

Prüfbericht über die Hypo Equity

Bregenz, im April 2005

Inhaltsverzeichnis

Vorlage an den Landtag und die Landesregierung	3
Darstellung der Prüfungsergebnisse	3
Prüfungsgegenstand und Ablauf	4
Zusammenfassung der Ergebnisse	5
1 Das Private Equity Geschäft in Österreich	7
1.1 Markt und Anbieter	7
1.2 Rechtliche Rahmenbedingungen	9
1.3 Finanzierungsstrukturen und Erfolgskomponenten	11
1.4 Risiken im Private Equity Geschäft	12
2 Das Hypo Equity Geschäft	14
2.1 Strategie von Hypo Equity	14
2.2 Gesellschafts- und Beteiligungsstruktur im Überblick	17
2.3 Kapitalerhöhung	20
3 Wesentliche Kennzahlen des Hypo Equity Geschäfts	23
3.1 Ergebnis der ordentlichen Geschäftstätigkeit	23
3.2 Dividendenausschüttung	26
3.3 Bewertung der Beteiligungen und Performancedarstellung	26
4 Der Investmentprozess	30
4.1 Pre-Selection Prozess	30
4.2 Dealabwicklung	31
4.3 Investmententscheidungen	32
5 Corporate Governance	34
5.1 Personelle Situation	34
5.2 Organe der Gesellschaften	36
5.3 Beteiligungscontrolling und Risikomanagement	38
Abkürzungsverzeichnis	40

Vorlage an den Landtag und die Landesregierung

Der Landes-Rechnungshof hat gemäß Artikel 70 der Landesverfassung dem Landtag und der Landesregierung über seine Tätigkeit und die Ergebnisse seiner Prüfungen zu berichten.

Gemäß § 5 des Gesetzes über den Landes-Rechnungshof in der geltenden Fassung hat der Landes-Rechnungshof nach einer durchgeführten Gebarungsprüfung unverzüglich einen Bericht vorzulegen.

Darstellung der Prüfungsergebnisse

Der Landes-Rechnungshof gibt in diesem Bericht dem Landtag und der Landesregierung einen detaillierten Überblick über die Gebarungsprüfung bei der Hypo Equity Management AG (HEMAG) und der Hypo Unternehmensbeteiligungen AG (HUBAG).

Er konzentriert sich dabei auf die aus seiner Sicht bedeutsam erscheinenden Sachverhaltsdarstellungen, die Bewertung von Stärken, Schwächen und Risiken sowie die daran anknüpfenden Empfehlungen.

Berichte über die Prüfungen durch den Landes-Rechnungshof erscheinen auf den ersten Blick eher nur Defizite aufzuzeigen. Dies bedeutet aber nicht, dass die Arbeit der geprüften Stellen generell mangelhaft ist, selbst wenn die Darstellung von Stärken aus deren Sicht zu kurz kommt. Vielmehr soll das oft schon vorhandene Bewusstsein über Verbesserungspotentiale und die Umsetzung der gegebenen Empfehlungen dazu beitragen, das anerkannt hohe Leistungsniveau nach den Grundsätzen der Wirtschaftlichkeit, Sparsamkeit und Zweckmäßigkeit noch zu verbessern.

Bei dem Zahlenwerk wurden gegebenenfalls kaufmännische Auf- und Abrundungen vorgenommen.

Im Bericht verwendete geschlechtsspezifische Bezeichnungen gelten grundsätzlich für Männer und Frauen.

Prüfungsgegenstand und Ablauf

Der Landes-Rechnungshof prüfte vom 26. Jänner 2005 bis 3. März 2005 die Gebarung der Hypo Equity, somit der Hypo Equity Management AG (HEMAG) und der Hypo Unternehmensbeteiligungen AG (HUBAG). Prüfungsschwerpunkte waren die strategische Ausrichtung, die Gesellschafts- und Beteiligungsstruktur, die wesentlichsten Kennzahlen, der Investmentprozess, die Einhaltung der Corporate Governance sowie Risikoaspekte des Private Equity Geschäfts.

Die Prüfungsergebnisse wurden den Vorständen der HEMAG und der HUBAG am 31. März 2005 zur Kenntnis gebracht. Die Vorstände gaben am 13. April 2005 eine Stellungnahme ab, die vom Landes-Rechnungshof in den Prüfbericht eingearbeitet wurde.

Zusammenfassung der Ergebnisse

Die Hypo Equity ist im Private Equity Geschäft in Österreich gut positioniert, hat eine gute rechnerische Performance und verfügt über wichtige strategische Partnerschaften. Der Markt für Private Equity ist allerdings sowohl in Vorarlberg als auch in ganz Österreich limitiert. Das Marktvolumen ist im internationalen Vergleich sehr klein, verzeichnet aber in den letzten Jahren ein starkes Wachstum.

Die 1999 gegründete Hypo Equity stellt mit ihrem Geschäftsmodell Finanzierungsmöglichkeiten für kleinere und mittlere Unternehmen zur Verfügung, die über klassische Bankinstrumente nicht abgedeckt werden. Private Equity hat auch eine volkswirtschaftliche Bedeutung, da Start up- und Wachstumsphasen mit Risikokapital finanziert werden.

Die bisherige Geschäftstätigkeit der Hypo Equity ist eher geprägt von einer historischen, netzwerkbezogenen und personenorientierten Entwicklung als von einer klar präzisierten strategischen Ausrichtung. Die Beteiligungen erfolgen auf Grund des Angebots branchen- und phasenindifferent.

Die Hypo Equity besteht einerseits aus einer Managementgesellschaft, der Hypo Equity Management AG (HEMAG) und andererseits aus einem Basket Fund, der Hypo Unternehmensbeteiligungen AG (HUBAG).

Derzeit wird das Hypo Equity Geschäft aus der HUBAG heraus betrieben. An der HUBAG war die Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank AG (Hypo Landesbank) am 31. Dezember 2004 mit 52 Prozent beteiligt. Das Aktienpaket der Hypo Landesbank hat im Zeitraum 2001 bis 2004 eine Wertsteigerung von 50 Prozent erfahren. Die HUBAG mit der Struktur eines Basket Fund beteiligt sich an anderen Fonds, wie der Hypo Beteiligungs AG (HYBAG), der Athena I und II oder an der Management Trust Holding AG (MTH) rund um Dr Taus. Zum 31. Dezember 2004 waren rund € 37 Mio zu Buchwerten in diese Beteiligungen investiert.

Die bisherigen Investitionen wurden schwerpunktmäßig in der MTH und in sieben Beteiligungen innerhalb der HYBAG getätigt. Diese Konzentration auf wenige Beteiligungen birgt Chancen, aber auch erhebliche Risiken in sich. Der Erfolg der MTH wird wesentlich von zwei Industrie- und einem Handelsunternehmen beeinflusst. Eine breitere Diversifikation der Beteiligungsstruktur und eine Reduktion der heutigen Konzentration bei der MTH ist anzustreben.



Aus steuerlichen Überlegungen beabsichtigt die Hypo Landesbank ihren Anteil an der HUBAG von 52 Prozent auf unter 30 Prozent zu reduzieren. Zu diesem Zweck wurde Anfang 2005 eine Kapitalerhöhung in Höhe von rund € 10 Mio durchgeführt und der Anteil auf 41 Prozent gesenkt. Um die Anteile auf unter 30 Prozent zu senken, ist eine neuerliche Kapitalerhöhung um rund € 20 bis 25 Mio erforderlich. Die Verdoppelung des Geschäfts stellt sowohl bei der Investorensuche als auch beim Investment in neue Beteiligungen eine große Herausforderung dar. Um keine erhöhten Risiken bei der Investition des neu generierten Kapitals einzugehen, ist besondere Vorsicht in der Auswahl und Abwicklung der Beteiligungen erforderlich.

