



MUPET

magazin 2011

Regulatorische Veränderungen

Die Umsetzung der Brüsseler AIFM-Richtlinie

Investieren auf Umwegen

Die Besonderheiten des indischen Private-Equity-Marktes

Das Risiko begrenzen

Was Private-Equity-Professionals von Extrembergsteigern lernen können



Inhalt

„Es ist erst Halbzeit.“

EVCA-Berater Benoît Le Bret (Gide Loyrette Nouel) und Patricia Volhard (P+P) im Gespräch über die Brüsseler AIFM-Richtlinie
Seite 4

Indian PE Market – Opportunities & Challenges

Murali Neelakantan (Khaitan & Co) über die besonderen Zwänge für Private Equity und die Zukunftsaussichten im Boom-Markt Indien
Seite 7

„Rückschläge sind normal.“

Was haben Private Equity und Extremklettern gemeinsam? Profi-Bergsteiger Alexander Huber im Gespräch mit dem MUPET magazin
Seite 13

Private Equity im Wandel

Ein Editorial
Seite 3

Nationale und internationale Entwicklungen

Eine Podiumsdiskussion über die Lage in der Private-Equity-Branche
Seite 6

Fremdfinanzierte öffentliche Übernahmen

Aktuelles aus der Praxis
Seite 8

Asset-Management in schwierigen Zeiten

Das aktuelle Risikoumfeld im Investment-Management
Seite 9

Sale and Purchase Agreements

Neueste Entwicklungen bei Unternehmenskaufverträgen
Seite 10

Venture-Capital-Markt

Gründerfreundlichere Konditionen für Venture-Capital-Investments
Seite 11

Fremdfinanzierungen

Eine Podiumsdiskussion über die Renaissance der Fremdfinanzierungen von LBOs
Seite 12

Die MUPET 2011 in Zahlen

Seite 15

Ankündigung/Impressum

Seite 16



Private Equity im Wandel

Frank Thiäner, P+P



Seit zwölf Jahren lädt P+P Pöllath + Partners zum Munich Private Equity Training, kurz MUPET, ein, um gemeinsam mit PE-Professionals und Beratern aller Fachrichtungen aktuelle Entwicklungen zu diskutieren.

So stand die diesjährige MUPET am 9. und 10. Juni vor allem unter dem Eindruck der regulatorischen Veränderungen für Private Equity, deren Umsetzung unmittelbar bevorsteht.

Am Freitag vor der Konferenz hatte der Rat der Europäischen Union die AIFM-Richtlinie verabschiedet, die nun vom deutschen Gesetzgeber innerhalb von zwei Jahren in nationales Recht transformiert wird. An mehr als 100 Stellen bestehen noch Vorbehalte für sogenannte Level-2-Maßnahmen. Benoît Le Bret, Berater der EVCA bei der EU, hat in seinem Eröffnungsbeitrag zu Recht eindrücklich geschildert, wie wichtig jetzt das Engagement jedes Einzelnen ist, damit die geplante europäische und nationale Regulierung ihr Ziel erreicht und dabei die Interessen der Stakeholder wahrt.

Auf der Transaktionsseite stand auch in diesem Jahr wieder die aktuelle europäische Praxis im Mittelpunkt. Ein hochkarätiges Panel aus deutschen und europäischen Fondsmanagern, Investmentbankern und Anwälten stellte die aktuellen wirtschaftlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen für PE-Transaktionen in Europa vor. Die Beiträge wurden durch Darstellungen der aktuellen Marktstandards in deutschen Unternehmenskaufverträgen und

zum gegenwärtigen Finanzierungsumfeld für Leveraged Buyouts in Deutschland bestätigt. Dem stellte unser indischer Gast Murali Neelakantan (Partner bei Khaitan & Co, Mumbai) eindrucksvoll die derzeitigen Akquisition- und Finanzierungsstrukturen für Private-Equity-Investments in Indien gegenüber.

Ein Highlight hatten wir uns in diesem Jahr für den Schluss der Konferenz aufgehoben: Der Extrembergsteiger Alexander Huber („Huberbuam“) berichtete über seine Einschätzung von „Risiko“ – und wie er gelernt habe, Risiko durch gute Vorbereitung zu beherrschen. Ein Interview mit ihm finden Sie am Ende dieses Magazins.

Ich wünsche Ihnen viel Freude bei der Lektüre und hoffe, dass wir uns bei der 13. MUPET vom 14. bis 15. Juni 2012 im Münchner Literaturhaus wiedersehen.

Frank Thiäner

Frank Thiäner ist Partner mit Schwerpunkt Private Equity bei P+P in München.

