



Nils Seebach

GRÜNDER VON SPRYKER SYSTEMS, FACTOR-A, WALD & WIESE HOLDING UND
GESCHÄFTSFÜHRER VON ETRIBES CONNECT GMBH, Hamburg

NILS SEEBACH | ETRIBES CONNECT GMBH

Private Equity ist tot – lang lebe Private Equity

Was ist die Ursache dafür, dass viele Private Equity-Fonds im digitalen Zeitalter falsche Investitionsentscheidungen treffen und attraktive Anlagemöglichkeiten links liegen lassen? In disruptiven Zeiten helfen tradierte Bewertungsmuster nicht weiter, während die Kompetenz, verlockende Digitalkonzepte eingehend zu prüfen, vielerorts fehlt. Dabei sind die Aussichten für Fonds, die belastbare Prozesse für den Umgang mit digitalen Unternehmen mitbringen, alles andere als trüb: Nils Seebach zeigt Potenziale auf und skizziert die Grundsätze einer Digital-Due-Diligence, die des Namen würdig sind.

Unter einem „Opfer der Digitalisierung“ versteht man wohl für gewöhnlich den kleinen Fachhändler um die Ecke, der letztens seine Türen schloss, oder vielleicht eine jener vergilbten Warenhausketten, die nur noch mittels abenteuerlicher Dauerrabatte und betriebsbedingter Kündigungen mehr schlecht als recht überleben. Dabei vergisst man, dass vor allem Letztere eigentlich nur die sichtbare Hülle eines viel größeren Scheiterns darstellen. Denn hinter der bröckelnden Fassade des altgewohnten Einzelhandels werden tag ein, tag aus horrend Summen angelegten Kapitals vernichtet.

Es sollte uns großes Rätsel sein, warum Private Equity-Fonds nach wie vor unbekümmert Millionenbeträge in stationäre Handelskonzepte investieren, die unter den meisten Analysten zu Recht als nicht zukunftsfähig gelten. Zumal es an diesen Fonds nicht vorbeigehen kann, dass sich die betroffenen Bereiche ihrer Portfolios eher dürrig entwickeln. So sind Entscheidungen, solche Positionen zu behalten oder gar auszubauen, eigentlich nur dann nachvollziehbar, wenn man den Investment-Managern unterstellt, einen knallharten Optimierungsansatz zu verfolgen. Denn wer bei stationären Warenhäusern, Buchhandelsketten oder Reisebürobetreibern an einen Turnaround und eine Rückkehr zu reellem Wachstum glaubt, wäre schlicht falsch informiert.

Aber in sinkenden Schlachtschiffen, die links und rechts von digitalen Schnellbooten überholt werden, bringt selbst die konsequenteste Optimierung nichts mehr. Wir leben in radikalen Zeiten, in denen etablierte Geschäftsmodelle binnen kürzester Zeit untergehen können. Zwar dauert es manchmal etwas länger, als es übereifrige Tech-Evangelisten vorhersagen, bis der Kipp-Punkt erreicht ist: Dann geht alles aber viel schneller, als alle gedacht haben. Wer bei einer Investition in gefährdeten Industrien darauf setzt, in gewohnter Manier durch Einsparungsrunden und Effizienzinitiativen auf Jahre noch gute Ergebnisse zu erzielen, schraubt doch versonnen am Schiffsmotor der Andrea Doria herum.

■ Selten umgesetzt: Die GAFA-Analyse





Angesichts des Phänomens Disruption müssten Private-Equity-Fonds ihre Bewertungsmuster nicht nur um eine Komponente „Digitales“ ergänzen, sondern von Grund auf völlig überdenken. Am Anfang einer jeglichen Due-Diligence sollte jetzt immer eine GAFA-Analyse stehen. – Was heißt das?

Die allererste Frage auf dem Weg zu einer Investitionsentscheidung sollte immer und ohne Ausnahme sein: Wie stellt sich das Unternehmen in Bezug auf die Plattformen Google, Amazon, Facebook und Apple (kurz GAFA) auf? Denn diese beherrschen immer weitere Teile der Volkswirtschaft. Selbst, wenn bei ihnen kein Produkt oder Dienstleistung direkt gekauft werden (und das ist immer öfter der Fall), bestimmen sie, was Konsumenten – und zunehmend auch professionelle Einkäufer – an Angeboten zu sehen bekommen, wie sie diese bewerten und sogar was sie für möglich halten (siehe Abb. 1).