Der finanzielle Erfolg des bisherigen Hypo Equity Geschäfts ist in der heutigen Beteiligungssammelphase noch nicht umfassend darstellbar. Die Hypo Equity deckt ihre laufenden Kosten schwerpunktmäßig mit Dividenden aus Beteiligungen und Management Fees. Durch die Auflösung von Rücklagen im Jahr 2003 und Aktienverkäufen im Jahr 2004 konnte eine Dividende an die Investoren mit einer Rendite von rund drei Prozent ausgeschüttet werden.

Im internationalen Vergleich der Performance von Private Equity Gesellschaften zählt als Track Record in der Langzeitperspektive die Gesamtpformance, die auch den Wert der erfolgreich realisierten Verkaufserlöse beinhaltet. Die Hypo Equity weist in den Jahren 2002 und 2003 eine Performance von sieben Prozent aus, 2004 eine von 23 Prozent. Da die Hypo Equity noch keine maßgeblichen Verkäufe realisiert hat, ist die ausgewiesene Performance nur rechnerisch ermittelt und beruht auf unterschiedlichen Bewertungsmethoden. Diese Bewertungen sind allerdings unterlegt durch ein Gutachten von Price Waterhouse Coopers (PWC) und durch kürzlich realisierte Finanzierungsrunden. Über diese unterschiedlichen Bewertungsmethoden und Performancedarstellungen müssen sich sowohl die Gesellschafter als auch die Investoren im Klaren sein.

Wesentlich für den Erfolg und die Risikominimierung des Private Equity Geschäfts ist ein professioneller Investmentprozess und eine sorgfältig getroffene Investmententscheidung. Aus Risikoüberlegungen sollten die Entscheidungsgrundlagen für den Aufsichtsrat besser vorbereitet sein und Entscheidungen auf Basis einer intensiveren Auseinandersetzung getroffen werden. Die Governance Standards für Private Equity Gesellschaften in Österreich sollten verbindlich eingeführt werden.

Auf Grund der historischen Entwicklung der Hypo Equity, der Teamgröße und des unterschiedlichen Erfahrungshintergrunds des Teams, ist eine starke Konzentration von Wissen und Erfahrung bei wenigen Personen festzustellen. Die Verbreiterung des Know-hows im Managementteam sowie die Rekrutierung von erfahrenen Investmentmanagern sind kritische Erfolgsfaktoren.

1 Das Private Equity Geschäft in Österreich

1.1 Markt und Anbieter

Der österreichische Private Equity Markt ist im internationalen Vergleich noch unbedeutend und von wenigen kleinen Anbietern geprägt.

Situation

Unter Private Equity wird im Allgemeinen ein Investment in private, nicht börsennotierte Unternehmen unter direkter Einflussnahme auf die strategische Geschäftsführung verstanden. Mit Venture Capital werden Unternehmen in der Gründungs- bzw Start up-Phase finanziert. Private Equity Finanzierungen haben in Europa erst in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre an Bedeutung gewonnen.

Die Struktur der österreichischen Wirtschaft ist von kleinen und mittleren Unternehmen geprägt, klassische Finanzierungsinstrumente wie Kredite und Darlehen dominieren. Private Equity kann als alternative Finanzierungsform erhebliche volkswirtschaftliche Effekte erzielen, da Risikokapital zur Verfügung gestellt wird, welches über klassische Bankinstrumente nicht erhältlich wäre.

Private Equity Firmen bieten einerseits Kapital für Unternehmungen und andererseits alternative Investitionsmöglichkeiten für Investoren, von denen sie Mittel für die Beteiligungsfonds erwerben. Diese Mittel werden dann in Form von Eigenkapital direkt in Unternehmen investiert, um die Umsetzung von Wachstum und Innovation zu ermöglichen. Alternativ zu Private Equity wird auch Mezzaninkapital angeboten. Diese Finanzierungsform stellt ein unbesichertes, nachrangiges Darlehen dar.

Die Private Equity Gesellschaften verfolgen teilweise unterschiedliche Investmentstrategien. Die Hypo Equity konzentriert sich mit ihrem Geschäft weniger auf Start-ups (Venture Capital), sondern eher auf Expansions- oder Later-Stage Finanzierungen (Private Equity) und auf die Vergabe von Mezzaninkapital als Annexfinanzierung.

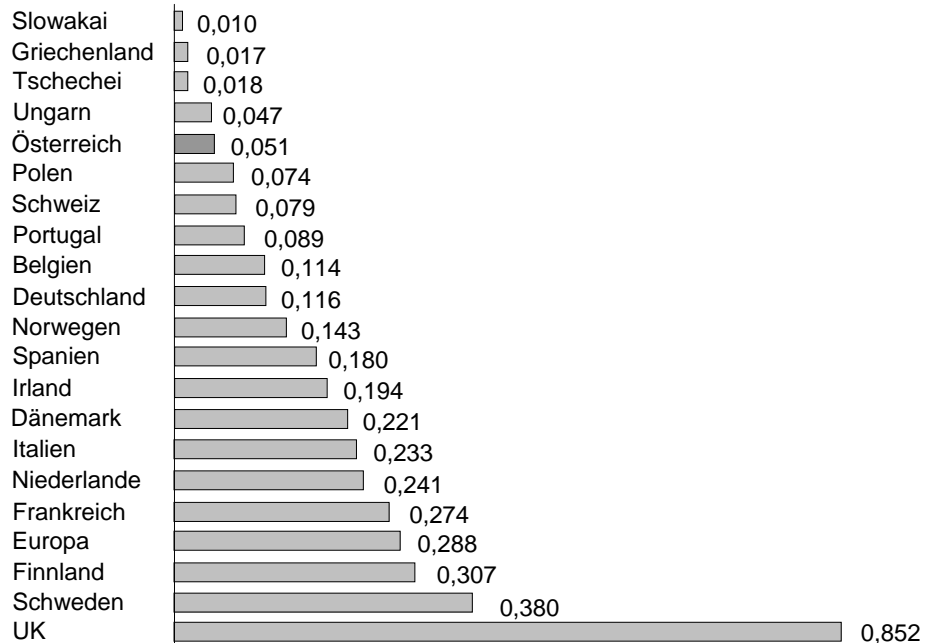
Markt

Während in Europa im Jahr 2003 rund € 30 Mrd in Private Equity floss, waren es in Österreich im Jahr 2003 rund € 200 Mio. Der österreichische Private Equity Markt gehört mit 0,051 Prozent des Bruttoinlandprodukts zu den am wenigsten entwickelten Märkten in Europa. Es ist allerdings in den letzten drei bis fünf Jahren eine rasante Entwicklung zu verzeichnen.



Europäischer Private Equity Markt im Jahr 2003

In Prozent des Bruttoinlandprodukts



Quelle: European Private Equity & Venture Capital Association

Anbieter

Im internationalen Vergleich sind laut einer Studie der Strategic Capital Management AG Zürich (SCM) weniger als zehn Prozent der Fonds kleiner als € 50 Mio. Rund 50 Prozent der Fonds verfügen über € 50 bis 200 Mio. Weitere 30 Prozent haben ein Volumen von € 200 bis 500 Mio. Zehn Prozent der Fonds sind größer als € 500 Mio. In Österreich liegen die Fondsvolumina in der Regel bei € 30 bis 70 Mio.

