



Martin Bernhardsgrütter (Autor)

Joachim Ehrental (Autor)

## **Entwicklungsperspektiven geschlossener Schiffsfonds**



<https://cuvillier.de/de/shop/publications/791>

Copyright:

Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentsch-Cuvillier, Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen,  
Germany

Telefon: +49 (0)551 54724-0, E-Mail: [info@cuvillier.de](mailto:info@cuvillier.de), Website: <https://cuvillier.de>

## 2.3 Private-Equity Beteiligungen

Die Thematik geschlossener Private-Equity Fonds ist in hohem Masse komplex. Private-Equity Beteiligungen zeichnen sich aufgrund des für Eigenkapitalinvestitionen inhärenten Freiheitsgrades durch eine Vielzahl von Beteiligungskombinationen aus. Daher fokussieren die folgenden Ausführungen auf die für deskriptive Analyse und empirische Untersuchung relevanten Bereiche. Das vorliegende Kapitel definiert die zum Verständnis wichtigen Begriffe und grenzt den Untersuchungsbereich ein.

Um von einem gemeinsamen Verständnis von Private-Equity ausgehen zu können, folgt diese Arbeit der Definition Busses (2002). Private-Equity ist demnach Eigenkapital von privaten Investoren, welches als Beteiligungskapital bei in der Regel nicht börsennotierten Unternehmen investiert wird und die Entwicklungsphase eines Unternehmens finanziell sicherstellen soll. Oft wird der Begriff Venture Capital synonym verwendet. Busse grenzt Venture Capital als nur einer bestimmten Lebenszyklusphase umfassende Variante von Private-Equity ab. Er bezeichnet Venture Capital ebenfalls als Eigenkapital, das von spezialisierten Unternehmen als Beteiligungskapital mit hohen Gewinn- und Wachstumspotenzial in Unternehmen investiert wird. Ziel dieser Beteiligungen ist der Aufbau und die Weiterentwicklung von Unternehmen, um diese an die Börse zu führen (Initial Public Offering) oder an Unternehmen zu veräußern (Trade Sale).

Im Folgenden werden in einem ersten Schritt die Finanzierungsphasen eines durch Private-Equity finanziertes Unternehmen vorgestellt. In einem zweiten Schritt werden Portfoliounternehmen und deren Tätigkeitssektoren definiert. Abschliessend erfolgt eine Präsentation der verschiedenen Fondskonstrukte zur Finanzierung mittels Private-Equity Beteiligungen.

### 2.3.1 Finanzierungsphasen

Investoren können sich zu unterschiedlichen Zeitpunkten über Private-Equity an Unternehmen beteiligen. Die Phasen unterscheiden sich durch Renditechancen und Investitionsrisiken der Beteiligungen. Obwohl sich die einzelnen Finanzierungsphasen nicht präzise voneinander abgrenzen lassen, hat sich im deutschen Sprachraum die US-amerikanische Terminologie durchgesetzt (Schefczyk, 2006). Die in der Praxis verwendete Terminologie umfasst die acht Phasen Seed, Start-up, Expansion, Bridge, Management-Buy-Out (MBO)/Management-Buy-In (MBI), Leveraged Buy-Out (LBO), Replacement Capital und Turnaround (Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften BVK e. V., 2002). Schefczyk (2006) geht davon aus, dass sich die Phasen von Seed bis zum MBO/MBI zeitlich eindeutig in die übergeordneten Phasen Early-Stage, Expansion Stage und Late-Stage

einteilen lassen. Pelikan (2007) übernimmt diese Definition und ordnet Venture Capital Fonds der Early Stage und Expansion Phase zu, welche danach von Private-Equity Fonds übernommen werden und die Late-Stage Finanzierung sicherstellen. Tabelle 4 gibt einen Überblick über Unternehmensphasen sowie Gewinn, Verlust-, und Risikoerwartung in den entsprechenden Finanzierungsphasen der Portfoliounternehmen. Die vorliegende Arbeit legt den Betrachtungsfokus auf die Seed, Start-up, Expansion, Bridge und MBO/MBI Phasen.