So muss immer geprüft werden, inwieweit das Geschäftsmodell des Unternehmens von diesen Plattformen angegriffen worden oder angreifbar ist. Handelt es sich etwa um ein Handelsmodell, das auf einer intransparenten Preisfindung beziehungsweise Produkt-Sourcing ausgebaut wurde? Wird dies bejaht, ist zu erwarten, dass Amazon und/oder Google *mehr Transparenz* in den Markt bringen werden. Die klassischen Handelsfunktionen – Ware einkaufen, von A nach B bringen, und dann an Kunden mit sattem Aufpreis verkaufen – reichen dann nicht mehr als Geschäftsmodell, weil die Kunden besagte Ware billiger und besser anderswoher beziehen werden. Zumal Kunden von den Plattformen

Disruption: Branchen aufbrechen und revolutionieren

Abb. 1

				
TELECOM & IT	Fiber	Apple Sim	WhatsApp	Cloud Drive
HEALTH	Calico	Health Kit	Move	Marketplace
RETAIL	Shopping express	iBeacon	Facebook „Buy“ Button	Grocery Delivery
ENERGY & UTILITIES	Smart home	Solar Power	Internet.org project	Fulfillment by Amazon
MEDIA & ENTERTAINMENT	Play	iTunes Radio	Oculus	Gamers Video platform
FINANCIALS	Wallet	Apple Pay	Friend-To-Friend Payment ¹	Payments API
MOBILITY, TRAVEL & LEISURE	Car	CarPlay	Messenger + Über integration	Media app for connected cars

Quelle: Etribes Connect GmbH Research / September 2018

zunehmend dahingehend erzogen werden, nach der Marke, nicht nach dem Händler zu suchen: Hat der stationäre Einzelhändler ein bestimmtes Produkt nicht, kann er dem Kunden keine Alternative anbieten. Dieser sucht nämlich – noch im Laden (auf dem Weg zum Ausgang) – auf dem Smartphone nach genau dem Produkt, das er haben will.

Hersteller mit gefragten Marken und Produkten haben es hier leichter. Allerdings funktionieren die GAFA-Unternehmen auch als Intermediär, wenn es um den Kundenzugang im B2C (und auch immer mehr im B2B) geht.

Hier ist zu evaluieren, wie genau das Unternehmen aufgestellt ist und welche Handlungsalternativen es zukünftig hat oder haben könnte. Kann beispielsweise der direkte Kontakt zu Kunden geknüpft beziehungsweise aufrechterhalten werden – oder wird bald ein Wegezoll an GAFA fällig? Und falls die Tech-Giganten den Kundenzugang im Digitalen komplett kontrollieren, wie ist die Strahlkraft der Marke und welche Marktmacht kann der Hersteller einsetzen, um nicht sämtliche Marge an die „Türsteher“ abgeben zu müssen?

Investoren müssen erkennen lernen, welche Hersteller besonders gut mit neuen Konsumgewohnheiten umgehen – und die Fähigkeiten entwickeln, den Zurückgebliebenen zu helfen.

Denn neben den Bedrohungen gehört es auch immer zu einer GAFA-Analyse, die Chancen des neuen Umfeldes genau zu betrachten. Wenn ein Hersteller beispielsweise bei Amazon Business noch nicht aktiv ist, dann kann hier bestens eine Vertriebsstrategie neu definiert und schnell neue Marktanteile erobert werden. So ist eine fundierte und fachkundige Ausführung dieser GAFA-Analyse unbedingt notwendig – nicht nur um Fehlinvestitionen auszuschließen, sondern auch um Potenziale aufzudecken. Zumal viele der besten Anlagemöglichkeiten durch und durch digitale Konzepte sind. Aber wer nicht einmal richtig versteht, welche Rolle so ein Amazon oder Facebook im heutigen Handel spielt, der kann ganz sicher nicht die Chancen eines neuen digitalen Player zuverlässig einschätzen.

■ Falsch ausgeführt: Digital Due Diligence

Das ist die andere Ebene der Problematik im Private Equity-Geschäft: Nicht nur werden Gefahren übersehen, die stationäre Schlachtschiffe bedrohen, sondern auch Investitionen in die digitalen Schnellboote der Zukunft gehen oft daneben. Es reicht nämlich nicht, das beträchtliche Renditepotenzial der digitalen Wirtschaft für sich zu entdecken, sich „digital investor“ auf die Fahne zu schreiben und sich dann auf irgendwelchen Pitch-Events präsent zu machen. Man muss Digital Business und seine Regeln im Detail verstehen, um das dort vorhandene Potenzial für sein Investment Portfolio realisieren zu können.