„Es ist erst Halbzeit.“

Halbzeit bei der AIFM-Richtlinie. Auf EU-Ebene verabschiedet, muss sie bis Mitte 2013 in nationale Gesetze umgesetzt sein. Parallel wird über die konkretisierenden Verordnungen (Level 2) auf EU-Ebene verhandelt. Nach anfänglichem Schockzustand habe sich die Branche doch noch gut geschlagen, sagt der im Auftrag der EVCA vermittelnde Jurist Benoît Le Bret im Gespräch mit P+P-Partnerin Patricia Volhard – doch die kommenden Monate werden nicht leicht.

MUPET magazin: Die AIFM-Richtlinie bringt umfassende Regulierung – eine Chance für die Branche?

Le Bret: Es hat gewisse Startschwierigkeiten bei allen PE-Häusern in der EU gegeben, aber wir können mit dem Ergebnis vorerst gut leben. Es war zum Beispiel ein taktischer Fehler der Branche, lange Zeit zu leise zu sein. Für mich lässt sich das in einem Bild zusammenfassen: Wenn ein fremdes Auto auf dein Grundstück fährt, solltest du darauf zugehen, gar draufspringen und versuchen, so nah wie möglich an den Fahrer heranzurücken, um ihn zu beeinflussen. Das Auto war 2008 der politische Ruf nach einer Gesetzesinitiative für die Beteiligungsbranche. Doch anstatt draufzuspringen, haben viele Private-Equity-Häuser in der EU das Auto zunächst ignoriert. Viele sind nach der Devise verfahren: „Politik? Ach, lasst uns in Ruhe, wir sind der private Sektor.“ Aber nichts ist privat, wenn die Politik das anders wahrnimmt. Wir leben in einer politischen Welt. Und in dieser ist Wahrnehmung ein Teil der Wirklichkeit. Unter dem Strich hat die Richtlinie der Branche einen Elektroschock verpasst.

Volhard: Das stimmt so für die deutsche PE-Branche nicht. Den Ruf nach vernünftiger Regulierung gibt es aufseiten der PE-Industrie hier schon spätestens seit der „Heuschreckendebatte“ im Jahr 2005. Die Branche wollte durchaus ein Gesetz, welches zum Beispiel die im Prinzip ja schon bestehenden strengen Transparenzregeln zugunsten der Investoren von PE-Fonds in einen gesetzlichen Rahmen gefasst hätte.

MUPET magazin: Die Politik fordert mit der



Richtlinie Transparenz auch zugunsten der Gesellschafter der Portfolio-Unternehmen und gegenüber den Behörden ein. Ist das begrüßenswert?

Le Bret: Natürlich ist das grundsätzlich in Ordnung. Aber wenn man mehr Transparenz will, dann muss man sie für alle gleichermaßen schaffen! Doch das war nicht der politische Plan.

Volhard: Ja, das stimmt. Das ist ein Problem der Richtlinie. Ein Private-Equity-Fonds ist ja auch nur ein Investor des Portfolio-Unternehmens. Es leuchtet nicht ein, weshalb ein solcher Investor im Hinblick auf sein Investment höheren Transparenzpflichten gegenüber Behörden, Mitgesellschaftern und Arbeitnehmern ausgesetzt sein soll als andere

MUPET magazin: Verlässlichkeit im Hinblick auf Fundraising-Aktivitäten ist das zweite große Ziel der Richtlinie. Ein EU-weit einheitlicher Pass für die Platzierung der Fonds soll dafür bürgen.

Volhard: Der Pass ist in vielerlei Hinsicht wichtig und erfreulich. Aber der Erwerb der Erlaubnis bedeutet natürlich für Manager bürokratischen Aufwand und zusätzliche Kosten. Es ist schon hart für größere Fondsmanager, die Vorgaben zu erfüllen – für viele kleinere ist es schier unmöglich. Das kann langfristig die Konsolidierung verstärken.

Le Bret: Der Pass ist wie ein Smartphone: Sobald dein Nachbar eins hat, brauchst du auch eins. Der Markt fordert den Pass. Es kann zum Beispiel sein, dass institutionelle Investoren nur noch in Fonds regulierter Manager investieren wollen; da aber der bürokratische Aufwand für kleinere Fondsmanager oftmals nicht zu stemmen sein wird, ist das in der Richtlinie verankerte „Opt-in“ für kleinere Fondsmanager oft keine Hilfe.

MUPET magazin: An welchem Punkt steht die Branche heute – und welcher Stand wäre in einem Jahr bei der MUPET 2012 wünschenswert?

Volhard: Ich habe das Gefühl, dass sich beide Seiten – die Beteiligungsbranche einerseits und die Politik andererseits – erst mal kennenlernen mussten. Sei es in Berlin oder Brüssel, die Stimmung bei den Gesprächen ist heute viel besser als vor drei Jahren. Es wird zugehört, man will sich gegenseitig besser verstehen. Von daher bin ich zuversichtlich, dass wir heute in einem Jahr auf nationaler Ebene mehr Klarheit haben werden.

