mit preiswerter Energie aufgebaut. Die Energieintensivität bringt den Preis von Aluminium in ein Abhängigkeitsverhältnis zum Ölpreis. Der Preis steigt mit der Nachfrage und sinkt, wenn die Auftragsbücher der Industrieunternehmen leer sind. In den letzten Jahren führten auch Spekulationen von US-Bankhäusern zu Preisschwankungen.

Die Entwicklung des Aluminiumpreises im letzten Jahrzehnt ist in Abbildung 3 wiedergegeben:

Die Preisentwicklung ist insofern wesentlich, da bei den langfristigen Lieferverträgen der Zulieferfirmen, wie UAC, die Aluminiumpreise zum Teil nicht an den Käufer weitergegeben werden können bzw. dieser Mechanismus erst ab Über- oder Unterschreiten eines gewissen Preiskorridors zu greifen beginnt. Angesichts dessen müssen die Unternehmungen den Aluminiumbedarf preislich absichern.

Das Substitutionsprodukt für Aluminium sind Produkte wie Kunststoff- und Karbon bzw. Kohlefaserverbundstoffe, die bei gewissen Anwendungen Vorteile gegenüber Aluminium aufweisen. Diese Substitutionskonkurrenz ist zu beobachten, allerdings geht die Branche aufgrund der langfristigen Lieferverträge in den nächsten Jahren davon aus, dass es zu keinen Einbußen für den Werkstoff Aluminium kommt.

Zu den wichtigsten Aluminiumproduzenten weltweit gehören Alcoa (USA), Rio Tinto-Alcan (Kanada), RUSAL (Russland), Chinalco (China) oder Norsk Hydro (Norwegen).

Zur Beschreibung der allgemeinen Marktsituation, der Produktpalette und Kunden, des Wettbewerbs, der Marktreiber sowie der Wertschöpfungskette und SWOT-Analyse wird unter

Abb. 3: Aluminiumpreisentwicklung (2002–2013) in USD

Quelle: Londoner Metallbörse

Kapitel 2.7 und 2.8 nach den beiden Divisionen Aerospace und Extrusion bzw. Industriekomponenten differenziert.

2.7 GESCHÄFTSFELD AEROSPACE ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

2.7.1 MARKTBESCHREIBUNG DES ANWENDUNGSBEREICHS AEROSPACE

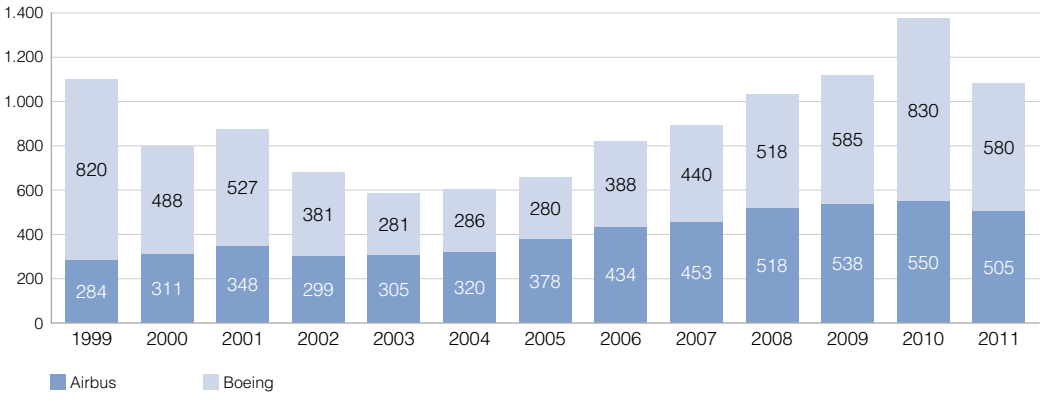
Im Bereich Aerospace werden schwere und leichte Extrusionsprodukte für Flugzeuge der zivilen und militärischen Luftfahrt benötigt.

Die zivile Flugzeugindustrie ist eine sehr zyklische Branche. Die wesentlichen Werttreiber stellen einerseits das Wachstum des Flugverkehrs einhergehend mit dem Mobilitätsbedarf der Weltbevölkerung und andererseits das Ertragspotenzial der Airline-Branche dar.

Ursachen für die **Zyklizität** der Branche ergeben sich aus dem zeitlichen Versatz zwischen Kapazitätsbereitstellung und Auftreten des Bedarfs, temporären und zyklischen Überkapazitäten bedingt durch kollektives zyklisches Bestellen in der Industrie, den hohen Fixkostenanteil und der langsamen Anpassung der Kostenbasis bzw. dem Verhalten der Flugzeughersteller.

Nichtsdestotrotz handelt es sich um einen langfristigen **Wachstumsmarkt**. So erwartet Airbus in seiner aktuellen Marktvorhersage bis 2015 eine weitere Zunahme der Verkehrsleistung um 5,3% p.a. und bis 2025 um 4,4% p.a. Dies entspricht einer jährlichen Zunahme von knapp 5% für die nächsten 20 Jahre.

Abb. 4: Boeing und Airbus Flugzeug-Bestellungen (Anzahl Flugzeuge)



Quelle: Airline Monitor

Eine entscheidende Markteintrittsbarriere im Bereich Luftfahrtindustrie sind die von den Regulatoren der internationalen Luftfahrt erforderten notwendigen Zertifizierungen, welche vergleichbar mit der Automobilindustrie höchste Qualitäts- und Sicherheitsstandards fordern.

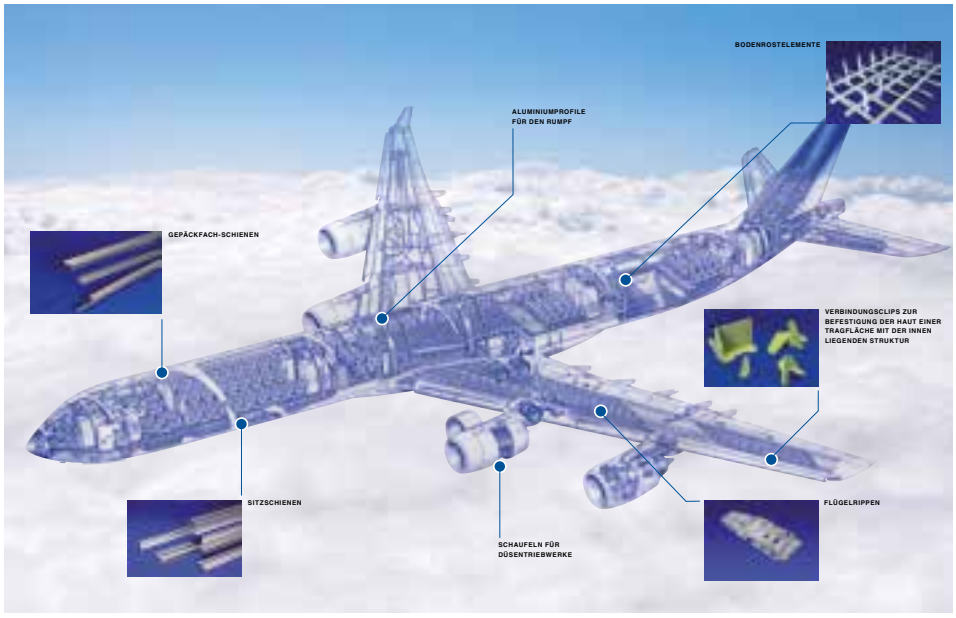
2.7.2 PRODUKTPALETTE: AEROSPACE

Die Produktpalette im Bereich Aerospace umfasst drei Segmente: Aluminium Strangpressprofile, Bauteile und montierte Strukturen. Die Grundlage für die drei Produktgruppen ist das Aluminium Strangpressprofil aus diversen Aluminiumlegierungen, welches in weiteren Verfahren und Prozessschritten veredelt wird.

Die Aerospace Sparte bearbeitet die Segmente „Leichte und mittlere Profile“[123] sowie „Schwere Profile“[124]. Das Segment Schwere Profile wurde erst im Jahr 2005 begonnen zu bearbeiten.

Hauptanwendungen im Bereich leichter und mittlerer Profile sind hartlegierte Rumpfbauteile sowie unbearbeitete Extrusionsprodukte für Sitzschienen, Fußbodenquerträger, Längsspanten, Rippen- und Leitschaufeln der Triebwerke.

Abb. 5: Produktbeispiele



Quelle: UAC

123 light and intermediate press
124 heavy press

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 2006

Hauptanwendungen für Schwere Profile sind hartlegierte Formteile für Flügel-Applikationen.

Aus dem Blickwinkel der UAC wird vor allem das Volumsmodell von Boeing, die 737, als strategisches Ziel identifiziert. Diese Modellreihe hat den größten Anteil an Extrusionsprodukten.

Für UAC sind es hauptsächlich Produkte der leichten und mittleren Pressen, die vor allem bei Dachverbindungen, Bodenleisten und Sitzschienen ihre Anwendung finden.

Die Produktpalette umfasst somit wichtige Komponenten für Tragflächen, Rumpf und Triebwerke von Flugzeugen wie z.B. Sitzschienen, Schaufeln für Düsentriebwerke, Aluminiumprofile für den Rumpf, die diesem seine Form geben und höchst flexibel sind, Komponenten für Be- und Entladesysteme, Verbindungsclips zur Befestigung der Haut einer Tragfläche mit der innen liegenden Struktur, etc.

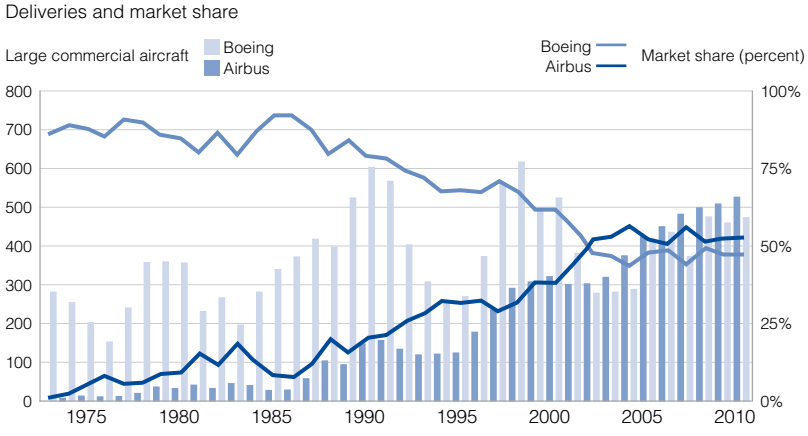
Kunden

Zu den Kunden der Aerospace Sparte zählen die Big Player der Luftfahrtbranche sowie deren Hauptzulieferer.

Insgesamt kann man auf ein Kundenportfolio von mehr als 600 Flugzeugbauern und Zulieferern verweisen.

Im Wesentlichen gibt es zwei dominante Marktteilnehmer im Aerospace-Bereich – das europäische Unternehmen EADS/Airbus und den US-amerikanischen Boeing-Konzern. Im Segment Großraumflugzeug besteht dieses **Duopol** seit Jahrzehnten. Im Bereich kurz- und Mittelstreckenflieger ist Airbus mit ca. 53% Marktführer.

Abb. 6: Marktanteile im Großraumflugzeug-Markt



Quelle: Reuters

Zu den Kunden im Aerospace-Bereich zählen Airbus, Boeing, EADS sowie viele weitere Hersteller von zivilen oder militärischen Flugzeugen.

Die amerikanische Einheit UAC macht im Jahr 2006 80% ihres Umsatzes mit Boeing. Damit ist UAC stark den positiven oder negativen Entwicklungen von Boeing ausgeliefert. Andererseits steht auch Boeing nur eine sehr eingeschränkte Auswahl an Zulieferern zur Verfügung, im Wesentlichen UAC und Alcoa.

2.7.3 MARKTWACHSTUMSTREIBER

Das Management der Gesellschaft sieht im Aerospace Bereich erhebliches Marktentwicklungspotential.

Der Markt für Produkte der Schweren Pressen wird sehr positiv gesehen. Nach dem Markteintritt im Jänner 2005 konnte man bereits im ersten Jahr einen Marktanteil von rund 10% erarbeiten. Eine Verdopplung dieses Anteils scheint bis 2009 möglich zu sein.

Die zum Zeitpunkt der Akquisition aktuelle Markteinschätzung kann wie folgt zusammengefasst werden:

Die Branche für kommerziell genutzte Flugzeuge ist eine sehr zyklische, die von volatilen Faktoren wie Profitabilität, globalen Ereignissen, gesamtökonomischen Faktoren sowie langfristigen Tendenzen im Passagieraufkommen sowie in der Flottenplanung der Airlines abhängt. Die Ereignisse rund um den 11. September 2001 zeigten die weit reichenden Auswirkungen eines derartigen Einschnitts. Obwohl die internationalen Fluglinien aktuell die höchsten je erzielten Ladefaktoren aufweisen, wird die gegenwärtige Situation von den im Vergleich zu 2003 fast verdoppelten Treibstoffpreise bestimmt.

Boeing rechnet dennoch mit einer Verdoppelung der operierenden Maschinen auf rund 35.000 Stück in den nächsten 20 Jahren. 75% der Flugzeuge werden dann „single-aisle" Jets sein.

Hingegen ist der europäische Markt vor allem durch den Markteintritt mehrerer Billig-Airlines gekennzeichnet, wodurch das Preisniveau für Flugreisen neue Tiefen erreicht und die Profitabilität bestehender Fluglinien in Mitleidenschaft gezogen wird. Obwohl das Nachfragevolumen nach Flugzeugen durch die neuen Player erheblich gesteigert wurde, ist das Kostenbewusstsein der bestehenden Airlines noch stärker ausgebildet worden, was zu einer gesteigerten Sensibilität und erhöhten Anforderungen in Bezug auf die Zulieferbranche führte. Außerdem wurde dadurch die Thematik „Gewichtseinsparung" neu belebt.

Neue Entwicklungen im Design von Personen- und Frachtjets erfordern eine laufende Verbesserung der verwendeten Materialien vor allem in Hinblick auf Gewicht und Treibstoffeffizienz.

Die Konkurrenz neuer Materialien mit verbesserten Eigenschaften in punkto Stärke, Steife und Widerstandsfähigkeit gegen Beschädigungen scheint latent.

Den Herausforderungen alternativer Werkstoffe begegnet man von Seiten der Alu Menziken Aerospace Sparte durch einen Ausbau bzw. durch Neuentwicklungen in folgenden drei Bereichen:

- Legierungen: Neue Hartlegierungen (7xxx Serie) und Entwicklungen bei Aluminium-Lithium Legierungen (in Kooperation mit Corus und SUAL); außerdem Weiterentwicklung bei Magnesium und Skandium Legierungen zur besseren Schweißbarkeit, etc.

- Neue Verarbeitungstechnik: Die Erarbeitung monolithischer Strukturen der Komponenten sorgen für Gewichtsreduktion, kürzere Verarbeitungszeit, verbesserte Schweißbarkeit und reduzieren die Anzahl der Bauteile.
- Added Value Services: Ausbau des „One-Stop-Shop"-Konzeptes und Erhöhung des Just-in-time-delivery Faktors.

Als potentieller Ersatz für den Werkstoff Aluminium könnten zukünftig Kunststoff bzw. Karbon in Frage kommen. Vor allem Kunststoffkomponenten stellen hierbei eine mögliche alternative Werkstoffkategorie dar.

Aufgrund der Verzögerungen in der Produktion des Airbus A-380 werden sich die Fortschritte im Materialentwicklungsbereich entsprechend verzögern, was den Geschäftsverlauf der Alu Menziken Aerospace Sparte weiter stützen würde.

Es ist anzunehmen, dass eine Etablierung alternativer Werkstoffe im Aerospace Bereich in erster Linie große Flugzeugtypen betrifft. Demgemäß stellt im Falle eines solchen Szenarios der Sektor „Kleinflugzeuge" mit einer Kapazität von 10–15 Personen einen interessanten Markt dar.

Es wird erwartet, dass diese Flugzeugtypen mit einem erheblichen Time Lag der Entwicklung der größeren Maschinen hinterherhinken.

Nach Maßgabe der Verfügbarkeit ausreichender finanzieller Entwicklungen wird die Möglichkeit wahrgenommen, selbst Entwicklungen im Bereich alternativer Werkstoffe zu forcieren. Dies sollte nach Möglichkeit bis ins Jahr 2015 hin gewährleistet sein.

Unter der Annahme, dass keine erheblichen externen Faktoren wie z.B. weitere Terroranschläge vergleichbar mit 9/11 folgen, würde eine Grundauslastung der Volumina mittelfristig gegeben sein. Ein Rückgang des Aluminiumanteils bzw. der Nachfrage im Aerospace Bereich überhaupt hätte mit größter Wahrscheinlichkeit den Rückzug der Big Player wie Alcan oder Alcoa, aufgrund der vernachlässigbaren Größe dieses Marktsegments zu Folge und würde der Alu Menziken Aerospace Sparte auch bei einem Rückgang der Flugzeugproduktion die notwendige Grundlast sichern.

2.7.4 WETTBEWERBSSITUATION

Der Hauptkonkurrent für UAC ist Alcoa USA. Weitere Wettbewerber sind Kaiser Aluminum mit der Tochter Alexco USA, Constellium (vormals Alcan Pechiney) Frankreich, Taber USA und RUSAL Russland.

Für den europäischen Teil Menziken Aerospace Products (MAP) besteht der Wettbewerb durch die französische Constellium (vormals Alcan-Pechiney), Alcoa Extrusion Hannover sowie die deutsche Otto Fuchs KG.

Das Marktpotenzial im Bereich „Leichte und Mittlere Pressen" wird im Jahr 2005 auf weltweit rund USD 190 Mio. geschätzt, wobei der nordamerikanische sowie der Pazifische Raum mit USD 140 Mio. klar dominierten.

Gemessen an der Tonnage teilt sich UAC im nordamerikanischen Raum neben Alcoa mit jeweils 40% Marktanteil die Marktführerschaft im Bereich „Leichte und Mittlere Pressen". Alcan und Otto Fuchs halten jeweils rund 10%.

In Europa führen Alcoa (rund 40%) und Alcan (rund 30%) den Markt an. Otto Fuchs und UAC, mit je rund 15% Marktanteil befinden sich ungefähr auf gleichem Niveau.

Der Markt für „heavy-press"-Produkte, vorwiegend hartlegierte Formteile für Flügel-Applikationen, liegt mit einem geschätzten Gesamtvolumen von gegenwärtig rund USD 200 Mio. in etwa auf dem Niveau der Leichten und Mittleren Pressen-Kategorie.

Alcoa ist im amerikanischen Markt mit 80% Marktführer. In Europa teilen sich Alcoa (60%) mit Alcan (40%) den Markt. UAC startete erst im Jahr 2005 mit der „heavy-press"-Produktion.

2.7.5 WERTSCHÖPFUNGSKETTE

Entwicklung

Die Alu Menziken Gruppe ist ein Traditionsunternehmen der Aluminium Branche und ist seit rund 50 Jahren im Aerospace-Bereich aktiv. Ständige Weiterentwicklung und die Integration laufender Entwicklungen im Unternehmensprozess ließen das Unternehmen zu einem Komplettanbieter im Flugzeugbau-Sektor werden. Im Sinne von Prozessanpassungen sowie Neuentwicklungen von Masse reduzierenden Legierungen wird in der Unternehmensgruppe ein laufender Innovationsprozess unterstützt und forciert.

Rohstoffveredelung

Unter Bedachtnahme auf die Optimierung des Einkaufs findet an den Produktionsstätten der Alu Menziken ein Veredelungsprozess statt, der nicht nur durch Formveränderung, sondern auch durch Oberflächenbearbeitung und Legierung geprägt ist.

Produktion

Die Produktion findet in der Nähe der wichtigsten Kunden, in den USA und Westeuropa, statt. Rund 70% der Ausstoßmenge der Aerospace Sparte basieren auf Langfristverträgen wie z.B. mit Boeing (Vertrag von 2005–2008). Der Maschinenpark der Gruppe ist auf technisch einwandfreiem Stand, die Niederlassungen an sich wurden bereits oder werden aktuell modernisiert. Mit 16 Strangpressen verschiedenster Dimension im Aerospace Bereich und 4 Pressen im Extrusions-Bereich ist man hervorragend positioniert, um auf die sich ständig verändernden Marktbedingungen schnell und flexibel reagieren zu können. Im Bereich der mittelgroßen Pressen hat das Unternehmen in den USA einen geschätzten Marktanteil von über 50%.

Durch verstärkte maschinelle Bearbeitung im Bereich Aerospace soll die Wertschöpfungskette verlängert und damit die Marge erhöht werden. Von Kunden wird vor allem der hohe Flexibilitätsgrad in der Produktion gegenüber Mitbewerbern als Wettbewerbsvorteil geschätzt.

Vertrieb/Logistik

Das Anbieten von Vertrieb und Logistik aus einer Hand bestätigt den Ansatz, ein Komplettanbieter im Sinne eines „One-Stop-Shop" zu sein, und ist ein wichtiger Faktor in Bezug auf Kundenservice und Kundenbindung.

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 2006

Insgesamt ergibt sich für das Geschäftsfeld Aerospace zum Zeitpunkt der Akquisition verdichtet die folgende SWOT-Analyse:

Abb. 7: SWOT-Analyse für das Geschäftsfeld Aerospace

STRENGTHS	WEAKNESSES
+ Hoher Marktanteil + Hoher Anteil von Direktverkäufen am Gesamtumsatz (rd. 88%) – höher als bei Konkurrenz + Maßgeschneiderte Produktlösungen + Kürzere „Lead Times" als Konkurrenz + Sehr gute Performance bei Auslieferung (> 90%) + Hohe Annahmequote der ausgelieferten Komponenten (> 99,7%) + Optimierte Kostenstruktur – eigene Entwicklung, Kauf und Redesign gebrauchter Maschinen + Laufende Produktivitätsverbesserungen + Günstiger USD zu EUR Wechselkurs forciert Exporte + Hochmotiviertes Team – schlanke Strukturen + Bessere Finanzperformance im Vergleich zur Konkurrenz	– Geographische und organisatorische Trennung der Aerospace Abteilungen in den USA und der Schweiz – Ungenügende Strukturierung des Standortes in Menziken – Keine einheitliche Führung und strategische Ausrichtung des Aerospace-Bereichs – Keine vorhandenen Aluminium-Lithium Lösungen – Teilweise suboptimaler Zustand des Maschinenparks in Europa – Ungenügende Positionierung am europäischen Mark
OPPORTUNITIES	**THREATS**
1. Verstärkung der Kundenbeziehung zu Airbus – hohes Potential! 2. Absatzsteigerungen durch Optimierung des Vertriebes und selektiven Einsatz des Marketingbudgets 3. Optimierung der Service- und Wartungstätigkeit kann Kundenbindung erhöhen → Professionelle Abwicklung als „Aushängeschild" nach Außen 4. Synergieeffekte durch organisatorische und strategische Zusammenlegung des US- und des Europa-Geschäfts. 5. Weitere günstige Entwicklung des USD/EUR Wechselkurses 6. Produktentwicklungen im Nicht-Aerospace Bereich – Neue Technologien 7. E-Commerce 8. Ausbau der Marktanteile durch durchschlagenden Forschungserfolg bei Aluminium-Lithium Legierungen 9. Aufbau einer Produktionseinheit in Ost-Europa	▸ Rückgang der Luftfahrt durch Terrorismus ▸ Politische Krisen und einhergehende Eindämmung der Luftfahrt ▸ Entwicklungsverzögerungen bei neuen Flugzeugtypen (A 380, Boeing Dreamliner) ▸ Vergeltungsmaßnahme der Konkurrenz in Form von noch intensiverem Preiskampf ▸ Abwanderung von Schlüsselarbeitskräften ▸ Verlust der Reputation bei Lieferanten durch Qualitätsprobleme ▸ Verstärkung des Margendrucks durch Überkapazitäten in Europa ▸ Preisverfall durch Schwächen der Konkurrenz ▸ Produkt- und Prozessentwicklungen in China und Osteuropa

2.8 GESCHÄFTSFELD EXTRUSION ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

2.8.1 MARKTBESCHREIBUNG DES ANWENDUNGSBEREICHS EXTRUSION/ INDUSTRIEKOMPONENTEN

Der Begriff Extrusion heißt übersetzt aus dem lateinischen „hinausstoßen, -treiben". Extrusion oder Strangpressen bedeutet, dass feste bis dickflüssige, härtbare Massen unter Druck aus einer formgebenden Öffnung (Düse) herausgepresst werden.