Allerdings stellt man bei Due-Diligence-Prozessen fest, die im Auftrag von Private Equity-Fonds durchgeführt werden, dass Fachwissen fehlt und so oft völlig am Wesentlichen vorbei analysiert wird. Da prüfen etwa Ernst & Young, KPMG & Co. doch ernsthaft digitale Geschäftsmodelle auf deren kurz- und mittelfristige Wirtschaftlichkeit und erstellen seitenweise Gutachten voller KPIs, die eigentlich nur von E-Commerce- und Online-Marketing-Experten evaluiert werden können. Diese werden aber nicht herangezogen, sondern es wadet ein glorifizierter Buchhalter durch die Kennziffern-Flut und stochert auf der Suche nach den Spuren

eines Unicorns wild darin herum. Als Beispiel, welche haarsträubende Fehleinschätzungen dabei herauskommen können, dienen Berichte, in denen im Verhältnis zum Umsatz fallende Marketing-Ausgaben mit der Skalierung des Geschäftsmodells begründet werden – jedoch ohne einen nennenswerten Anstieg der Wiederkäufer! Der Betreffende hat die Biet- und Auktionssysteme der digitalen Welt nicht verstanden, verfasst aber einen Report, auf dem Entscheidungen über neunstellige Investmentsummen getroffen werden.

Bei Marketingausgaben im Digitalen gilt fast ausnahmslos: Wer zuerst wegguckt, verliert. Hohe Spendings sind nicht nur die Regel, sondern auch oft die Voraussetzung, die kritische Größe zu erreichen, unter der es langfristig nicht funktioniert. Erst wenn die Zahl der Wiederkäufer signifikant ansteigt, ist ein Ende der Geldverbrennphase auch nur annähernd in Sicht. Solche Zusammenhänge müssen verstanden sein, sonst läuft man Gefahr, bei solchen Konzepten viel Geld zu verlieren.

Es ist immer wieder überraschend, dass Private Equity-Unternehmen substanzielles Geld für Financial- und Legal Due Diligence durch ausgewiesene Experten ausgeben, sich aber mit – offen gesprochen – amateurhaften Prüfungen von digitalen Kennzahlen zufriedene geben. Eine wirklich fundierte Digital Due Diligence durch ausgewiesene Experten sollte genauso zum Standardprogramm gehören, wie es finanzielle und rechtliche Prüfungen längst tun. Auch maybe-Einhörnern muss man ins Maul schauen – und die Zahnreihenfolge sollte man an der Stelle schon kennen.

Wie Private Equity-Fonds und Privatinvestoren den digitalen Wandel meistern können

Diese Bestandsaufnahme mag desolat klingen. Und das ist sie – gemessen an den Beträgen, die volkswirtschaftlich unproduktiverweise in todgeweihte Branchen fehlgeleitet werden. Und auch gemessen an der Bedeutung von Private Equity für gesellschaftlich wichtige Akteure wie Versicherungen und Rentenkassen, die auf gesunde Erträge angewiesen sind. – Die Situation ist aber keineswegs hoffnungslos. Im Gegenteil: Die Expertise, die heute bei vielen Fonds fehlt, ist auf dem

Markt verfügbar. Und die Leistungsbilanzen für Private Equity-Fonds, die nicht nur auf die Digitalisierung reagieren, sondern sie sich proaktiv zunutze machen, sind ausgesprochen gut. Nachfolgend sollen Lösungsansätze aufgezeigt werden.

Betrachten wir zunächst den Fall einer Investition in ein Unternehmen, bei dem *digitales Optimierungspotenzial* vorhanden ist, bevor wir in einem zweiten Schritt genauere Angaben dazu machen, wie eine wirklich belastbare *Digital-Due-Diligence* aussehen könnte, die auf Akquisitionen im Tech-Sektor angewandt werden kann.