Le Bret: Und hier lässt sich für die Zukunft anknüpfen: Private Equity hilft Mittelständlern beim Wachstum, rettet Firmen und baut sie wieder auf – siehe Ducati in Italien: ein Traditionsunternehmen und Teil der nationalen Kultur, gerettet und zu neuem Leben erweckt von einem Private-Equity-Fonds. Über solche Erfolge muss die Branche mehr reden!

Patricia Volhard ist Partnerin mit Schwerpunkt Fondsstrukturierung und Aufsichtsrecht bei P+P in Frankfurt.

Benoît Le Bret ist Partner bei der Kanzlei Gide Loyrette Nouel in Brüssel. Ehemals für die Europäische Kommission tätig, berät Le Bret heute im Auftrag der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) die EU in Fragen der AIFM-Richtlinie.



Private Equity – Nationale und internationale Entwicklungen

Matthias Bruse, P+P



Die elf Teilnehmer des Panels zum Thema „Private Equity – Nationale und internationale Entwicklungen“ zeigten sich insgesamt zufrieden mit der Entwicklung der Private-Equity-Transaktionen in den Jahren 2010 und 2011. Während vor allem die erste Hälfte des Jahres 2010 noch hauptsächlich von Secondary-Transaktionen geprägt gewesen sei, sehe man seit der zweiten Jahreshälfte 2010 wieder mehr Primary-Transaktionen am europäischen Markt, insbesondere im Bereich von kleineren und mittelständischen Unternehmen.

Viele Private-Equity-Investoren – auch amerikanische – seien im Jahr 2011 an den europäischen Markt zurückgekommen. Eine besondere Aktivität sei vor allem in Spezialsegmenten, wie im Medical- oder E-Commerce-Bereich, festzustellen. Die Finanzierung von Private-Equity-Transaktionen habe sich in den Jahren 2010 und 2011 gegenüber 2009 wieder deutlich verbessert. Dies gelte insbesondere für kleinere und mittelgroße Transaktionen. Die Fremdkapitalquote nehme wieder zu und liege am europäischen Markt derzeit bei ca. 50 bis 60 Prozent, wobei die Finanzierung zunehmend durch

mehrere Banken im Rahmen von Club-Deals sichergestellt werde.

Auch die Rolle des Managements habe sich verändert. Die Managementteams seien häufig bereits aus früheren Transaktionen mit Private-Equity-Strukturen vertraut und deutlich professioneller als noch vor einigen Jahren. Dies habe zu einer verbesserten und effektiveren Zusammenarbeit von Management und Private-Equity-Häusern geführt.

Bei den Unternehmenskaufverträgen gehe die Tendenz deutlich hin zu einer „Locked-Box“-Struktur mit einem Fixkaufpreis. Zudem seien die Verkäufer seltener bereit, Garantien und Freistellungen im Rahmen von Unternehmenskaufverträgen zu geben. Stattdessen finde ein Ausgleich eher über einen direkten Abzug vom Kaufpreis statt. Am britischen Markt lasse sich eine deutliche Tendenz zum Abschluss von M&A-Versicherungen zur Absicherung von Garantien und Freistellungen in Unternehmenskaufverträgen erkennen. Dies sei insbesondere darauf zurückzuführen, dass die Prämien für solche M&A-Versicherungen im Vergleich zu den Vorjahren signifikant gesunken seien. □

Über das Thema diskutierten: Francisco R. Aldavero (Araoz & Rueda), Burkhard Bonse (Quadriga Capital), Eric Cartier-Millon (Gide Loyrette Nouel), Alexander von Hachenburg (Ferber & Co.), Michael Hinderer (Altium Capital), Torsten Krumm (Odewald), Ian Martin (Macfarlanes), Philip Meyer-Horn (Greenhill), Michael Phillips (Apax), Clemens Schindler (Wolf Theiss) und Matthias Bruse (P+P), Moderation.

Indian PE Market – Opportunities & Challenges

Murali Neelakantan, Khaitan & Co



With the vibrant Indian economy and the explosive growth that many Indian companies are experiencing, and the bleak economic environment in the west, it is not surprising that VC and PE funds continue to be interested in India. PE investment in India was US\$ 8.2 billion in 2010 and US\$ 4.8 billion until May 2011, in line to beat the peak of US\$ 17.4 billion in 2007. Bain & Co estimates that about 120 funds are in the process of raising commitments for investing in India this year. This may look like a crowded market place but only if (i) there is lack of segmentation and differentiation amongst the investor community and (ii) investors not being credible with the value addition that they promise to bring with the money being invested.

Indian regulations that impose restrictions on the ownership of Indian entities by foreigners, pricing regulations which impose a floor and ceiling price on share transfers between Indian and foreign entities, and the Indian tax regime that is constantly changing have led to the establishment of offshore funds to invest in India. Many are registered with the Securities and Exchange Board of India as Foreign Venture Capital Investors which directly invest in Indian portfolio companies. However, there are a few who have domestic investors as well as international investors and a unified structure with a domestic Venture Capital Fund is becoming more common.