In Österreich agieren rund 40 nationale und internationale Private Equity Gesellschaften. Private Anbieter sind beispielsweise Invest Equity mit einer Fondsgröße von rund € 100 Mio, Global Equity mit einer Fondsgröße von rund € 200 Mio sowie Horizonte oder Go Equity. Des Weiteren haben viele österreichische Banken eine eigene Equity Gesellschaft oder sind an einer beteiligt. Beispiele dafür sind die BA-CA Private Equity mit einer Fondsgröße von rund € 200 Mio, die ECO Unternehmensbeteiligungs AG der Erste Bank mit einer Fondsgröße von rund € 160 Mio oder die Raiffeisen Landesbank Oberösterreich. Die Fondsvolumina der angegebenen Firmen setzen sich teilweise aus mehreren Fonds zusammen.

Internationale Private Equity Gesellschaften wie Apax oder 3i treten auf Grund von unattraktiven Dealgrößen und einem schwierigen rechtlichen Umfeld noch nicht in nennenswertem Umfang auf.

Bewertung

Der Markt in Österreich ist nach wie vor ein sehr kleiner und im internationalen Umfeld unbedeutender Markt. Volkswirtschaftlich gewinnt das Private Equity Geschäft in den letzten Jahren jedoch zunehmend an Bedeutung. Für viele kleinere und mittlere Unternehmen mit geringer Kapitalausstattung stellt Private Equity eine alternative Finanzierungsform dar. Die klassischen Finanzierungsinstrumente der Banken werden ergänzt bzw teilweise auch ersetzt. Dies ist auch der Grund, warum die österreichischen Banken eigene Private Equity Gesellschaften gegründet haben oder sich an diesen beteiligen.

Hypo Equity gehört zu den 15 bedeutenderen österreichischen Private Equity Gesellschaften. Mit einem Fondsvolumen von € 56 Mio zum 31. März 2005 und € 37 Mio an investierten Buchwerten zum 31. Dezember 2004 ist die Hypo Equity – mit den meisten anderen österreichischen Anbietern – im internationalen Vergleich im Kleinsegment anzusiedeln. Das Fondsvolumen setzt sich aus investiertem und zugesagtem Kapital sowie aus Kreditlimiten zusammen.

1.2 Rechtliche Rahmenbedingungen

Der österreichische Private Equity Markt ist geprägt von einer Fondsstruktur, die sich am Steuerrecht orientiert. Die Mittelstandsfinanzierungs AG dient als rechtlicher Rahmen zur Nutzung von Steuervorteilen.

Situation

Die rechtlichen Regelungen und die damit verbundenen Gesellschaftsstrukturen unterscheiden sich in Österreich deutlich von europäischen und internationalen Rahmenbedingungen. Auf internationaler Ebene sind Private Equity Fonds meist als Personengesellschaften in Form einer „Limited Partnership“ gestaltet. Diese Gesellschaftsform ist den in Österreich und Deutschland üblichen Kommanditgesellschaften ähnlich.

Mittelstandsfinanzierungs AG

In Österreich wird die Gesellschaftsform wesentlich von den Steuergesetzen geprägt. Da im österreichischen Steuersystem Veräußerungserlöse von Beteiligungen in vollem Umfange der Körperschaftssteuer unterliegen, wurde die Mittelstandsfinanzierungs AG (MFAG) eingerichtet. Die MFAG ermöglicht es, mehrere Steuervorteile zu nutzen:

- Die Steuerbefreiung des Finanzierungsbereichs sowie des Veranlagungsbereichs im Anlaufzeitraum
- Die Steuerbefreiung für ausländische Investoren
- Die Befreiung von der Einkommenssteuer auf Ausschüttungen bis € 25.000
- Die Gesellschaftssteuerbefreiung

Diese Steuerausnahmen sind allerdings nur erzielbar, wenn eine Reihe von Einschränkungen in Kauf genommen werden. Beispielsweise müssen Gründer zu mindestens 75 Prozent Kreditinstitute sein, mindestens 75 Prozent muss in inländische Unternehmen fließen, die maximale Beteiligungshöchstgrenze beträgt 49 Prozent etc.

Diese Fondsstruktur bietet zwar steuerliche Vorteile, allerdings entsprechen diese Rahmenbedingungen nicht den internationalen Anforderungen. Darüber hinaus ist die Europäische Kommission der Ansicht, dass die MFAG nicht mit dem EU-Beihilfenrecht in Einklang steht und drängt daher auf ihre Abschaffung. Die Einrichtung einer alternativen Fondsstruktur nach internationalem Vorbild ist daher eine notwendige und dringliche Aufgabe, die auch auf die bestehenden Private Equity Gesellschaften nachhaltige Auswirkungen haben wird. Die Austrian Venture Capital and Private Equity Organisation (AVCO) ist als Dachverband derzeit in Verhandlung mit dem Bundesministerium für Finanzen.

Management-Gesellschaft

Die MFAG ist lediglich der rechtliche Rahmen für das Fondsgeschäft. Gemanagt werden die Fonds in der Regel von einer Managementgesellschaft in Form einer Aktiengesellschaft. Diese ist verantwortlich für Personal und Organisation, den Investmentprozess, das Beteiligungscontrolling etc. Geregelt wird die Zusammenarbeit mit den Fonds in einem Managementvertrag.

Bewertung

Die derzeitige Rechtsform der Private Equity Fonds als Kapitalgesellschaften bedingt eine rechtlich komplexe Struktur, die nicht dem internationalen Standard entspricht. Die AVCO betreibt in ihrer Funktion als Dachorganisation der Private Equity Gesellschaften die Anpassung der rechtlichen Rahmenbedingungen an die internationalen Standards.

Sowohl die Marktdynamik, als auch die rechtlich erforderlichen Veränderungen werden den österreichischen Markt in den nächsten Jahren nachhaltig verändern. Die Hypo Equity muss daher die gesetzlichen Veränderungen und deren mögliche Auswirkungen auf das operative Geschäft frühzeitig erkennen und die entsprechenden Maßnahmen einleiten.

Empfehlung

Der Landes-Rechnungshof empfiehlt, die Vernetzung der Hypo Equity innerhalb der Branche und mit der AVCO zu verstärken.

1.3 Finanzierungsstrukturen und Erfolgskomponenten

Das Private Equity Geschäft erfolgt in verschiedenen Fondskonzeptionen, die sich in mehreren Komponenten unterscheiden. Die Beteiligung an Unternehmen kann auch durch die Finanzierung mit Mezzaninkapital ergänzt werden.

Situation

Die Fondstruktur im Private Equity Geschäft besteht im Wesentlichen aus Evergreen- und Closed End Fonds. Mehrere Fonds können auch zu einem Dachfonds oder Basket Fund zusammengefasst werden. Als Finanzierungsinstrument wird auch Mezzaninkapital eingesetzt.

Evergreen Fonds sind Fonds, die durch eine unbefristete Laufzeit und durch das Prinzip der Kapitalerhaltung geprägt sind. Den Beteiligungsunternehmen wird Kapital dauerhaft zur Verfügung gestellt. Der Erfolg für den Investor liegt einerseits in einer Dividendenausschüttung und andererseits in Ausschüttungen auf Grund von Beteiligungsverkäufen (Exits).