Extrusionsprodukte aus Aluminium werden aufgrund ihrer Halt- und Formbarkeit, ihres geringen spezifischen Gewichtes sowie ihrer Korrosionsresistenz vor allem in der Bauindustrie, der Automobilbranche und der Luftfahrt eingesetzt. Durch Extrusion können beispielsweise Profile, Rohre, Form- und Rundstangen mit konstantem Querschnitt über die volle Länge des Produktes hergestellt werden.

Der Markt für Extrusionsprodukte hat bis 2007 ein ca. 40%-iges Wachstum verzeichnet. Der Absatz ist von internationalen Konjunkturentwicklungen, dem Angebot an qualifizierten Arbeitskräften und Produktinnovationen im Legierungsbereich beeinflusst. Aufgrund der wachsenden Automobilindustrie bzw. der vielfältigen Anwendungen von Extrusionsprodukten bleibt der Markt ein Wachstumsmarkt.

Am europäischen Kontinent wird vor allem der Markt für einbaufertige Komponenten als Wachstumsmarkt gesehen. Hier hält man gegenwärtig bei einem Anteil von 5%. Weiters könnten sich durch die anhaltende Marktkonsolidierung des Extrusionsmarktes in Europa bzw. durch erhöhte Effizienz der Produktion weitere gute Möglichkeiten in der Marktentwicklung ergeben.

Für das laufende Geschäftsjahr 2006 werden im Bereich Extrusion erhebliche Umsatzsteigerungen erwartet, die ebenso positive Auswirkungen auf die Ertragssituation haben werden.

2.8.2 PRODUKTPALETTE: EXTRUSION/INDUSTRIEKOMPONENTEN

Alu Menziken Extrusion AG betreibt eine der modernsten Aluminium-Strangpresslinien weltweit und beschäftigt ca. 300 Mitarbeiter. Das Unternehmen entwickelt, produziert, bearbeitet und veredelt Profile und Rohre bis hin zu einbaufertigen Teilen auf Basis festgelegter Standards. Kunden sind in den Bereichen Maschinenbau, Pneumatik, Elektrotechnik, Wärmetechnik und Design angesiedelt.

Präzise Hochleistungssägen und ein moderner CNC-Maschinenpark ermöglichen eine rationelle Bearbeitung. Vielfältige Behandlungsmöglichkeiten der Oberflächen, welche in Menziken und Reinach durchgeführt werden, erhöhen die Wertbeständigkeit der Leichtbauteile.

Die Sparte Extrusion produziert an ihrem Standort in Reinach bei Menziken in der Schweiz. Während in Menziken die Gießerei mit Speziallegierungen und der europäische Aerospace Bereich angesiedelt sind, befinden sich in Reinach die Engineering und Strangpresseinheiten sowie die Bearbeitung der Fertigprodukte und die Oberflächenbehandlung.

Zur USP des Geschäftsbereiches zählen die hohe Kundenorientierung und der ganzheitliche Ansatz, wo die gesamte Wertschöpfungskette für anspruchsvolle Aluminiumprodukte, vom Engineering, der Metallurgie, Produktion bis hin zum Recycling angeboten werden.

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 2006

Kunden

Abnehmer der Aluminium-Extrusionskomponenten sind Unternehmen aus den Industriezweigen Maschinenbau, Automotive, Transport, Elektrotechnik, Architektur oder Gebäudetechnik. Darunter befinden sich Blue Chip Unternehmen wie Bosch, ABB, Linde, Danfoss oder Denz.

Der Absatz in der Extrusion erfolgt zum Teil direkt, zum Teil aber auch indirekt über ein eigenes Distributionsnetzwerk. Eine Forcierung der Internationalisierung des Absatzes ist ein Bestandteil der Strategie.

Konkurrenz

In Europa herrscht ein starker Wettbewerb. Mehr als 140 Unternehmen produzieren Extrusionsprodukte aus Aluminium. Anzumerken ist, dass es sich beim Markt für „industrielle Extrusion" um einen sehr lokalen Markt mit atomisierter Anbieterstruktur handelt – ganz im Gegenteil zum Segment „Aerospace".

Eine Unterscheidung der Wettbewerber bietet sich nach dem Kriterium Konzerngesellschaften oder unabhängige, mittelständische Unternehmen an. Große Mitbewerber wie z.B. Alcan und Alcoa sind jedoch ca. 50x größer als Alu Menziken.

Als größte Konkurrenten sind Alcoa USA und Constellium/ Alcan Canada sowie AMAG Österreich, Norsk Hydro ASA Norwegen und Sapa Schweden zu nennen.

Insgesamt ergibt sich für das Geschäftsfeld Extrusion zum Zeitpunkt der Akquisition verdichtet die folgende SWOT-Analyse:

Abb. 8: SWOT-Analyse für das Geschäftsfeld Extrusion

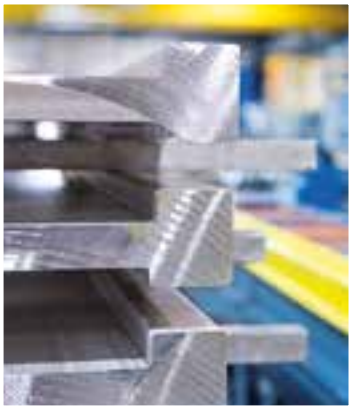
STRENGTHS	WEAKNESSES
+ Flexibilität der Produktion + Kundennähe und Kundenbewusstsein + Langjährige Erfahrung – Spezial Know-how	– Wenig rentable Spartenbereiche wie z.B. „mechanische Bearbeitung“ – „Stuck in the Middle“ – Strategie (bedingt durch finanzielle Lage) – Struktur und Zustand der Gebäude mangelhaft – Investitionsstau! – Schlechtes Layout der Standorte – Ungenügende Strukturierung der Prozessabläufe – Veraltetes Management Informationssystem – Ungünstiger Kundenmix – Betreiben der Gießerei mit Strom (Erdgas ist „state-of-the-art“)
OPPORTUNITIES	**THREATS**
1. Nutzung von Synergien mit Aerospace Sparte, vor allem bei Legierungen 2. Auslagerung des Volumssegment in ein osteuropäisches Land mit komparativen Vorteilen (z.B. Rumänien) 3. Stärkung der Kompetenzen im Application Engineering 4. Eingehen eines Joint Ventures mit lokalem Partner 5. Unternehmerisches Denken löst Konzerndenken ab 6. Verstärkte Bearbeitung von Spezialnischen wie z.B. Pneumatik 7. Ausweitung des Geschäftes und economies of scale durch Auslastung in 3 Schichten	▸ Kunden sind auf Alu Menziken nicht angewiesen – Gefahr einer zu hohen Churn Rate ▸ Infrastrukturelle Schäden könnten zu Produktionsschwierigkeiten führen ▸ Logistikzweig kein Kerngeschäft – Prozessbeherrschung mangelhaft

3. FRAGESTELLUNGEN

A. Erarbeiten Sie eine Strategie für Alu Menziken Extrusion. Gehen Sie auf die Geschäftsfelder, die bearbeitet werden, im Vergleich zu anderen Anwendungsbereichen der Aluminiumextrusion ein. Ist die Auslagerung der Produktion in ein Billiglohnland die richtige Vorgehensweise oder sollte die Produktpalette neu definiert werden?

B. Kann Aluminium den Substitutionswettbewerb mit Karbon bzw. Composite gewinnen?

C. Erläutern Sie, wie sich der Flugzeugmarkt langfristig entwickeln wird. Welche Unternehmen gehören zu den Marktteilnehmern? Woraus lässt sich ein Wachstum des Marktes ableiten? Wie schätzen Sie die Entwicklung des aufkommenden Wettbewerbs von Konkurrenten aus China ein?



4. ALU MENZIKEN/UAC ALS DIVISION DER MONTANA TECH COMPONENTS AG

4.1 AUKTIONS- UND VERHANDLUNGSPROZESS

2005 stand aufgrund der privaten Verschuldung der Eigentümerfamilie der Verkauf der Alu Menziken Gruppe zur Diskussion.

Auf Grund der privaten Situation der Eigentümerfamilie wurde kein offizieller Verkaufsprozess eingeleitet, sondern mit ausgewählten Interessenten gesprochen.

Ein rasches Agieren und ein Eingehen auf die persönliche Situation der Familie Gautschi haben dazu geführt, dass Montana Tech Components AG mit ihrem langfristigen Konzept den Zuschlag bekommen hat.

4.2 ATTRAKTIVITÄT DES UNTERNEHMENS UND AUSGANGSSITUATION

4.2.1 ATTRAKTIVITÄT DES UNTERNEHMENS

Aus der Sicht des Investors sprechen die folgenden Faktoren für ein Investment in die Alu Menziken Gruppe:

Langjährige Erfahrung und großes Know-how in der Aluminiumverarbeitung
Die Alu Menziken Gruppe ist ein traditionsreiches Unternehmen der Aluminium Branche und agiert seit 1956 als Zulieferer der Flugzeug-Industrie. Die wichtigsten Player dieses Industriezweiges zählen zu den Kunden des Unternehmens.

Zum Teil neu eingesetzte, erfahrene Geschäftsleitung
Die Geschäftsleitung, die im Rahmen der Restrukturierung zum Teil neu eingesetzt wurde, verfügt über langjährige industriespezifische Erfahrung und kann durch die Mitarbeit von Beteiligungsmanagern der Global Equity Partners auch operativ verstärkt werden.

Hervorragende Position im Wachstumsmarkt „Aerospace“
Neben Boeing und Airbus zählen weitere wichtige Unternehmen aus der Aerospace-Branche wie z.B. Fokker, Cessna, Lockheed Martin, Learjet und Eurocopter zur namhaften Klientel. Die Kundenbeziehung basiert zumeist auf langfristigen Geschäftsrelationen. Die langjährige Erfahrung generierte einen Know-how Vorsprung, der in nicht zu vernachlässigender Marktmacht resultierte.

Auch im Extrusions-Bereich kann man namhafte Akteure verschiedenster Branchen zum Kundenstamm zählen.

Zertifizierung als Lieferant für die Flugindustrie
Die Alu Menziken Gruppe verfügt über eine Reihe von Zertifizierungen, die sie als Zulieferer für die Flugfahrt-Industrie qualifizieren. Die Komplexität des Zertifizierungsprozesses und die erfolgreiche Erfüllung der geforderten Standards verdeutlichen die vorhandene Qualität der Alu Menziken. Man verfügt demgemäß über alle wichtigen Zertifikate für Boeing USA und deren substantiellste Zulieferer in den Vereinigten Staaten, sowie über alle notwendigen Zertifikate von Airbus, der Civil Aviation Authority (CAA), der Alenia Aeronautica und des Bundesamtes der Dt. Luft- und Raumfahrtindustrie (BDLI) etc.

Oligopolistische Stellung innerhalb der Zulieferer-Industrie
Aufgrund der hohen Industriestandards und der umfangreichen Anforderungen für Zulieferer der Flugzeugindustrie genießt die Alu Menziken Gruppe eine oligopolistische Stellung, die bedingt durch die langjährige Lieferantenbindung und

die nur schwer durchsetzbare Änderung des Komponentenmix, auch in absehbarer Zeit gegeben sein wird.

Ausbau des Aerospace Geschäfts mit Airbus Industries
Die langjährige und sehr positive Geschäftsbeziehung zu Airbus eröffnet weitere Chancen. Währungsüberlegungen und regionale Diversifikation machen Airbus mittelfristig zu einem Haupt-Target.

Ungehobene Potentiale durch Restrukturierung der Extrusions-Sparte
Die in 2003/04 begonnene Restrukturierung der nach wie vor defizitär operierenden Extrusions-Sparte hat bislang nicht die erforderlichen Resultate gebracht. Weitere Restrukturierungsschritte könnten den Unternehmensteil wieder auf den Weg zur Profitabilität zurückbringen und einen positiven Beitrag zum Gruppenergebnis beitragen.

Produktivitätssteigerungen durch Modernisierung der Werke
Der Abbau des Investitionsstaus bei Tools und Maschinen, sowie im Bereich der Betriebsgebäude werden Produktivitätssteigerungen nach sich ziehen und einen Teil der Restrukturierung der Extrusions-Sparte darstellen.

Branchendiversifikation durch und innerhalb der Extrusions-Sparte
Ein eingehender Review des Produktportfolios der Gruppe und dessen Bereinigung, vor allem aber der Extrusions-Sparte, gepaart mit einer strategischen Neugestaltung der Branchenausrichtung wird neben dem diversifizierenden Charakter auch in einer Margenverbesserung resultieren.

4.2.2 AUSGANGSSITUATION

Im Budget für das Jahr 2006 wurden die Materialkosten für Rohaluminium von USD 1.800 berücksichtigt, einem erwarteten Durchschnittspreis aus Spot und 3 Monats Preis.

Für die Jahre 2006 bis 2008 wurden erhebliche Umsatzsteigerungen geplant (zw. 10% und 18%). Durch die bereits eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen und die verstärkte Bearbeitung des Aerospace Marktes wurde angenommen, dass sich dieser Umsatzanstieg in überproportionalen Zunahmen der Ergebnisse niederschlägt.

Der hohe Investitionsbedarf in den Schweizer Niederlassungen, vor allem in der Gebäudesanierung, wird dennoch für einen negativen Cash-flow im Geschäftsjahr 2006 verantwortlich sein. Die Planung sah jedoch ab 2007 einen positiven Geldfluss vor.

Mit der Planung sollten die von den Banken geforderten Ratios und Quoten jedoch klar erfüllt werden können. Aufgrund der eher verhaltenen Planung der Gruppe schien dies durchaus plausibel.

Im Folgenden ist die Planung der Alu Menziken Gruppe, P&L und Bilanz im Detail dargestellt:

4. DIE ENTWICKLUNG VON ALU MENZIKEN ALS DIVISION DER MONTANA TECH COMPONENTS AG

Tab. 2: Planung der Alu Menziken Gruppe für die Jahre 2006 bis 2009

CHF in Tausend	2006e	2007e	2008e	2009e
Bruttoumsatz	233.822	258.053	282.054	282.372
Betriebliche Nebenerlöse	1.731	1.731	1.731	1.731
Erlösminderungen	–9.536	–9.859	–9.804	–9.752
Nettoumsatz	**226.017**	**249.925**	**273.981**	**274.351**
Growth	*17,6%*	*10,6%*	*9,6%*	*0,1%*
Bestandsänderungen Eigenprodukte	2.265	240	–299	283
Aktivierte Eigenleistungen	0	0	0	0
Betriebsleistung	**228.282**	**250.165**	**273.682**	**274.634**
Materialeinkauf/Fremdleistungen	–75.093	–87.105	–97.995	–98.681
Bestandsänderungen Fremdprodukte	–1.183	1.450	830	–148
Total Materialaufwand	**76.276**	**85.655**	**97.165**	**98.829**
in % des Nettoumsatzes	*–33,7%*	*–34,3%*	*–35,5%*	*–36,0%*
Wertschöpfung	**152.006**	**164.510**	**176.517**	**175.805**
in % des Nettoumsatzes	*67,3%*	*65,8%*	*64,4%*	*64,1%*
Personalaufwand	–80.981	–83.855	–85.670	–85.338
in % des Nettoumsatzes	*–35,8%*	*–33,6%*	*–31,3%*	*–31,1%*
Miete, Unterhalt, Reperatur	–9.169	–9.644	–10.072	–9.935
Energie, Hilfs- und Betriebsmaterial	–18.331	–19.308	–20.333	–20.338
Versicherung, Gebühren u. Abgaben	–3.196	–3.407	–3.597	–3.626
Übrige Bertriebs-Gemeinkosten	–2.499	–2.672	–2.847	–2.991
Verwaltungsaufwand	–6.004	–6.049	–6.338	–6.631
Total Gemeinkosten	**–39.199**	**–41.080**	**–43.187**	**–43.521**
in % des Nettoumsatzes	*–17,3%*	*–16,4%*	*–15,8%*	*–15,9%*
Operativer Cash-flow, EBITDA	**31.826**	**39.575**	**47.660**	**46.946**
in % des Nettoumsatzes	*14,1%*	*15,8%*	*17,4%*	*17,1%*
Bildung, Auflösung von Rückstellungen	0	0	0	0
Depreciation and Amortisation	–12.000	–13.252	–14.230	–15.216
in % des Nettoumsatzes	*–5,3%*	*–5,3%*	*–5,2%*	*–5,5%*
Betriebsgewinn, EBIT	**19.826**	**26.323**	**33.430**	**31.730**
in % des Nettoumsatzes	*8,8%*	*10,5%*	*12,2%*	*11,6%*
Finanzertrag	187	183	178	173
Finanzaufwand	**–5.548**	**–5.411**	**–4.929**	**–4.762**
in % des Nettoumsatzes	*–2,5%*	*–2,2%*	*–1,8%*	*–1,7%*
Ordentliches Ergebnis vor Steuern, EBT	**14.465**	**21.095**	**28.679**	**27.141**
in % des Nettoumsatzes	*6,4%*	*8,4%*	*10,5%*	*9,9%*
Veräußerungsgewinne	0	0	0	0
A.o. Erfolg	0	48	120	120
Anteilige Auf. Restr. Rückstellung	0	0	0	0
Betriebsfremder Erfolg	799	816	824	0
Jahreserfolg vor Steuern	**15.264**	**21.959**	**29.623**	**27.261**
in % des Nettoumsatzes	*6,8%*	*8,8%*	*10,8%*	*9,9%*
Steuern	–7.237	–8.924	–9.878	–8.399
Jahreserfolg nach Steuern, EAT	**8.027**	**13.035**	**19.745**	**18.862**
Minderheitsanteile	0	0	0	0
Jahreserfolg Konzern	**8.027**	**13.035**	**19.745**	**18.862**
in % des Nettoumsatzes	*3,6%*	*5,2%*	*7,2%*	*6,9%*

Alu Menziken Group Konsolidierte Planung

Aktiven	2006e	2007e	2008e	2009e
Flüssige Mittel CH	522	522	1.643	4.764
Flüssige Mittel USA	231	254	599	3.751
Forderungen L&L	26.650	28.848	31.243	30.942
Übrige Forderungen	633	658	686	717
Aktive Rechnungsabgrenzungen	8.135	7.003	6.841	7.313
Vorräte	32.958	34.648	35.179	35.314
Umlaufvermögen	**69.129**	**71.933**	**76.191**	**82.801**
Grundstücke und Gebäude	24.272	22.618	21.264	20.909
Maschinen und Einrichtungen	85.462	89.414	90.295	88.521
Finanzanlagen	72	–	–	–
Fixed assets	**109.806**	**112.032**	**111.559**	**109.430**
Total Aktiven	**178.935**	**183.965**	**187.750**	**192.231**

Passiven	2006 PLAN	2007 PLAN	2008 PLAN	2009 PLAN
Kfr. Bankschulden CH	545	2.131	–	–
Kfr. Banschulden USA	4.435	1.006	1.693	–
Verbindlichkeiten L&L	10.777	12.077	12.597	11.647
So. Kfr. Verbindlichkeiten	486	486	486	486
Passive Rechnungsabgrenzungen	31.431	30.011	28.980	27.787
Kfr. Verpflichtungen	**47.674**	**45.711**	**43.756**	**39.920**
Darlehen CH	68.568	66.568	64.568	62.568
Leasingverbindlichkeiten	1.061	771	471	161
Darlehen USA	17.663	15.520	13.205	7.370
Rückstellungen	1.935	1.926	1.926	1.926
Mittel- und langfristige Verpflichtungen	**89.227**	**84.785**	**80.170**	**72.025**
Aktienkapital	4.000	4.000	4.000	4.000
Reserven und Kursanpassung	30.007	36.434	40.079	57.424
Jahreserfolg	8.027	13.035	19.745	18.862
Eigenkapital	**42.034**	**53.469**	**63.824**	**80.286**
Total Passiven	**178.935**	**183.965**	**187.750**	**192.231**
EK Anteil	*23,50%*	*29,10%*	*34,00%*	*41,80%*

4.3 DUE DILIGENCE PHASE: 2005–2006

Der Einstieg zum damaligen Zeitpunkt konnte als interessant, aber herausfordernd eingestuft werden.

Dem profitablen Business der Aerospace Sparte stand in der Vergangenheit eine wenig performende Sparte Extrusion gegenüber, die sich in erodierenden Margen und negativen operativen Unternehmensergebnissen manifestierte. Obwohl die konsolidierten Erfolgsrechnungen der Gruppe in den Geschäftsjahren 2004 und 2005 ein leicht positives Bild zeigten, wurde ein jeweils negativer Cash-flow ausgewiesen.

Die Sparte Extrusion war von mangelnder Prozessstrukturierung und einem erheblichen Investitionsstau, der in Zeiten mangelnder Liquidität angelaufen war, geprägt. Der europäische Aerospace-Bereich (MAP) sah sich einem relativ kleinen Marktanteil bei aufwendigen Prozessen, einem teuren Standort und einer geringen Profitabilität ausgesetzt.

Im Bereich Aerospace fürchtete man den Hauptkonkurrenten Alcoa und die Tatsache, dass das leichte und hochfeste Fasermaterial Composite als Substitut für Aluminiumprodukte in der Flugzeugindustrie Erfolg zeigte. Ein wichtiger Liefervertrag mit Boeing endete 2008.

