

Britt Niggemann / Diethard B. Simmert

Unternehmensbeteiligungen als Anlageklasse – für welche Zielgruppen sind sie geeignet?

Im heutigen Niedrigzinsumfeld sind vermögende und weniger vermögende Anleger auf der Suche nach Kapitalanlagen, die eine Rendite oberhalb der Inflationsrate versprechen. Weder mit Tagesgeld noch mit bonitätsstarken Anleihen können derzeit reale Renditen erzielt werden. Deshalb weichen Anleger immer stärker auf andere Anlageklassen aus. Aufgrund der hohen Nachfrage haben Aktien, Anleihen und Immobilien in den letzten Jahren hohe Wertzuwächse verzeichnet und gelten teilweise als überbewertet.

Die relativ hohe Bewertung dieser Anlagen verstärkt den Wunsch, in weitere Anlageklassen zu investieren. Eine zunehmend gefragte Anlageklasse stellen Beteiligungen an Unternehmen, sogenanntes Private Equity, dar.

Im Gegensatz zu Aktien ist Private Equity nicht jederzeit handelbar und kann während der Laufzeit teilweise nur mit hohen Abschlägen verkauft werden. Diese

Illiquidität ist der Preis für die hohen Renditechancen.

Nur Private Equity zweistellig

Die Wertentwicklung verschiedener Anlageklassen wird in Abbildung 1 dargestellt. Hieraus ergibt sich, dass Beteiligungen an Unternehmen langfristig hohe Renditen ermöglichen. Werden die Renditen von verschiedenen Anlageklassen über einen Zeitraum von 20 Jahren betrachtet, verzeichnet nur der Private-Equity-Index einen zweistelligen IRR (Internal Rate of Return).

Im Fünf- und Zehnjahreszeitraum konnten immerhin mit Private Equity, Immobilien und US-amerikanischen Aktien zweistellige Renditen erzielt werden. Auffallend ist die außerordentlich gute Performance des Staatsanleihenindex mit 11,3 Prozent im Betrachtungszeitraum von einem Jahr. Dies ist auf den starken Rückgang

des Zinsniveaus zurückzuführen, der zu hohen Kurszuwächsen bei älteren Staatsanleihen geführt hat.

Unternehmensbeteiligungen stellen eine eigene, weniger mit den traditionellen Anlageklassen Aktien und Anleihen korrelierte Kapitalanlage dar. Da Unternehmensbeteiligungen, anders als börsennotierte Aktien, nicht täglich gehandelt und bewertet werden, unterliegen sie auch geringeren Wertschwankungen. Die fehlende Börsennotierung hat aus Anlegersicht jedoch den Nachteil, dass sie nicht jederzeit veräußert werden können. Das heißt, Beteiligungen sind von vornherein als langfristiges Investment anzusehen und nur für Anleger mit einem langen Anlagehorizont geeignet.

Möglichkeiten zur Beteiligung an Unternehmen

Anleger können sich über verschiedene Modelle an Unternehmen beteiligen, abhängig von der Höhe des Kapitaleinsatzes und der Bereitschaft, aktiv bei der Identifizierung, Prüfung und Führung von Unternehmensbeteiligungen mitzuwirken. Die Möglichkeiten fasst Abbildung 2 zusammen.

Schon mit einem kleinen Kapitaleinsatz von wenigen hundert Euro ist eine unternehmerische Beteiligung möglich. Allerdings kann weder beim Crowdfunding noch bei einer Investition über Private-Equity-Fonds Einfluss auf die Beteiligung genommen werden. Einen näheren Bezug zum Unternehmen, zum Beispiel über eine Beiratsfunktion, ist bei Club Deals oder Direktbeteiligungen denkbar.