Closed End Fonds sind durch eine feste Fondslaufzeit von meistens zehn Jahren gekennzeichnet. Die Fondsmittel werden von den Investoren zunächst an den Fonds kommitiert (zugesagt) und bei Bedarf abgerufen (Capital Call). Mehr als 80 Prozent des Private Equity Geschäfts wird über Closed End Fonds abgewickelt. Unmittelbar nach Verkauf von Beteiligungsunternehmen wird das Kapital, zuzüglich vereinbarter Verzinsung (Hurdle Rate) und Erfolgsbeteiligung (Carried Interest) an den Investor zurückgeführt.

Wesentlichster Erfolgsfaktor ist natürlich die Performance, die über die Laufzeit der Beteiligung bei einem Verkauf (Exit) oder Börsengang (IPO) erzielt werden kann. Diese Performance kann allerdings nur realisiert werden, wenn die Beteiligung entsprechend veräußert wird.

Mezzanin Finanzierungen stellen oft eine Brücke zwischen Private Equity und der herkömmlichen Fremdfinanzierung dar. Es handelt sich dabei um Kapital, bei dem der Finanzier auf eine Besicherung verzichtet und nachrangig bedient wird. Diese Darlehen werden laufend verzinst, die Verzinsung wird aber erst am Ende der Laufzeit zahlungswirksam. Weiters wird eine risikoadäquate Vergütung (Equity Kicker) am Ende der Laufzeit meist in Form von Options- oder Wandlungsrechten eingeräumt.

Für das Management der Fonds erhält die Managementgesellschaft eine so genannte Management Fee. Diese beträgt in Österreich zwischen 1,5 und 3 Prozent. Bemessungsgrundlage sind ausgewählte Aktivposten der Bilanz. Im internationalen Vergleich sind diese Fees mit 0,8 bis 2,2 Prozent bedeutend niedriger. Darüber hinaus hat das Management Anspruch auf einen vereinbarten Anteil am Veräußerungserlös. Dieser Anteil wird als Carried Interest bezeichnet und beträgt in der Regel 20 Prozent.

Ein Dachfonds ist ein Fonds der sich wiederum an Fonds beteiligt. Die Hypo Equity bezeichnet ihren Dachfonds als Basket Fund.

Bewertung

Das Geschäft der Hypo Equity besteht aus einer Kombination der verschiedenen Instrumente. Dies erfordert vom Vorstand und dem gesamten Managementteam einen großen Erfahrungshintergrund. Sämtliche Aspekte eines professionellen Private Equity Geschäfts müssen beherrscht werden.

Die Unterschiedlichkeit im Einsatz der Instrumente sollte den Investoren, den Kapitalgebern und den Beteiligungsunternehmen bewusst sein. Jedes dieser Instrumente weist unterschiedliche Voraussetzungen, Kosten, Ertrags- und Risikokomponenten auf.

1.4 Risiken im Private Equity Geschäft

Private Equity hat als Alternative zu klassischen Finanzierungsinstrumenten einerseits höhere Ertragserwartungen, ist aber andererseits mit erheblichen Risiken behaftet. Diese müssen sorgfältig eingeschätzt und gemanagt werden.

Situation

Im Private Equity Geschäft sind systematische und unsystematische Risiken zu unterscheiden.

Systematische Risiken

Systematische Risiken umfassen:

- Konjunktur- und Marktrisiken
Private Equity ist in besonderem Maße von externen Einflüssen wie Konjunktur und Marktentwicklung geprägt. Dies zeigt beispielsweise die Wertentwicklung von Fonds, welche in der Anfangsphase in Internet oder Technologie-Start ups investiert haben.
- Liquiditätsrisiko
Investoren müssen in der Lage sein, das kommitierte Kapital jederzeit zur Verfügung zu stellen, da ansonsten der Fonds seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen kann.

- Politische und gesetzliche Rahmenbedingungen
Wie am Beispiel der MFAG aufgezeigt, können weitreichende gesetzliche Veränderungen die Branche nachhaltig beeinflussen.

Unsystematische Risiken

Neben den systematischen Risiken bestehen aber auch unsystematische Risiken, wie beispielsweise:

- Managementrisiken
Der Erfolg von Private Equity hängt wesentlich vom Erfolg und der Qualität des Managements auf Ebene der Fonds und auf Ebene der Beteiligungsgesellschaften ab. Die Qualität der Due Diligence und die Beurteilung des Managements sind essentiell. Das Fondsmanagement ist nach seinen Erfahrungen im Financial Engineering, seinem Track Record, dem Branchenverständnis, seinem Netzwerk, seiner Erfahrung in der Einschätzung von Potenzialen, dem Berichtswesen etc zu bewerten. Das große Risiko des Ausscheidens von Schlüsselpersonen und somit der Verlust von Expertise und Kontakten ist üblicherweise in Verträgen geregelt.
- Bewertungsrisiken
Der Erfolg von Private Equity Investitionen ist wesentlich von einer „rechnerischen Performance“ – somit von unrealisierten Gewinnen – getrieben. Falsche Bewertungen der Portfolios können zu einem erheblichen Wertberichtigungsbedarf führen. Es ist zu beachten, dass die Wahl der Bewertungsmethode und die damit verbundene Subjektivität der Einschätzung des Managements Grundlage für eine Bewertung darstellt. Die erforderliche Objektivität und die Berichtsqualität beinhalten nachhaltige Risiken, die nur durch ein professionelles Monitoring verringert werden können.
- Rechnungslegungsvorschriften
Ein weiteres Risiko stellen auch die divergierenden internationalen Rechnungslegungsvorschriften dar, die zu unterschiedlichen Ansätzen bewerten.
- Corporate Governance
Da in Österreich auf Grund der MFAG-Struktur nur Minderheitsbeteiligungen möglich sind, wird der Durchgriff auf das Management der einzelnen Beteiligungsunternehmen erschwert. Des Weiteren ist entscheidend, wie professionell die Fonds gemanagt, die Investmententscheidungen getroffen und die Beteiligungen überwacht werden.

- Due Diligence und Selektionsprozess
Basis aller Risikobetrachtungen sind die Qualität, die Professionalität und die Gewissenhaftigkeit der Selektion der Beteiligungen sowie der durchgeführten Due Diligence. Somit ist die Qualität des Fondsmanagements von entscheidender Bedeutung.

Bewertung

Venture Capital und Private Equity sind Geschäftsmodelle, welche erhebliche Risiken, aber auch hohe Ertragschancen enthalten.

Nach Ansicht des Landes-Rechnungshofs bedarf es daher einer äußerst professionellen Ausübung des Geschäfts sowie vor allem eines stringenten und konsequenten Risikomanagements. In der Praxis zeigt sich, dass neben den praktizierten Standards vor allem die handelnden Personen die kritischen Erfolgsfaktoren darstellen.

2 Das Hypo Equity Geschäft

2.1 Strategie von Hypo Equity

Der Vorstand hat im März 2005 seine Investmentstrategie schriftlich festgehalten. Eine Beschlussfassung durch den Aufsichtsrat konnte noch nicht erfolgen. Die Investmentstrategie ist noch in einzelnen Punkten zu präzisieren. Weiters sollte die strategische Bedeutung der Hypo Equity in der Strategie 2010 der Hypo Landesbank ihren Niederschlag finden.

Situation

Die Hypo Equity wurde im Jahr 1999 mit dem Ziel gegründet, Private Equity und Mezzaninfinanzierungen für kleinere und mittlere Unternehmen als Alternative zu den klassischen Finanzierungsinstrumenten anzubieten.