Durch Umstrukturierungen in der Gesellschaftsstruktur und Neuausrichtungen v.a. im Extrusions-Bereich sowie eine strikte operative Ausrichtung auf die Wertsteigerungsstrategie, in Kombination mit wesentlichen Prozessverbesserungen in Produktion und Entwicklung, wollte man die Gruppe nachhaltig entwickeln.

4.4 MANAGEMENTPHASE

4.4.1 MASSNAHMENPLAN 2006

Während die Aerospace Sparte in einem absoluten Wachstumssegment mit langfristigem Aufwärtstrend agierte, war die Extrusions-Sparte in einem weitestgehend stagnierenden Markt aktiv.

Die zukünftige Strategie musste auf diese Rahmenbedingungen abgestimmt werden.

Betreffend strategische Positionierung wurde festgelegt, dass sich die Extrusions-Sparte vermehrt als Nischenanbieter im Spezialitäten-Bereich positionieren sollte. Eine Bereinigung der Kundenstruktur sollte damit einhergehen.

Die Sparte Aerospace sollte, vor allem durch die Investition in die „Schweren Pressen", ihre Position im Bereich der großen kommerziell genutzten Flugzeuge ausbauen. Auch bei Hartlegierungen sollte die Position im Aerospace Sektor gestärkt werden.

INTERNATIONALISIERUNG MICHAEL TOJNER

Ein Maßnahmenkatalog für die Phase der Restrukturierung und ein Master Plan für die mittelfristige Geschäftsentwicklung sah Folgendes vor:

STRATEGISCHER MASSNAHMENPLAN – AEROSPACE
+ Strategische und organisatorische Zusammenführung von UAC und MAP
+ Abspaltung des Geschäftes MAP von Extrusion CH → Kauf und Eingliederung in UAC
+ Verstärkung der Marktbearbeitung und Sicherstellung der Rahmenverträge mit Boeing und Airbus
+ Verstärkung der Kompetenz im Bereich Legierungen und alternativer Werkstoffe (Composites)
+ Operative, finanzielle und steuerliche Optimierung innerhalb der Aerospace Sparte der Alu Menziken Gruppe
+ Klärung einer Verselbständigung der Menziken Aerospace-Sparte direkt unter Montana Tech Components AG
+ Weiterer Ausbau der Menziken Aerospace mit finanziellen Mitteln der Montana Tech Components AG
+ Auslagerung der Gießerei und Extrusion aus MAP Schweiz an einen kostengünstigen Standort (Rumänien)
+ Aufbau eines dedizierten Werkes für Extrusion Aerospace in Rumänien
+ Verlagerung der bestehenden Komponentenherstellung von Menziken in ein dediziertes Komponentenkompetenzzentrum in Reinach
+ Strategische und organisatorische Erneuerung inkl. Nachbesetzung des CEOs

STRATEGISCHER MASSNAHMENPLAN – EXTRUSION
+ Konsolidierung der Extrusions-Sparte durch Auflösungen der erkannten Engpässe in Verkauf, Produktion und Abwicklung („Wind Down“, „Generate Cash“) – Ersatz der 1.600 t Presse – Abspaltung der Liegenschaften in selbständige Gesellschaft – Bereinigung des Kunden- und Produktportfolios – Aufbau von Kapazitäten im Bereich Verkauf, techn. Abwicklung – Positionierung als erfolgreicher Nischenanbieter in Spezialbereichen
+ Verselbständigung der Extrusion nach Abspaltung der MAP zu einer selbständigen Cash Generating Unit mit Managementbeteiligungsmodell
+ Priorisierung der anstehenden Projekte und Vorhaben nach Maßgabe des verfügbaren Cash (Vorwärtsinvestitionen, Ersatzinvestitionen, Unterhalt, Sanierung, etc.)
+ Auflösung des Standortes Menziken und Optimierung des Standortes Reinach (Prozesse, Pressen 3.500 t, 1.600 t, Stand-By Pressen: 800 t und 2.502 t) mit zugehöriger Logistik
+ Mögliches Joint Venture mit lokal ansässigem Unternehmen im Bereich Oberflächenbehandlung und mechanische Bearbeitung
+ Parallel Kontaktaufnahme mit potentiellen Partnern zur Aufnahme gemeinsamer Aktivitäten (Verkauf nicht ausgeschlossen!)

4. DIE ENTWICKLUNG VON ALU MENZIKEN ALS DIVISION DER MONTANA TECH COMPONENTS AG

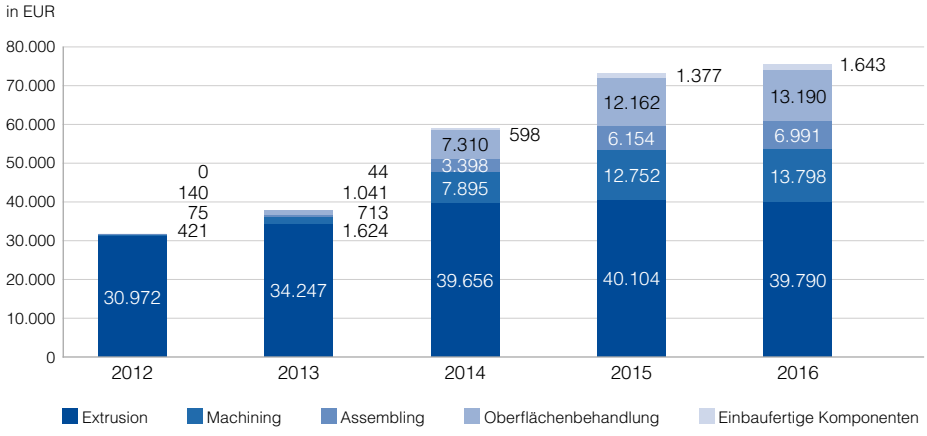
Klarer erster und wichtigster Schritt nach Übernahme der Mehrheit der Gesellschaft lag in der strategischen Neuausrichtung und Restrukturierung der Schweizer Tätigkeiten.

– **Restrukturierung Schweiz: Extrusion**
  Der Geschäftsbereich Extrusion bzw. der Produktionsstandort in der Schweiz war aufgrund des hohen Lohnniveaus verglichen mit der internationalen Konkurrenz nicht mehr konkurrenzfähig.
  Im Jahr 2000 – Jahre vor der Übernahme durch Montana Tech Components AG – wurde entschieden, am Standort Schweiz weiter zu investieren. Der Produktmix sollte sich aber mehr zu Produkten mit höheren Margen, nämlich durch Herstellung von anspruchsvollen und wertschöpfungsintensiven Extrusionsprodukten entwickeln und von der Produktion günstiger Massenprodukte entfernen. Rund 75% der Umsatzerlöse der Geschäftseinheit Extrusion waren von dieser Neuausrichtung betroffen.
  Problematisch war, dass allerding eine zu große Anzahl von Füllaufträgen unbefriedigende Wertschöpfungsmargen zur Folge hatten.
  Durch Montana Tech Components AG wurde in dieser Phase der Restrukturierung nach Übernahme der Aktivitäten sowohl die operative Führung als auch der Verwaltungsrat und somit die strategische Führung ausgetauscht. Die Änderung der Ausrichtung wurde aktiv mitbegleitet, der Maschinenpark modernisiert und der Vertrieb verstärkt und fokussiert. Auf der finanziellen Seite wurden Engpässe durch Neuverhandlungen von Finanzierungslinien beseitigt.
  Strategisch wurde erkannt, dass der Markt Flexibilität bei hoher Qualität fordert. Daher wurde eine Vertiefung der Wertschöpfungskette beschlossen. Mit modernsten Aluminium-Strangpressen, präzisen Hochleistungssägen und einem modernen CNC-Maschinenpark sollte höchste Qualität und Technologiekompetenz angeboten und eine Konzentration auf einbaufertige Teile sowie Problemlösungs- und Kundenorientierung definiert werden.
  Die Sparte Extrusion definierte sechs Bereiche, nämlich Pneumatik, Automotive, Industrie &Handel, Bau, Form- und Rundstangen, Bauteile und Baugruppen und bietet dafür die gesamte Wertschöpfungskette für anspruchsvolle Aluminiumprodukte an, vom Engineering, der Metallurgie, der Produktion bis zum Recycling hin an.

– **Aerospace – europäische Einheit (heute UACE)**
  Der Geschäftsbereich Aerospace Europe (MAP) stellte sich nach Übernahme als Problemfall dar. Die Nutzungsdauer einiger Anlagen, der Gießerei, des Vertikalofens sowie die gesamte elektrische Anlage in Menziken näherten sich dem Ende ihrer Nutzungsdauer. Ein Auftrag von Airbus, der eine Steigerung der Absatzmenge zu geringeren Preisen mit sich gebracht hätte, konnte nicht abgeschlossen werden.
  So akquirierte die Gesellschaft alternative Aufträge. Um konkurrenzfähig zu bleiben, mussten Neuinvestitionen getätigt werden. Der Standort Schweiz stellte sich jedoch aufgrund der hohen Produktions- bzw. Lohnkosten als unpassend dar und somit war es äußerst schwierig, eine positive Kosten-Nutzen Relation darzustellen.
  Eine Vorwärtsstrategie mit der Produktionsverlagerung in ein Billiglohnland wurde definiert, um langfristig erfolgreich sein zu können.
  In Rumänien wurde der Aufbau einer hochmodernen Produktionsanlage auf „Grüner Wiese“ beschlossen. Durch die Ausnutzung der erheblichen Lohnkostenvorteile sowie unter Einsatz modernster Technik konnte wieder ein attraktives Angebot für Boeing

und Airbus geschaffen werden. Die UACE, Universal Alloy Corporation Europe S.R.L, in Dumbravita, Rumänien nahm 2008 ihren Betrieb auf.
Langfristige Lieferverträge konnten mit den wichtigsten Kunden abgeschlossen werden und als strategisches Ziel wurde definiert, den Marktanteil der Aerospace Sparte bei Europas größtem Flugzeughersteller Airbus auf rund 50% zu heben.
Der strategische Fokus der UACE liegt nunmehr auf dem Ausbau der Tätigkeiten im Bereich der Oberflächenbehandlung und Assemblierung. Die Vertiefung der Wertschöpfungskette mit Konzentration auf kundenspezifische sowie anwendungsorientierte Legierungs- und Prozessentwicklung sind weitere mittelfristige Ziele.

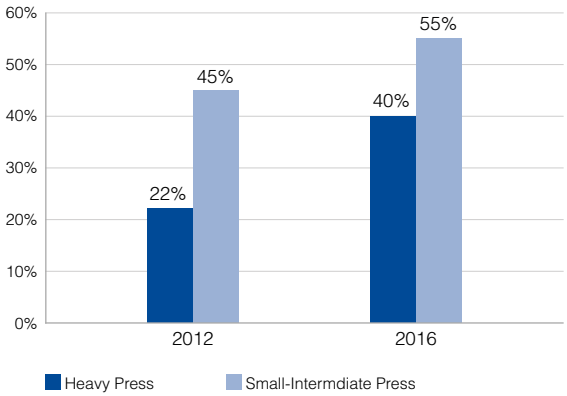
Abb. 9: Umsatzentwicklungsplan UACE 2012–2016



Quelle: UAC strategische Planung 2012

– **Aerospace – UAC**
  Der Geschäftsbereich Aerospace UAC zeigte bei der Übernahme das höchste Ertragspotenzial. Die Kapazität war sehr gut ausgelastet. UAC war im Bereich der Leichten und Mittleren Aluminiumprofile neben Alcoa Marktführer. Den Bereich „Schwere Pressen" bearbeitete man erst seit 2005, und zwar mit einer Presse. Der Hauptkunde der UAC war mit ca. 60% des Umsatzes Boeing. UAC hing daher langfristig von der Entwicklung von Boeing ab. Als strategisches Ziel wurde definiert, im Segment „Leichte und Mittlere Pressen" die Marktführerschaft zu halten bzw. weiter auszubauen. Im Bereich „Schwere Pressen" wurde hinsichtlich eines Ausbaus der Produktionsanlagen entschieden. 2012 wurde die zweite Schwere Presse installiert. Die Vollauslastung ist bis 2014 vorgesehen.
  Der Fokus liegt auch hier auf hoher Qualität, Kundenindividualität sowie der weiteren Konzentration auf die Hauptkunden Airbus und Boeing.
  Die entsprechenden Marktanteilsziele für die gesamte Aerospace-Sparte sind in Abbildung 10 ausgewiesen:

Abb. 10: Marktanteile von 2012–2016 der Aerospace-Sparte



Quelle: UAC strategische Planung 2012

Zur Klärung des aktuellen Ausgangspunktes ist in der Tabelle 3 die aktuelle Wettbewerbssituation im Aerospace-Bereich der UAC dargestellt:

Tab. 3: Wettbewerbssituation Aerospace (2012)

GLOBALE WETTBEWERBER	NIEDER-LASSUNGEN	LEICHTE-, MITTLERE PRESSEN	SCHWERE PRESSEN
UAC	Canton GA	4	2
	Anaheim CA	10	
	Romania	4	
Alcoa	Lafayette IN	4	2
	Chandler	8	
	Hannover DE	3	
	Korea	5	

REGIONALE WETTBEWERBER	NIEDER-LASSUNGEN	LEICHTE-, MITTLERE PRESSEN	SCHWERE PRESSEN
Kaiser	Alexco AZ	4	
Taber	Russellville AK		1
Constellium	Frankreich	4	
Otto Fuchs	Deutschland	4	

Quelle: UAC

Vertiefung der Wertschöpfungskette im Aerospace-Produktionsbereich

In der Luft- und Raumfahrtindustrie finden ein grundlegender Strukturwandel und eine Neuausrichtung der gesamten Wertschöpfungskette statt.

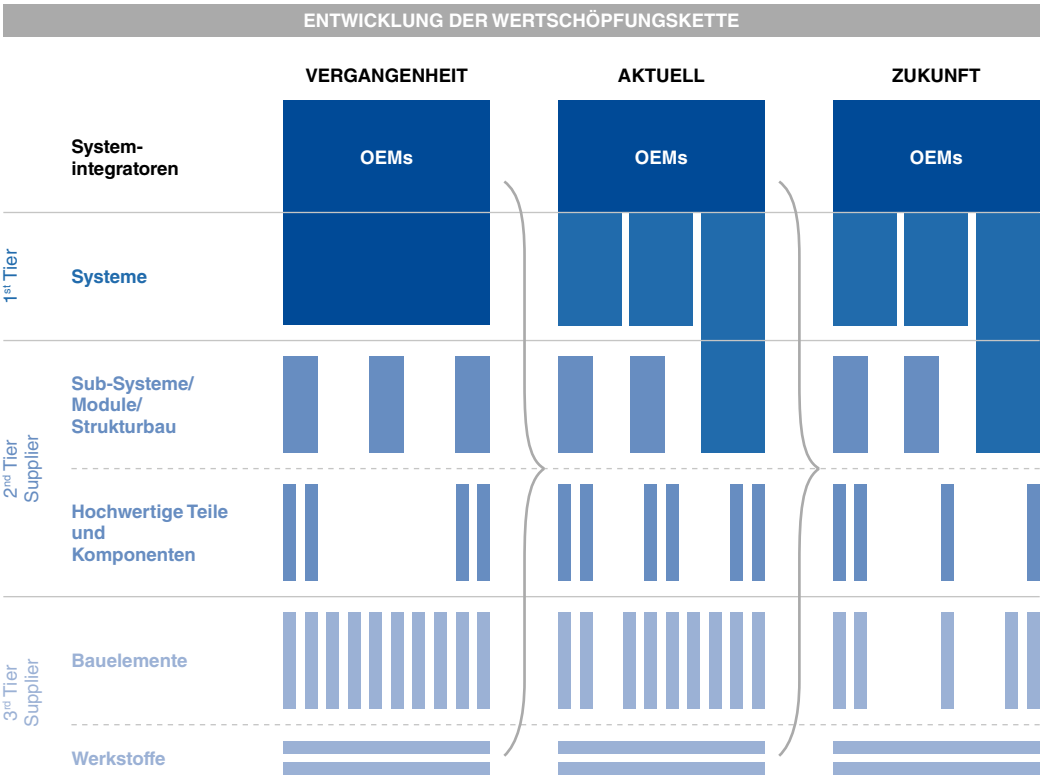
Früher gaben die Systemintegratoren bzw. OEMs wie z.B. Airbus oder Boeing vor, welche Subsysteme, Systeme, Produkte oder Komponenten von den Zulieferbetrieben zu produzieren waren. Aktuell verändert sich die Verantwortung für die Produktentwicklung und es kommt zu verstärkten Outsourcing-Aktivitäten. Die Tier-1[125] Zulieferer werden stärker in die F&E, Sicherstellung der Lieferfähigkeit sowie das Management von Konfigurationsänderungen eingebunden. Dies wirkt sich auch auf die Integration der 2nd-Tier und 3rd-Tier Zulieferer aus.

125 Tier-1: höchstpriorisiertesten; höchster Rang

In Zukunft wird noch eine stärkere Entwicklung von vom Hersteller vorgegebenen Teilen, Komponenten oder Systemen in der Serienfertigung zum Systemanbieter mit Produktentwicklung gemäß den Spezifikationen der OEMs und eventuell sogar der eigenen entsprechenden Produktion erwartet.

Dieser Trend hat eine Verringerung der Anzahl der Zulieferbetriebe zur Folge. Die verbleibenden müssen sich in Richtung Systemlieferant weiterentwickeln.

Abb. 11: Entwicklung der Wertschöpfungskette



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an eine Grafik auf www.aerotec-online.com (Liefertreue durch up-stream-supply-chain-management; AlixPartners)

Auch innerhalb der Automobilindustrie ist der Trend zur Reduktion der Anzahl der Zulieferer seitens der OEMs ersichtlich. Viele Hersteller erwarten seitens ihrer Zulieferer einen Globalen Foodprint. Dies bedeutet eine Begleitung zu allen wesentlichen Produktionszentren in Europa, Asien und Amerika.

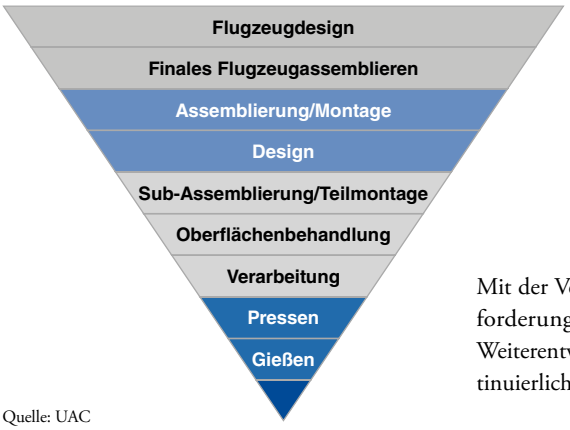
Gleichzeitig verstärkt sich damit auch die internationale Konkurrenz.

Für die Aluminiumhalbzeug-Industrie – oft mittelständisch organisiert – ist dies eine Herausforderung. Einerseits steigen die Logistikanforderungen, andererseits muss die bestehende Wertschöpfungstiefe erweitert werden.

Abb. 12: Prozesskette eines Aluminium-Extrusionsunternehmen im engeren Sinne

Quelle: UAC

Abb. 13: Prozesskette in der gesamten Wertschöpfungskette



Quelle: UAC

Mit der Vertiefung der Wertschöpfungskette steigen die Anforderungen an qualifiziertes Personal, Investitionen und Weiterentwicklungen in der Technologiekompetenz und kontinuierliche Forschung und Entwicklung.

Um sich in der Zuliefererkette besser zu positionieren, ist in vielen Fällen eine Arrondierung der Produktpalette notwendig.

5. ERKENNTNISSE (LESSONS LEARNED) UND ZUKUNFTSPERSPEKTIVE

Verdichtet man die Kernerkenntnisse aus der Akquisition der Alu Menziken AG im Jahr 2006, so lassen sich als zentrale Punkte herauskristallisieren:

Klare Strategie-Festlegung für die beiden Geschäftsfelder

Während für die Extrusions-Sparte eine klare Positionierung als Nischenanbieter im Spezialitäten-Bereich definiert wurde und eine rasche Restrukturierung umgesetzt wurde, steht für den Aerospace-Bereich als Wachstumssegment mit langfristigem Aufwärtstrend ein – über umfangreiche Investitionen abgesicherter – Ausbau der Produktionskapazität im Mittelpunkt.

Partnerschaft mit Airbus und Boeing

Die Aerospace-Sparte (UAC/UACE) konnte seit 1992 eine jährliche Umsatzwachstumsrate von 11% aufweisen. Gründe für die überaus positive Entwicklung sind die Partnerschaften mit Boeing und Airbus. Gemeinsam mit den Partnern wurden Investitionspläne erarbeitet, diese durch langfristige Verträge abgesichert und insbesondere zwischen 2008 und 2010 stark investiert (Aufbau der Rumänischen Produktionsniederlassung sowie Schwere Presse). In dieser Zeitspanne hat sich die Konkurrenz mit Zukunftsinvestitionen zurückgehalten.

UAC besitzt aktuell ca. 50% Marktanteil im leichten und mittleren Strangpressbereich. Sobald die zweite Schwere Presse in Canton Georgia im Jahr 2014 voll ausgelastet sein wird, wird UAC im Schweren Press-Bereich 40% Marktanteil innehalten.

Produktionsverlagerung

Die Verlagerung der Produktion in ein Billiglohnland, wo das Lohnniveau bis zu 80% niedriger ist, führte bei gleichbleibender Qualität zu einem enormen Wettbewerbsvorteil. Im Vergleich zum Mitbewerb halten UAC bzw. UACE hier einen First Mover-Vorteil von 5 Jahren, da ein Neuaufbau einer Produktionsanlage in einem Billiglohnland aufgrund der kulturellen, politischen, ökonomischen und sozialen Unterschiede als schwierig einzustufen ist.

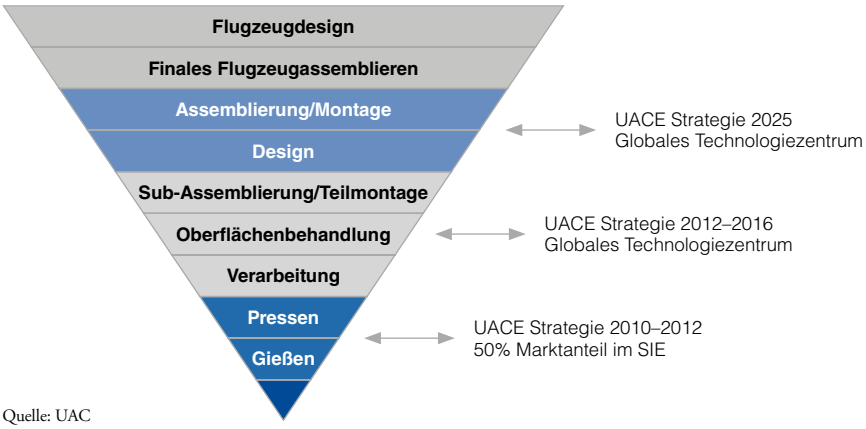
Vertiefung der Wertschöpfungskette

UAC ist der einzige Anbieter mit einer **integrierten Prozesskette** vom Strangpressprofil bis zu einbaufertigen Strukturen aus Aluminiumlegierungen mit weltweiten Fertigungsmöglichkeiten.