Abbildung 1: Index-Renditen verschiedener Anlageklassen

Anlageklasse per 30. September 2019	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	20 Jahre
Cambridge Ass. Private Equity Index*	9,8%	15,5%	12,8%	14,5%	12,2%
Bloomberg Barclays Capital Government Bond Index	11,3%	3,2%	3,6%	3,9%	5,1%
MSCI Europe Index (net, in EUR)	5,7%	7,6%	5,4%	7,7%	3,8%
S&P 500 (in USD)	4,3%	13,4%	10,8%	13,2%	6,3%
MSCI World Index (net, in USD)	1,8%	10,2%	7,2%	9,0%	4,9%
Real Estate Index**	6,2%	9,3%	10,0%	10,4%	7,3%

* Horizon IRR nach Gebühren, Kosten und Gewinnbeteiligung des Managements (Carried Interest). Der Index berücksichtigt die Daten von 2.220 Private-Equity-Fonds, die im Zeitraum 1986 bis 2019 aufgelegt wurden.

** Horizon IRR nach Gebühren, Kosten und Gewinnbeteiligung des Managements (Carried Interest). Der Index berücksichtigt die Daten von 1.105 Immobilienfonds, die im Zeitraum 1986 bis 2019 aufgelegt wurden.

Quelle: Cambridge Associates Benchmark Statistics, veröffentlicht im Januar 2020



Beim Crowdfunding handelt es sich um die Finanzierung von Unternehmen über webbasierte Plattformen, die als Intermediäre zwischen Investoren und Unternehmen fungieren. Investoren sind vor allem Privatpersonen, die mit sehr geringen Beträgen in ein Projekt investieren. Verbreitet ist die Kapitalbereitstellung als partiarisches Darlehen mit Rangrücktrittsklausel. Statt oder neben einer festen Verzinsung für die Darlehensüberlassung wird eine variable Verzinsung vereinbart, die sich am Gewinn, Umsatz oder Verkaufserlös bei einem Exit orientiert.

Während die Plattform Seedmatch mit einer Renditeerwartung von 15 Prozent pro Jahr wirbt, gehen andere Plattformbetreiber von erzielbaren Renditen zwischen 5 und 7 Prozent pro Jahr aus. Anleger sollten eine Crowdfunding-Beteiligung sorgfältig prüfen, da die Ausfallraten in diesem Segment hoch sind. Gemäß Crowdfunder Marktreport 2019 sind bei der Finanzierung mittelständischer Unternehmen 11,8 Prozent der Investments ausgefallen beziehungsweise ausfallgefährdet. Im Segment der Start-up-Finanzierung sind sogar 29,6 Prozent ausgefallen beziehungsweise ausfallgefährdet.¹⁾ Crowdfunding ist aufgrund des geringen Mindestkapitaleinsatzes zwar für viele Investoren möglich, das Risiko aber vergleichsweise hoch.

Private-Equity-Fonds beteiligen sich in der Regel an 5 bis 20 Unternehmen. Da es ein professionelles Fondsmanagement gibt, muss sich der Investor nicht mit Identifikation, Prüfung, Beteiligungsstrukturierung und Überwachung der Portfoliounternehmen beschäftigen. Da das Kapital auf verschiedene Unternehmen gestreut wird, ist das Risiko, dass das Investment in einen Private-Equity-Fonds komplett ausfällt, gering. Durch die professionelle Auswahl und das Management der Beteiligungen wird zudem nur in Unternehmen investiert, die anspruchsvolle Kriterien erfüllen.

Bei Private-Equity-Dachfonds wird eine höhere Diversifikation erreicht, da der Dachfonds wiederum in mehrere Private-Equity-Fonds investiert. Bei den Dachfondsstrategien kann es sich sowohl um

breit diversifizierte als auch um fokussierte Strategien handeln. Der Anleger kann dadurch in viele Zielfonds mit unterschiedlichen Schwerpunkten investieren und eine sehr breite Streuung erreichen. Da bei Private-Equity-Fonds die Qualität der Fondsmanager einen hohen Einfluss auf die Rendite hat, können Dachfonds durch geschickte Fondsauswahl einen Mehrwert für den Anleger erzielen und hierdurch die Mehrkosten kompensieren.