Tabelle 4: Finanzierungsphasen

Finanzierungsphase	Early Stage		Expansion Stage	Late Stage	
	Seed	Start-up	Expansion	Bridge	MBO/MBI
Unternehmensphase	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Produkt-konzept</li> <li>▪ Markt-analysen</li> <li>▪ Grundlagen-entwicklung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Unterneh-mens-gründung</li> <li>▪ Entwicklung bis zur Pro-duktionsreife</li> <li>▪ Marketing-konzept</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Produktions-beginn</li> <li>▪ Markteinführung oder</li> <li>▪ Wachstums-finanzierung</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Vorberei-tung eines Börsen-gangs oder Verkauf an industri-ellen Inves-tor</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Übernahme durch vor-handenes (MBO) oder externes (MBI) Ma-nagement</li> </ul>
Gewinn-/Verlust- und Risikoerwartung des Portfolio-unternehmens	<p>Das Diagramm zeigt die Entwicklung von Risiko und Gewinn/Verlust über die Zeit. Die Y-Achse ist vertikal mit '+' (Risiko) nach oben und '-' (Gewinn/Verlust) nach unten beschriftet. Die X-Achse ist horizontal und zeigt die Zeitachse mit einem Pfeil nach rechts. Eine gestrichelte Linie, beschriftet mit 'Risiko', beginnt im Ursprung, steigt steil an, erreicht ein Maximum und flacht dann ab. Eine durchgezogene Linie, beschriftet mit 'Gewinn/Verlust', beginnt im Ursprung, sinkt zunächst ab und steigt dann ab, wobei sie die gestrichelte Linie kreuzt.</p>				
Quelle: Schefczyk, 2006					

### 2.3.1.1 Early Stage

Als Early-Stage Phase wird die Frühphasenentwicklung eines Unternehmens verstanden. Diese Phase reicht von der Konzeption bis zum Beginn der Vermarktung von Produkten und Dienstleistungen (Pelikan, 2007). Wie bereits einleitend definiert, besteht die Early Stage Phase aus den beiden Phasen Seed und Start-up, welche im Folgenden genauer untersucht werden.

#### a. Seed

Die Seedphase ist die Vorbereitung einer Unternehmensgründung. Die Finanzierung der Ausreifung und Umsetzung einer Unternehmensidee in verwendbare Ergebnisse und Prototypen liegt im Fokus der Betrachtung (Schefczyk, 2006). Der Aktivitätsschwerpunkt liegt vor allem in Forschungsinvestitionen und Produktentwicklungen (Wupperfeld, 1994). Pelikan

(2007) empfiehlt die Anmeldung von Patenten und Marken sowie die Erstellung eines Businessplans in dieser Phase abzuschliessen. In der Seed-Phase werden noch keine Erträge generiert. Das Risiko eines Totalverlustes des eingesetzten Kapitals in der Seed-Phase ist möglich, dem entsprechende Ertragsmöglichkeiten gegenüberstehen (Busack & Kaiser, 2006). Der Private-Equity Seed-Investor kann sich zu diesem Zeitpunkt mit einem relativ geringem Kapitaleinsatz einen grossen Teil am Unternehmen sichern. Die Seed-Phase kann unterschiedlich lange anhalten, der Kapitalbedarf variiert unter anderem mit der Länge der Phase. Die Seed-Phase bereitet sämtliche Schritte bis zur Sicherstellung der Durchführung der Gründungsphase eines Unternehmens vor.

#### b. Start-up

Bei der Start-up Phase steht die Beteiligung bei einer Unternehmensgründung im Vordergrund (Schefczyk, 2006). Der Fokus der Betrachtung liegt dabei auf den ersten Marketingschritten und der Produktionsvorbereitung. Das Unternehmen generiert in dieser Phase erste Umsätze und prüft in Testmärkten die Akzeptanz der Produkte bei potentiellen Kunden. Das Chancen-Risiko Profil ist mit dem der Seed-Phase beinahe identisch (Busack & Kaiser, 2006). In einem frühen Stadium der Start-up Phase übernehmen häufig sogenannte Business Angels die Erstfinanzierung, danach übernehmen Venture Capital Fonds die Sicherstellung finanzieller Ressourcen (Pelikan, 2007). Die grundlegenden normativen, strategischen und operativen Entscheidungen des Unternehmens werden in dieser Phase getroffen und ermöglichen den Übergang in die Expansionsphase.

#### 2.3.1.2 *Expansion Stage*

In der Expansionsphase wird die Finanzierung des Produktionsbeginns oder weitere Wachstumsschritte für ein Unternehmen am Break-even-point sichergestellt (Schefczyk, 2006). Die Erweiterung der Produktpalette und des Produktions- und Vertriebssystems stehen in dieser Phase im Fokus. Eine mögliche geographische Ausdehnung der unternehmerischen Tätigkeiten zur Erschliessung neuer Märkte und Verbreitung neuer Produkte wird vorbereitet und allenfalls durchgeführt (Kussmaul, 2008). Bei sich erhöhenden Marktgewinnen durch erfolgreiche Ausdehnung steigen die Möglichkeiten der Selbstfinanzierung oder Kreditfinanzierung. Pelikan (2007) geht ebenfalls davon aus, die Eigenkapitalquote bei der Produktions- und Absatzausweitung, Produktdifferenzierung oder Marktentwicklung zu verbessern.