■ Digitalisierung eines bestehenden Marktteilnehmers

Im ersten Szenario hat die oben beschriebene GAFA-Analyse ergeben, dass Unternehmen A – sagen wir: ein klassisch deutscher, in einigen europäischen Ländern aktiver Mittelstandshersteller im B-to-B-Geschäft – gute Chancen hat, im digitalisierten Umfeld zu überleben. Es fehlt lediglich eine klare Strategie dafür, wie in Zukunft Kunden online akquiriert und bedient werden können. Einer Investition steht deswegen nichts im Wege – im Gegenteil: Hier ist Potenzial vorhanden – und der Fonds kauft sich ein. Neben der normalen Optimierung, die Gesellschafter nach einer Beteiligung durchführen, gibt es dann drei Digitalisierungsschritte, deren Umsetzung Private Equity-Akteure prüfen sollten, um die Leistungsfähigkeit des Unternehmens zu erhöhen und seine Zukunftsaussichten zu sichern.

1. Digitalisierung der Prozesse

Hier ist das oberste Ziel die Steigerung der Effizienz im bisherigen Handeln des Unternehmens. Ein einfaches Beispiel wäre die Umstellung der Bestellprozesse von Telefon/Fax auf ein Online-Shop oder andere E-Commerce-Lösung (App, Portal, usw.). Neben einer solchen optimierten Bestellabwicklung können digitale Methoden oft auch andere Kernbereiche wie Kundendaten-Management und Marketingprozesse verbessern. So kann ein zeitgemäßes Customer-Relationship-Management-System (kurz: CRM) in Kombination mit grundlegenden Online-Marketing-Maßnahmen die Effizienz eines bestehenden Sales-Teams deutlich verbessern und außerdem für die neuen Private Equity-Gesellschafter deutlich mehr Transparenz und ein verbessertes Reporting schaffen.

Zum Thema Transparenz: Durch digitales internes Sourcing können die Aufwände unterschiedlicher Unternehmensbereiche oft viel verständlicher nachvollzogen und der Einkauf insgesamt deutlich verschlankt werden. Auch im Personalwesen und in operativen Bereichen schlummern vielerorts Potenziale, die durch die Digitalisierung zum Leben erweckt werden können. So kann die Personalsuche durch Software-Lösung effizienter und reichweitenstärker gestaltet werden – mit dem erfreulichen Ergebnis, dass auch die Qualität und Eignung der angeworbenen Mitarbeiter oft steigt. Auch die Kommunikation und Kooperation unter Mitarbeitern gewinnt mit der Einführung der passenden digitalen Werkzeuge – etwa zur Teilung und Bearbeitung von Dokumenten – erheblich.

Ferner kann die Produktentwicklung durch Online-Kundenfeedback und digitale oder digital gestützte Produkttests verschlankt sowie verbessert werden. Bei einigen Unternehmen ermöglicht ein neuer Kommunikationskanal erstmalig hilfreiche Rückmeldungen in großer Anzahl und löst neue Erkenntnis- und Entwicklungsschübe aus.

Die Liste könnte hier beliebig weitergeführt werden: Die Potenziale der Digitalisierung sind zwar je nach Branche und Unternehmen unterschiedlich, aber fast immer vorhanden. Bei der Umsetzung wird im ersten Schritt vor allem an Effizienz gewonnen. Längerfristig kann sie allerdings einen tiefgreifenden Wandel im Unternehmen auslösen, der ihre Leistungsfähigkeit und Positionierung der Konkurrenz gegenüber beträchtlich erhöht.

Die Herausforderung dabei ist es sicher, die richtigen Werkzeuge zu wählen und ihre Implementierung erfolgreich umzusetzen (und gerade daran sind viele Unternehmen auch mit den kleinsten Projekten gescheitert). Doch der Aufwand lohnt sich – nicht nur um der Effizienz willen, sondern auch als erster Beitrag zum Mentalitätswandel, den jedes Unternehmen zukünftig brauchen wird, um langfristig am Markt zu bestehen.

2. Digitalisierung einzelner Geschäftszweige

Nach der Optimierung von Unternehmensprozessen mit digitalen Werkzeugen und Methoden steht im nächsten Schritt die vollständige Digitalisierung ein-

zelner Geschäftszweige an. Die Transformation ist hier um einiges tiefgreifender und erstreckt sich auch über die Grenzen des eigentlichen Unternehmens hinaus. Durch Digitalisierung lassen sich traditionelle Wertschöpfungsketten erheblich optimieren. Diese Optimierung kann zum Beispiel den Anschluss von Zwischenhändlern und den damit verbundenen Aufbau eigener Kapazitäten im Unternehmen beinhalten. So könnte ein Hersteller, der wichtige Marktplatzkanäle wie Amazon Business bislang nur über Zwischenhändler bedient, diese anschließen und ihre Erfahrungen als Vendor (Verkäufer) selber auch im eigenen Unternehmen verankern.