Im Gegensatz zu aktiv gemanagten Aktienfonds kann man bei Private-Equity-Fonds aus Erfolgen in der Vergangenheit auch Erfolgsaussichten für neu aufgelegte Fonds ableiten: Private-Equity-Gesellschaften, die mit früheren Fonds hohe Renditen erwirtschaftet haben, schaffen dies höchstwahrscheinlich auch mit anschließend aufgelegten Fonds. Die Unterschiede zwischen den besten und den schlechtesten Fonds beziehungsweise der Abstand zwischen den sogenannten Top Quartile-Fondsmanagern und ihren schwächer performenden Pendanten sind über alle Investitionsstile und Regionen hinweg erheblich. Beispielsweise erzielten die im Jahr 2009 aufgelegten Top-Fonds einen IRR von 19,4 Prozent, das untere Quartil jedoch nur 7,6 Prozent. Noch größer ist die Differenz bei den 2016 aufgelegten Fonds: Während die Top-Gruppe einen IRR von 25,9 Prozent erreichte, belief sich der IRR des schwächsten Quartils nur auf 6,5 Prozent (Abbildung 3).

Große Unterschiede zwischen den besten und den schlechtesten Fonds

Im Durchschnitt konnte mit Private-Equity-Fonds im Zehnjahreszeitraum bis zum 31. Dezember 2018 ein IRR von 14,2 Prozent erzielt werden.²⁾ Je nach Anlage-schwerpunkt variierten die 10-Jahres-Renditen der Private-Equity-Fonds zwischen 15,5 Prozent bei Buyout-Fonds und 10,2 Prozent für Venture Capital. Die Dachfonds konnten trotz ihrer doppelten Kostenbelastung mit 11,2 Prozent eine höhere Performance erzielen als die Venture-Capital-Fonds.

Wichtiges Auswahlkriterium ist neben dem Track-Record der Gesellschaft die



Britt Niggemann

Partnerin, Institut für Wirtschaftsberatung, Dreieich



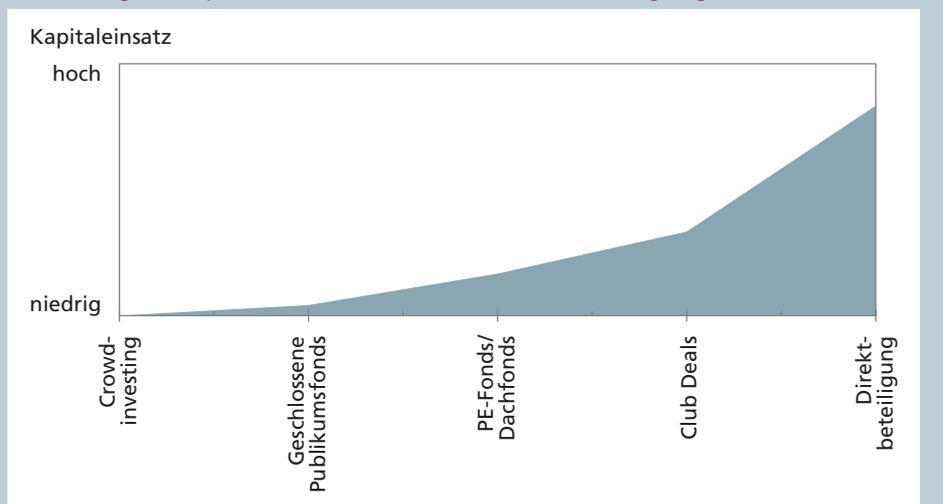
Prof. Dr. Diethard B. Simmert

Studiengangsleiter Finance & Management, International School of Management (ISM), Dortmund

Im Niedrigzinsumfeld sind Investoren und Anleger immer auf der Suche nach Anlagealternativen, die eine Rendite jenseits der Inflationsrate bieten, also eine positive Realverzinsung vorweisen. Zunehmend gesucht wird dabei laut den Autoren die Anlageklasse Private Equity. Diese bietet eine höhere Rendite, allerdings auf Kosten der Fungibilität. So sind diese Investments meistens eher langfristig ausgelegt und können auch nicht immer schnell aufgelöst werden, falls Bedarf besteht. Zudem erfordern manche Formen einen hohen Rechercheaufwand. Niggemann und Simmert stellen in dem Beitrag die verschiedenen Arten von Private Equity Investments, angefangen von Crowdfunding bis hin zur Direktbeteiligung, vor. Sie gehen dabei sowohl auf die Vor- als auch die Nachteile der Anlageklasse ein. Die Autoren weisen darauf hin, dass für diese Assetklasse vor allem bei einem Direktinvestment viel Spezialwissen nötig ist und es sich um einen intransparenten Markt handele. Wenn das für Investoren eine Hürde darstelle, gebe es aber noch die anderen Formen als Umweg. Dennoch bietet Private Equity Diversifizierungspotenzial und einen relativ hohen Ertrag für das Portfolio. (Red.)