Hypo Equity fokussiert die Investmenttätigkeit nach Unternehmensphasen. Expansionsfinanzierungen, Buy Out und Pre-IPO wird der Vorrang vor Start up-Finanzierungen eingeräumt. Hypo Equity positioniert sich als Basket Fund, somit als Fonds, der wiederum in Fonds investiert. Die Investmentstrategie wird bezeichnet als Value Driven, das heißt die positive Bewertung des Unternehmenswerts und der Zukunftsperspektive der Beteiligung steht im Mittelpunkt.

Investiert wird mit dem Kapital von mehrheitlich regional ansässigen Investoren. Die Investments erfolgen ohne klaren Schwerpunkt, das bedeutet branchen- und phasenindifferent. Die bestehenden Netzwerkpartner, vor allem die MTH, werden als Eckpfeiler des Geschäftsmodells betrachtet.

Die Ziele der Hypo Equity wurden dem Aufsichtsrat der Hypo Landesbank in einer Unternehmenspräsentation am 27. Jänner 2005 vorgestellt:

- Veranlagungszeitraum von 3 bis 6 Jahren
- Übernahme von Minderheitsbeteiligungen (25,1 bis 49 Prozent)
- Positionierung als aktiver Investor
- Investitionen in Unternehmen mit Wachstumspotentialen
- Schaffung von Synergien und Zusatznutzen
- Rein kommerzielle Ausrichtung

Durch den limitierten Vorarlberger Markt und die österreichweit wie international tätigen Partner agiert auch die Hypo Equity österreichweit und im umliegenden Ausland.

Im März 2005 hat der Vorstand seine Investmentstrategie dokumentiert. Neben dem Leistungsangebot für die kleinen und mittleren Unternehmen werden die Markt- und Wettbewerbsposition sowie die strategische Stoßrichtung definiert. Die Investmentstrategie wurde vom Aufsichtsrat der HEMAG noch nicht behandelt und genehmigt.

Bewertung

Zu Beginn der Prüfung lag keine schriftlich formulierte Investmentstrategie vor. Einzelne strategische Aussagen waren in den Unternehmenspräsentationen an den Aufsichtsrat und die Investoren enthalten. In der Strategie 2010 der Hypo Landesbank finden sich keine Aussagen über die strategische Bedeutung der Hypo Equity. Die Strategie 2010 enthält lediglich eine Aussage zur Steigerung des Verkehrswerts, was auf die Eigenständigkeit der Hypo Equity hindeutet.

Die Inhalte der Investmentstrategie vom März 2005 sind nach Ansicht des Landes-Rechnungshofs noch nicht ausreichend präzisiert. Wesentliche Punkte wie Volumen und Eckwerte des Geschäfts, Performanceziele und -darstellungen, Bewertungsgrundlagen oder Akquisitionsstrategien für Kapital fehlen.

Für den Landes-Rechnungshof ist jedoch nur bedingt nachvollziehbar, warum die Hypo Landesbank mit dem risikoorientierten Private Equity Geschäftsmodell überregional tätig sein soll. Auf Grund der Marktgröße ist das Geschäftsmodell jedoch regional limitiert nicht sinnvoll realisierbar, worin der Grund für die heutige überregionale Tätigkeit liegt. Ein Vordringen in neue Märkte ist nur mit einer klaren strategischen Ausrichtung und mit kompetenten regional ansässigen Partnern zweckmäßig. Eine strategische Fokussierung ist für den Landes-Rechnungshof allerdings nicht ausreichend gegeben.

Empfehlung

Der Landes-Rechnungshof empfiehlt, die Investmentstrategie gezielt weiterzuentwickeln und dem Aufsichtsrat der HEMAG zur Genehmigung vorzulegen.

Weiters empfiehlt der Landes-Rechnungshof, die strategische Ausrichtung zu klären und diese in der Strategie 2010 der Hypo Landesbank zu verankern.

Stellungnahme

Nachdem die Basket Fund-Konzeption der HUBAG einerseits bewusst von einem „wertorientierten“ und „opportunistischen“ Investitionsstil geprägt ist (was hinsichtlich des zweiten Kriteriums aufgrund der Limitationen des Heimmarktes der in Österreich vorherrschende Investitionsstil ist), andererseits eher die strategische Ausrichtung der Subfonds (die jeweils eine entsprechende Fokussierung aufweisen) von Bedeutung ist, ist es auf Ebene des Basket Fund naturgemäß erforderlich, den Abstraktionsgrad der strategischen Zielformulierung hoch zu halten. Die Strategie der HUBAG ist generalistisch, im europäischen Kontext regional und auf aktive Portfoliobetreuung ausgerichtet. Jedes Engagement der HUBAG in einen Subfonds hat einen gezielten Investitionsfokus, der sich auf eine bestimmte Region, eine Branche, eine Unternehmensphase oder unterschiedliche Coinvestoren erstreckt.

Die angestrebte Zielrendite bei einem Evergreen ist im Gegensatz zu einem Closed-End-Fonds für jeden Investor (abhängig von seinem Einstiegszeitpunkt) unterschiedlich, definiert sich darüber hinaus zwangsläufig in Abhängigkeit vom jeweils aktuellen Zinsniveau und variiert dementsprechend im Zeitablauf. Im langfristigen Schnitt wird (auch über verschiedene Konjunktur- und Kapitalmarktphasen hinweg) derzeit eine den Investoren und dem Landes-Rechnungshof kommunizierte Zielrendite auf Ebene des Gesamtfonds angestrebt, die auch in die Strategie 2010 der Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank eingeflossen ist. Die erreichte Performance wurde bisher zumindest jährlich, künftig quartalsweise ausgewiesen. Eine Planung des Geschäftsvolumens ist bei einem Evergreen mit laufenden Kapitalerhöhungen anders als bei einem Closed-End-Fonds mit vorher fixiertem Fondsvolumen nicht abschließend definierbar. Als Bewertungsgrundlagen dienen und dienen die jeweils aktuellen „International Private Equity and Venture Capital Guidelines“ der European Private Equity & Venture Capital Association. Deren Anwendung wird HUBAG von Price Waterhouse Coopers bestätigt. Die „Akquisitionsstrategien für Kapital“ orientieren sich bei einem Evergreen ähnlich wie bei klassischen Fondskonzeptionen zudem am makroökonomischen Umfeld für Fundraising in die Anlagekategorie „alternative investment“ und werden daher in der Branche weltweit dem jeweiligen Investitionsklima angepasst. Zu Zeiten der „New Economy“ gestaltete sich dies naturgemäß anders als in den darauf folgenden Jahren (2001 bis 2004).

2.2 Gesellschafts- und Beteiligungsstruktur im Überblick

Die heutige Struktur des Private Equity Geschäfts der Hypo Equity ist geprägt von einer relativ aufwendigen Gesellschaftsstruktur. Diese beruht einerseits auf rechtlichen Erfordernissen und ist andererseits bedingt durch die historische, personen- und netzwerk-spezifische Entwicklung des Geschäfts.