Eine solche Kooperation erweitert oft den Kundenkreis und entfaltet nicht selten eine beachtliche Durchschlagkraft in den Verkaufszahlen. Noch häufiger besteht der Effekt allerdings lediglich darin, eine sinkende Umsatzentwicklung zu stoppen und den Absatz durch die Digitalisierung zu stabilisieren – was schon durchaus als Erfolg gewertet werden darf. So kann jedenfalls eine gelungene Digitalisierung bestehender Wertschöpfungsketten ganze, bis dato chronisch ertragschwache Geschäftsbereiche grundsanieren und zu deutlich verbesserten Ergebnissen führen.

Auf Produktebene kann es darum gehen, bestehende Artikel digital aufzurüsten: Vor allem Hersteller von mechanischen Gütern lassen oft zusätzliche Wertschöpfung durch digitale Applikationen völlig außer Acht. Obwohl es oft bereits compatible Lösungen auf dem Markt gibt. Hier könnte eine Kooperation mit der (oft jungen und kleinen) Urheberfirma eingegangen werden, die für die Ausstrahlung des Produktes auf dem Markt in einem kurzen Zeitraum vieles bewirken kann.

3. Digitales Neugeschäft

Die dritte – und sicherlich anspruchsvollste – Stufe der Digitalisierung besteht darin, völlig neue Bereiche zu etablieren, die einen erheblichen Wertezuwachs für das Unternehmen darstellen können. Das kann einerseits über den gezielten Zukauf von jungen Unternehmen erfolgen oder aber durch Aufbau in Eigenregie. Dabei müssen neue digitale Geschäftsfelder nicht immer extrem komplex sein. So könnte ein B2B-Unternehmen zum Beispiel über einen neuen digita-

len Vertriebsweg auch Endverbraucher mit neuen Produkten beziehungsweise neuen Produktversionen oder -stückelungen erreichen. Der Aufwand ist (Betonung auf:) vergleichsweise gering und das Potenzial erheblich.

Digitales Neugeschäft kann auch Passiva aus dem alten Geschäft in digitale Aktiva umwandeln. Gesetzt den Fall, dass das Unternehmen eine R&D-Abteilung unterhält, die zwar ständig über Innovationen publiziert, aber bislang als reines Kosten-Center gesehen wird. In einem Google-Umfeld kann ein solcher Unternehmensbereich zu einer wahren Goldgrube werden, wenn der Katalog der Publikationen für andere online abrufbar ist: Steigert das doch die Sichtbarkeit des Unternehmens – und damit indirekt den Umsatz.

Wenn sie erfolgreich erklommen wird, hat diese dritte und am weitesten fortgeschrittene Stufe der Digitalisierung drei äußerst positive Effekte aus Private Equity-Sicht:

Steigerung des Firmenwertes: Digitales Neugeschäft kann ein Unternehmen nachhaltig wettbewerbsfähiger machen und dadurch seine Bewertung gegenüber Konkurrenten deutlich erhöhen.

Erschließung neuer Märkte: Neue Produkte führen oft zur Erschließung neuer Märkte. So können beispielsweise im besten Fall durch neue, relevante Produkte international weitere Märkte erschlossen werden, die vorab sowohl sortimentsseitig unerreichbar waren. Das bedeutet Wachstum.

Generierung neuen Wissens: Entdeckungen und Erkenntnisse ermöglichen es Unternehmen, schnell auf neue Kundenwünsche zu reagieren und können so signifikant dazu beitragen, Produkte und Dienstleistungen kundengerechter und daher ansprechender zu gestalten. Langfristig sichert das die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens.

Fazit: Erst wenn ein Investor eine übergeordnete Strategie sowie einen konkreten Plan für die Digitalisierung hat, kann er diesen auch in seine Finanz- und Bewertungsmodelle einfließen lassen und zu einem angemessenen Preis mit fundierten Gewinnaussichten in ein Unternehmen einsteigen.

Daher sollte das hier beschriebene dreistufige Vorgehen bereits während der Due-Diligence strategisch überlegt werden. Spätestens bis zur Akquisition muss dann ein möglichst genau ausgearbeiteter Plan vorliegen.