In Rumänien (UACE) wird also die gesamte Prozesskette mit einer Gießerei, vier Strangpressen von 1.000–2.500 Tonnen Pressdruck, sowie einer nachgelagerten Bearbeitung, Oberflächentechnik und Montage angeboten. Diese integrierte Prozesskette in einem „low cost country" mit modernster Anlagentechnik ermöglicht, die globale Marktstellung weiter auszubauen und die Ertragslage nachhaltig zu steigern.

Langfristig ist der Ausbau auf ein globales Technologiezentrum vorgesehen, womit die Internationalität der Division Montana Aerospace & Industrial Components dokumentiert ist.

Abb. 14: UACE Strategie in der Wertschöpfungskette



Quelle: UAC

Hohes Gewicht auf Kundenorientierung
Der Schwerpunkt der Forschung & Entwicklung liegt in der kundenorientierten Legierungs- und Prozessentwicklung.

Kleine, flexible und weltweit agierende Vertriebsteams sowie die Produktionsflexibilität in den USA und in Europa ermöglichen der Aerospace Division eine kundennahe und effiziente Reaktion.

Abschließend zur Falldarstellung lässt sich eine Zukunftsperspektive anreißen, die auch die strategische Stoßrichtung der nächsten fünf Jahre vorgibt:

Wenn auch das gute Wachstum und die ertragsreiche Entwicklung der Alu Menziken AG/UAC/UACE in den letzten Jahren als Erfolg eingestuft werden können, kann man sich nicht allein auf die erfolgreiche Vergangenheit verlassen. Aus diesem Grund hat die Division Montana Aerospace & Industrial Components ihre strategische Stoßrichtung der nächsten Jahre insofern untermauert, dass man sich dem added-value bzw. der Vertiefung der Wertschöpfungskette verschrieben hat.

Eine Beteiligung des Managements und damit eine Absicherung des Entrepreneurship-Gedankens führen dazu, dass die Alu Menziken AG/UAC/UACE flexibel und aggressiv auf dem Wachstumsmarkt weiter wächst und Marktanteile gewinnt.

BORAG

CASE STUDY V – MISSGLÜCKTES INVESTMENT

MICHAEL TOJNER

1. EINLEITUNG UND POSITIONIERUNG DES CASES „BORAG“

Beim Global Equity Partners Portfoliounternehmen BORAG handelte es sich um eine Baufirma mit einem eigenen Maschinenbaubereich. Die Eigentümer-geführte Gesellschaft hatte den Niederösterreichischen Innovationspreis erhalten und der Unternehmensgründer war ein charismatischer, ehrgeiziger Entrepreneur, der sich von vergleichbaren Baufirmen im Allgemeinen klar differenzierte.

Der Fokus des Unternehmens lag auf der grabenlosen Bauweise, die im Vergleich zur gängigen offenen Bauweise, offensichtliche Kostenvorteile mit sich brachte. Es schien, als ob hier ein innovatives, kleines Unternehmen aus Österreich, zu den Technologieführern zählte, da sich bereits internationale Aufträge abzeichneten.

Das Fallbeispiel der BORAG zeigt exemplarisch, aus welchen Gründen ein vielversprechendes Investment trotz aktivem Management nicht reüssieren kann.

2. AUSGANGSSITUATION BEI DER AKQUISITION IM JAHR 1999

2.1 HISTORIE DER BORAG

Das niederösterreichische Maschinenbauunternehmen BORAG Grabenloser Leitungsbau AG wurde im Jahr 1991 als Einzelunternehmen gegründet. Das Unternehmen produzierte Bohrgeräte und spezialisierte sich auf die Herstellung von Horizontalbohrungen für den Kanal, Gas, Kabel- und Wasserleitungsbereich. Im März 1999 wurde das Einzelunternehmen in eine neu gegründete GesmbH (BORAG Grabenloser Leitungsbau GesmbH) eingebracht.

Das Unternehmen beschäftigt 1999 33 Mitarbeiter und verfügte seit 1996 über eine eigene Forschungs-und Entwicklungsabteilung. Weiters konnte mit Juli 1999 ein international erfahrener englischer Konstrukteur als Mitarbeiter gewonnen werden.

Das Unternehmen und seine Innovationen sind Ergebnis langjähriger Erfahrungen des Unternehmensgründers im Bereich von Kabelverlegungsarbeiten und der dabei oft geforderten grabenlosen Bauweise. Auf die Defizite der dafür im Handel erhältlichen Bohrgeräte reagiert der Unternehmensgründer mit einer Spezialisierung in den Bereichen Maschinenweiterentwicklung und „grabenloser Leitungsbau".

1997 wird die Firma für „Geoline", eine lasergesteuerte Vortriebsmaschine für Horizontalbohrungen mit dem NÖ-Innovationspreis ausgezeichnet. Mit dieser vom Unternehmen entwickelten Maschine ist es möglich, punktgenau und ferngesteuert Horizontalbohrungen für den Kanal-, Gas-, Kabel- und Wasserleitungsbau bis zu einem Durchmesser von 1.200 mm durchzuführen, ohne dabei die Baustellenumgebung zu stören.

Die grabenlose Bauweise garantiert dabei den störungsfreien Verkehrsfluss über die Baustelle. Vermieden werden nicht nur Gebäudeschäden, sondern auch das bei Grabungen entstehende Deponiematerial.

Revolutionär an der Entwicklung ist zudem, dass diese lasergesteuerte Vortriebsmaschine für Horizontalbohrungen auch in Mischböden eingesetzt werden konnte. „Geoline" senkt die Kosten für Grabungen um 40%–60% und kann auch von Bauarbeitern bedient werden, die über keine EDV-Ausbildung verfügen.

Im Zuge dieser Neuerfindung ergaben sich verstärkt Anfragen aus Österreich, dem restlichen Europa sowie aus dem Nahen Osten (Horizontalbohrungen im Bereich von Ölfeldern). Vor allem für den Nahen Osten wurden umfangreiche Investitionen erforderlich, um neue Bohrer herzustellen und diese auf die speziellen Bodenverhältnisse abzustimmen. Notwendig wurden auch eine Aufstockung des Personals sowie das Setzen von Aus- und Weiterbildungsmaßnahmen für die Bohrmeister. Zusätzlich soll für die Aktivitäten vor Ort eine eigene Tochtergesellschaft gegründet werden.

Das Unternehmen befand sich 1999 zu 100% im Eigentum des Unternehmensgründers.

2.2 VERMÖGENS- UND ERTRAGSLAGE DER BORAG ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT 1999

Aufgrund der guten Auftragslage und Auslastung der Gesellschaft kann die finanzielle Situation zum Akquisitionszeitpunkt als gut bezeichnet werden. Die Gesellschaft kann sich aus dem laufenden Cash-flow finanzieren.

Das Fremdkapital der Gesellschaft beläuft sich auf EUR 3,5 Mio. Die ständigen Weiterentwicklungen der Maschinen für die Horizontalbohrungen wurden in der Vergangenheit mit Fremdkapital finanziert.

Eine Übersicht über die Vermögens- und Ertragslage der BORAG im Jahr 1999 ist in Tabelle 1. und 2. wiedergegeben:

Tab. 1: Vermögenslage

EUR Mio.	31.03.99
Anlagevermögen	3,1
Umlaufvermögen	2,0
Eigenkapital	1,5
Fremdkapital	3,5
Bilanzsumme	5,0

Quelle: BORAG

Tab. 2: Ertragslage

TEUR	1996	1997	1998	1 HJ 99
Umsatz	1.630	2.020	2.330	1.420
Cash-flow	299	245	249	180

Quelle: BORAG

Der im Jahre 1997 abgesunkene Cash-flow erklärt sich durch einen eingetretenen Schadensfall bei der „Geoline“ und den damit einhergehenden Einnahmenausfall mit entsprechenden Umsatzeinbußen.

Das 1. Halbjahr 1999 setzt sich aus dem Rumpfgeschäftsjahr Jänner bis März 1999 der Einzelunternehmung und dem 1. Quartal der BORAG zusammen. Generell kann das erste Halbjahr mit einer sehr guten Geschäftsentwicklung dargestellt werden. Es kann eine deutliche Umsatzsteigerung gegenüber dem Vorjahr erzielt werden. Weiters weist die Gesellschaft einen Auftragsstand per 31.7.1999 in der Höhe von über EUR 2 Mio. auf.

2.3 GESCHÄFTSMODELL DER BORAG ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

Das Eigentümer-geführte Unternehmen ist in einem stark wachsenden Nischensegment des Tiefbaumarktes, dem grabenlosen Leitungsbau, tätig. Neue Anforderungen an die Infrastruktur von Kommunikationsnetzen, ständig steigender Sanierungsbedarf von bestehenden Leitungsnetzen (Energie, Wasser etc.) sowie beträchtlicher Zeit- bzw. Kostendruck und Umweltvorteile stellen die Haupttriebkräfte auf diesem Sektor dar. Zur Steigerung der Produktivität und zur Bewältigung von schwierigen Bohrsituationen wurden die existierenden Bohrtechnologien selbst weiterentwickelt und zahlreiche neue Systeme patentiert.

2.4 GESCHÄFTSBEREICHE DER BORAG ZUM AKQUISITIONSZEITPUNKT

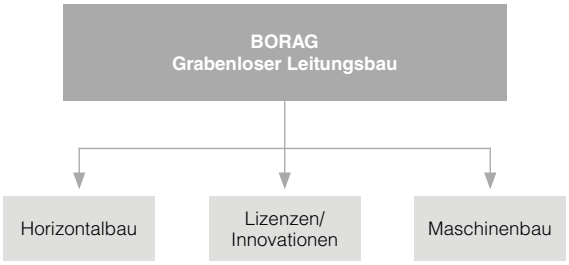
2.4.1 GESCHÄFTSFELDER DER BORAG

Das Unternehmen hat drei Geschäftsbereiche definiert. Die **Horizontalbohrungen**, wo im Gegensatz zur offenen Bauweise Horizontalbohrgeräte eingesetzt werden, die grabenlos Kabelverlegungsarbeiten und ähnliche Tätigkeiten ermöglichen.

Die Erfahrungen aus den Bohrungen selbst fließen in den **Maschinenbau** ein. Es werden eigene Maschinen für Horizontalbohrgeräte entwickelt, erzeugt und eingesetzt. Vorgesehen ist, Maschinen der älteren Generation für mögliche

Lizenznehmer zu produzieren und zu vertreiben. Im Zuge des Verkaufs und der Lizenzvereinbarungen sollen auch Schulungen für den Einsatz der Maschinen angeboten werden. Die Schulungen sollen einerseits das Personal des Käufers bzw. Lizenznehmers für die Bedienung der Maschine und andererseits die Hilfestellung bei speziellen Bohrproblemen umfassen. Im Bereich **Innovationen** werden Ideen des Erfinders (Gründer) zur Marktreife entwickelt (eines der engagierten Projekte war z.B. eine Endlagerstätte für Atombrennstäbe).

Abb. 1: Geschäftsbereiche 1999



Quelle: Global Equity Partners

2.4.2 PRODUKTPORTFOLIO

Das Leistungsangebot der Firma BORAG Horizontalbohrungen beinhaltet verschiedene Vortriebssysteme wie: Verdrängungsvortriebe bis zu 25 lfm, ungesteuerte Schneckenvortriebe (mit und ohne Imlochhammer), gesteuerte Schneckenvortriebe mit Pilotgestänge bis ca. 80 lfm., Felsbohrungen und manuelle bzw. vollautomatisch gesteuerte Schneckenpreßbohrungen („Geoline").

2.4.3 MARKTENTWICKLUNG

1999 ist die Grabenlose Leitungstechnologie ein stark wachsendes Nischensegment des Tiefbaus, mit einem Wachstumspotenzial von über 100% p.a.

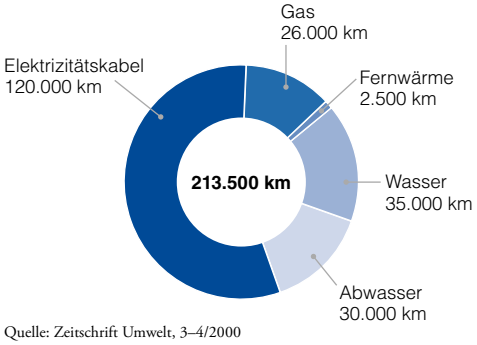
Die Neuverlegung und Sanierung von Leitungen aller Art erfolgt dabei nicht herkömmlich in Gräben, sondern durch Bohrungen. Dabei können Distanzen von bis zu 200 Meter verbunden, Hindernisse umgangen und bestehende Leitungen geschützt werden.

Die sich daraus ergebenden beträchtlichen Kosten-, Zeit- und Umweltvorteile der grabenlosen Bautechnologie führen zu Einsparungen von bis zu 90%.

Untersuchungen der German Society for Trenchless Technology zeigen, dass bei der Verlegung und Sanierung von unterirdischen Leitungen ein hoher Handlungsbedarf besteht. Neue Anforderungen an die Telekommunikationsinfrastruktur und gleichzeitig ständig steigender Sanierungsbedarf von bestehenden Leitungsnetzen (Wasser, Abwässer, Gas, Strom) geben der grabenlosen Bauweise zusätzliche Wachstumsimpulse.

Abb. 2: Sanierungs- bzw. Neuverlegungsbedarf in Österreich (1999)

Bestehendes unterirdisches Leitungsnetz: 213.500 km
10% Sanierung: 20.000 km/Jahr



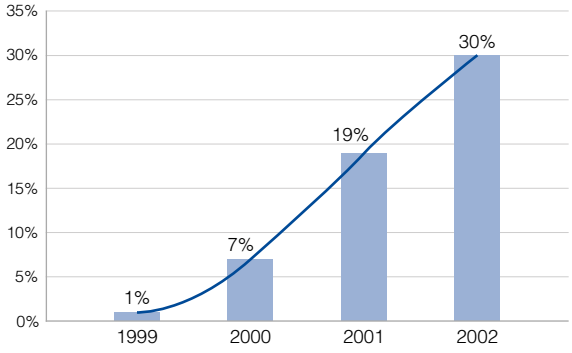
Neuverlegung unterirdisches Leitungsnetz: ca. 2.000 km/Jahr

Quelle: Zeitschrift Umwelt, 3–4/2000

Wasser:	Versorgungsnetz 30.000 km, 86% Deckung, kaum weiterer Ausbau, aber Sanierungsbedarf stark steigend
Gas:	ca. 17.780 km, weiterer Ausbau wird forciert
Fernwärme:	1.500 km, Tendenz stark steigend
Kanal:	ca. 90.000 km (davon 30.000 öffentlich; 60.000 Private), 70% Deckung, mind. 30% Sanierungsbedarf
Strom:	ca. 170.000 km; zunehmende Tendenz zur grabenlosen Verlegung der Leitungen
Telekom:	ca. 8 Mio. km (im 2 Mbit-Bereich) – ***Quelle: Telekom Austria, 2000***

Gesamtquelle: BORAG

Abb. 3: Potenzial der grabenlosen Bautechnologie in Europa



Quelle: BORAG

Das geschätzte Marktvolumen stellt sich in Europa in den einzelnen Bereichen wie folgt dar:

Tab. 3: Marktvolumen in Europa

Umsatzbereich	MARKT-VOLUMEN	DAVON AUSGENÜTZT
	Schätzungen in EUR Mio.	
Gesteuerte Bohrungen	360	60
Ungesteuerte Bohrungen	90	15
Maschinenbau u. Lizenzierung	75	40
Innovationen	nicht abschätzbar	

Quelle: BORAG

Das Marktvolumen und das Marktwachstum werden von erfolgreich abgewickelten Referenzprojekten abhängig sein. Je mehr Projekte in diesem Bereich durchgeführt werden, desto mehr wird sich die Nachfrage nach der neuen Technologie erhöhen.

BORAG zählte sich mit 33% Marktanteil zum Marktführer im Grabenlosen Leitungsbau in Österreich und will diese Position auch im Ausland vermarkten.

2.4.4 WETTBEWERB

Prinzipiell stand BORAG in Österreich im Wettbewerb mit den großen Baufirmen, STRABAG und PORR, die die offene Bauweise betrieben.

Im Bereich des Maschinenbaus gab es einige Anbieter, die Horizontalbaumaschinen produzierten. Diese waren jedoch Standardmaschinen, die der laufenden Entwicklung nicht gerecht werden konnten. Außerdem konnten aufgrund der hohen Entwicklungs- und Produktionskosten keine Spezialmaschinen für einzelne Nachfrager produziert werden.

Zu Baufirmen, die Kabelverlegung etc. betreiben, gehören in Österreich KMUs wie PS-Bau, Salzburg, Schiro-GesmbH, Schwanenstadt, Strieberni Spezialbau, Reifnitz/Wörthersee, Erdbau, Wien oder Jäger, Vorarlberg. Internationale Konkurrenten sind Underground Construction Pty Ltd. (Australien, USA), Smit Land & Marine Engineering (USA) oder Land & Marine Inc. (USA).

2.4.5 WERTSCHÖPFUNGSKETTE UND SWOT-ANALYSE

Management

Das Unternehmen wird vom Gründer und Unternehmenseigentümer geführt, der sich auch für die Innovation verantwortlich zeichnet. Im Jahr 1999 beschäftigt BORAG 7 Angestellte und 25 Arbeiter, welche die Horizontalbohrungen betreiben.

Kunden

Die Kunden kommen sowohl aus dem öffentlichen wie auch dem privaten Bereich.

Das durchschnittliche Zahlungsziel beträgt 90 Tage. Durch die Zusammenarbeit mit einer Factor-Bank soll das Zahlungsziel auf rund 45 Tage gesenkt werden.

Lieferanten

Zu den Lieferanten, bei denen BORAG Einzelkomponenten zukauft, gehören: Frankstahl, Funke, Hirnböck, Lietz, Spiral.

Anbieter von Horizontalbaumaschinen sind: Herrenknecht GmbH; Schwanau, Deutschland; Schmidtkranz, Deutschland und Soltau, Deutschland.

Vertrieb und Marketing

Der Vertrieb erfolgt in der Regel durch die Zusammenarbeit mit einem Generalunternehmer im Zuge von Ausschreibungen. Mittels Telefonmarketing werden die Bestbieter der Bauvorhaben eruiert. Ist der Bestbieter noch kein Stammkunde, wird dieser kontaktiert und von den Außendienstmitarbeitern betreut.

Werbeeinschaltungen werden ausschließlich in Fachzeitschriften getätigt. Die Qualität wird durch Mundpropaganda, Prospekte und Videovorführungen in Fachkreisen bzw. das Abhalten von Seminaren für Projektplaner und Kunden. Außerdem erfolgt ein Sponsoring einiger Sportgruppen.

Kundenservice

Zwei Außendienstmitarbeiter stehen den Kunden rund um die Uhr zur Verfügung. Die bei Bohrungen auftretenden Probleme werden durch die Spezialisten bzw. vom Unternehmenseigentümer persönlich analysiert und durch Anpassung der Gerätschaft gelöst.

Internationalisierung

Anfragen aus dem Nahen Osten (Horizontalbohrungen im Bereich von Ölfeldern), mussten aufgrund der notwendigen, umfangreichen Investitionen in neue Bohrer für die speziellen Bodenverhältnisse, bis dato abgelehnt werden.

Das Marktvolumen kann nicht verlässlich bestimmt werden, da man mit steigendem Bekanntheitsgrad und über Referenzprojekte einen überproportionalen Anstieg erwartet. Geschätzt wird seitens BORAG ein Markt in der Höhe von rund EUR 700 Mio. im Nahen Osten im Bereich der Bohrungen für Ölfelder.

Der Markt wird teilweise bereits mit unterschiedlichen, meist geringem Erfolg, bearbeitet. Die Probleme liegen in der unzureichenden Qualifikation und Ausbildung des Personals, das die teils hochkomplizierten Tunnelbohrmaschinen zu bedienen bzw. zu warten hat, bzw. denen Grundkenntnisse über Bodengeologie fehlen. Dadurch kam es auf vielen Baustellen zu erheblichen Zeitüberschreitungen. BORAG geht davon aus, dass ein europäisches Unternehmen mit der erforderlichen Technologie, maschinellen Ausrüstung und Mannschaft sehr gute Chancen hat, sich in kurzer Zeit erfolgreich zu etablieren.

Stärken-/Schwächen-Analyse

Tab. 4: Stärken-/Schwächen-Analyse BORAG

STRENGTHS/OPPORTUNITIES	WEAKNESSES/THREATS
+ Starkes Wachstum des Marktes + Sehr gutes Personal im Bereich der Entwicklung und Innovationen + Führende Technologie + Kundenorientierung + Große Nachfrage aus dem Nahen Osten	– Hohes Investitionsvolumen zur Erreichung der geplanten Umsätze – Externe Wachstumschancen müssen organisatorisch verkraftet werden

3. FRAGESTELLUNGEN

A. Gehen Sie auf die Due Diligence bei Start-up bzw. Expansionsunternehmen ein. Erarbeiten Sie die bedeutendsten Risikofaktoren bei eigentümergeführten Unternehmen.

B. Welche Handlungsspielräume hat ein VC-Investor, wenn sich das Management einer Beteiligungsgesellschaft in Krisensituationen nicht behauptet?

4. DIE ENTWICKLUNG VON BORAG WÄHREND DER BETEILIGUNGSPHASE VON GLOBAL EQUITY PARTNERS

4.1 AUKTIONS- UND VERHANDLUNGSPROZESS

1997 wurde BORAG mit dem NÖ-Innovationspreis für das eigenentwickelte, innovative Produkt „Geoline", eine lasergesteuerte Vortriebsmaschine für Horizontalbohrungen, ausgezeichnet. „Geoline" ermöglichte es, punktgenaue und ferngesteuerte Horizontalbohrungen bis zu einem Durchmesser von 1.200 mm durchzuführen, ohne dabei die Baustellenumgebung zu stören.

Dies erregte die Aufmerksamkeit der Global Equity Partners.

Zu diesem Zeitpunkt erwirtschafteten ca. 26 Mitarbeiter bei BORAG einen Umsatz in Höhe von ca. EUR 2 Mio.

4.2 DUE DILIGENCE PHASE

Die Ergebnisse der Due Diligence wurden in Tabelle 4 – Stärken-/Schwächen-Analyse zusammengefasst. BORAG war ein kleines, innovatives, Eigentümer-geführtes Wachstumsunternehmen, das in einer Nische des Baumarktes tätig war. Die Situation war überaus positiv, wobei es zu beachten galt, dass die Wachstumschancen organisatorisch verkraftet werden mussten und zur Erreichung der geplanten Umsätze und Verwirklichung der Wachstumsstrategie Investitionen notwendig waren.