Transparenz und Kostenstruktur des Fonds. Insbesondere bei geschlossenen Publikums-Fonds, die über Plattformen vertrieben werden und einen geringeren Mindestkapitaleinsatz erfordern, sind häufig hohe Ausgabeaufschläge (bis zu 5 Prozent) zu entrichten. Weitere Kosten sind Initialkosten (teilweise über 5 Prozent), jährliche Verwaltungskosten, Er-

Abbildung 2: Kapitaleinsatz bei Unternehmensbeteiligungen



Quelle: Diethart B. Simmert

folgshonorare und Transaktionsgebühren. Etwas geringere Kosten haben Private-Equity-Fonds, die erst ab einem Mindestkapitaleinsatz von 200 000 Euro angeboten werden. Ab diesem Betrag ist die Einstufung als „semiprofessioneller Investor“ möglich, für die geringere regulatorische Anforderungen gelten.

Private-Equity-Fonds und Private-Equity-Dachfonds haben typischerweise eine zeitliche Befristung von 10 bis 15 Jahren. In diesem Zeitraum werden Unternehmen erworben, weiterentwickelt und schließlich wiederverkauft, um den Anlegern das eingesetzte Kapital zurückzahlen. In diesem Zeitraum ist es schwierig und oft nur mit hohen Abschlägen möglich, Fondsanteile zu veräußern.

Gemeinsames Investieren kann den Aufwand senken

Ein weiterer Weg, in Private Equity zu investieren, sind sogenannte Club Deals. Hierzu schließen sich mehrere Investoren zusammen, die sich gemeinsam an Unternehmen beteiligen. Häufig wird dabei die Prüfung und Überwachung des Engagements durch einen Lead-Investor übernommen, sodass der Betreuungsaufwand für die übrigen Co-Investoren geringer ist. Im Vergleich zu klassischen Private-Equity-Fonds haben Club Deals größere Flexibilität, Mitspracherechte und sind

mit geringeren Kosten verbunden. Bei manchen Club Deals wird die Beteiligungsprüfung, Transaktionsstrukturierung und gegebenenfalls Fremdfinanzierung durch eine Managementgesellschaft durchgeführt. Damit profitiert der Investor von der fachlichen Kompetenz dieser Gesellschaft. Die Managementgesellschaft kann auch die laufende Überwachung und Berichterstattung über die Portfoliounternehmen erledigen, sodass der Investor zeitlich entlastet, aber dennoch gut über die Unternehmensentwicklung informiert

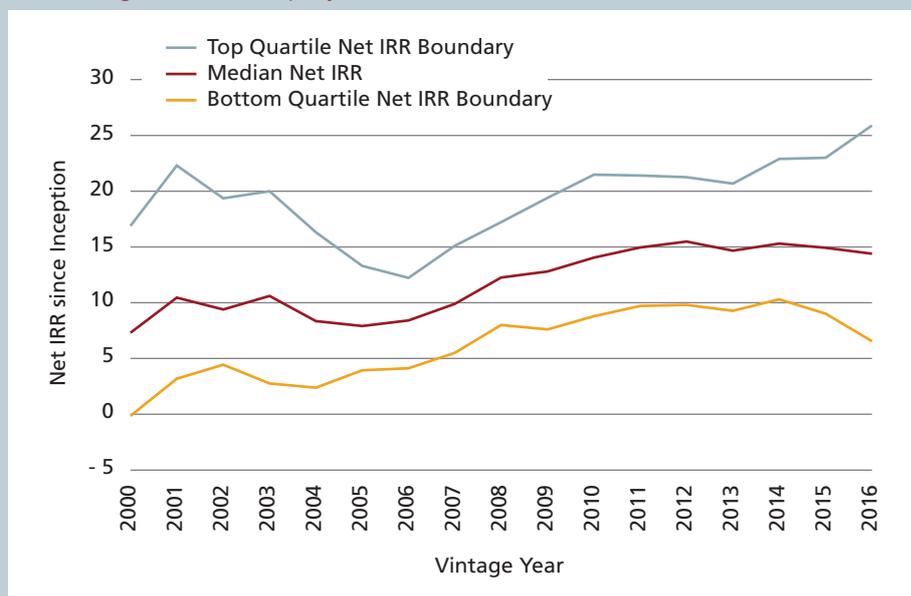
wird. Über Beiratsmandate oder über Zustimmungspflichten der Gesellschafter bei bestimmten unternehmerischen Entscheidungen ist ein gewisser Einfluss auf die Unternehmensstrategie möglich.