Evaluierung der Führungspersonen im Unternehmen

Ein weiterer wichtiger Aspekt, der in allen drei Stufen eine Rolle spielt, ist eine genaue Evaluierung der Führungspersonen im Unternehmen. Hier sollte zumindest ein digitaler Experte im Management-Team vorhanden sein: Falls ein solcher nicht schon zur Mannschaft gehört, sollte der Fonds als erste Amtshandlung nach der Beteiligung dafür sorgen, dass eine geeignete Person dort installiert wird. Fehlt in der Unternehmensleitung der Wille zur bedingungslosen Digitalisierung oder wird die Vorbereitung darauf nicht mitgetragen, ist sogar ein Austausch des Management-Teams notwendig. Bisherige Erfolge und andere Qualitäten dürfen hier nicht den Blick dafür verstellen, dass es nun darum geht, die Wettbewerbsfähigkeit und damit den Wert des Unternehmens nicht zu gefährden. – Wer im heutigen Umfeld die digitale Optimierung seiner Beteiligungen nicht priorisiert, lässt einen der wirkungsstärksten Hebel auf Umsatz- und Ertragsseite unberührt.

■ Digital-Due-Diligence eines neuen Marktteilnehmers

In fast allen Bereichen der Wirtschaft werden mittlerweile die digitalen Wachstumschancen als Begründung für jede Übernahme eines Start-ups beschrieben. Doch mit Beteuerungen auf Pressekonferenzen ist es nicht getan. Der Investor muss nicht nur seine Krawatte ablegen und mit einem T-Shirt-Träger ernsthaft verhandeln, sondern auch wirklich zuverlässig abschätzen können, ob die dem Business-Plan des jungen Unternehmen zugrunde liegenden Annahmen wirklich stimmen. Oft aber lassen sich Käufer und Investoren genauso von angeblichen Erfolgsaussichten im digitalen Geschäftsfeld blenden, wie das zahlreiche unterinformierten Journalisten und Digital-Influencer tun. Mit dem Unterschied, dass letztere selten auch nennenswerte Beträge zu verpressen haben. Euphorie und Angst haben gemeinsam, dass sie die denkbar schlechtesten Berater sind.

Statt der vom Übernahmeobjekt selbst angefertigten Slides sollte eine professionelle Digital-Due-Diligence auf der Basis von harten Zahlen und einer fundierten Marktexpertise treten. Die Essenz dieser Prüfungsbemühungen werden in zwei Bereiche unterteilt, um zu verdeutlichen, wo die wirklichen Knackpunkte in der Beurteilung eines digitalen Unternehmens liegen.

1. Die Bewertung der Aussichten vom Unternehmen

Die Analyse der digitalen Marktchancen eines jungen Unternehmen fängt grundsätzlich bei der Wertschöpfungskette in der Kundenakquisition an. Denn Aufwände für technologische Entwicklung, Forschungsarbeit und operative Kosten sind meist im Verhältnis zu den Kosten für Kundenakquise sehr überschaubar. Erst in der Kundengewinnung müssen ordentliche Mittel fließen – und das ist an und für sich nichts Schlechtes, bedeutet aber, dass hier besonders genau hingesehen werden muss.

In der Akquise ergibt sich eine einfache Formel aus Kosten der Kundengewinnung im Verhältnis zum erzielten Warenkorb und der Wiederkauftrate. Ist das Verhältnis gut, ist das Unternehmen schon gut aufgestellt. Deshalb „mogeln“ Unternehmen und Business-Plan-Schreiber genau innerhalb dieser Formel. Hier werden dann a) sinkende Marketingausgaben über Zeit (richtig wären in den meisten Fällen 20-30% Verteuerung) angenommen oder b) unrealistisch hohe Conversion-Rate Optimierungen über einen Zeitraum X oder aber c) nicht erklärbare Wiederkaufraten angenommen.

Oft werden vor allem diese Werte von Käufern nicht richtig berechnet und geprüft. Das erkennt man immer an Unternehmen, in denen innerhalb kürzester Zeit eine Finanzierungsrunde nach der anderen gedreht wird. Hier werden immer wieder Pläne verfehlt, weil die realen Finanzierungsbedürfnisse nie korrekt bestimmt werden. Dann müssen Käufer erhebliche finanzielle Mittel nachschießen und die ökonomischen Berechnungen für die Übernahme oder Beteiligung werden völlig ausgehebelt.

Durch die hohe Anzahl von digitalen Modellen, die sie entweder beurteilen oder selber operativ betreuen, haben ausgewiesene Experten hier eine hohe

Datendichte, die es ihnen ermöglicht, unrealistische Angaben und Annahmen zu enttarnen. Im Zweifelsfall sollten sie also bei Marketingerfolgsrechnungen zu Rate gezogen werden.