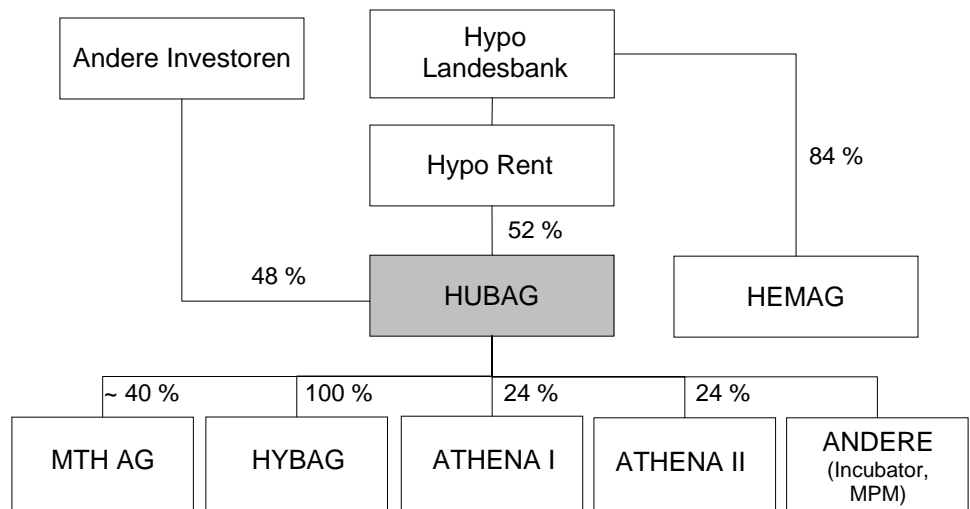
Situation

Die Hypo Landesbank hielt zum 31. Dezember 2004 52 Prozent an der HUBAG. Die Hypo-Rent Leasing- und Beteiligungsgesellschaft mbH ist unter anderem aus steuerlichen Gründen zwischengeschaltet.

Die HUBAG ist eine Aktiengesellschaft. Sie ist als Basket Fund strukturiert und hält Beteiligungen an unterschiedlichen Fonds, Gesellschaften und einer Industriegruppe.

Das investierte Fondsvolumen, ausgewiesen zu Buchwerten, betrug zum 31. Dezember 2004 gesamt € 37,2 Mio.

Beteiligungsstruktur der Hypo Equity



Quelle: Hypo Equity

Die MTH ist eine börsennotierte Industriegruppe, die Beteiligungen mit den Schwerpunkten Industrie, Handel und Finanzen hält. Das Investment der HUBAG entspricht einem Anteil von rund 40 Prozent. Die Beteiligung an der MTH stellt gleichzeitig die größte Kapitalbindung der HUBAG dar.

Der Aufsichtsrat der HUBAG befasste sich bereits seit einiger Zeit mit einer Reduktion der Anteile an der MTH durch den Verkauf von Aktien. Dadurch sollen die Portfoliogewichtung dieses Investments reduziert und das Risiko vermindert werden. Ein Verkauf ist jedoch bis dato nicht erfolgt. Zuletzt wurde in der 25. Aufsichtsratssitzung vom 15. Dezember 2004 die Fondstruktur diskutiert. Der Aufsichtsrat spricht sich dafür aus, das Portfolio mit der MTH-Lastigkeit zu überdenken. Durch eine Umschichtung des Beteiligungskapitals sind neue Beteiligungen in der HUBAG sukzessive aufzubauen.

Über die HYPO-Beteiligungs AG (HYBAG), die zu 100 Prozent von der HUBAG gehalten wird, werden Direktbeteiligungen eingegangen. Die HYBAG ist heute mit rund € 10 Mio Investment an vier Unternehmungen beteiligt. Davon halten zwei Investments mehr als 90 Prozent des Kapitals, die beiden anderen Beteiligungen betragen € 400.000 und € 500.000. In der HYBAG hat es in den letzten Jahren drei Abschreibungen und einen Verkauf gegeben.

An Athena I hält die HUBAG 24 Prozent, dies entspricht einem Investment von € 2,5 Mio. Die verbleibenden Anteile werden von der Raiffeisen Landesbank Oberösterreich, der Tiroler Sparkasse, der Bank für Arbeit und Wirtschaft AG und der MTH gehalten. Es handelt sich dabei um einen Fonds mit einem Gesamtvolumen von rund € 20 Mio, der in der Technologiebranche in Start up-Firmen investiert. Dieser Closed End Fonds mit einer Laufzeit bis 2010 ist bisher zu rund 50 Prozent investiert.

Auch an Athena II hält die HUBAG 24 Prozent mit einem Investment von rund € 7,2 Mio. Mit beteiligt sind die gleichen Investoren wie bei Athena I. Es handelt sich dabei ebenfalls um einen Closed End Fonds mit einem Gesamtvolumen von rund € 30 Mio. Athena II finanziert in gemischten Industrien vor allem Expansionsphasen. Dieser Fonds hat seine Investments bereits weitgehend getätigt.

MPM Biotech Venture ist eine Anlageinvestition in einem rund \$ 400 Mio großen öffentlichen Biotechnologiefonds. Das Investment der HUBAG beträgt € 1,4 Mio. Es handelt sich dabei um ein Anlageinvestment, ähnlich wie der Kauf von Anteilen an einem Publikumsfonds, ohne Beteiligungscharakter.

Die Incubator Management GmbH ist eine kleine Venture Capital Firma, die sich an Start up-Unternehmen beteiligt. Die HUBAG hält an der Incubator 33 Prozent der Anteile mit einem Investment von € 100.000.

Die IPO Beteiligungsmanagement AG ist die Managementgesellschaft von Athena I und II. Die HEMAG ist an der IPO mit € 3.500 zu fünf Prozent beteiligt. Den Großteil des Aktienkapitals hält die MTH.

Die HEMAG betreibt das operative Fondsmanagement für die HUBAG und die HYBAG. Die Hypo Landesbank hält 84 Prozent der Anteile an der HEMAG. Die restlichen Anteile hält ein Vorstand der HEMAG.

Bewertung

In der Beteiligung an der MTH liegt die heute bei weitem größte Kapitalbindung der HUBAG und somit auch die größte Risiko- und Erfolgskonzentration. Die Erfolgchancen der MTH-Beteiligung werden wesentlich von der im Sommer 2003 akquirierten LIBRO bestimmt. Der Turnaround ist zwar geschafft, die längerfristige Entwicklung ist derzeit jedoch nicht absehbar. Die Risiken liegen auch in Industriebeteiligungen, die sich in den letzten Jahren nicht zufriedenstellend entwickelt haben. Der Landes-Rechnungshof betrachtet die Beteiligung der HUBAG an der MTH auf Grund der Portfoliogewichtung als kritisch.

Die vier Beteiligungen in der HYBAG sind auf Grund der starken Kapitalkonzentration auf zwei Beteiligungen ebenfalls risikobehaftet. Die beiden anderen Beteiligungen haben ein relativ geringes Investment und sind daher aus Risikoaspekten unbedeutend.

Ein weiteres Risiko der HUBAG liegt in einer Beteiligung, die 40 Prozent des Investmentvolumens der HYBAG bindet. Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass die Fonds im Basket der HUBAG direkt oder indirekt 100 Prozent an diesem Beteiligungsunternehmen halten. Die teilweise nicht transparente Verschachtelung von Beteiligungen verdeutlicht die Gefahr der Risikokonzentration des Geschäftsmodells.

Athena I und II, MPM Biotech Venture, Incubator und IPO sind auf Grund der relativ geringen Investments unkritisch. Athena I und II sind zudem zum Großteil mit Garantien der Austria Wirtschaftsservice Gesellschaft mbH (AWS) zu 80 Prozent abgesichert.

Zusammenfassend bewertet der Landes-Rechnungshof das Portfolio der HUBAG als nicht ausreichend diversifiziert. Die Neugestaltung der Beteiligungsstruktur ist dringend erforderlich, um das Risiko breiter zu streuen. Die größten Investments unterliegen nicht dem direkten Management der Hypo Equity, wodurch das Risiko zusätzlich erhöht wird.