Im Februar 1999 beteiligte sich Global Equity Partners mit 26% an BORAG. Dem Unternehmen flossen ATS 20 Mio. (EUR 1,4 Mio.) an Eigenkapital zu, welche für die Ausweitung der Bohranlagen, die Ausbildung von neuen Bohrteams sowie die Übersiedlung auf ein größeres Firmengelände verwendet wurden.

4.3 MANAGEMENTPHASE

– **Operative Entwicklung 1999–2000**
BORAG konnte im Jahr 1999 auf Umsatzsteigerungen von 40% sowie aussichtsreiche Projekte wie einen Großauftrag aus Deutschland, Probebohrungen mit der Fernwärme Wien und einem Auftrag über ATS 102 Mio. in den Arabischen Emiraten verzeichnen.
Für das Geschäftsjahr 2000 waren eine Verdoppelung des Bohrteams sowie eine Umsatzsteigerung von rund 80% geplant.
Im Geschäftsjahr 2000 beschäftigte BORAG schon 55 Mitarbeiter und entwickelte sich zum Know-how Träger im grabenlosen Leitungsbau in Österreich. BORAG entwickelte und vertrieb Bohrsysteme für diesen Nischenmarkt und führte auch selbst Bohrungen durch. So avancierte BORAG, wie geplant, zum Spezialisten für Horizontalbohrungen, einer Alternative zur offenen Bauweise.
BORAG konnte alleine im Jahr 2000 drei Entwicklungen zum Patent anmelden. Das Management wurde durch einen Vertriebsvorstand sowie durch einen CFO verstärkt.

– **Börsengangpläne**
Die Etablierung der BORAG als Maschinenbauunternehmen im Spezialtiefbau sowie der Aufbau des internationalen Vertriebes sollte über einen Börsengang mit entsprechender Finanzmittelaufnahme im Jahr 2001 geschafft werden.
Mitte 2001 fanden dazu Gespräche mit Österreichischen, Deutschen und Schweizer Emissionsbanken statt, die sehr vielversprechend verliefen.

Aufgrund der anhaltend negativen Baukonjunktur und der unter Druck geratenen Kapitalmärkte musste das Unternehmen den geplanten Börsengang allerdings auf Anraten der Emissionsbanken jedoch auf das Jahr 2002 verschieben.
BORAG war schnell gewachsen und konzentrierte sich – auch aufgrund der Börsengangsvorbereitungen – auf Vertriebsaufbau, Marketing und Forschung- und Entwicklung. Das Managementteam wurde umfangreich besetzt, nämlich mit einem Leiter F&E, Leiter Vertrieb und Leiter Finanzen.

– **Restrukturierung 2. Halbjahr 2001**
Der überraschende weitere Rückgang des Bohrgeschäftes, der zu Verschiebungen von Großaufträgen mit Siemens und der Asfinag führte, sowie die schlechte Zahlungsmoral der Branche, belasteten trotz Durchführung von eingeleiteten Restrukturierungsmaßnahmen wie Personalabbau im erweiterten Management und auch bei den Bohrteams und weiteren Kosteneinsparungsmaßnahmen die Liquiditätssituation.
Es wurde erwartet, dass die eingeleiteten Kosteneinsparungen rasch greifen und das branchenübliche „Winterloch" durch Bauaufträge im Ausland (insbesondere in Italien) überbrückt werden könnte.

4.4 DIVESTMENTPHASE

Die für eine ordentliche Weiterführung des Geschäftes nötige Finanzierung konnte jedoch aufgrund der unsicheren Aussichten und der negativen Geschäftsentwicklung nicht realisiert werden. Die Finanzierungspartner, Beteiligungsgesellschaft, Austria Wirtschaftsservice GmbH (als österreichische Förderbank) NÖBEG[126] und die finanzierende Bank, arbeiteten gemeinsam an einer Weiterfinanzierung, die letztendlich jedoch scheiterte.

Im Jahr 2002 strebte BORAG den Ausgleich an, um das operative Geschäft weiterführen zu können, was allerdings in der Insolvenz endete.

126 Förderinstitut des Landes Niederösterreich, der Wirtschaftskammer Niederösterreich sowie der niederösterreichischen Kreditwirtschaft

5. ERKENNTNISSE (LESSONS LEARNED)

Im Falle der BORAG hat man den Vorteil eines engagierten, glaubhaften und erfahrenen Unternehmers im Zuge der Beteiligungsprüfung erkannt bzw. sich davon auch blenden lassen. Die Beteiligungsverträge waren nicht derart ausgestaltet, dass der VC-Investor über mehrheitsgleiche Rechte, wie z.B. im Falle der INODE, verfügte. Man war damit dem Entrepreneuer in gewisser Weise auch ausgeliefert.

Unbestritten handelte es sich bei der BORAG um ein interessantes Wachstumsunternehmen. Durch die positive Entwicklung in den Jahren 1999 und 2000 wurde de facto auch das zugrunde liegende Geschäftsmodell falsch eingeschätzt. Die Grabenlose Bohrtechnologie, die vom Entrepreneur entwickelt wurde, war zwar eine Innovation, jedoch ohne tatsächlichen Wettbewerbsvorteil bzw. mit zu geringen Markteintrittsbarrieren für Wettbewerber und angesichts einer zu mächtigen Baubranche, die sich wohl in ihren Grundfesten bedroht fühlte und entschieden gegen den Trend des grabenlosen Bohrens steuerte.

Aus diesen Gründen stellte sich das avisierte Marktwachstum nicht ein.

Alle Beteiligten wollten zu schnell zu viel. Aufgrund der starken Eigentümerstellung des Entrepreneurs konnte der VC-Investor die Führung in der schwierigen Situation nicht übernehmen. Somit blieb nur die Insolvenz für das Unternehmen. Das Investment wurde seitens des VC-Investors zur Gänze abgeschrieben.

15 JAHRE GLOBAL EQUITY PARTNERS

Bekenntnis zum Entrepreneurship

Venture Capital und das Beteiligungsgeschäft haben mich nicht nur seit 15 Jahren, sondern vielmehr seit Abschluss der Mittelschule begleitet. Das Gründen von Unternehmen als kreativer Prozess, neue Geschäftsmodelle zu planen und wieder zu verwerfen und Mitarbeiter und Partner zu begeistern sind wichtigere Faktoren als die Zurverfügungstellung von Kapital.

Entrepreneurship bedeutet für mich, eine Idee zu einer unternehmerischen Vision zu entwickeln und dann – wie in der Architektur – einen Detailplan zu erstellen und diesen schließlich umzusetzen.

Während meines Studiums habe ich meine ersten Unternehmen gegründet (Venture Group GmbH). Gemeinsam mit einem Freund entstand aus einem Brainstorming-Meeting unter dem Motto: "Wie gründen wir mit wenig Kapital ein Gastronomieunternehmen?" ein Eisgeschäft im Schloss Schönbrunn, das 13 Jahre lang Bestand hatte. Mein Studium schloss ich mit der Dissertation "Venture Capital" ab, die durch das Ludwig Bolzmann-Institut publiziert wurde. Obwohl ich nach dem Abschluss meines Studiums zuerst bei einer Wiener Bank als Kreditreferent und dann in New York bei einer kleinen Investmentbank tätig war, war meine Entscheidung zum Unternehmertum längst gefallen.

Mit 23 Jahren gründetet ich nach der Öffnung Osteuropas gemeinsam mit meinem langjährigen Freund und Partner und späteren bwin-Vorstand Manfred Bodner den ersten Versandhandel Osteuropas, welcher fünf Jahre später an Neckermann Deutschland um ein Vielfaches des Kapitaleinsatzes verkauft wurde. Drei Designartikelläden (heute Interio Österreich), ein Gastronomieunternehmen (aus dem die Bar Italia wurde) und auch eine Baufirma, die scheiterte, runden die Erfahrungen dieser Periode ab.

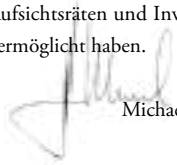
Eigentlich wollte ich 1997 bei einer amerikanischen Venture Capital Gesellschaft tätig werden, um Erfahrungen zu sammeln, als die staatliche Finanzierungsgarantiegesellschaft (heute Austria Wirtschaftsservice, AWS) eine Venture Capital-Initiative startete.

Mit dem damaligen Meinl Bank Vorstand und meinem Freund Robert Kofler sowie der Meinl Bank wurde am Jahresanfang 1998 die Global Equity Partners AG gegründet. Obwohl die Meinl Bank bereits 2001 ihre Anteile an mich verkauft hat, möchte ich mich an dieser Stelle vor allem bei Robert Kofler, aber auch der AWS und der Meinl Bank für ihre Unterstützung bedanken.

Diese 15 Jahre, die 51 schnell wachsende Venture-Kapitalbeteiligungen mit einem Volumen von mehr als EUR 200 Mio., 14 Mittelstandbeteiligungen mit einem Gesamtvolumen von über EUR 600 Mio. und viele architektonisch anspruchsvolle Immobilienprojekte mit der WertInvest AG mit sich brachten, haben mir ermöglicht, viel Erfahrung zu sammeln. Erfahrung ist im Beteiligungsgeschäft, wie auch in einem Unternehmen, das wertvollste Gut. Bei vielen Unternehmensbeteiligungen war Global Equity Partners mehr Mitunternehmer als Finanzier. Dies waren die Erfolgreichsten. Deswegen habe ich mich auch entschlossen, die nächsten Jahre wieder ausschließlich als Unternehmer mit der Industriegruppe Montana Tech Components AG, die wir seit 2006 aufgebaut haben und deren 80%-Gesellschafter ich bin, tätig zu sein. Die sehr erfolgreich WertInvest, die archetektonisch anspruchsvolle Immobilienprojekte entwickelt und deren alleiniger Gesellschafter Global Equity Partners ist, rundet diese Tätigkeit ab.

Die knapp 15-jährige Lehrtätigkeit an der Wirtschaftsuniversität Wien möchte ich weiterführen und Publikationen zu volkswirtschaftlichen Themen und zum Thema Beteiligungskapital und Unternehmensgründung sollen unsere geschäftlichen Tätigkeiten begleiten, um jungen Studierenden eine praxisorientierte Ausbildung zu ermöglichen.

Bedanken möchte ich mich bei meinen Mitarbeitern, bei meinen Partnern, Aufsichtsräten und Investoren, die die letzten 15 Jahre ermöglicht haben.



Michael Tojner

Global Equity Partners

HISTORIE GLOBAL EQUITY PARTNERS

Global Equity Partners Beteiligungs-Management AG (dann GmbH) wurde im Jahr 1998 von DDr. Michael Tojner gegründet. Initiiert wurde dies durch die Förderung der Austria Wirtschaftsservice GmbH von österreichischen Private Equity Investitionen im asiatischen Raum.

Die erste Beteiligungsgesellschaft im Jahr 1998 war die A.A.A. Beteiligungs-Invest AG (Austria Asian Assets). In der Folge entstanden weitere Beteiligungsgesellschaften mit unterschiedlichen Zielsetzungen.

Im Jahr 1999 wurde der Bereich Wachstum und Hightech gezielt aufgebaut. Insgesamt wurden vier Beteiligungsgesellschaften, die sich an institutionelle Investoren richteten, etabliert, investiert und verwaltet.

Die Anfang der 2000er-Jahre stattgefundene Konsolidierung im Private Equity Markt, verbunden mit verhaltener Investitionsbereitschaft der Investoren, sich schließenden Exit-Märkten und der schwierigeren gesamtwirtschaftlichen Situation für die Portfoliounternehmen, hat auch Global Equity Partners beeinflusst.

Festhaltend an dem Unternehmensziel, eine erfolgreiche mitteleuropäische Private Equity Gruppe aufzubauen, setzte man 2001 einen weiteren Schwerpunkt im Mittelstands- und Industriefinanzierungsbereich.

Im Jahr 2002 gliederte Global Equity Partners 100% der WertInvest Beteiligungs- und Immobilienberatungs AG, die sich auf die Bereiche Immobilien und Sonderprojekt-Beteiligungen spezialisiert hatte, ein.

Die erste langfristige Industriebeteiligung mit der Montana Tech Components AG wurde im Jahr 2006 eingegangen.

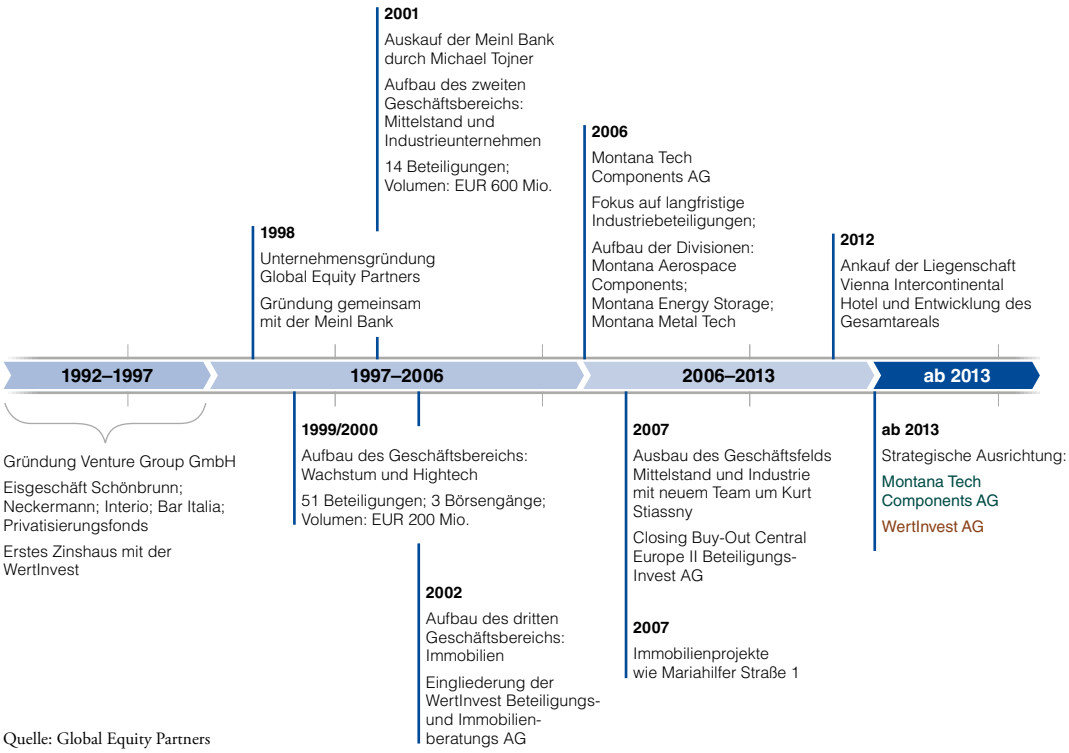
Im Jahr 2007 folgte die zweite Beteiligungsgesellschaft im Bereich Mittelstand und Industrie gemeinsam mit Kurt Stiassny (Gründer und ehemaliger Vorstandsvorsitzender der Unternehmens Invest AG).

In den Folgejahren wurde die Montana Tech Components AG mit ihren Divisionen Montana Aerospace Components, Montana Energy Storage und Montana Metal Tech auf- und ausgebaut. Heute ist die Montana Tech Components AG eine weltweit tätige, sehr erfolgreiche Industriegruppe, deren Unternehmen in ihren Nischenmärkten zu den Weltmarktführern gehören.

Der Bereich Immobilien verfolgt die Strategie architektonisch anspruchsvolle Projekte in den besten Lagen zu finanzieren und zu entwickeln. Ein bis zwei Projekten pro Jahr gilt hier die volle Aufmerksamkeit. Herauszustreichen sind die Liegenschaft Mariahilfer Straße 1 oder seit 2012 das Projekt „Areal Hotel Intercontinental“ und das laufende Expertenverfahren zur Entwicklung des Gesamtareals.

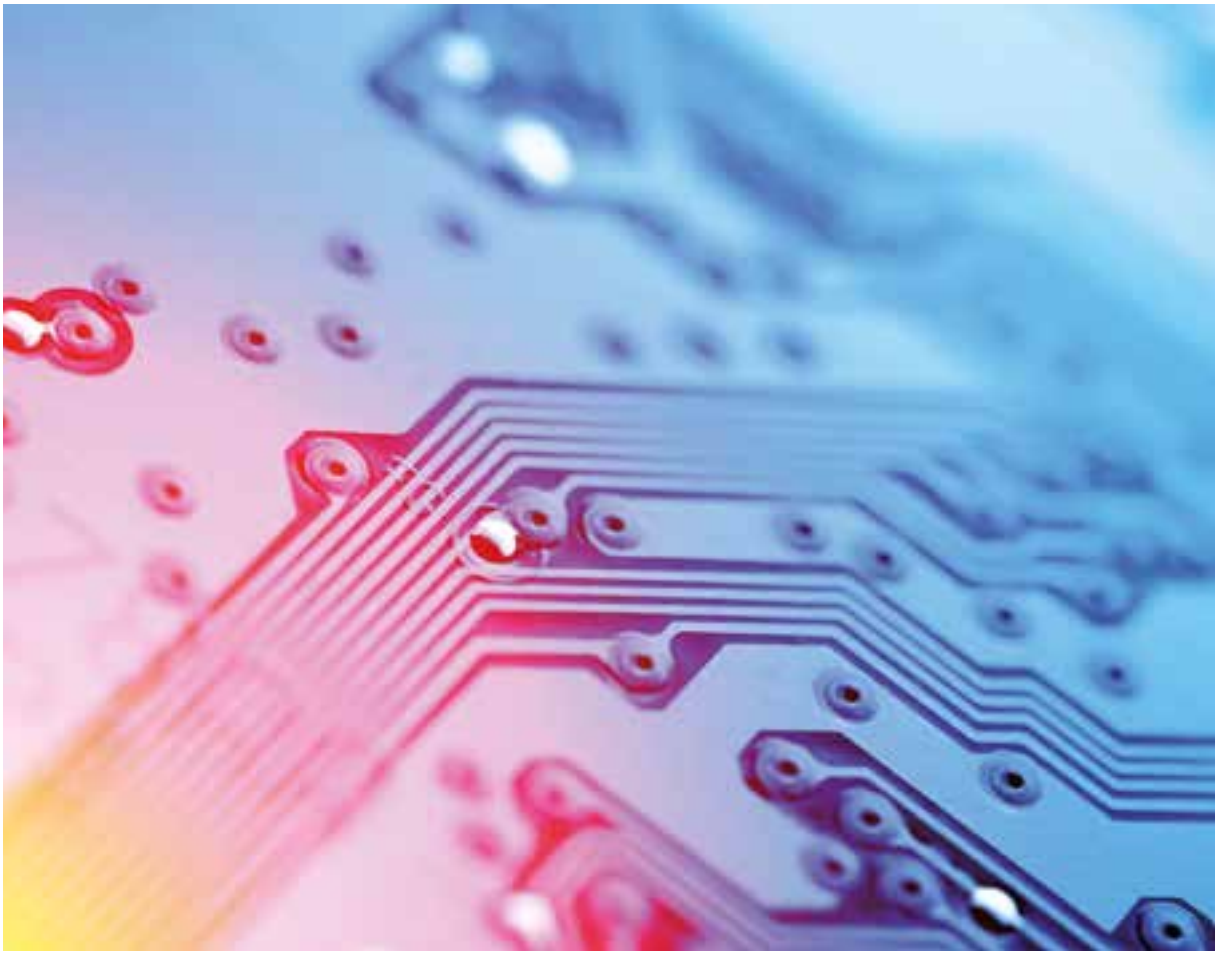
Zukünftiger Fokus der Tätigkeit ist die weitere, erfolgreiche und nachhaltige Entwicklung der Montana Tech Components AG sowie ausgewählte Immobilienprojekte der WertInvest.

Historie Global Equity Partners



Quelle: Global Equity Partners

NETWORK SEARCH



20:00
21:00

Wachstum und High-Tech

BETEILIGUNGEN DER GLOBAL EQUITY PARTNERS IM BEREICH WACHSTUM UND HIGH-TECH

Global Equity Partners verwaltete im Bereich Wachstum und Hightech ein Volumen von EUR 200 Mio. Von 1999 bis 2011 beteiligte sich Global Equity Partners an 51 Unternehmen. Dabei erwirtschaftete Global Equity Partners für ihre Investoren einen durchschnittliche Rendite von über 20% p.a.

Tabelle 1 zeigt Direktbeteiligungen der Beteiligungsgesellschaften unter Management der Global Equity Partners, geordnet nach ihrem Erfolg und in chronologischer Reihenfolge.