#### 2.3.1.3 *Late-Stage*

Mit Beginn der Late-Stage Phase werden die Venture Capital Fonds durch Private-Equity Fonds ersetzt. Mit Eintritt in diese Phase sollte sich das Unternehmen in der Gewinnzone befinden, zumindest aber den Break-even-point erreicht haben, da der Kapitalbedarf in der

Regel stark ansteigt und dieser durch entsprechende Einnahmen abgefangen werden muss (Pelikan, 2007).

a. Bridge

In der Bridge Phase werden bestehende Private-Equity Fonds häufig von spezialisierten Private-Equity Fonds und Mezzanine Capital Fonds als Co-Investor unterstützt (Pelikan, 2007). Diese als Überbrückungsfinanzierung definierte Phase soll ein Unternehmen zur Vorbereitung eines Börsengangs dienen oder zur Überwindung von Wachstumsschwellen vor dem Verkauf an einen industriellen Investor vorbereiten (Schefczyk, 2006). Pelikan definiert diese Phase als pre-IPO (Initial Public Offering), in welcher Unternehmen über eine solide Geschäftspolitik mit klarer strategischer Ausrichtung verfügen sollten. Im Folgenden wird die beschriebene Phase mit Anlehnung an verschiedene Autoren als Bridge bezeichnet<sup>4</sup>.

b. MBO/MBI

In der MBO/MBI Phase wird das Unternehmen entweder durch das vorhandene Management (MBO) oder ein externes Management (MBI) übernommen (Schefczyk, 2006). Pelikan (2007) beschreibt die vorliegende Phase als Buy-Out Phase, welche bei nicht geplantem oder nicht sinnvollem Börsengang Anwendung findet. Die Beteiligung wird an einen Industriekonzern oder andere Investoren verkauft. Reichling, Beinert und Henne (2005) definieren Buy-out und Buy-in als spezielle Formen des Unternehmenskaufs, bei denen interne oder externe Interessensgruppen wesentliche Anteile des Unternehmens erwerben und so zu Miteigentümern werden.

### 2.3.2 Tätigkeitssektoren der Portfoliounternehmen

Neben der Frage in welcher Finanzierungsphase sich ein Unternehmen befindet, ist eine Betrachtung der Tätigkeitsgebiete der Portfoliounternehmen notwendig. Da es aufgrund von Abgrenzungsproblemen und einer zunehmenden Marktdynamik schwierig ist ein Unternehmen einer Branche zuzuteilen, wird die Einteilung eine Aggregationsebene höher vollzogen. Es werden fünf Wirtschaftssektoren definiert und genauer beleuchtet, in welche die Portfoliounternehmen eingeteilt werden können. Tabelle 5 gibt einen ersten Überblick über die definierten fünf Sektoren. Im Folgenden sollen die einzelnen Sektoren genauer betrachtet und die relevanten Sachverhalte hervorgehoben werden. Wie in Tabelle 5 aufgezeigt, wird dabei das bekannte drei Sektoren-Modell um den vierten und fünften Sektor erweitert (Hotz-Hart, Schmuki & Dümmler, 2006). Die im vorliegenden Kapitel definierten

---

<sup>4</sup> Vgl. Geisel (2004) und Kokalj, Paffenholz und Moog (2003)

Tätigkeitssektoren legen die Grundlagen für die in Kapitel 5 durchgeführte empirische Analyse.

Tabelle 5: Definition der fünf Wirtschaftssektoren

Primärsektor (Urproduktion)	Die Gewinnung von Rohstoffen, z.B. durch Bergbau, Landwirtschaft, Forstwirtschaft
Sekundärsektor (produzierendes Gewerbe)	Die Verarbeitung von Rohstoffen zu Produkten, z.B. durch Handwerk, Baugewerbe, Energiegewerbe, industrielle Fertigung
Tertiärsektor (Dienstleistungen)	Unternehmen, die Dienstleistungen erbringen, z.B. Handel, Banken, Versicherungen, Gaststätten, Hotels
Quartärsektor (Informationssektor)	Erstellung, Verarbeitung und Verkauf von Informationen
Quintärsektor (Entsorgungssektor)	Unternehmen der Abfallentsorgung, Recycling

Quelle: Bleicher (2002), Kiefer (2005) und Krause, Müller & Rickert (2002)

### 2.3.2.1 Primärsektor

Im Primärsektor werden die Landwirtschaft, der Gartenbau, die Forstwirtschaft und die Fischerei zusammengefasst (Hotz-Hart, Schmuki & Dümmler, 2006). Die Gewinnung von Rohstoffen ist ebenfalls im ersten Sektor angesiedelt (Krause, Müller & Rickert, 2002). Der Primärsektor verliert jedoch in den westlichen Ländern an Bedeutung, in Entwicklungsländern ist der relative Anteil der im Primärsektor tätigen Personen tendenziell höher (Scherer & Brügger, 2008).

### 2.3.2.2 Sekundärsektor

Der Sekundärsektor wird vom produzierenden Gewerbe gebildet und umfasst die Energie- und Wasserversorgung, industrielle und handwerkliche Betriebe des verarbeitenden Gewerbes sowie des Baugewerbes (Harden, Schmitz & Uhly, 2007). Cezanne (2005) definiert den Sekundärsektor als Warenherstellungszweig.