Empfehlung

Der Landes-Rechnungshof empfiehlt, die Fondsstruktur verstärkt zu diversifizieren.

Weiters empfiehlt der Landes-Rechnungshof, die MTH-Beteiligung durch Teilverkauf zu reduzieren.

Stellungnahme

Die Komplexität der Beteiligungsstruktur der HUBAG resultiert einerseits aus der Basket-Fund-Struktur, andererseits aus den Gegebenheiten des österreichischen Steuerrechts sowie der Rahmenbedingungen in Zusammenhang mit dem österreichischen Förderwesen (AWS). Die gewählte Struktur ermöglicht die strategiekonforme Optimierung der Kapitalallokation, nicht zuletzt auch unter dem Gesichtspunkt der Risikominimierung. Dies trifft beispielsweise auf jene vom Landes-Rechnungshof beschriebene eine Beteiligung der HYBAG zu, die „40% des Investmentvolumens der HYBAG bindet“. Eine geringere Portfoliogewichtung dieses Investments innerhalb der HYBAG wird demnächst realisiert.

Bei der Portfoliogewichtung der MTH ist zu beachten, dass MTH – wie der Landes-Rechnungshof ausführt „Beteiligungen mit den Schwerpunkten Industrie, Handel und Finanzen“ - in sich eine diversifizierte Struktur aufweist und von HUBAG als „Subfonds“ betrachtet wird. Dadurch wird eine Risikostreuung bereits auf Ebene der MTH erzielt. Das Investment in MTH war bislang ausgesprochen erfolgreich. Dennoch wird vom Vorstand im Einklang mit dem Aufsichtsrat eine Reduktion der Portfoliogewichtung dieses Investments angestrebt.

Nachdem sich HUBAG seit ihrer Gründung in einer nachhaltigen Wachstumsphase befindet, erscheint in Zukunft in Übereinstimmung mit der Empfehlung des Landes-Rechnungshofs eine breitere Diversifikation der Beteiligungsstruktur angezeigt (wenn auch nicht „dringlich geboten“), was in der Vergangenheit aufgrund der Beschränktheit verfügbarer Finanzmittel (bei Gründung standen nur EUR 7 Mio zur Verfügung) nicht von vorneherein möglich war.

2.3 Kapitalerhöhung

Aus steuerlichen Gründen will die Hypo Landesbank ihren Anteil an der HUBAG im Jahr 2005 von 52 Prozent auf unter 30 Prozent reduzieren. Dies stellt für die HUBAG eine große Herausforderung im Fundraising wie auch in den Investments dar.

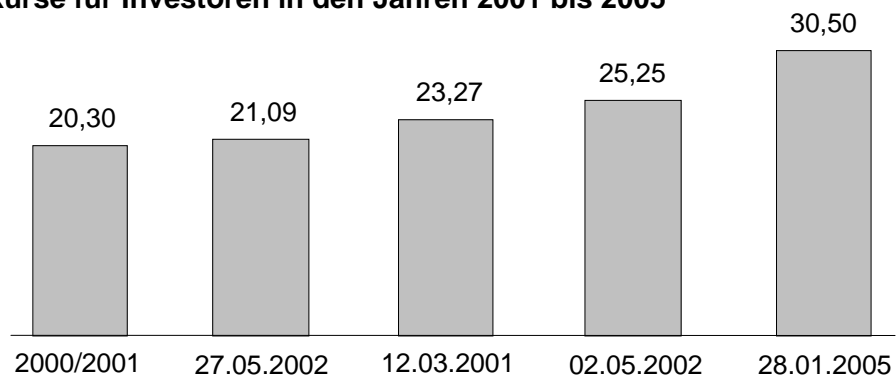
Situation

Die Hypo Landesbank will ihren Anteil von 52 Prozent zum 31. Dezember 2004 im Laufe des Jahres 2005 auf unter 30 Prozent reduzieren. Dies geschieht einerseits um zusätzliches Kapital für Investments der HYBAG zu lukrieren und andererseits um die Steuerprivilegien der MFAG zu behalten. Dazu wurde in einem ersten Schritt Anfang 2005 eine Kapitalerhöhung von € 10,8 Mio vorgenommen. Ein bestehender Investor hat seine Beteiligung aufgestockt, vier neue institutionelle Investoren wurden dazu gewonnen.

Die Kapitalerhöhung hat den Anteil an der HUBAG von 52 Prozent auf 41 Prozent reduziert. Die Kapitalerhöhung erfolgte zu einem Aktienkurs von € 30,50 je Aktie. Die Hypo Landesbank hat ursprünglich zum Jahreswechsel 2000/2001 ihr Aktienpaket an der HUBAG für € 20,30 erworben.

Kapitalrunden haben in den Jahren 2001 bis 2005 zu Kursen von 20,30 bis 30,50 stattgefunden.

Kurse für Investoren in den Jahren 2001 bis 2005



Quelle: Hypo Equity

Eine weitere Reduktion auf 30 Prozent wollte der Vorstand durch einen Börsengang erzielen. Der Aufsichtsrat hat in der 25. Sitzung vom 15. Dezember 2004 beschlossen, den Börsengang vorerst zu verschieben. Die weitere Reduktion des Anteils der Hypo Landesbank erfordert zusätzliches Investorenkapital in Höhe von € 20 bis 25 Mio. Ziel des Vorstands der HUBAG ist es, das neue Kapital schwerpunktmäßig in Direktbeteiligungen der HYBAG zu investieren. Falls die Kapitalerhöhung nicht erfolgt, verursacht dies der HUBAG einen Steuernachteil von bis zu € 700.000.

Bewertung

Der Landes-Rechnungshof beurteilt die weitere Kapitalerhöhung im Jahr 2005 als kritischen Faktor, da es sich dabei im Verhältnis zu den bestehenden Investments um einen relativ großen Kapitalbedarf in Höhe von € 20 bis 25 Mio handelt. Dies bedeutet mit der ersten Kapitalerhöhung eine überproportionale Verbreiterung des bisherigen Geschäftsvolumens. Die dafür benötigte Investorensuche wird sich auf Grund der Marktlimitationen als schwierig erweisen.



Falls das Fundraising gelingt, müsste die HEMAG 2005 und 2006 für das Investment des zugeflossenen Kapitals aus den beiden Kapitalerhöhungen beispielsweise zehn Deals in Höhe von € 3 Mio abschließen. Dies erscheint dem Landes-Rechnungshof auf Basis der bisherigen Entwicklung als unrealistisch oder zumindest sehr risikobehaftet. Im Jahr 2004 wurde beispielsweise kein Deal abgeschlossen. Im Verhältnis zur heutigen Beteiligungsstruktur muss eine relativ große Anzahl von Beteiligungen mit hohen durchschnittlichen Dealgrößen eingegangen werden. Wenn das Kapital mittelfristig nicht investiert wird, leidet die Performance.

Die Kursfestlegung je Aktie in Höhe von € 30,50 erfolgte auf Basis einer Unternehmensbewertung der HUBAG. Diese Unternehmensbewertung wurde mit unterschiedlichsten Bewertungsmethoden durchgeführt. Beispielsweise wurde für die Bewertung einer Beteiligung der MTH an einem Handelsunternehmen ein Multiple verwendet, der aus weltweit zehn großen Unternehmen dieser Branche generiert wurde.

Empfehlung

Der Landes-Rechnungshof empfiehlt, bei künftigen Investments Selektions-, Investitions- und Risikoaspekte besonders sorgfältig zu beachten.