The Indian legal, regulatory and tax regimes are constantly reforming but continue to pose some challenges for PE investors at various stages of the life cycle of a fund. The lack of flexibility in pricing instruments means that complex structures have been developed to

implement very basic concepts like ratchets and earn outs. The classification of optionally convertible preference shares and debentures as debt together with restrictions on Indian companies borrowing from offshore entities has meant that an Indian PE fund is likely to have a competitive advantage over an offshore PE fund while competing for deals and the threshold of 15 percent shareholding (or voting rights) for a mandatory offer for listed companies and the absence of effective squeeze out rights seem to have deterred PIPE deals.

However, all these and the absence of local acquisition finance, limitations on companies' ability to return capital to shareholders, uncertainty in the enforceability of put and call options and delays in the enforcement of contracts in Indian courts have not deterred major PE players from prolific deal making. One only needs to look at the many successful investments and exits to know why, despite the challenges, India is the first choice for PE funds seeking growth opportunities. □

Murali Neelakantan is a partner at Khaitan & Co, a leading Indian law firm where he advises on all aspects of fund formation and investment.



Fremdfinanzierte öffentliche Übernahmen

Wolfgang Grobecker, P+P
Bernd Graßl, P+P

Der Markt für öffentliche Übernahmen hat sich in den vergangenen Monaten wieder stark belebt. Es sind Übernahmen börsennotierter deutscher Aktiengesellschaften sowohl durch strategische Wettbewerber als auch durch Private-Equity-Investoren zu beobachten. Trotz der nach allgemeiner Marktbeobachtung nicht allzu niedrigen Börsenkurse finden sich Übernahmeprämien von 20 bis 50 Prozent auf die maßgeblichen Referenzkurse.

Auch fremdfinanzierte oder zu einem wesentlichen Teil fremdfinanzierte öffentliche Übernahmen erleben einen Aufschwung. Die Banken sind wieder zur Transaktionsfinanzierung bereit, die Höhe der Zinssätze ist nicht mehr von der Unsicherheit der Finanzkrise geprägt. Dennoch stellt die fremdfinanzierte öffentliche Übernahme an alle Beteiligten – Bieter, Target, abgebende Großaktionäre, finanzierende Banken, Management – besondere Herausforderungen.

Die typische Transaktionsstruktur sieht eine Kombination aus Paketerwerb und öffentlichem Übernahmeangebot nach den Vorschriften des WpÜG vor sowie die Fremdfinanzierung der Übernahme und ggf. die Ablösung auch der bestehenden Finanzierung des operativen Geschäfts des Targets. Insbesondere zur Rückführung der Fremdfinanzierung erfolgen nach dem Abschluss der Transaktion regelmäßig Integrationsmaßnahmen, sei es in Form eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der Bieterin und dem Target, eines Squeeze-out der verbliebenen Minderheitsaktionäre oder einer Verschmelzung.

Sobald der Bieter den Kaufpreis je Aktie inklusive des gebotenen Premiums festgelegt hat, kann er die Höhe der erforderlichen Finanzierung überblicken. Fallen, wie nicht

selten, die akquisitionsfinanzierende Bank und der Aussteller der gesetzlich erforderlichen Finanzierungsbestätigung auseinander, hinterlegt die akquisitionsfinanzierende Bank den für die Zahlung des Kaufpreises an alle Aktionäre erforderlichen Betrag typischerweise auf einem Escrow Account bei dem Institut, das die Finanzierungsbestätigung ausstellt. Zu Sicherungszwecken wird die transaktionsfinanzierende Bank ein Pfandrecht an dem Guthaben auf dem Escrow Account fordern.

Von besonderer Bedeutung für das Target und seine Organe ist die ordnungsgemäße Abgabe der vom Gesetz geforderten begründeten Stellungnahme des Vorstands und des Aufsichtsrats zum Übernahmeangebot, insbesondere zur Angemessenheit des Kaufpreises. Diese können Vorstand und Aufsichtsrat typischerweise nicht selbst beurteilen. Sie bedienen sich daher einer sogenannten Fairness Opinion, die von Investmentbanken, zunehmend aber auch von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften ausgestellt wird. Hingegen ist nicht erforderlich, dass Vorstand und Aufsichtsrat eine vollständige Ertrags- oder Discounted-Cash-Flow-Bewertung des Targets in Auftrag geben, um ihre Stellungnahme abzugeben. Ist der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags geplant, sollte sich in der Stellungnahme jedoch der Hinweis finden, dass ein späteres Abfindungsangebot im Rahmen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags die Höhe des Angebotspreises über- oder auch unterschreiten kann. □

Wolfgang Grobecker ist Partner mit Schwerpunkt Corporate bei P+P in München. Bernd Graßl ist Associate mit Schwerpunkt Corporate bei P+P in München.