Club Deals verteilen das Risiko

Investoren in Club Deals sind vermögende und häufig unternehmerisch erfahrene Privatpersonen und Family Offices, die ihre Eigenmittel poolen und sich die Kosten und Risiken einer Beteiligung teilen. Die Beteiligungsdauer ist häufig zeitlich nicht befristet und es gibt keine Verpflichtung zum Exit. Typische Zielunternehmen sind mittelständische Familiengesellschaften, die eine Nachfolgesituation lösen möchten oder Wachstumskapital benötigen. Diese mittelständischen Unternehmen sind entweder zu klein für Private-Equity-Fonds oder bevorzugen langfristige Investoren, die spezielles Know-how und Netzwerke einbringen können.

Club Deals sind bei vermögenden Privatpersonen und Family Offices beliebte Instrumente, da der Kapitaleinsatz geringer ist als bei Direktbeteiligungen und das Risiko auf mehrere Investoren verteilt wird. Dadurch kann sich der Investor

Abbildung 3: Private Equity Internal Rate of Return (in Prozent)



Quelle: Preqin



leichter ein diversifiziertes Beteiligungsportfolio aufbauen.

Direkte Beteiligungen an Unternehmen ermöglichen dem Investor die größte Flexibilität und den stärksten Einfluss. Sie erfordern aber auch einen hohen Eigenkapitaleinsatz und umfangreiches Fachwissen für die Beteiligungsprüfung, -durchführung und -kontrolle.

Einer Untersuchung der WHU zufolge investiert rund die Hälfte (49 Prozent) der Single Family Offices im deutschsprachigen Raum in Direktbeteiligungen. Die Beteiligungen sind mit einer durchschnittlichen Haltedauer von 19 Jahren sehr langfristig angelegt. Single Family Offices haben im Durchschnitt in 13 Unternehmen investiert.³⁾

Für diese Direktbeteiligungen werden professionelle Strukturen benötigt. Die größeren Family Offices haben eigene Teams, die sich ausschließlich mit der Identifizierung, Prüfung, Erwerb und Überwachung von Unternehmensbeteiligungen befassen. Sowohl durch die professionelle Auswahl als auch durch die Unterstützung der Unternehmen können Erfolg und Rendite beeinflusst werden.

Family Offices mit einem eher langfristigen Zeithorizont

Während bei Unternehmenskäufen mit Kaufpreisen im Milliarden-Euro-Bereich teilweise zweistellige EBIT-Multiplikatoren bezahlt werden, liegen die Multiplikatoren im von Family Offices bevorzugten Small-Cap-Segment im einstelligen Bereich.⁴⁾ Family Offices bevorzugen den Kauf von etablierten Unternehmen, die häufig gemeinsam mit Führungskräften erworben werden. Die Führungskräfte – die in der Regel auch selbst investieren – übernehmen die operative Verantwortung. Die gesellschaftsrechtliche Unternehmensführung erfolgt gemeinschaftlich.