Tab. 1: Wachstum und Hightech

UNTERNEHMEN	BRANCHE	JAHR	EXIT
Positives Beteiligungsergebnis			
Systems AG	Zutrittsmanagementsysteme	1998	Unternehmensverkauf
bwin Interactive Entertainment AG	Sportwetten im Internet	1999	Börsengang
EMTS Technologie AG	Telekommunikation	1999	Börsengang
Gespac Systèmes S.A.	Microcomputerplatinen	1999	Börsengang
Biomin Vietnam Holding GmbH	Futtermittelproduktion	1999	Unternehmensverkauf
IRM Integriertes Ressourcen-Management GmbH	Solution Provider, Energieliberalisierung	1999	Unternehmensverkauf
DPB Bau GmbH & Co KG	Grabenloser Leitungsbau	1999	Unternehmensverkauf
Global Data Trade S.A.	Online-Werbung	1999	Unternehmensverkauf
ABATEC – Electronic AG	Elektronik	2000	langfristige Beteiligung
EFKON AG	Infrarot Kommunikations-Technologie	2000	Unternehmensverkauf
Negedly GmbH	Einzelhandelsanbieter	2000	Unternehmensverkauf
Active Agent Holding AG	Services für Online-Werbung	2000	Unternehmensverkauf
IH-Tech Sondermaschinenbau GmbH	Prototypenbau	2001	Unternehmensverkauf
Winterheller Software GmbH	Controlling Software	2000	Unternehmensverkauf
Ray Sono AG	Content Management, Simulationslösungen	2000	Unternehmensverkauf
Montana Securities Financial Services AG	Asset Manager	2001	Unternehmensverkauf
EUnet AG	Internet Service Provider	2002	Unternehmensverkauf
Adcon Telemetry GmbH	Energiesparende Funkdatenübertragung	2003	Unternehmensverkauf
INODE Telekommunikationsdienstleistungs GmbH	Internet Service und Infrastruktur Provider	2004	Unternehmensverkauf
ETM professional control GmbH	Prozessvisualisierungs- und Steuersysteme	2004	Unternehmensverkauf
SensorDynamics AG	Mikromechanische Sensorsysteme	2004	Unternehmensverkauf
Deuromedia Technologies GmbH	Multimedia Software Plattform	2000	Unternehmensverkauf
Futurelab Holding GmbH	Laborkette	2005	Unternehmensverkauf
Best Gaming Technology AG	Gaming Technology Provider	2005	Unternehmensverkauf

UNTERNEHMEN	BRANCHE	JAHR	EXIT
Positives Beteiligungsergebnis			
Hyperwave AG	ECM Software	2005	Unternehmensverkauf
Greentube Internet Entertainment Solutions AG	Software	2006	Unternehmensverkauf
Universal Alloy Corporation Europe S.R.L.	Aluminium-Extrusionswerk	2008	Unternehmensverkauf
VARTA Micro Innovation GmbH	Grundlagenforschung Mikrobatterien	2010	aktive Beteiligung
Hahl Pedex Group GmbH	Kunststoff-Filamente	2011	Unternehmensverkauf
HENN GmbH & Co KG	Automobilzulieferer	2011	langfristige Beteiligung
Negatives Beteiligungsergebnis			
BORAG Grabenloser Leitungsbau AG	Grabenloser Leitungsbau	1999	Insolvenz
HMT Umformtechnik Engineering und Produktions AG	Hydromechanisches Tiefziehen	2000	Insolvenz
mymed.cc Handels- und Betriebs AG	Internet Gesundheitsplattform	2000	Insolvenz
Kiwwi CEE Holding AG	Telekommunikation	2000	Insolvenz
AccSell S.A.	Prozessmanagement, Software	2000	Insolvenz
ome internet services ag	Mobile Softwareapplikationen	2000	Insolvenz
Paysafecard.com Wertkarten AG	Online Zahlungsmittelunternehmen	2000	Unternehmensverkauf
ARTMA Medical Technologies AG	Software für Zahnchirurgie	2000	Insolvenz
VennWorks LLC	Amerikanischer Inkubator	2000	Unternehmensverkauf
AIM System- und Softwarehaus GmbH	Banken- und Börsensoftware	2000	Insolvenz
NexC	Internet Plattform für die Hospitality Industrie	2000	Insolvenz
Store Communications	Internet Plattform für die Hospitality Industrie	2001	Unternehmensverkauf
Goldbach media ag	Elektronisches Medienhaus	2001	Unternehmensverkauf
Abado Bad und Wellness GmbH	Sanitäreinzelhandel	2001	Insolvenz
Puriste Spirits Production GmbH	Vodka-Produktion	2003	Unternehmensverkauf
Starbet Gaming Entertainment AG	Sportwettenanbieter	2005	Wandeldarlehen
Lovo Lifestyle GmbH	Mobile-Marketing	2006	Insolvenz
I&T GmbH	Flachkabelproduzent	2006	Unternehmensverkauf
Smapper Technologies AG	Intelligentes Speichermanagement	2007	Unternehmensverkauf
AMASOND Produktion GmbH & Co KG	Erdwärmesondenproduzent	2011	Insolvenz
Money Point Franchise AG	Pfandleihsysteme	2005	Wandeldarlehen

Strategische Stoßrichtung
Ausgewählte Engagements aus eigenen Mitteln
Keine Beteiligungsgesellschaften mehr für institutionelle Anleger

Mittelstand und Industrie

BETEILIGUNGEN DER GLOBAL EQUITY PARTNERS IM BEREICH MITTELSTAND UND INDUSTRIE

Global Equity Partners verwaltete im Bereich Mittelstand und Industrie ein Volumen von EUR 300 Mio. Von 2000 bis heute wurden in diesem Bereich 14 Beteiligungen eingegangen und/oder realisiert. Dabei wurde ein Transaktionsvolumen von mehr als EUR 600 Mio. umgesetzt.

Tabelle 2 zeigt Direktbeteiligungen der Beteiligungsgesellschaften unter Management der Global Equity Partners, geordnet nach ihrem Erfolg und in chronologischer Reihenfolge.

Tab. 2: Mittelstand

UNTERNEHMEN	BRANCHE	JAHR	EXIT
Positives Beteiligungsergebnis			
Cofinec N.V.	Verpackungsindustrie	2000	Unternehmensverkauf
Dorotheum GmbH & Co KG	Auktionshaus	2001	langfristige Beteiligung
Bene AG	Büroeinrichtungen	2004	Börsengang
MNI Holding GmbH	Spezialmaschinenbau	2004	Montana Tech Components
Alu Menziken Holding AG	Aerospace/Industriekomponenten	2006	Montana Tech Components
Varta Microbattery GmbH	Mikrobatterien	2006	Montana Tech Components
Microdyn-Nadir GmbH	Mikrofiltration	2006	Unternehmensverkauf
Austrian Email	Warmwasserspeicher	2006	Unternehmensverkauf
Tiroler Röhren- und Metallwerke AG	Gussrohrproduzent	2007	Unternehmensverkauf
Chemson Polymer-Addidtive AG	Polymer-Additive	2008	Unternehmensverkauf
Hahl Pedex Group GmbH	Kunststoff-Filamente	2011	Industriecapital
ASTA Elektrodraht GmbH	Kupferwickeldraht für Transformatoren	2012	Industriecapital
AluFlexPack	Flexibles Verpackungsmaterial	2012	Industriecapital
Negatives Beteiligungsergebnis			
Lüscher AG	Maschinenbau	2006	Insolvenz

Strategische Stoßrichtung
Montana Tech Components AG
Industriecapital

Die Unternehmensdivisionen der Montana Tech Components AG stellen sich heute wie folgt dar:

Abb. 1: Montana Tech Components AG

„Als wir Montana Tech Components 2006 gegründet haben, haben wir uns dazu verpflichtet, ‚hidden champions' mit einer industriellen Wachstumsstrategie für den globalen Wettbewerb zu nominieren. Es war unser langfristiges Ziel diese zu Marktführern in ihren jeweiligen Industriebereichen – Energiespeicherung, Luftfahrt und Industriekomponenten sowie Metallurgie – zu machen."

(DDr. Michael Tojner)

MONTANA ENERGY STORAGE

VARTA-GRUPPE

In der Division Montana Energy Storage produziert die VARTA-Gruppe Microbatterien für die Elektronikindustrie und Medizintechnik. Die Konzerngesellschaft VARTA Microbattery GmbH ist weltweiter Markt- und Technologieführer und verfolgt Wachstumsprojekte in den Bereichen Elektromobilität und Energiezwischenspeicherung.

MONTANA AEROSPACE COMPONENTS

UAC UND ALU MENZIKEN EXTRUSION

Die Unternehmen der Division Montana Aerospace Components sind weltweit führende Hersteller von Aluminiumprofilen und einbaufertigen Strukturen für die Luftfahrtindustrie und andere Industriebereiche.

MONTANA METAL TECH

ALPINE METAL TECH

In der Division Montana Metal Tech ist die Alpine Metal Tech Weltmarktführer im Bereich Produktidentifikation und Spezialmaschinen für die metallurgische Industrie und Aluminiumradproduktion und tritt als Full-Liner für Engineering, Fertigung, Vertrieb und Service weltweit auf.

MONTANA INDUSTRIAL COMPONENTS

INDUSTRIECAPITAL

Zu der Division Industriecapital gehören Unternehmen wie AluFlexPack, Hahl Pedex und ASTA Elektrodraht. Industrieunternehmen werden durch strategische Begleitung sowie Investitionen in innovative Produkte, Vertrieb und F&E in ihrem Wachstum gefördert und in ihrer Marktposition gestärkt.

5,451
5,213
4,738

Wirtschaft und Wissenschaft

KOOPERATION MIT DER WIRTSCHAFTSUNIVERSITÄT WIEN: SEMINARE ZU KAPITALMARKTTHEMEN

Theorie und Praxis gehen Hand in Hand. Auf diesem ganzheitlichen Ansatz ist das Engagement von Global Equity Partners im universitären Bereich zurückzuführen. Unter dem Motto „Wissenschaft und Wirtschaft" rief Michael Tojner im Jahr 1999 gemeinsam mit Univ.-Prof. Dr. Reinhard Moser, dem Leiter des Instituts für Betriebswirtschaftslehre des Außenhandels an der Wirtschaftsuniversität Wien, ein jährlich stattfindendes Seminar ins Leben. Themenschwerpunkt: „Die Bedeutung von Private Equity für exportorientierte Unternehmen".

Ziel der Lehrveranstaltungen ist es, einer ausgewählten Gruppe von Studierenden Einblick in die Praxis der Private Equity Finanzierung zu ermöglichen. Die Seminarteilnehmer haben die Aufgabe anhand konkreter Fallbeispiele, praxisorientierte Lösungsansätze nach amerikanischem Vorbild zu erarbeiten.

FÖRDERUNG VON WISSENSCHAFTLICHEN ARBEITEN

Um die Bedeutung der Kapitalmärkte für die realwirtschaftliche Entwicklung hervorzuheben, initiierte Michael Tojner im Jahr 2000 das Forum „Kapitalmarkt und Volkswirtschaft".

Die Förderung von wissenschaftlichen Arbeiten sollte die theoretische Auseinandersetzung in Österreich mit dem Kapitalmarkt ankurbeln. Darüber hinaus sollten Maßnahmen zur Förderung des österreichischen Kapitalmarktes entwickelt werden.
Ergebnis dieser Bemühungen waren interessante Workshops, Präsentationen und Publikationen, wie beispielsweise die drei-teilige Artikelserie von Werner Krendl und Michael Tojner mit den Titeln: „Die volkswirtschaftliche Bedeutung des

Kapitalmarktes“ (2001, Bankarchiv); „Investitions- und Vermögenseffekt: Realwirtschaftliche Auswirkungen von Kapitalmarktschwankungen“ (2003) und „Leitplanken für das Finanzsystem – Finanzmarktstabilität als zusätzliche Maxime für eine aktive Notenbankpolitik“ (2009) und das Buch „Staatsschuldenkrisen und Staatsinsolvenzen“ (2012).

Thematisiert wurden die Entwicklung des Kapitalmarktes und dessen unterschätzte Auswirkungen, sowohl im positiven als auch im negativen Sinn, auf die gesamtvolkswirtschaftliche Entwicklung. In diesem Zusammenhang wurde bereits frühzeitig auf die hohen volkswirtschaftlichen Kosten von Blasen an den Vermögensmärkten hingewiesen. Herausgearbeitet wurde, dass das atypische Wachstum der Kreditmenge über einen Zeitraum von mehr als drei Jahren und eine damit finanzierte Vermögenspreisblase, zu nicht produktivitätsschaffenden und volkswirtschaftlich nicht wertvollen Entwicklungen geführt hat.

Auf Basis dieser Analyse wurde eine Zentralbankpolitik gefordert, die neben der Steuerung der realwirtschaftlichen Preise auch Vermögenspreise sowie die Kreditmengenentwicklung als Politikziel definiert und dementsprechend steuert, um Finanzmarktstabilität zu gewahren.

Im Buch „Staatsschuldenkrisen und Staatsinsolvenzen“ wurde aufgezeigt, dass Wirtschafts- und Finanzkrisen zu den wiederkehrenden Ereignissen der Geschichte zählen und diverse theoretische und praktische Bereiche behandelt.

Nach Eintreten der globalen Finanzkrise, die durch die Entkoppelungen des Kredit- und Geldmengenwachstums seit der Finanzmarktliberalisierung in den 1990er Jahren zur Fehlallokation des Kapitals (Finanzierung der Staatsdefizite und Vermögenspreissteigerungen) geführt hat, waren wir bestätigt, dass die Finanzmarktstabilität ein notwendiges politisches Ziel sein sollte. Dieses Thema bzw. die Lösungen die gemeinschaftlich zu finden sind, werden uns auch weiterhin beschäftigen.

DIE AUTOREN

Die Autoren

DDR. MICHAEL TOJNER

Michael Tojner verfügt über 25 Jahre Erfahrung im Unternehmensbeteiligungsbereich in Österreich, Osteuropa und den USA. Er ist Gründer und Mehrheitseigentümer der Montana Tech Components AG und der Global Equity Partners-Gruppe in Wien.

Er besitzt ein Doktorat der Wirtschaftswissenschaft der Wirtschaftsuniversität Wien und ein Doktorat der Rechtswissenschaft der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Wien.

Seit 1999 ist er regelmäßig am Institut für Außenhandel der Wirtschaftsuniversität Wien als Universitätslektor für Beteiligungsfinanzierung tätig. Weiter ist er Initiator des Volkswirtschaftlichen Zyklus in Wien. DDr. Tojner publiziert seit 1990 Beiträge rund um das Thema VC/PE.

- „Eine betriebswirtschaftliche und rechtliche Analyse von Venture Capital"; Ludwig Bolzmann Institut; 1990.
- „Die Volkswirtschaftliche Bedeutung des Kapitalmarktes"; Bankarchiv, Österreichische Bankenwissenschaftliche Gesellschaft; 2001.
- „Investitions- und Vermögenseffekt: Realwirtschaftliche Auswirkungen von Kapitalmarkschwankungen"; Bankarchiv, Österreichische Bankenwissenschaftliche Gesellschaft; 2004.
- „Kapitalmarkt und Volkswirtschaft"; Volkswirtschaftliche Artikelserie. DDr. Michael Tojner, Mag. Werner Krendl; Herausgegeben von Global Equity Partners in Kooperation mit Trend; 2010.
- „Staatsschuldenkrisen und Staatsinsolvenzen"; DDr. Michael Tojner et al; 2012.

O. UNIV. PROF. DR. REINHARD MOSER

Reinhard Moser ist Vorstand des Instituts für Betriebswirtschaftslehre des Außenhandels der Wirtschaftsuniversität Wien. Nach dem Abschluss des Studiums der Handelswissenschaften mit dem Doktorat (WU Wien) und der Rechtswissenschaften mit dem Magisterium (Universität Wien) wurde er nach mehrjähriger Assistententätigkeit auf eine Professur an der Wirtschaftsuniversität Wien berufen. Er hat das Fach „BWL des Außenhandels" auf unterschiedlichen Ausbildungsstufen gelehrt und auch im Rahmen der Weiterbildung von Praktikerinnen und Praktikern unterrichtet.

In enger Verbindung zu seiner universitären Tätigkeit war ihm stets die Anbindung an international aktive, österreichische Unternehmen ein Anliegen, u.a. auch als langjähriges Aufsichtsratsmitglied der S&T AG.

Von den Arbeitsgebieten her stehen die Fragenkreise der Risikoabsicherung und der Finanzierung im Auslandsgeschäft im Mittelpunkt seiner Interessen. Zu diesen Themenbereichen hat er zahlreiche Publikationen veröffentlicht bzw. Sammelbände editiert.

Im Zusammenhang mit der für österreichische Unternehmen bedeutenden Frage der Finanzierung von Direktinvestitionen ergab sich über den Konnex der Risikokapitalaufbringung die Beschäftigung mit Venture Capital bzw. Private Equity – und damit der Kontakt zu DDr. Tojner und zur Global Equity Partners. Die gemeinsame Reihe von Fallstudien-orientierten Seminarveranstaltungen, aber auch mehrere Dissertationsprojekte sind aus dieser fruchtbaren Zusammenarbeit entstanden.

Die Autoren

DR. JAKOB MÜLLNER

Dr. Jakob Müllner ist seit 2006 am Institut BWL des Außenhandels an der Wirtschaftsuniversität Wien tätig. Er studierte an der Wirtschaftsuniversität Wien und an der LUISS Guido Carli Universität in Rom. Er verfügt über langjährige Erfahrungen zu Private Equity in Forschung und Lehre:

- Er betreute zahlreiche Praxisseminare zu Private Equity und wurde in Kooperation mit Prof. Reinhard Moser und DDr. Tojner mit dem Preis für „Exzellente Lehre" ausgezeichnet.
- Er dissertierte zum Thema „Private Equity und dessen Auswirkungen auf das Wachstum und die Internationalisierung der finanzierten Portfoliounternehmen". Seine Arbeit ist im Peter Lang Verlag erschienen (http://www.peterlang.com).
- Er präsentierte Forschungsbeiträge an zahlreichen internationalen Konferenzen und wurde 2011 von der Academy of International Business für den Haynes Prize als „most promising scholar" nominiert.
- Er publizierte in wissenschaftlichen Journalen (Journal für Betriebswirtschaft und Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance).

Literaturverzeichnis

– **Acharya, et al. (2013).** *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. In: Review of Financial Studies, 26 (2): 368-402.*

– **Achleitner, et al. (2009).** *Wertsteigerungshebel in Private Equity-Transaktionen. Capital Dynamics Report; Centre For Entrepreneurial and Financial Studies (CEPS) and Capital Dynamics Consultants; München.*

– **Achleitner & Kaserer (2005).** *Private Equity Funds and Hedge Funds: A Primer. SSRN eLibrary; Technische Universität München - Center for Entrepreneurial and Financial Studies; München.*

– **Achleitner & Nathusius (2004).** *Venture Valuation - Bewertung von Wachstumsunternehmen: klassische und neue Bewertungsverfahren mit Beispielen und Übungsaufgaben; Schäffer-Poeschel Verlag; Stuttgart.*

– **Achleitner, et al. (2008).** *Private Equity in Familienunternehmen (Erfahrungen mit Minderheitsbeteiligungen). SSRN eLibrary; Technische Universität München - Center for Entrepreneurial and Financial Studies; München.*

– **Admati & Pfleiderer (1994).** *Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists. In: Journal of Finance, 49 (2): 371-402.*

– **Ahlstrom, et al. (2007).** *Venture Capital in China: Past, Present, and Future. In: Asia Pacific Journal of Management, 24 (3): 247-268.*

– *A***kerlof (1970).** *The Market for 'Lemons' Quality Uncertainty and the Market Mechanism. In: Quarterly Journal of Economics, 84 (3): 488-500.*

– **Amit, et al. (1998).** *Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence. In: Journal of Business Venturing, 13 (6): 441-466.*

– **Amit, et al. (1990).** *Does Venture Capital Foster the Most Promising Entrepreneurial Firms? In: California Management Review, 32 (3): 102 - 111.*

– **AVCO, 2012.** *Private-Equity-Markt stabil auf schwachem Niveau. In: Fonds professionell online, 21. Juni 2012.*

– **Bader (1996).** *Private Equity als Anlagekategorie -Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren. Dissertation; Hochschule für Wirtschafts-, Rechts u. Sozialwissenschaften St. Gallen; St. Gallen.*

– **Bargeron, et al. (2008).** *Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers? In: Journal of Financial Economics, 89 (3): 375-390.*

– **Barnes & Menzies (2005).** *Investment into venture capital funds in Europe: An exploratory study. In: Venture Capital, 7 (3): 209-226.*

– **Barney, et al. (1996).** *New venture teams' assessment of learning assistance from venture capital firms. In: Journal of Business Venturing, 11 (4): 257-272.*

– **Barry (1994).** *New Directions in Research on Venture Capital Finance. In: The Journal of the Financial Management Association, 23 (3): 3-15.*

– **Barry, et al. (1990).** *The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process. In:*

Journal of Financial Economics, 27 (2): 447-471.

– **Bascha & Walz (2001).** *Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance. In: Journal of Corporate Finance, 7 (3): 285-306.*

– **Bascha & Walz (2001).** *Financing Practices in the German Venture Capital Industry: An Empirical Assessment. Econ Store eLibrary; Universität Thübingen; Thübingen.*

– **Baum & Silverman (2004).** *Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. In: Journal of Business Venturing, 19 (3): 411-436.*

– **Berg & Gottschalg (2003).** *Understanding Value Generation in Buyouts. INSEAD Working Paper Series; Witten Herdecke University; Frankfurt am Main.*

– **Bergemann & Hege (1998).** *Venture capital financing, moral hazard, and learning. In: Journal of Banking & Finance, 22 (6-8): 703-735.*

– **Acharya, et al. (2013).** *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity. In: Review of Financial Studies, 26 (2): 368-402.*

– **Achleitner, et al. (2009).** *Wertsteigerungshebel in Private Equity-Transaktionen. Capital Dynamics Report; Centre For Entrepreneurial and Financial Studies (CEPS) and Capital Dynamics Consultants; München.*

– **Achleitner & Kaserer (2005).** *Private Equity Funds and Hedge Funds: A Primer. SSRN eLibrary; Technische Universität München - Center for Entrepreneurial and Financial Studies; München.*

– **Achleitner & Nathusius (2004).** *Venture Valuation - Bewertung von Wachstumsunternehmen: klassische und neue Bewertungsverfahren mit Beispielen und Übungsaufgaben; Schäffer-Poeschel Verlag; Stuttgart.*

– **Achleitner, et al. (2008).** *Private Equity in Familienunternehmen (Erfahrungen mit Minderheitsbeteiligungen). SSRN eLibrary; Technische Universität München - Center for Entrepreneurial and Financial Studies; München.*

– **Admati & Pfleiderer (1994).** *Robust Financial Contracting and the Role of Venture Capitalists. In: Journal of Finance, 49 (2): 371-402.*

– **Ahlstrom, et al. (2007).** *Venture Capital in China: Past, Present, and Future. In: Asia Pacific Journal of Management, 24 (3): 247-268.*

– **Akerlof (1970).** *The Market for ‚Lemons' Quality Uncertainty and the Market Mechanism. In: Quarterly Journal of Economics, 84 (3): 488-500.*

– **Amit, et al. (1998).** *Why Do Venture Capital Firms Exist? Theory and Canadian Evidence. In: Journal of Business Venturing, 13 (6): 441-466.*

– **Amit, et al. (1990).** *Does Venture Capital Foster the Most Promising Entrepreneurial Firms? In: California Management Review, 32 (3): 102 - 111.*

Literaturverzeichnis

- **AVCO, 2012.** *Private-Equity-Markt stabil auf schwachem Niveau. In: Fonds professionell online, 21. Juni 2012.*
- **Bader (1996).** *Private Equity als Anlagekategorie -Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren. Dissertation; Hochschule für Wirtschafts-, Rechts u. Sozialwissenschaften St. Gallen; St. Gallen.*
- **Bargeron, et al. (2008).** *Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers? In: Journal of Financial Economics, 89 (3): 375-390.*
- **Barnes & Menzies (2005).** *Investment into venture capital funds in Europe: An exploratory study. In: Venture Capital, 7 (3): 209-226.*
- **Barney, et al. (1996).** *New venture teams' assessment of learning assistance from venture capital firms. In: Journal of Business Venturing, 11 (4): 257-272.*
- **Barry (1994).** *New Directions in Research on Venture Capital Finance. In: The Journal of the Financial Management Association, 23 (3): 3-15.*
- **Barry, et al. (1990).** *The role of venture capital in the creation of public companies: Evidence from the going-public process. In: Journal of Financial Economics, 27 (2): 447-471.*
- **Bascha & Walz (2001).** *Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance. In: Journal of Corporate Finance, 7 (3): 285-306.*
- **Bascha & Walz (2001).** *Financing Practices in the German Venture Capital Industry: An Empirical Assessment. Econ Store eLibrary; Universität Thübingen; Thübingen.*
- *Baum & Silverman (2004). Picking winners or building them? Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups. In: Journal of Business Venturing, 19 (3): 411-436.*
- **Berg & Gottschalg (2003).** *Understanding Value Generation in Buyouts. INSEAD Working Paper Series; Witten Herdecke University; Frankfurt am Main.*
- **Bergemann & Hege (1998).** *Venture capital financing, moral hazard, and learning. In: Journal of Banking & Finance, 22 (6-8): 703-735.*
- **Berger & Udell (1998).** *The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. In: Journal of Banking & Finance, 22 (6-8): 613-673.*
- **Bernegger & Haimerger (2003).** *Unternehmensbewertung aus der Sicht eines Venture Capitalists. In Kofler & Polster-Grüll, (Hrg.), Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital; Linde Verlag Wien.*
- **Bessler & Seim (2011).** *European Venture-backed IPOs: An Empirical Analysis. Working Paper Series - Justus-Liebig-Universität; Center for Finance and Banking; Giessen.*
- **Betsch, et al. (2000).** *Grundüngs- und Wachstumsfinanzierung innovativer*

Unternehmen; R. Oldenburg Verlag; München.