Asset-Management in schwierigen Zeiten

Franz Gaul, Max-Planck-Förderstiftung

Als Folge der vergangenen Finanzkrise weist das heutige Umfeld eine Reihe von makroökonomischen Gefahren auf. In der westlichen Welt gibt es neben inflationären eine Reihe deflationärer Tendenzen. Warum?

Erstens liegt das von den Notenbanken geschaffene Geld im Wesentlichen in den Bilanzen der Banken. Der Geldmengenmultiplikator hat sich im Vergleich zu den Vorkrisenjahren halbiert, und das G7-Kreditwachstum ist nach wie vor negativ. Zweitens haben sich die Kapazitätsauslastungen in den G7-Ländern und die Arbeitslosigkeit bisher nicht auf Vorkrisenniveau zurückgebildet. Steigende Löhne als ein wichtiger Faktor für die Entstehung von Inflation sind noch nicht zu beobachten. Drittens haben die in vielen Ländern aufgelegten Austeritätsprogramme einen negativen Effekt auf das Wachstum. Und viertens findet auf der privaten Seite ein Deleveraging-Prozess mit deflationärer Wirkung statt. Die Entwicklung der Immobilienpreise in einigen Volkswirtschaften, vor allem den USA, ist dabei von zentraler Bedeutung.

Die Argumente für Inflation sind monetäre Stimulation durch Ausweitung der monetären Basis und ein weiterhin sehr niedriges Zinsniveau. Doch die oben genannten deflationären Kräfte – Geldmengenmultiplikator, Arbeitslosigkeit, Sparprogramme – stellen kurz- bis mittelfristig ein erhebliches Gegengewicht zu einer möglichen Inflation dar.

Auswirkungen diverser Risiken auf einzelne Asset-Klassen können völlig unterschiedlich sein. Ein wesentlicher Punkt bei dem Aufbau eines Portfolios ist, dieses ausreichend zu diversifizieren.



Die Korrelationen zwischen den einzelnen Asset-Klassen haben zwar in den letzten Jahren deutlich zugenommen, dennoch bietet ein breit diversifiziertes Portfolio einen deutlichen Mehrwert (eingeschränkt in Systemkrisen – Korrelationen steigen). Ein weiterer wichtiger Punkt beim Aufbau eines Portfolios ist das Thema Risiko: Risiko ist nicht gleichzusetzen mit Volatilität, sondern mit dem permanenten Verlust des eingesetzten Kapitals. In Zeiten hoher Volatilität können sich interessante Investmentmöglichkeiten ergeben.

Für die Umsetzung der strategischen Asset Allocation bleiben sowohl der umsichtige Aufbau als auch das Monitoring eines diversifizierten Portfolios ein wichtiger Bestandteil. □

Franz Gaul leitet das Investment-Management der Max-Planck-Förderstiftung. Die gemeinnützige Stiftung wird von einer bundesweiten Initiative privater Förderer getragen, zu deren Stiftern auch Reinhard Pöllath, Partner und Mitbegründer von P+P, gehört.



Aktuelle Standards in Sale and Purchase Agreements

Oliver Triebold, Schellenberg Wittmer
Otto Haberstock, P+P



Echte „Standards“ bei Unternehmenskaufverträgen gibt es nach wie vor nicht. Zu individuell sind Sachverhalte und Verhandlungspositionen in jeder Transaktion. Gleichwohl bestehen bestimmte Usancen:

Derzeit spiegeln Unternehmenskaufverträge ein seit der Finanzkrise wieder stärker in den Vordergrund getretenes Risikobewusstsein der Käufer wider. Es finden sich unter anderem (wieder) Kaufpreisberechnungen auf der Basis von Closing Accounts, Earn-out-Mechanismen, Vollzugsbedingungen, Gewährleistungs- und Freistellungsregelungen sowie Mechanismen zur Besicherung möglicher Ansprüche des Käufers.

Bemerkenswert ist, dass bei der Kaufpreismittlung der vor der Finanzkrise allseits gängige Locked-Box-Mechanismus weiter häufig Verwendung findet. Diese Festpreismethode beinhaltet eine gewisse Einbuße an Berechnungspräzision gegenüber der Abrechnung auf der Basis von Closing Accounts. Dass sie sich dennoch auch in einer Zeit durchsetzt, in der Käufer eher um größtmögliche Präzision und Transparenz bemüht

sind, hat sicher mehrere Ursachen, wobei die wichtigste im unaufwendigen und damit wenig streitanfälligen Verfahren liegen dürfte.