Bezüglich der Rendite gibt es weder bei Club Deals noch bei Direktbeteiligungen verlässliche Analysen. Hilfsweise kann man bei einem – nicht unüblichen – Kaufpreis in Höhe des achtfachen EBIT eine

Abbildung 4: Internal Rate of Return nach Fondstyp

Horizon	All Private Equity	Buyout	Venture Capital	Fund of Funds
1 Year to Dec-18	13,7%	12,8%	13,1%	15,4%
3 Years to Dec-18	14,1%	15,3%	7,7%	12,3%
5 Years to Dec-18	14,2%	15,1%	11,0%	13,3%
10 Years to Dec-18	14,2%	15,5%	10,2%	11,2%

Quelle: Preqin

Rendite von 12,5 Prozent ableiten. Eine mögliche Wertsteigerung durch Unternehmenswachstum ist hierbei nicht einkalkuliert, da Family Offices einen langfristigen Anlagenhorizont haben und nicht nach kurzer Haltedauer den Unternehmenswert durch Verkauf realisieren. Auch eine mögliche Erhöhung der Eigenkapitalrendite durch eine Kreditaufnahme zur Kaufpreisfinanzierung wird bei dieser Betrachtungsweise nicht berücksichtigt.

Unternehmensbeteiligungen mit einer Reihe von Vorteilen ...

Ergänzend sei erwähnt, dass auch Kapitalanlagen über börsennotierte Beteiligungsgesellschaften möglich sind. Hierzu werden direkt börsengehandelte Aktien von Beteiligungsgesellschaften erworben, welche jedoch auch den allgemeinen Kapitalmarktschwankungen unterliegen. Der Preis richtet sich nach Angebot und Nachfrage und nicht notwendigerweise nach dem tatsächlichen Wert des zugrunde liegenden Portfolios.

Vorteil dieser Gesellschaften ist, dass keine hohen Mindestanlagebeträge erforderlich sind und keine Abstriche bei der Liquidität dieser Investments hingenommen werden müssen. Zudem ist das Segment „Listed Private Equity“ über Exchange Traded Funds abbildbar, sodass damit eine Streuung auf verschiedene Gesellschaften erreicht werden kann. Im Durchschnitt der letzten 10 Jahre konnten Renditen von 14 bis 15 Prozent pro Jahr erreicht werden.⁵⁾

Mit Unternehmensbeteiligungen wird in eine weitere Anlageklasse investiert, die weniger mit den Anleihen- und Aktienmärkten korreliert und das Vermögen

noch breiter diversifiziert. Weitere Vorteile dieser Anlageklasse sind:

- reduzierte Abhängigkeit von den Schwankungen an den Kapitalmärkten,
- sichere Kapitalzuflüsse, wenn Unternehmensgewinne (teilweise) ausgeschüttet werden,
- Inflationsausgleich und Vermögensmehrung durch Unternehmenswertsteigerung,
- Förderung der Beteiligungsunternehmen durch Transfer von Know-how und Netzwerk,
- Aufbau eines individuellen Beteiligungsportfolios ermöglicht die Risikostreuung durch Beteiligungen an mehreren Unternehmen,
- gezielte Suche nach Beteiligungsmöglichkeiten erlaubt die Anlage in Unternehmen, die den Interessen des Investors entsprechen.

... aber auch mit einigen Nachteilen

Da mittelständische Unternehmer die Einbindung von Private Equity bei der Regelung der Unternehmensnachfolge zunehmend in Betracht ziehen, erhöhen sich auch für die Investoren die Möglichkeiten, attraktive Zielunternehmen zu erwerben. In 2019 traten in Deutschland bei immerhin knapp einem Viertel aller M&A-Transaktionen Finanzinvestoren als Käufer auf.

Als Nachteil von Direktbeteiligungen gelten vor allem die Langfristigkeit der Anlage und die teilweise hohen Kosten. Weitere negative Aspekte können sein:

Finden Sie jetzt
bei uns online
aktuelle Studien
rund um das
Kreditwesen.

[www.kreditwesen.de/
research](http://www.kreditwesen.de/research)

Ihr Anspruch ist
Expertenwissen.
Unserer auch!

Bleiben Sie mit
aktuellen Studien
zu spannenden Themen
immer nah am Markt.