- **Bigus (2002).** *Moral Hazard by Inside Investors in the Context of Venture Financing. SSRN eLibrary; University of Bern; Bern.*

- **Bigus (2006).** *Staging of Venture Financing, Investor Opportunism and Patent Law. In: Journal of Business Finance & Accounting, 33 (7-8): 939-960.*

- **Bigus (2003).** *Zur Theorie der Wagnisfinanzierung - Informations- und Anreizprobleme vor dem Börsengang. 1. Aufl. ed; Deutscher Universitäts Verlag; Wiesbaden.*

- **Birmingham, et al. (2002).** *The Staging of Venture Capital Investments and Reinvestment Decisions. Frontiers of Entrepreneurship Research; Babson College; Wellesley, M.A.*

- **Bottazzi & Da Rin (2002).** *Venture capital in Europe and the financing of innovative companies. In: Economic Policy, 17 (34): 229-269.*

- **Bottazzi, et al. (2008).** *Who are the active investors?: Evidence from venture capital. In: Journal of Financial Economics, 89 (3): 488-512.*

- **Boué (2005).** *Der Einfluss von antizipiertem Value Added auf die Entscheidung zu Gunsten einer Venture-Capital- Finanzierung. Dissertation; Wirtschaftsuniversität Wien, Institut für Klein- und Mittelbetriebe; Wien.*

- **Brander, et al. (2002).** *Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. the Value-Added Hypothesis. In: Journal of Economics & Management Strategy, 11 (3): 422-451.*

- **Brandner, et al. (2007).** *Private Equity und Venture Capital: Anforderungen an eine Fondsstruktur für den österreichischen Kapitalmarkt. In: Bank Archiv, Mai (5): 365-378.*

- **Brav & Gompers (1997).** *Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and Nonventure Capital-Backed Companies. In: Journal of Finance, 52 (5): 1791-1821.*

- **Brettel (2001).** *Entscheidungskriterien von Venture Capitalists - Eine empirische Analyse. Econ Biz eLibrary; WHU-Forschungspapier; Otto Beisheim School of Management; Düsseldorf.*

- **Brettel, et al. (2008).** *Private Equity-Investoren - Eine Einführung; Kohlhammer Druckerei GmbH + Co KG; Stuttgart.*

- **Brinkrolf (2002).** *Managementunterstützung durch Venture-Capital Gesellschaften - eine Untersuchung des nichtfinanziellen Beitrags von Venture-Capital-Gesellschaften bei der Entwicklung ihrer Portfoliounternehmen. Dissertation; Hochschule für Wirtschafts-, Rechts u. Sozialwissenschafte St. Gallen, Fakultät für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; St. Gallen.*

- **Brophy & Guthner (1988).** *Publicly traded venture capital funds: implications for institutional „fund of funds" investors. In: Journal of Business Venturing, 3 (3): 187-206.*

Literaturverzeichnis

- **Bruining & Wright (2002).** *Entrepreneurial orientation in management buy-outs and the contribution of venture capital. In: Venture Capital, 4 (2): 147-168.*
- **Bruton, et al. (2010).** *Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. In: Strategic Management Journal, 31 (5): 491-509.*
- **Bruton, et al. (2002).** *Corporate restructuring and performance: An agency perspective on the complete buyout cycle. In: Journal of Business Research, 55 (9): 709-724.*
- **Busenitz, et al. (2004).** *Reconsidering the venture capitalists' „value added" proposition: An interorganizational learning perspective. In: Journal of Business Venturing, 19 (6): 787-807.*
- **Bygrave (1988).** *The structure of the investment networks of venture capital firms. In: Journal of Business Venturing, 3 (2): 137-157.*
- **Bygrave & Timmons (1992).** *Venture Capital: More than money? In Bygrave & Timmons, (Hrg.), Venture Capital at the Crossroads; Harvard Business School Press Boston, Massachusets.*
- **Casamatta & Haritchabalet (2003).** *Learning and Syndication in Venture Capital Investments. SSRN eLibrary; University of Toulouse; Toulouse.*
- **Chan (1983).** *On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in a Market with Imperfect Information. In: The Journal of Finance, 38 (5): 1543-1568.*
- **Chang (2004).** *Venture capital financing, strategic alliances, and the initial public offerings of Internet startups. In: Journal of Business Venturing, 19 (5): 721-741.*
- **Chua & Woodward (1993).** *The Pecking Order Hypothesis and Capital Structures of Private Companies. In: Financial Management, 22 (1): 18.*
- **Claus (2010).** *A typology of sovereign wealth funds in consideration of their investment characteristics. Dissertation; Wirtschaftsuniversität Wien, BWL des Außenhandels; Wien.*
- **Coase (1937).** *The Nature of the Firm. In: Economica, 4 (16): 386-405.*
- **Company Report BETandWIN.com (2000).***Erste Bank Research (2000). Februar 2000*
- **Cornelli & Yosha (2000).** *Stage Financing and the Role of Convertible Debt. SSRN eLibrary; London Business School and CEPR; London.*
- **Cressy, et al. (2007).** *Playing to their strengths? Evidence that specialization in the private equity industry confers competitive advantage. In: Journal of Corporate Finance, 13 (4): 647-669.*
- **Cumming (2006).** *Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital. In: Entrepreneurship: Theory & Practice, 30 (2): 155-183.*
- **Darwin (1999).** *Staged financing: An agency perspective. In: The Review of Economic Studies, 66 (227): 255-275.*
- **Davis, et al. (2008).** *Private Equity and Employment. In: World Economic Forum*

- Globalization of Alternative Investments, 1 (1): 43-64.

– **De Clercq & Dimov (2003).** *A knowledge-based view of venture capital firms' portfolio investment specialization and syndication. Babson Series Working Paper; Babson college; Wellesley.*

– **De Clercq, et al. (2006).** *An Entrepreneur's Guide to the Venture Capital Galaxy. In: Academy of Management Perspectives, 20 (3): 90-112.*

– **De Clercq & Sapienza (2006).** *Effects of relational capital and commitment on venture capitalists' perception of portfolio company performance. In: Journal of Business Venturing, 21 (3): 326-347.*

– **De Clercq & Sapienza (2002).** *Knowledge-based antecedents of Venture Capital firm value added. Frontiers of Entrepreneurship Research; Babson College; Babson.*

– **Desbrières & Schatt (2002).** *The Impacts of LBOs on the Performance of Acquired Firms: The French Case. In: Journal of Business Finance & Accounting, 29 (5/6): 695 - 730.*

– **Dimov & De Clercq (2006).** *Venture Capital Investment Strategy and Portfolio Failure Rate: A Longitudinal Study. In: Entrepreneurship: Theory & Practice, 30 (2): 207-223.*

– **Dixon (1991).** *Venture capitalists and the appraisal of investments. In: Omega, 19 (5): 333-344.*

– **Dolezych (2003).** *Unternehmensbewertung und Wachstum. 1. Aufl. ed; Bankakademischer Verlag; Frankfurt am Main.*

– **Earlybird (2011).** *Earlybird Venture Capital. Turning VC Data into Wisdom: Why Deal Performance in Europe is now Outpacing the US; Juli 2011*

– **Edwards & Gaon (2003).** *Hedge Funds: What do we know? In: Journal of Applied Corporate Finance, 15 (4): 58-71.*

– **Ehrlich, et al. (1994).** *After the cash arrives: A comparative study of venture capital and private investor involvement in entrepreneurial firms. In: Journal of Business Venturing, 9 (1): 67-82.*

– **Eisele, et al. (2002).** *Die Beteiligungskriterien für eine Venture Capital Finanzierung - Eine empirische Analyse der phasenbezogenen Bedeutung. Tübinger Diskussionsbeitrag Nr. 238; Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät der Eberhard-Karls-Universität Tübingen; Tübingen.*

– **Eisenhardt (1989).** *Agency Theory: An Assessment and Review. In: Academy of Management Review, 14 (1): 57-74.*

– **Eisenhardt (1989a).** *Building Theories from Case Study Research. In: The Academy of Management Review, 14 (4): 532-550.*

– **Engel (2001).** *Höheres Beschäftigungswachstum durch Venture Capital? Working Paper Series; ZEW - Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH; Mannheim.*

Literaturverzeichnis

– **Engel (2002).** *The Impact of Venture Capital on Firm Growth: An Empirical Investigation. ZEW-Discussion Paper; Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH; Mannheim.*

– **Engel & Keilbach (2002).** *Firm Level Implications of Early Stage Venture Capital Investment – An Empirical Investigation. ZEW Discussion Papers; Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH; Mannheim.*

– **EMPEA (2012).** *Emerging Markets Private Equity Association. Data and Statistics. www.empea.org*

– **Ernst (2010).** *Die ökonomischen Auswirkungen von Private Equity Investoren. Dissertation; Otto Beisheim School of Management, Institut für Corporate Finance; Vallendar.*

– **EVCA (2009).** *2009 EVCA Yearbook - Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report. European Private Equity and Venture Capital Association; Brüssel.*

– **EVCA (2002).** *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe. Research Paper; European Venture Capital Association, CMBOR Centre of Management Buyout Research, Nottingham University; Brüssel.*

– **EVCA (2011).** *2011 EVCA Yearbook - Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report. European Private Equity and Venture Capital Association; Brüssel.*

– **EVCA (2012).** *2012 EVCA Yearbook - Activity Data on Fundraising, Investments and Divestments by PE and VC Firms in Europe. European Private Equity and Venture Capital Association; Brüssel.*

– **Fabjani (2005).** *Die Risikopolitik von Private Equity- und Venture Capital Gesellschaften. Dissertation; Wirtschaftsuniversität Wien, Institut für BWL des Außenhandels; Wien.*

– **Fama (1980).** *Agency Problems and the Theory of the Firm. In: The Journal of Political Economy, 88 (2): 288-307.*

– **Fama & Jensen (1983).** *Separation of Ownership and Control. In: Journal of Law and Economics, 26 (2): 301-325.*

– **Fernhaber & McDougall-Covin (2009).** *Venture Capitalists as Catalysts to New Venture Internationalization: The Impact of Their Knowledge and Reputation Resources. In: Entrepreneurship: Theory & Practice, 33 (1): 277-295.*

– **Fluck, et al. (2005).** *Venture Capital Contracting and Syndication: An experiment in Computational Corporate Finance. NBER Working Paper Series.*

– **Folta & Janney (2002).** *Strategic benefits to firms issuing private equity placements. SSRN eLibrary; Krannert Graduate School of Management; West Lafayette.*

– **Frank & Goyal (2003).** *Testing the pecking order theory of capital structure. In: Journal of Financial Economics, 67 (2): 217-248.*

– **Frank & Goyal (2007).** *Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. SSRN eLibrary; University of Minnesota; Minnesota.*

– **Franke, et al. (2006).** *What you are is what you like-similarity biases in venture capitalists' evaluations of start-up teams. In: Journal of Business Venturing, 21 (6): 802-826.*

- **Fried & Hisrich (1994).** *Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. In: FM: The Journal of the Financial Management Association, 23 (3): 28-37.*
- **Fried & Hisrich (1988).** *Venture Capital Research: Past, Present and Future. In: Entrepreneurship: Theory & Practice, 13 (1): 15-28.*
- **Friedman (2010).** *Global Private Equity Review 2009. Prequin; New York.*
- **Frommann (2005).** *Entwicklungen und Aussichten des Private-Equity-Geschäfts in Deutschland. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1 (1): 21-25.*
- **Geidner (2009).** *Der Wandel der Unternehmensführung in Buyouts - Eine Untersuchung Private-Equity finanzierter Desinvestitionen. Dissertation; Technische Universität München, Institut für Betriebswirtschaftslehre; München.*
- **Gietl (2010).** *Substanzielle Wertschöpfungbeiträge durch Private Equity-Gesellschaften in europäischen Secondary Buyout Investments - eine vergleichende Analyse mit europäischen Primary Buyout Investments. Dissertation; Ludwig-Maximilians-Universität München, Institut für Unternehmensplanung; München.*
- **Gietl, et al. (2008).** *Einflussnahme von Private Equity-Gesellschaften auf ihre Portfoliounternehmen und deren Entwicklung nach einem Buyout. Working Paper; Universität Erlangen-Nürnberg; Nürnberg.*
- **Gleißner & Schaller (2008).** *Private Equity, Beurteilungs- und Bewertungsverfahren von Kapitalbeteiligungsgesellschaften; Wiley-VCH Verlag; Weinheim.*
- **Gomes & Phillips (2012).** *Why do public firms issue private and public securities? In: Journal of Financial Intermediation, 21 (4): 619-658.*
- **Gompers (1996).** *Grandstanding in the venture capital industry. In: Journal of Financial Economics, 42 (1): 133-156.*
- **Gompers (1995).** *Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. In: Journal of Finance, 50 (5): 1461-1490.*
- **Gompers (1994).** *The rise and fall of venture capital. In: Business and Economic History, 23 (2): 1.*
- **Gompers & Lerner (1998).** *The Determinants of Corporate Venture Capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementaries. NBER Working Paper Series.*
- **Gompers & Lerner (2000).** *Money chasing deals? The impact of fund inflows on private equity valuation. In: Journal of Financial Economics, 55 (2): 281-325.*
- **Gompers & Lerner (2001).** *The Venture Capital Revolution. In: Journal of Economic Perspectives, 15 (2): 145-168.*
- **Gompers & Lerner (1999).** *What Drives Venture Capital Fundraising? SSRN eLibrary; Harvard Business School; Boston.*
- **Gorman & Sahlman (1989).** *What do venture capitalists do? In: Journal of Business Venturing, 4 (4): 231-248.*

Literaturverzeichnis

- **Gottschalg & Groh (2006).** *The Risk-Adjusted Performance of US Buyouts. Working Paper; Darmstadt University of Technology; Darmstadt.*
- **Gottschalg & Zipser (2006).** *Money Chasing Deals and Deals Chasing Money - The Impact of Supply and Demand on Buyout Performance. SSRN eLibrary; HEC Management School; Paris.*
- **Gottschalg, et al. (2004).** *Working out where the value lies. In: European Venture Capital Journal, June (01): 36-39.*
- **Grabenwarter & Weiding (2005).** *Exposed to the J-curve: Understanding and Managing Private Equity Fund Investments; Euromoney Books; London.*
- **Grabherr (2003).** *Finanzierung mit Private Equity und Venture Capital - Investitionsphasen und -situationen für den Einsatz von Risikokapital: Start-up, Early Stage, Later Stage, Buy-out, Public-to-Private. In Kofler & Polster-Grüll, (Hrg.), Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital; Linde Verlag Wien.*
- **Grabherr (2000).** *Risikokapitalinstrumente im unternehmerischen Wachstumszyklus. In Stadler, (Hrg.), Venture Capital und Private Equity - Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital; Fachverlag Deutscher Wirtschaftsdienst Köln.*
- **Groh (2005).** *Venture Capital und Private Equity aus Sicht der Wissenschaft. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1 (1): 24 - 27.*
- **Gulati & Higgins (2003).** *Which ties matter when? the contingent effects of interorganizational partnerships on IPO success. In: Strategic Management Journal, 24 (2): 127-144.*
- **Guo, et al. (2011).** *Do Buyouts (Still) Create Value? In: Journal of Finance, 66 (2): 479-517.*
- **Haagen (2008).** *Determinants of Venture Capital Contract Design in Germany: Convertible Securities vs. Preferred Equity and Silent Partnerships. In: Österreichisches Bank Archiv, 7 (1): 485 - 495.*
- **Hall & Hofer (1993).** *Venture capitalists' decision criteria in new venture evaluation. In: Journal of Business Venturing, 8 (1): 25-42.*
- **Harris, et al. (2005).** *Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-level Evidence from the United Kingdom. In: Review of Economics & Statistics, 87 (1): 148-153.*
- **Hellmann & Puri (2002).** *Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence. In: Journal of Finance, 57 (1): 169-197.*
- **Hendel (2003).** *Die Bewertung von Start-up-Unternehmen im Rahmen von Venture Capital Finanzierungen Anwendungsmöglichkeiten der Realoptionstheorie; Shaker; Aachen.*
- **Hochberg, et al. (2010).** *Networking as a Barrier to Entry and the Competitive Supply of Venture Capital. In: Journal of Finance, 65 (3): 829-859.*
- **Hofer (2005).** *Venture capital investments - The importance of support provided by*

venture capitalists. Dissertation; Wirtschaftsuniversität Wien, Institut für Entrepreneurship and Innovation; Wien.

– **Houben (2002).** *Venture Capital, Double-sided Adverse Selection, and Double-sided Moral Hazard. SSRN eLibrary; University of Kiel - Faculty of Economics and Social Sciences; Kiel.*

– **Hsu (2011).** *Staging of Venture Capital Investment: A Real Options Analysis. SSRN eLibrary; National Taiwan University - Department of International Business; Taipeh.*

– **Hsu (2004).** *What Do Entrepreneurs Pay for Venture Capital Affiliation? In: The Journal of Finance, 59 (4): 1805-1844.*

– ***I*nderst & Mueller (2002).** *Venture Capital Contracts and Market Structure. SSRN eLibrary; University of Frankfurt; Imperial College London; London.*

– **International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008).** *Sovereign Wealth Funds - Generally Accepted Principles and Preactices - „Santiago Principles". International Monetary Fund; Washington.*

– **ITU (2004).** *International Telecommunication Union. World Telecommunication/ICT Development Report and database. Genf.*

– **Jaques, D.; Salmon, G. (2007).** *Learning in Groups. Routledge, London.*

– **Jelic, et al. (2005).** *Performance of Private to Public MBOs: The Role of Venture Capital. In: Journal of Business Finance & Accounting, 32 (3/4): 643-681.*

– **Jensen (1986).** *Agency Costs of Free Cash-flow, Corporate Finance, and Takeovers. In: American Economic Review, 76 (2): 323.*

– **Jensen (1989).** *Eclipse of the Public Corporation. In: Harvard Business Review, 67 (5): 61-74.*

– **Jensen & Meckling (1976).** *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: Journal of Financial Economics, 3 (4): 305-360.*

– **Jud (2003).** *Private Equity und Venture Capital und seine Entwicklung in Österreich. In Kofler & Polster-Grüll, (Hrg.), Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital; Linde Verlag Wien.*

– **Kaplan (1989).** *The effects of management buyouts on operating performance and value. In: Journal of Financial Economics, 24 (2): 217-254.*

– **Kaplan & Lerner (2010).** *It Ain't Broke: The Past, Present, and Future of Venture Capital. In: Journal of Applied Corporate Finance, 22 (2): 36-47.*

– **Kaplan & Schoar (2003).** *Private Equity Performance: Returns Persistence and Capital. NBER Working Paper Series.*

– **Kaplan & Stein (1993).** *The evolution of pricing and financial structure in the 1980s. In: Quarterly Journal of Economics, 108 (2): 313.*

Literaturverzeichnis

– **Kaplan & Strömberg (2004).** *Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses. In: Journal of Finance, 59 (5): 2177-2210.*

– **Kaplan & Strömberg (2001).** *Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring. In: American Economic Review, 91 (2): 426-430.*

– **Kaymer & Kleine (2007).** *Private Equity - Herausforderungen für den Investor. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 45 (16): 863-866.*

– **Khinast-Sittenthaler (2003).** *Exitstrategien - Trade Sale, Initial Public Offering, Buy Back, Secondary Sale und Liquidation. In Kofler & Polster-Grüll, (Hrg.), Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital; Linde Verlag Wien.*

– **Kitzmann (2005).** *Private Equity in Deutschland - Zur Performance von Management Buyouts. Dissertation; EBS Universität für Wirtschaft und Recht European Business School; Oestrich-Winkel.*

– **Knauer & Sommer (2010).** *Die operative Entwicklung deutscher Leveraged Buyouts - Wertsteigerung durch Effizienzsteigerung? In: Die Betriebswirtschaft (05): 389.*

– **Knight (1994).** *Criteria Used by Venture Capitalists: A Cross Cultural Analysis. In: International Small Business Journal, 13 (1): 26-37.*

– **Knill (2009).** *Should Venture Capitalists Put All Their Eggs in One Basket? Diversification Versus Pure Play Strategies in Venture Capital. SSRN eLibrary; Florida State University.*

– **Kockesen & Ozerturk (2002).** *Staged Financing and Endogenous Lock-In: A Model of Start-Up Finance. SSRN eLibrary; Koc University - Department of Economics; Istanbul.*

– **Kortum & Lerner (2000).** *Assessing the contribution of venture capital to innovation. In: The Rand Journal of Economics, 31 (4): 674-692.*

– **KPMG (2012).** *Risikokapital in Österreich - Angebots- und Nachfrageseitige Erklärungsfaktoren für die geringe Ausprägung. In AWS, (Hrg.); Bundesministerium für Wirtschaft, Familie und Jugend, Austria Wirtschafts Service; Wien.*

– **Kraft (2001).** *Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen. Dissertation; Universität St. Gallen, Fakultät für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; St.Gallen.*

– **Kranz (2008).** *Managementunterstützung von mittleren Unternehmen bei Private Equity. Dissertation; Hochschule für Wirtschafts-, Rechts- und Sozialwissenschaften St. Gallen (HSG), Fakultät für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften; St. Gallen.*

– **Kreuter, et al. (2006).** *Truths and Myths about Determinants of Buyout Performance. Working Paper; HEC School of Management; Paris.*

– **Krohmer, et al. (2009).** *The bright and dark side of staging: Investment performance and the varying motivations of private equity firms. In: Journal of Banking & Finance, 33 (9): 1597-1609.*

- **Landau (2010).** *Wertschöpfungsbeiträge durch Private-Equity- Gesellschaften bei europäischen Buyouts - Theoretische Betrachtung aus der Perspektive des ressourcenbasierten Ansatzes des strategischen Managements und eine empirische Untersuchung mittels Strukturgleichungsmodellierung. Dissertation; Universität Erlangen-Nürnberg, Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät; Nürnberg.*

- **Leenders, et al. (2001).** *Writing Cases. Ivey Publishing; London, Ontario.*