MAC (Material Adverse Change)-Konzepte gehören derzeit ebenso (wieder) zum üblichen Transaktionsinstrumentarium. Als etabliert dürfte gelten, dass sie dem Käufer indes nur eingeschränkt Rechte gewähren, vom Vollzug der Transaktion im Fall sich verschlechternder Verhältnisse beim Zielunternehmen Abstand zu nehmen. So muss die Verschlechterung typischerweise im Zielunternehmen selbst eintreten und darf nicht in einem allgemein veränderten wirtschaftlichen Umfeld begründet sein. Darüber hinaus versuchen entsprechende Klauseln, das unbestimmte Konzept „material“, zum Beispiel durch Vereinbarung von Schwellenwerten, besser überprüfbar zu machen.

Eine Vielzahl von Investoren aus dem asiatischen Raum – vor allem aus China – sind mittlerweile mit angelsächsischen bzw. europäischen Transaktionsprozessen vertraut und nehmen auch an Bieterverfahren zunehmend teil. Hier liegt die Herausforderung häufig darin, Verkäufer gegen die besonderen Risiken aus einem Scheitern der Transaktion mangels Erlangung der erforderlichen Investitions- und Devisenausfuhrgenehmigungen zu schützen. □

*Oliver Triebold ist Partner mit Schwerpunkt M&A bei der Kanzlei Schellenberg Wittmer in Zürich.
Otto Haberstock ist Partner mit Schwerpunkt M&A sowie Venture Capital bei P+P in München.*

Gründerfreundlichere Konditionen im Venture-Capital-Markt

Andreas Schlenker, Partech Ventures
Christian Tönies, P+P



Es geht aufwärts im VC-Markt: 2010 konnte insgesamt eine Stabilisierung des Marktes in etwa auf dem Niveau des Vorjahres beobachtet werden. Der Aufschwung scheint sich 2011 fortzusetzen: In Bezug auf das Investitionsvolumen übertraf das erste Quartal den Vorjahreszeitraum deutlich.

Dieser Aufschwung spiegelt sich auch in den Marktkonditionen für VC-Investments wider. Die sich verschärfende Konkurrenz unter den Investoren führt zu gründerfreundlicheren Konditionen, gerade bei wesentlichen Vertragsbedingungen wie Liquidationspräferenzen oder Verwässerungsschutzklauseln.

So ist derzeit im Rahmen einer Frühphasenfinanzierung eine Tendenz hin zu einfachen „non-participating“ Liquidationspräferenzen der Investoren zu beobachten, jener Vertragsregelung bezüglich der Verteilung eines Exit-Erlöses, die an sich den Investor bevorzugt. Anders als in der Vergangenheit erhält der Investor demnach aus dem Veräußerungserlös vorab lediglich sein Investment zurück, allenfalls gering verzinst (vier bis fünf Prozent p.a.). Darüber hinaus ist häufiger eine Anrechnung dieses Vorabserlöses auf die weitere Verteilung

vorgesehen. In dieser Form stellen Liquidationspräferenzen lediglich einen Schutz des Investments vor einem schlechten Exit dar, während sich eine Rendite nur noch über einen guten Exit erzielen lässt. In „Later-Stage“-Finanzierungen, denen eine vergleichsweise hohe Bewertung zugrunde liegt, wird häufig seitens der Investoren eine „participating“ Liquidationspräferenz durchgesetzt. Der Investor erhält im Falle eines Exits sein Investment zurück und partizipiert gleichzeitig pro rata entsprechend seines Anteils.

Auch beim Verwässerungsschutz sind tendenziell gründerfreundlichere Klauseln zu beobachten. Kommt es im Rahmen einer nachfolgenden Finanzierungsrunde zu einer niedrigeren Bewertung des Unternehmens, führt dies theoretisch zu einer wirtschaftlichen Verwässerung des Erstrundeninvestors. Der ist in diesem Fall berechtigt, eine bestimmte Anzahl von Anteilen zu nominal nachzuzeichnen. Hier waren „Full-Ratchet“-Klauseln verbreitet, die zu einer Nachzeichnung auf Grundlage der niedrigeren Bewertung berechtigten. Zunehmend werden sie von „Weighted-Average“-Klauseln verdrängt, die auf die gewichtete Durchschnittsbewertung der Finanzierungsrunden abstellen.

Ob der Aufschwung im VC-Markt angesichts der Staatsschuldenkrisen anhält, bleibt abzuwarten. Die Verfügbarkeit von Wagniskapital wird auch in Zukunft wesentlichen Einfluss auf die Vertragskonditionen von VC-Investments haben. □

*Andreas Schlenker ist Principal bei der VC-Gesellschaft Partech International in Paris.
Christian Tönies ist Partner mit Schwerpunkt VC-Investments bei P+P in München.*