- geringe Fungibilität, da kein börsentäglicher Verkauf möglich ist,
- hoher Prüfungs- und Verwaltungsaufwand und damit verbundene Kosten,
- Totalausfall möglich,
- gegebenenfalls Nachfinanzierungsbedarf,
- intransparenter Markt,
- Risikostreuung nur mit hohem Kapitaleinsatz erreichbar: Bei limitierten finanziellen Mitteln können nur wenige Beteiligungen erworben und somit eine geringe Diversifizierung erreicht werden.

Genaue Prüfung der Zielunternehmen für Erfolg unerlässlich

Trotz der zunehmenden Bedeutung von Private Equity im Mittelstand ist die Identifizierung und Bewertung von Zielunternehmen nicht unproblematisch. Privatinvestoren und Family Offices konkurrieren mit professionellen Private-Equity-Fonds. Dies treibt – neben den niedrigen Zinsen für Akquisitionsfinanzierungen – die Kaufpreise für Unternehmen in die Höhe. Zudem unterliegen viele Private-Equity-Fonds einem Anlagedruck. Allerdings bezahlen die Finanzinvestoren nicht jeden Preis. Auch sie sind vorsichtiger geworden und stellen sich auf wirtschaftlich schwierigere Zeiten ein.

Die Rendite von Unternehmensbeteiligungen ist abhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung der Portfoliounternehmen. Deshalb ist es unerlässlich, vor dem Erwerb einer Beteiligung das Unternehmen und sein Wettbewerbsumfeld genau zu prüfen. Bei Fonds übernimmt diese Aufgabe das Fondsmanagement, bei Direktbeteiligungen der Investor selbst.

Die Identifizierung, Ansprache und Prüfung von Unternehmen erfordert umfangreiches Spezialwissen. Der Markt ist intransparent, und manches Family Office steht zunächst vor der Aufgabe, einen hinreichend großen Deal Flow zu

generieren. Hierbei können M&A-Berater einen aktiven Beitrag leisten, indem sie gezielt Unternehmen ansprechen, die die Investitionskriterien des Family Offices erfüllen.

Sofern der Investor kein eigenes Team für Unternehmensbeteiligungen hat, kann er bei der Prüfung von Beteiligungen, den Verhandlungen und der Strukturierung der Transaktionen auf externe Berater zurückgreifen. Auch das laufende Beteiligungscontrolling sowie die Berichterstattung kann ein Berater erledigen.

Viele unterschiedliche Wege für Beteiligungen

Will der Investor nicht selbst im Investitionsprozess aktiv werden und an der strategischen Entwicklung der Beteiligungsunternehmen mitwirken, ist der Kauf von Anteilen an Private-Equity-Fonds eine Option, da das Fondsmanagement die Investment-, Controlling- und Berichtsaufgaben übernimmt.

Unternehmensbeteiligungen sind für Anleger eine weitere Anlageklasse, die das Vermögen diversifizieren und im Niedrigzinsumfeld noch relativ hohe Erträge versprechen. Allerdings sind Beteiligungen auch mit einem höheren Prüfungs- und Verwaltungsaufwand sowie teilweise hohen Kosten verbunden.

Während Crowdinvestments höchstens für Anleger mit geringem Kapitaleinsatz infrage kommen, steigen die Möglichkeiten mit zunehmendem Vermögen. Viele Investoren bevorzugen Club Deals, da sie hierbei das Risiko mit anderen Investoren teilen und eine breitere Risikostreuung erreichen.

Fußnoten

- 1) Crowdinvest Marktreport 2019, veröffentlicht im März 2020, S. 9
- 2) Preqin Quarterly Update: Private Equity & Venture Capital, Q3 2019
- 3) Studie Bierl, P. A., Schickinger, A., Leitterstorf, M. P., Kammerlander, N. (2018): Family Office, Family Equity und Private Equity – Unternehmerisches Investieren und generationsübergreifendes Unternehmertum. Vallendar: WHU, Institut für Familienunternehmen.
- 4) Vergleiche zum Beispiel Experten-Multiples Small-Cap, Finance Magazin, Januar 2020
- 5) Siehe Absolut Report 01 2020, S. 176