2. Die Bewertung der Exit-Optionen

Der üblicher Zeitraum für eine Beteiligung oder Übernahme in Private Equity beträgt fünf bis sieben Jahre. Insofern gilt es, die Chancen für einen gelungenen Ausstieg nach maximal sieben Jahren zu bestimmen. Und diese Chancen sind – solange folgendes halbwegs stimmt – weder von derzeitigen finanziellen Kennziffern, User-Zahlen noch sonstigen Metriken abhängig, sondern maßgeblich vom gewählten Business-Model.

Generell haben reine Online-Händler die schlechtesten Karten: Im GAFA-Umfeld werden sie nur in den allerwenigsten Fällen ein längerfristiges Auskommen neben Amazon & Co. finden können. Das Beispiel von *Jet.com* sei hier erwähnt, ein Unternehmen, welches mit der waghalsigen Ansage, Amazon im Online-Handel Konkurrenz machen zu wollen, vielen Großinvestoren erhebliche Mittel entlockte – und diese dann verbrannte, ohne sich nennenswerte Marktanteile sichern zu können. Wenn jedoch ein Online-Händler realistisch darlegen kann, wie es auch zum Hersteller werden will – spricht: eigene, nicht austauschbare Ware anbieten kann – verdient das Unternehmen eine positivere Exit-Bewertung als wenn es als reiner Händler bestehen möchte.

Darüber hinaus gehört zur Exit-Chancen-Bewertung eine Abschätzung der aktuellen Marktentwicklung. Hier stellen sich E-Commerce-Experten Fragen und entwerfen verschiedene Szenarien: Wie wird sich zum Beispiel *Zalando* im Vergleich zu *Etsy* entwickeln? Welchen Marktanteil haben *Zalando* und *Amazon* in welchen Segmenten bis 2025? Was heißt die zunehmende Personalisierung im Online-Handel für das zu prüfende Geschäftsmodell? Durch diese verschiedenen Brillen gelingt eine nuancierte Sicht darauf, welche Eigenschaften und Entwicklungen innerhalb des Geschäftsmodells eher nachhaltig sind.

Gemessen an ihrer Bedeutung ist der Aufwand für eine solche Digital-Due-Diligence meist überschaubar. Es kommt in vielen Fällen eher auf das „wer“ denn

auf das „wieviel“ an. Denn nach wie vor werden die meisten Due-Diligence-Fragen von den großen Prüfungsgesellschaften geklärt, die allerdings in den oben genannten Punkten meist nur sehr theoretische Erfahrung mitbringen und daher keine fundierte Einschätzung zu den Annahmen der einzelnen Aspekte geben können (oder: geben sollten). Daher lohnt es sich, eine zusätzliche Einschätzung von einem digitalen Experten einzuholen, um klar darzustellen, wo Probleme innerhalb des Geschäftsmodells liegen und Fehlannahmen im Business-Plan zu finden sein können.

Der ideale Private Equity-Fonds

Angesichts der Tatsache, dass ohne digitale Kompetenz weder in vielversprechenden Start-ups noch in herkömmliche Geschäftsmodelle investiert werden kann, sind Private Equity-Fonds gut beraten, ihre bestehenden Strategien und Vorgehensweisen wie oben umrissen, anzupassen.

Wagen wir aber zur Verdeutlichung der Herausforderungen ein Gedankenspiel: Was, wenn wir einen völlig neuen Fonds auf der grünen Wiese konzipieren? Wie würde so ein ganz neuer Private Equity-Fonds mit einer fundierten digitalen Strategie aussehen?

■ Das Team

Im Gegensatz zur Aufstellung der meisten Fonds heute wäre die Anzahl von MBAs und Finanzexperten im neuen Team auf ein Paar Deal-Maker mit Fokus auf Umsetzung der Deals beschränkt. Diese können dann die auf Finanzierung sowie Fusionen und Übernahmen spezialisierte Anwälte fachkundig steuern und dafür sorgen, dass die klassischen M&A-Regeln beachtet werden – vor allem in Bezug auf die Verhandlungsführung. Das restliche Team würde sich auf Deal-Sourcing und Portfolio-Arbeit konzentrieren – und benötigt keinen Finanzhintergrund. Vielmehr sollten diese Mitarbeiter genau verstehen, wie ihre jeweiligen Fachbereiche durch die Digitalisierung beeinflusst werden. Am besten würde hier eine Reihe von Unternehmern aus der digitalen Branche rekrutiert werden, die alle wenigstens einen erfolgreichen Exit von einem eigenen digitalen Unternehmen erzielt haben.