Die Renaissance der Fremdfinanzierung von LBOs

Andres Schollmeier, P+P



Vor zwei Jahren schienen Leveraged Buyouts (LBOs) nur noch von historischem Interesse zu sein. Doch diese Prognose hat sich nicht bewahrheitet. Heute erleben sie eine Renaissance. So lautet der Tenor auf dem Panel „Fremdfinanzierung von PE-Transaktionen“. Gerade die Banken sind erstaunlich gut durch die Finanzkrise gekommen. Sie haben sich das Geschäft nicht aus der Hand nehmen lassen, sondern ihre M&A-Finanzierungsteams bei den Restrukturierungen mitarbeiten lassen. Dazu kommt, dass der starke Aufschwung bei den Unternehmen verhindert hat, dass es für die Banken zu größeren Ausfällen in diesem Sektor kam. „Das beweist, dass sich das LBO-Finanzierungskonzept im Grundsatz bewährt hat“, sagte Thorsten Gladiator von der Commerzbank. Die Mezzaninefinanzierer und die Manager der Unternehmen mussten demgegenüber deutlich mehr unter den Folgen der Krise leiden.

2009 ging der Deal-Flow auf nahezu null zurück. Wenn Banken überhaupt zu Finanzierungen von neuen Transaktionen bereit waren, dann nur zu höheren Zinsen. Der Preis für Fremdfinanzierungen befindet sich noch immer auf einem relativ hohen Niveau. Und die

Banken sind bei der Vergabe der Kredite vorsichtiger geworden. „Zudem ist dies auch den erhöhten Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung geschuldet, die zu einer anderen Berechnung der Margen zwingen“, erläuterte Dagmar Hartmann von der LBBW. Obwohl sich am Markt eine hohe Liquidität zeigt und Deals noch rar sind, gibt es bisher nur eine geringe Preiskonkurrenz unter den Banken.

Der anstehenden Rückzahlungswelle in den Jahren 2013 bis 2015 für die vor der Krise ausgegebenen Kredite sahen die Diskutanten ohne Sorge entgegen. Vorkehrungen würden getroffen, wie beispielsweise die Laufzeiten zu verlängern oder Kredite durch andere Finanzierungsformen wie High-Yield-Bonds abzulösen. „Die Refinanzierung wird reibungsloser ablaufen, als viele erwarten, weil die Beteiligten entsprechend vorbereitet und die Unternehmen gut durchleuchtet sind und eine Abwicklung durch die Konsortialverbindungen deutlich einfacher ist, als dies bei Bondstrukturen der Fall wäre“, fasste Gerd Bieding von DC Advisory Partners die Situation zusammen.

Vorkehrungen für eine kommende Krise haben sich nach dem geltenden LMA-Standard in Deutschland aber nicht durchgesetzt. Die Themen Rangfolge und Verwertungsstrukturen sowie die Regelungen über Zustimmungserfordernisse innerhalb der Konsortien bleiben unangetastet, obwohl dies – und hier war sich das Podium einig – für zukünftige Restrukturierungen wünschenswert wäre. □

Über das Thema diskutierten: Gerd Bieding (DC Advisory Partners), Thorsten Gladiator (Commerzbank), Dagmar Hartmann (LBBW) und Andres Schollmeier (P+P), Moderation.

„Rückschläge sind normal.“

Es ist nicht leicht, Alexander Huber zu erreichen. Weite Teile des Tages ist der Mann offline. Draußen. Weg. Trainieren. Huber ist einer von wenigen Profi-Extremkletterern weltweit. Touren ohne Seil haben den 42-Jährigen und seinen Bruder unter dem Namen „Huberbuam“ berühmt gemacht.

Ein Gespräch über das Risiko, das Verschieben der eigenen Grenzen und den Aufbruch zu Neuem.



Huber: Indem ich die richtige Haltung zu Rückschlägen einnehme. Sie sind normal und gehören dazu! Kraft schöpfen lässt sich daraus, wenn Ausdauer und Selbstvertrauen stimmen. Und ich muss die Risiken richtig einschätzen.

MUPET magazin: Bergsteigen und Private Equity – was hat das miteinander zu tun?

Huber: Meine Erfahrung vom Bergsteigen lautet: Du musst immer an die Grenze, ans eigene Limit gehen – nur so kommst du weiter. Das gilt für den Berg genauso wie für das Büro.

MUPET magazin: Das klingt aber sehr kämpferisch?

Huber: Wer sich nur Projekte vornimmt, die er sowieso zu 100 Prozent beherrscht, kommt im Leben nicht voran. Wer nie ein Risiko eingeht, entwickelt sich nicht. Es braucht Pioniergeist, um einen Schritt weiterzukommen. Wer sich das nicht traut, wird nie wirklich Persönlichkeit entwickeln und führen.

MUPET magazin: Woher nehme ich den Mut, die Grenze zum Neuen immer wieder zu überschreiten?

MUPET magazin: Risiken einschätzen – das wollen wir doch alle?

Huber: Die Basis für den Umgang mit Risiken bilden Kompetenz und die richtige Vorbereitung. Je mehr ich kann, je besser ich vorbereitet bin, desto mehr Risiko kann ich eingehen. Denn Können und Vorbereitung wirken dem Risikopotenzial entgegen, sie verkleinern das Risiko und machen es beherrschbar. Um schwierige Situationen zu meistern, muss ich also vorab analysieren können – Risikopotenzial und Eintrittswahrscheinlichkeit gehören auf den Prüfstand.