- **Lehmann (2006).** *Does Venture Capital Syndication Spur Employment Growth and Shareholder Value? Evidence from German IPO Data. In: Small Business Economics, 26 (5): 455 - 464.*

- **Leitinger, et al. (2000).** *Venture Capital und Börsengänge - von der Produktidee zum internationalen Nischenspezialisten; Manz Verlag; Wien.*

- **Lerner (2011).** *The Future of Private Equity. In: European Financial Management, 17 (3): 423-435.*

- **Lerner (1996).** *The Government as a Venture Capitalist: The Long-Run Impact of the SIBR Program. NBER Working Paper Series.*

- **Lerner, et al. (2011).** *Private Equity and Long-Run Investment: The Case of Innovation. In: Journal of Finance, 66 (2): 445-477.*

- **Lerner & Watson (2008).** *The public venture capital challenge: the Australian case. In: Venture Capital, 10 (1): 1-20.*

- **Leslie & Oyer (2008).** *Managerial Incentives and Value Creation: Evidence form Private Equity. NBER Working Paper Series.*

- **Lichtenberg & Siegel (1990).** *The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior. In: Journal of Financial Economics, 27 (1): 165-194.*

- **Liebeskind, et al. (1992).** *LBOs, Corporate Restructuring, and the Incentive-Intensity Hypothesis. In: Financial Management, 21 (1): 73-88.*

- **Lin & Smith (1998).** *Insider reputation and selling decisions: the unwinding of venture capital investments during equity IPOs. In: Journal of Corporate Finance, 4 (3): 241-263.*

- **Lindsey (2008).** *Blurring Firm Boundaries: The Role of Venture Capital in Strategic Alliances. In: Journal of Finance, 63 (3): 1137-1168.*

- **Lockett, et al.** *(2006). Opening Up the Investor - Investee Dyad: Syndicates, Teams, and Networks. In: Entrepreneurship: Theory & Practice, 30 (2): 117-130.*

- **Lockett & Wright (1999).** *The syndication of private equity: evidence from the UK. In: Venture Capital, 1 (4): 303-324.*

- **Lockett, et al. (2002).** *Venture capital investors, valuation and information: a comparative study of the US, Hong Kong, India and Singapore. In: Venture Capital, 4 (3): 237-252.*

Literaturverzeichnis

– **Long & Ravenscraft (1993).** *The Financial Performance of Whole Company LBOs. Working paper; Centre for Economic Studies, U.S. Consensus Bureau; Washington.*

– **Loos (2006).** *Value Creation in Leveraged Buyouts - Analysis of Factors Driving Private Equity Investment Performance. Dissertation; Universität St. Gallen, Instituts für Führung und Personalmanagement; St. Gallen.*

– **Lossen (2007).** *Performance of private equity funds: does diversification matter? . In Franke & Harhoff, (Hrg.), Portfolio Strategies of Private Equity Firms - Theory and Evidence; Munich School of Management Munich.*

– **MacMillan, et al. (1989).** *Venture capitalists' involvement in their investments: Extent and performance. In: Journal of Business Venturing, 4 (1): 27-47.*

– **MacMillan, et al. (1985).** *Criteria used by venture capitalists to evaluate new venture proposals. In: Journal of Business Venturing, 1 (1): 119-128.*

– **Mainprize, et al. (2003).** *Caprice Versus Standardization in Venture Capital Decision Making. In: Journal of Private Equity, 7 (1): 15-25.*

– **Manigart, et al. (2000).** *Venture capitalists, investment appraisal and accounting information: a comparative study of the USA, UK, France, Belgium and Holland. In: European Financial Management, 6 (3): 389-403.*

– **Manigart, et al. (2006).** *Venture Capitalists' Decision to Syndicate. In: Entrepreneurship: Theory & Practice, 30 (2): 131-153.*

– **Manigart, et al. (2002).** *Why do European Venture Capital Companies Syndicate? SSRN eLibrary; Vlerick Leuven Gent Management School; Gent.*

– **Manigart, et al. (1997).** *Venture Capitalists' Appraisal of Investment Projects: An Empirical European Study. In: Entrepreneurship: Theory & Practice, 21 (4): 29-43.*

– **Meerkatt, et al. (2008).** *The advantage of persistence: How the best private-equity firms beat the fade. In Boston Consulting Group, (Hrg.); IESE Business School; Barcelona, Madrid.*

– **Megginson & Weiss (1991).** *Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings. In: Journal of Finance, 46 (3): 879-903.*

– **Meier (2006).** *Post-Investment Value Addition to Buyouts - Analysis of European Private Equity Firms. Dissertation; Reinisch-Westfählische Technische Hochschule Aachen, Lehrstuhl Wirtschaftswissenschaften für Ingenieure und Naturwissenschaftler; Aachen.*

– **Meier, et al. (2006).** *Wertsteigerung bei Buyouts in der Post Investment-Phase — der Beitrag von Private Equity-Firmen zum operativen Erfolg ihrer Portfoliounternehmen im europäischen Vergleich. In: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 76 (10): 1035-1066.*

– **Meyer & Mathonet (2005).** *Beyond the J curve - Managing a Portfolio of Venture Capital and Private Equity Funds; John Wiley & Sons, Ltd; Chichester.*

– **Mittendorfer (2000).** *Die Szenerie der Investoren. In Stadler, (Hrg.), Venture Capital und Private Equity - Erfolgreich wachsen mit Beteiligungskapital; Fachverlag Deutscher Wirtschaftsdienst Köln.*

– **Müllner (2012).** *Die Wirkung von Private Equity auf das Wachstum und die Internationalisierung; Peter Lang Verlag; Frankfurt am Main.*

– **Müllner (2012).** *Private equity and venture capital funds – From the state of research to a comprehensive model and an interdisciplinary research outlook. In: Journal für Betriebswirtschaft, 62 (2): 119-167.*

– **Muzyka, et al. (1996).** *Trade-offs in the investment decisons of European venture capitalists. In: Journal of Business Venturing, 11 (4): 273-287.*

– **Myers & Majluf (1984).** *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. In: Journal of Financial Economics, 13 (2): 187-221.*

– **Nahata (2008).** *Venture capital reputation and investment performance. In: Journal of Financial Economics, 90 (2): 127-151.*

– **Nikoskelainen & Wright (2007).** *The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts. In: Journal of Corporate Finance, 13 (4): 511-537.*

– **Norton (1995).** *Venture Capital as an Alternative Means to Allocate Capital: An Agency-Theoretic View. In: Entrepreneurship: Theory & Practice, 20 (2): 19 - 30.*

– **Norton & Tenenbaum (1993).** *Specialization versus diversification as a venture capital investment strategy. In: Journal of Business Venturing, 8 (5): 431-442.*

– **Patil, et al (2008).** *Issue and challenges facing rechargeable thin film lithium batteries; Elsevier Ltd.; www.sciencedirect.com, Materials Research Bulletin 43, 1913 – 1942.*

– **Peggy & Sunil (2004).** *Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs. In: Journal of Financial Economics, 73 (2): 375 - 407.*

– **Peneder (2006).** *Venture Capital: Ergebnisse internationaler Wirkungsanalysen. In: WIFO Monatsbericht, 79 (3): 161-172.*

– **Peneder, et al. (2006).** *Der Einfluss von Private Equity (PE) und Venture Capital (VC) auf Wachstum und Innovationsleistung österreichischer Unternehmen. In WIFO, (Hrg.); Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung; Wien.*

– **Pfeifer (2008).** *Zur Nachhaltigkeitsorientierung von Private Equity Investoren - Anforderungen und Trends in den Kontrollsystemen der Beteiligungsgesellschaften in Deutschland. Dissertation; EUL Verlag, FGF Entrepreneurship-Research Monographien; Lohmar.*

– **Phalippou & Gottschalg (2009).** *The Performance of Private Equity Funds. In: Review of Financial Studies, 22 (4): 1747-1776.*

– **Phan & Hill (1995).** *Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: An ex post study. In: Academy of Management Journal, 38 (3): 704-739.*

– **Pillot (2010).** *Main trends for the Rechargeable Battery Market Worldwide 2009–2020. Avicenne development. September 2010; Cannes; Frankreich: 13; 37.*

Literaturverzeichnis

– **Pindur (2007).** *Value Creation in Successful LBOs. Dissertation; Universität Ulm, Fakultät für Mathematik und Wirtschaftswissenschaften; Ulm.*

– **Pütter (2006).** *Value Creation in Private Equity. In Euromoney, (Hrg.), International Investment & Securities Review; Euromoney London.*

– **Rah, et al. (1994).** *Validation of the venture evaluation model in Korea. In: Journal of Business Venturing, 9 (6): 509-524.*

– **Rappaport (1990).** *The Staying Power of the Public Corporation. In: Harvard Business Review, 68 (1): 96-104.*

– **Reid (1999).** *The application of principal-agent methods to investor-investee relations in the UK venture capital industry. In: Venture Capital, 1 (4): 285-302.*

– **Renneboog, et al. (2007).** *Why do public firms go private in the UK? The impact of private equity investors, incentive realignment and undervaluation. In: Journal of Corporate Finance, 13 (4): 591-628.*

– **Robinson (1987).** *Emerging strategies in the venture capital industry. In: Journal of Business Venturing, 2 (1): 53-77.*

– **Rosenstein (1988).** *The board and strategy: Venture capital and high technology. In: Journal of Business Venturing, 3 (2): 159-170.*

– **Rosenstein, et al. (1993).** *The CEO, Venture Capitalists, and the Board. In: Journal of Business Venturing, 8 (2): 99-114.*

– **Rosenstein, et al. (1990).** *How Much do CEOs Value the Advice of Venture Capitalists on their Boards? Frontiers of Entrepreneurship Research, Babson College Entrepreneurship Research Conference; Babson College; Babson Park, Massachusetts.*

– **Sahlman (1990).** *The structure and governance of venture-capital organizations. In: Journal of Financial Economics, 27 (2): 473-521.*

– **Sapienza (1992).** *When do venture capitalists add value? In: Journal of Business Venturing, 7 (1): 9-27.*

– **Schäfer & Fisher (2008).** *Die Bedeutung von Buy-Outs/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Coporate Governance. In DIW Berlin, (Hrg.); BVK Bundesverband der deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaft; Berlin.*

– **Schefczyk (2000).** *Erfolgsstrategien deutscher Venture Capital-Gesellschaften - Analyse der Investitionsaktivitäten und des Beteiligungsmanagement von Venture Capital-Gesellschaften; Schäffer-Poeschel Verlag; Stuttgart.*

– **Schönbauer (2005).** *Besonderheiten bei der Bewertung von schnell wachsenden, innovativen Unternehmen aus Sicht der Venture Capital Industrie. Dissertation; Wirtschaftsuniversität Wien, Revisions-, Treuhand- und Rechnungswesen; Wien.*

– **Schwetzler & Piehler (2002).** *Unternehmensbewertung bei Wachstum, Risiko und Besteuerung und Anmerkungen zum „Steuerparadoxon"; Handelshochsch.; Leipzig.*

- **Seppä (2003).** *Essays on the Valuation and Syndication of Venture Capital Investments. Dissertation; Helsinki University of Technology, Institute of Strategy and International Business; Helsinki.*

- **Seppä & Jääskeläinen (2002).** *How the rich become richer in venture capital: firm performance and position in syndication networks. Frontiers of Entrepreneurship Research; Helsinki University of Technology; Babson College.*

- **Sethi (2008).** *Sovereign Wealth Funds, Private Equity Funds, and Financial Markets. In: Journal of Private Equity, 11 (4): 12-27.*

- **Shane & Cable (2002).** *Network Ties, Reputation, and the Financing of New Ventures. In: Management Science, 48 (3): 364-381.*

- **Shepherd (1999).** *Venture Capitalists' Introspection: A Comparison of „In Use" and „Espoused" Decision Policies. In: Journal of Small Business Management, 37 (2): 76-87.*

- **Shepherd & Zacharakis (1999).** *Conjoint analysis: a new methodological approach for researching the decision policies of venture capitalists. In: Venture Capital, 1 (3): 197-217.*

- **Shepherd & Zacharakis (2002).** *Venture capitalists' expertise: A call for research into decision aids and cognitive feedback. In: Journal of Business Venturing, 17 (1): 1-20.*

- **Shepherd, et al. (2003).** *VCs' decision processes: Evidence suggesting more experience may not always be better. In: Journal of Business Venturing, 18 (3): 381-401.*

- **Smith (1990).** *Corporate ownership structure and performance : The case of management buyouts. In: Journal of Financial Economics, 27 (1): 143-164.*

- **Sorensen (2007).** *How Smart Is Smart Money? A Two-Sided Matching Model of Venture Capital. In: The Journal of Finance, 62 (6): 2725-2762.*

- **Sorenson & Stuart (2001).** *Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments. In: The American Journal of Sociology, 106 (6): 1546-1590.*

- **Steinhart (2010).** *Kapitalerhaltung & fremdfinanzierte Unternehmensübernahmen - Schlüsselfragen eines Private Equity LBOs. Dissertation; Universität Wien, Rechtswissenschaftliche Fakultät; Wien.*

- **Stiassny (1997).** *Erfahrungen und Perspektiven einer börsennotierten Beteiligungsgesellschaft. In Stadler, (Hrg.), Beteiligungsfinanzierung - Neue Chancen für Risikokapital; Manz Verlag Wien.*

- **Strömberg (2009).** *The Economic and Social Impact of Private Equity in Europe: Summary of Research Findings. Working Papers Stockholm School of Economics; Institute for Financial Research (SIFR); Stockholm.*

- **Strömberg (2008).** *The new demography of private equity. In: World Economic Forum - Globalization of Alternative Investments, 1 (1): 3-26.*

- **Swee-Sum (1991).** *Venture Capital Financing: A Guideline. In: Journal of Business Finance & Accounting, 18 (2): 137-149.*

Literaturverzeichnis

– **Thompson, et al. (1992).** *Management Equity Ownership, Debt And Performance: Some Evidence From Uk Management Buyouts. In: Scottish Journal of Political Economy, 39 (4): 413-430.*

– **Tian (2012).** *The Role of Venture Capital Syndication in Value Creation for Entrepreneurial Firms. In: Review of Finance, 16 (1): 245-283.*

– **Tojner, et al. (2001).** *Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Kapitalmarktes. Bankarchiv, Osterreichische Bankwissenschaftliche, Gesellschaft, September 2001, 707-719.*

– **Tojner, et al. (2003).** *Investitions- und Vermögenseffekt: Realwirtschaftliche Auswirkungen von Kapitalmarktschwankungen, Februar 2003.*

– **Tojner, et al. (2009).** *Leitplanken für das Finanzsystem – Finanzmarktstabilität als zusätzliche Maxime für eine aktive Notenbankpolitik. in: Kapitalmarkt und Volkswirtschaft, Volkswirtschaftliche Artikelserie, ISBN 978-3-200-01829-7.*

– **Transconnect (2000).** *Die Ergebnismechanik der BWIN; Power-Point-Präsentation. Deutschland*

– **Tyebjee & Bruno (1984).** *A Model of Venture Capitalist Investment Activity. In: Management Science, 30 (9): 1051-1066.*

– **Tykvová (2000).** *Venture Capital in Germany and its Impact on Innovation. Working Papers; University Prague; Prag.*

– **Tykvová & Borell (2012).** *Do private equity owners increase risk of financial distress and bankruptcy? In: Journal of Corporate Finance, 18 (1): 138-150.*

– **Van Osnabrugge & Robinson (2001).** *The influence of a venture capitalist's source of funds. In: Venture Capital, 3 (1): 25-39.*

– **Walter (2004).** *Bewertung junger innovativer Wachstumsunternehmungen unter besonderer Berücksichtigung der Interessen von Venture-Capital-Gesellschaften Einzelbewertungs-, Ertragswert-, Discounted Cash-flow- und Multiplikatorverfahren sowie Realoptionsansatz im Vergleich; Ferber; Gießen.*

– **Wang (2012).** *Secondary buyouts: Why buy and at what price? In: Journal of Corporate Finance, 18 (5): 1306-1325.*

– **Wang, et al. (2002).** *Differences In Performance Of Independent And Finance-Affiliated Venture Capital Firms. In: Journal of Financial Research, 25 (1): 59-80.*

– **Weber (2003).** *Diversifikation versus Spezialisierung - Vorteilhaftigkeit von Portfoliostrategien bei Venture Capital Investments; Kovac; Hamburg.*

– **Weber & Nevries (2006).** *Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft. In: Der Finanzbetrieb, 8 (2): 75-83.*

– **Weir, et al. (2005).** *Incentive Effects, Monitoring Mechanisms and the Market for Corporate Control: An Analysis of the Factors Affecting Public to Private Transactions in the UK. In: Journal of Business Finance & Accounting, 32 (5/6): 909-943.*

– **Weir, et al. (2005).** *Undervaluation, private information, agency costs and the decision to go private. In: Applied Financial Economics, 15 (13): 947-961.*

– **Wiersema & Liebeskind (1995).** *The effects of leveraged buyouts on corporate growth and diversification in large firms. In: Strategic Management Journal, 16 (6): 447.*

– **Wijbenga, et al. (2007).** *The Influence of the Venture Capitalist's Governance Activities on the Entrepreneurial Firm's Control Systems and Performance. In: Entrepreneurship: Theory & Practice, 31 (2): 257-277.*

– **Williamson (1973).** *Markets and Hierarchies: Some Elementary Considerations. In: American Economic Review, 63 (2): 316-325.*

– **Wilson (1968).** *The Theory of Syndicates. In: Econometrica, 36 (January): 119-136.*

– **Wilson, et al. (2012).** *Private equity portfolio company performance during the global recession. In: Journal of Corporate Finance, 18 (1): 193-205.*

– **Woodward (2009).** *Measuring Risk for Venture Capital and Private Equity Portfolios. SSRN eLibrary; Sand Hill Econometrics; San Francisco.*

– **Woodward & Hall (2003).** *Benchmarking the Returns to Venture. SSRN eLibrary; Sandhill Economics; San Francisco.*

– **Wöss & Helm (2003).** *Der Beteiligungsvertrag. In Kofler & Polster-Grüll, (Hrg.), Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital; Linde Verlag Wien.*

– **Wright (2007).** *Private Equity and Management Buy-Outs. In Landström, (Hrg.), Handbook of Research on Venture Capital; Edward Elgar Publishing Limited Cheltenham.*

– **Wright, et al. (2009).** *The Impact of Private Equity and Buyouts on Employment, Remuneration and other HRM Practices. In: Journal of Industrial Relations, 51 (4): 501-515.*

– **Wright & Lockett (2003).** *The Structure and Management of Alliances: Syndication in the Venture Capital Industry. In: Journal of Management Studies, 40 (8): 2073-2102.*

– **Wright & Robbie (1996).** *Venture Capitalists, Unquoted Equity Investment Appraisal and the Role of Accounting Information. In: Accounting & Business Research, 26 (2): 153-168.*

– **Yin (2009).** *Case Study Research. Design and Methods. Sage Publications; Los Angeles.*

– **Zacharakis, et al. (2007).** *Venture capitalists' decision policies across three countries: an institutional theory perspective. In: Journal of International Business Studies, 38 (5): 691-708.*

– **Zacharakis & Meyer (1998).** *A lack of insight: do venture capitalists really understand their own decision process? In: Journal of Business Venturing, 13 (1): 57-76.*

– **Zacharakis & Meyer (2000).** *The potential of actuarial decision models: Can they improve the venture capital*

Literaturverzeichnis

investment decision? In: Journal of Business Venturing, 15 (4): 323-346.

– **Zacharakis & Shepherd (2001).** *The nature of information and overconfidence on venture capitalists' decision making. In: Journal of Business Venturing, 16 (4): 311-332.*

– **Zahra, et al. (2007).** *The effects of ownership and governance on SMEs' international knowledge-based resources. In: Small Business Economics, 29 (1): 309-327.*

– **Zahradnik (2003).** *Rechtsverhältnisse zwischen Investoren, Venture Capital Funds und Managementgesellschaft. In Kofler & Polster-Grüll, (Hrg.), Private Equity & Venture Capital - Finanzwirtschaftliche, steuerliche und rechtliche Aspekte der Finanzierung mit Risikokapital; Linde Verlag Wien.*

– **Zollo & Phalippou (2005).** *What drives Private Equity Fund Performance. Scholar One; INSEAD Buyout Research Group; Paris.*

Bildnachweis

Alle Bilder, die nicht im Bildnachweis angeführt sind, befinden sich im Besitz von Global Equity Partners Beteiligungs-Management GmbH.

Alu Menziken Extrusion AG: 153, 168, 211
Bene AG: Seite 210
BORAG: Seite 184, 185, 192
Bwin: Seite 76, 86
Dorotheum: Seite 211
Fotokon/Shutterstock.com: Seite 198
Foto Wilke: Seite 221
Getty Images: Seite 77
Gustavo Miguel Fernandes/Shutterstock.com: Seite 89
INODE: Seite 96, 97, 104, 106, 107, 113
istockphoto: Seite 150
Lilyana Vynogradova/Shutterstock.com: Seite 89
Racefotos2008/Shutterstock.com: Seite 89 (2x)
Shutterstock: Seite 88, 89, 95, 96, 97, 104, 106, 107, 113, 117, 184, 185, 192, 194, 195, 206, 207, 214, 215
Studio Schroll: Seite 114, 115, 132, 133, 134, 151, 166, 167, 168, 182, 183, 203, 220
Tiroler Röhren/Buderus: Seite 210
Varta Microbattery GmbH: Seite 115, 117, 124, 135, 148

Impressum

BETEILIGUNGSKAPITAL UND UNTERNEHMERTUM

Herausgeber: DDr. Michael Tojner
Autoren: DDr. Michael Tojner, o. Univ. Prof. Dr. Reinhard Moser
Verlag: © LINDE VERLAG Ges.m.b.H., Wien 2014
1210 Wien, Scheydgasse 24, Tel.: +43/1/24 630
www.lindeverlag.de
www.lindeverlag.at
Kontakt: office@gep.at
Design: Bettina Graser
Druck & Bindung: PBtisk a.s.
Dělostřelecká 344, 261 01 Příbram, Tschechien
www.pbtisk.eu

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über http://dnb.d-nb.de abrufbar.

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Alle Rechte, insbesondere die Rechte der Verbreitung, der Vervielfältigung, der Übersetzung, des Nachdrucks und der Wiedergabe auf fotomechanischem oder ähnlichem Wege, durch Fotokopie, Mikrofilm oder andere elektronische Verfahren sowie der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, dem Verlag vorbehalten.

ISBN 978-3-7093-0547-8

Es wird darauf verwiesen, dass alle Angaben in diesem Werk trotz sorgfältiger Bearbeitung ohne Gewähr erfolgen und eine Haftung der Autoren oder des Verlages ausgeschlossen ist.

Notizen

Notizen

Notizen

Notizen

Linde
corporate

ISBN 9783709305478