Wie man die wohl ködern kann? Im Gegensatz zur amerikanischen Start-up-Szene sind die Exit-Erlöse für die meisten Gründer in Deutschland relativ überschaubar. Auch wollen die meisten weiterhin operative Herausforderungen meistern. Ein Team für einen finanzstarken Private Equity-Fonds kann also durchaus rekrutiert werden.

■ Das Deal-Sourcing

Oft bleibt bei Private Equity-Deals die Kreativität im Deal-Sourcing auf der Strecke: Nach wie vor entstehen die meisten M&A-Abschlüsse immer noch über Kontakte und Golfclub-Runden. Anstelle einer vernünftigen Analyse auf fundierter Basis werden persönliche Empfehlungen sowie überbeuerte und veraltete Daten aus Factset, Bloomberg, Reuters und anderen den Finanzexperten vertrauten, bezahlten Tools gewonnen. Dabei können allein über Google-Trends und ähnliche allen zugängliche Engines Unmengen an Daten auf x-beliebige Arten und Weisen analysiert werden. Ebenfalls zum Repertoire eines wirklich digitalen Investmentmanagers sollte eine Reihe von Fachblogs, Twitter Accounts und anderen digitalen Informationsquellen gehören.

■ Die Abschlüsse

Wie oben geschrieben müssen Verhandlungen, Finanzierung und Abschlüsse weiterhin von bestens qualifizierten M&A-Experten durchgeführt werden. Ansonsten sollte beim Deal selber aber nicht nur die Finanzstruktur im Vordergrund stehen. Denn guten digitalen Konzepten stehen heute mehr Finanzierungsmöglichkeiten gegenüber, als dies noch vor 10 Jahren der Fall war. So sind erfolgsversprechende Start-ups – zur Recht – selektiver geworden und wollen wissen, was der Investor außer Geld noch mitbringt. Private Equity-Fonds sind gezwungen, wesentlich unternehmerfreundlicher vorzugehen und können hier bei den von Szene-nahen Venture Capital-Fonds der Technologie-Branche einiges lernen.

Resumée

Es spricht vieles für ein wesentlich aktiveres Portfoliomanagement, in dem ein Private Equity-Fonds Kapital mit einem fortschrittlichen digitalen Know-how unterstützt. Was sicher keine Lösung mehr ist: Die Optimierung einzelner Ge-

schäftsaspekte nach Schema F und das „Abpflücken der tief hängenden Früchte“. Wie in diesem Beitrag ausführlich dargelegt, müssen Private Equity-Akteure schon vorab eine klare Strategie für die Digitalisierung von Zielunternehmen entwickeln – und ebenfalls ein Vorgehen für die eigene Digitalisierung definieren.

Das ist alles andere als einfach. Aber wer will schon ein weiteres Opfer der Digitalisierung werden? Wenn die Alternative zu digitaler Kompetenz heißt, mangels Alternativen weiterhin in Karstadt, Kaufhof & Co. zu investieren, oder aus digitaler Naivität dem Prospekt eines Jet.com zu glauben, dann gibt es für sorgfältig agierende Private Equity-Teams eigentlich keine Alternative.

nils.seebach@etribes.de

Über den Autor:

NILS SEEBACH ist Gründer und Geschäftsführer der Etribes Connect GmbH, Mehrfach-Gründer (Spryker Systems, Factor-A, Wald & Wiese Holding), Investment- und Commerce-Analyst bei Digitalkaufmann.de, Mitglied im Aufsichtsrat der PHOENIX Pharma SE und Chief Digital Advisor der Porterhouse Group AG.

Nils Seebach ist ausgebildeter Analyst, Gründer und Berater. Er begleitet VCs, Konzerne und Family Offices in Fragen rund um digitale Geschäftsmodelle. 2011 gründete er gemeinsam mit Alexander Graf und Tarek Müller die Unternehmensgruppe Etribes. Aus dem Experten- und Gründernetzwerk sind u.a. das Beratungsunternehmen Etribes, der Amazon-Spezialist factor-a (TGMG) sowie das Technologie-Unternehmen Spryker Systems entstanden.