MUPET magazin: Was genau verstehen Sie unter Risikopotenzial?



Huber: Eine Null-Risiko-Situation ist beispielsweise, Brezen beim Bäcker zu kaufen. Das ist alltäglich und es kann quasi nichts passieren. Ebenfalls alltäglich, ich traue es mir aber nicht zu: mein eigenes Auto zu reparieren. Der Kfz-Meister dagegen sagt: Wenn der mit 100 durch die nächste Kurve geht, werden die Bremsen funktionieren. Er hat die Kompetenz dazu. Und deshalb vertraue ich ihm. Und dann gibt es Dinge, die ein hohes Risiko bergen. Wo wir uns fragen müssen, ob das noch kontrollierbar ist.

MUPET magazin: Viele würden sicher sagen, dass gerade Steilwandtouren ohne Seil und Gurt so ein Fall sind ...

Huber: Das könnte man meinen, es stimmt aber nicht wirklich. Wir bewegen uns zwischen Brezenkauf oder 100 Prozent Risiko – bei allem dazwischen kann ich begrenzen. Dafür brauche ich dann je nach Fall umso mehr Kompetenz, Selbstvertrauen und ein gesundes Selbsteinschätzungsvermögen. Für das Bergsteigen bedeutet das: Körperliche Fitness und mentale Stärke müssen stimmen. Ich muss besonnen vorgehen und einen Plan haben. Dann ist auch eine Solo-Freikletter-Tour nicht waghalsig, sondern beherrschbar.

Das Selbstvertrauen ermöglicht es mir, in Extremsituationen handlungsfähig und konzentriert zu bleiben – keine Panik! Denn Panik lähmt. Für die Fitness brauche ich Vorbereitung, für den Überblick und die Handlungsfähigkeit eine Strategie. Sie ist umso besser, je mehr Erfahrung im Team vorhanden ist. Nehmen wir eine Bergexpedition über mehrere Tage. Die läuft umso besser, wenn ein alter Haudegen dabei ist, der die vorhandene Kraft richtig einzusetzen weiß. Dann lässt sich auch nachlassende Ausdauerfähigkeit ausgleichen.

MUPET magazin: Am Anfang erscheint manches Projekt riesengroß, kaum zu stemmen, voller Unwägbarkeiten. Wie gehen Sie da vor?



Huber: Schritt für Schritt – so kontrolliere ich ja auch das Risiko. Beim Klettern zum Beispiel reduziert sich die Welt für mich komplett auf diese Handlung, auf den nächsten kleinen Tritt, auf wenige Quadratzentimeter. Wenn ich unten beim Einstieg stehe, betrachte ich nicht das große Ganze, nicht die ganze Felswand. Als kleiner Mensch vor so einem großen Berg – von außen betrachtet ist es immer schwer. Die Leute sagen: Das ist unbeherrschbar. Sie wissen aber nicht um die Kompetenz, aus der heraus ich das mache.

Für mich ist außerdem wichtig: Ich muss wissen, wofür ich einen Berg, eine Wand in Angriff nehme. Das Restrisiko gehe ich nur dann ein, wenn ich unter dem Strich mehr herausbekomme, als ich eingesetzt habe – ideell betrachtet. Ich schaffe eine Seite im Buch meiner Erinnerungen. Es geht im Leben schließlich nicht nur um die Zahl der gelebten Jahre!

MUPET magazin: Vielen Dank für das Gespräch! □

Die MUPET 2011 in Zahlen

Angefangen im Jahr 2000 mit 57 Teilnehmern, hat sich

die Zahl mit diesjährig 267 Teilnehmern fast verfünffacht.

Es gab insgesamt 22 Beiträge von 53 Rednern, die von

28 Unternehmen aus 7 Ländern kamen und

insgesamt 8766 Anreiskilometer zurücklegten. Für die

270 Tagungsordner wurden 82890 Seiten Papier bedruckt.

Es wurden 562 Fotos gemacht und es gab 1 Sommerfest, bei dem

bis 3.15 Uhr morgens gefeiert wurde.



SAVE THE DATE

MUPET 2012 am 14. und 15. Juni im Literaturhaus München!



IMPRESSUM V.i.S.d.P.

P+P Training GmbH
Theatinerstraße 12
80333 München

www.pptraining.de

REDAKTION/KONZEPT

fischerAppelt, advisors GmbH
Infanteriestraße 11a
80797 München

www.fischerappelt-advisors.de

FOTO/GRAFIK

Birgit Wenzel
Ulmenweg 2
83071 Stephanskirchen

www.archfoto-grafik.de



MUPETmagazin 2011

www.pptraining.de