Weiters empfiehlt der Landes-Rechnungshof, für die weitere Investorensuche eine qualitativ und quantitativ verbesserte Placement-Unterlage zu erstellen.

Stellungnahme

Die im Jänner 2005 durchgeführte Kapitalerhöhung der HUBAG führte dem Fonds neue Mittel in Höhe von rund EUR 10,8 Mio zu und erfolgte zu einer Bewertung von EUR 30,5 pro Aktie. Dies bedeutet, wie der Landes-Rechnungshof ausführt, eine Erhöhung des Wertes des Aktienpaketes, welches die Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank hält, um etwa 50% innerhalb von rund vier Jahren. Dies war ein Zeitraum, der von äußerst schwierigen Rahmenbedingungen an den internationalen Kapitalmärkten und insbesondere in der Private-Equity-Branche gekennzeichnet war. Zusätzlich wurden Dividenden ausgeschüttet.

Die Unternehmensbewertung der HUBAG erfolgte aufgrund anerkannter Bewertungsmethoden, wurde von Price Waterhouse Coopers überprüft und als angemessen und vertretbar bestätigt und von vier neuen und einem bestehenden Investor im Rahmen einer Due Diligence überprüft und war die Grundlage der letzten Emission. Nach Ansicht des Vorstandes handelt es sich hierbei um eine vorsichtige Bewertung, da beispielsweise zum Jahresultimo 2004 bei der Bewertung von MTH entsprechend der Bewertungstradition der HUBAG ein konservativer Wertansatz gewählt wurde, der signifikant unter dem Börsenschlusskurs zum 31.12.2004 lag.

Die Bereitstellung von Marketmultiples, die im Rahmen der Bewertung zum Einsatz gelangen, erfolgte aufgrund von Daten, die von HEMAG beauftragt und von Price Waterhouse Coopers zur Bearbeitung durch den Vorstand zur Verfügung gestellt wurden. Dies gilt auch für jene Multiples, die für das vom Landes-Rechnungshof zitierte Handelsunternehmen herangezogen wurden.

3 Wesentliche Kennzahlen des Hypo Equity Geschäfts

Private Equity Gesellschaften generieren Erfolg im Wesentlichen aus dem Verkauf von Beteiligungen, Dividendenausschüttungen, Erfolgen aus Mezzaninfinanzierungen und der Management Fee.

Entscheidend ist die Performance der Unternehmen in den Fonds, somit die Wertentwicklung der Beteiligungen als Ganzes. Die Performance ist immer ein rechnerischer Wert zu einem bestimmten Zeitpunkt. Die Wertentwicklung wird im Jahresabschluss nicht abgebildet, sondern muss gesondert durch eine Unternehmensbewertung aller Beteiligungen ermittelt werden. In der Bilanz stehen die Buchwerte der Beteiligungen. Diese Buchwerte weisen jedoch nicht den Marktwert der Beteiligung zum Bilanzstichtag aus, sondern in der Regel das investierte Kapital. Die Bilanz einer Private Equity Gesellschaft hat somit eine geringe Aussagekraft über die Geschäftsentwicklung im abgelaufenen Jahr.

Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (EGT) gibt Aufschluss darüber, ob die Aufwendungen der Managementgesellschaft durch Erlöse aus Management Fees, Verkäufe von Beteiligungen, Zinserträgen etc gedeckt sind.

3.1 Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit

Die Hypo Equity Gesellschaften decken laut den Gewinn- und Verlustrechnungen ihre laufenden Aufwendungen zur Gänze aus den erzielten Erlösen.

Situation

Bisher hat die Hypo Equity eine Rechnungslegung nach dem Handelsgesetzbuch (HGB) vorgenommen. Das heißt, es liegen Einzelabschlüsse der HUBAG, HYBAG und HEMAG vor. In diesen Einzelabschlüssen wird zu Buchwerten bilanziert. Zukünftig wird angestrebt, nach internationalen Accounting Standards zu bilanzieren, wodurch eine konsolidierte Gesamtdarstellung über alle Beteiligungen ermöglicht wird. In diese Darstellung werden dann auch unterschiedliche Bewertungen wie beispielsweise eine Verkehrswertdarstellung der Beteiligungen einfließen.

Auf Grund der Rechtsstruktur der MFAG sind bei der HUBAG und der HYBAG in der Gewinn- und Verlustrechnung wesentliche Positionen dargestellt. Das Finanzergebnis beinhaltet Erträge aus Beteiligungen wie Dividendenausschüttungen, Erträge aus Ausleihungen des Finanzanlagevermögens sowie Zinsen und Erträge aus dem Abgang von Finanzanlagen. Im Aufwand werden Steuern und Aufwendungen wie Management Fees verbucht.

Die HEMAG weist als operative Managementgesellschaft unterschiedliche Ertrags- und Aufwandskomponenten aus. Die HEMAG ist operativ tätig und ermittelt daher ein Betriebsergebnis. Erträge sind vor allem die Einkommen aus den Management Fees. Diesen sind die gesamten Aufwendungen des Betriebs wie Personalkosten, Infrastrukturkosten etc gegenübergestellt.

Das EGT der drei Hypo Equity Gesellschaften zeigt, dass in den Jahren 2002 und 2004 die gesamten Aufwendungen gedeckt wurden. Dies gelang jedoch nicht in 2003. In 2004 wird ein EGT von € 2,2 Mio ausgewiesen. Das EGT der HUBAG resultiert im Jahr 2004 zum Großteil aus einem Verkauf von Aktien. Dieser Verkauf wurde getätigt, um für 2004 eine Dividende an die Investoren ausschütten zu können.

Kennzahlen der Hypo Equity Gesellschaften

	HUBAG			HYBAG			HEMAG		
	2004	2003	2002	2004	2003	2002	2004	2003	2002
Erträge/Erlöse	2.300	735	397	714	162	782	1.643	1.764	1.283
Betriebliche Aufwendungen	-691	-653	-388	-595	-424	-436	-1.178	-1.609	-1.164
Ergebnis gewöhnlicher Geschäftstätigkeit	1.609	82	9	119	-262	346	465	155	119
Bilanzgewinn	3.586	3.126	2.071	127	515	427	788	473	89
Investiertes Kapital (Anlagevermögen)	35.027	36.364	31.536	7.193	6.692	4.052	618	877	486

Quelle: Hypo Equity

Bewertung

Das EGT zeigt den effektiv realisierten Erfolg des Geschäfts auf. Es fließen hier sämtliche Dividenden aus den Beteiligungen, die generierten Fees und Zinsen sowie die effektiven Gewinne aus Verkaufserlösen ein.

Das Hypo Equity Geschäft befindet sich noch in der Aufbauphase. Es wurden daher bis dato geringe Erträge aus dem Verkauf von Beteiligungen (Exiterfolge) realisiert. Daraus resultiert auch, dass die Investoren noch nicht von Exits profitierten, da seit Bestehen des Geschäfts in der HYBAG erst ein Verkauf mit rund € 1 Mio realisiert wurde.



Der Landes-Rechnungshof weist darauf hin, dass zum gegenwärtigen Zeitpunkt eine Erfolgsbetrachtung des Hypo Equity Geschäfts im branchenüblichen Track Record nicht darstellbar ist. Der Erfolg im Private Equity wird im internationalen Vergleich am Track Record, das heißt an den effektiv realisierten Gewinnen gemessen. Ein solcher Track Record ist derzeit nicht vorhanden.

Die Gesamtbetrachtung des Erfolgs eines Beteiligungsfonds ist üblicherweise die Erfolgsmesslatte, da nur die gesamthaft realisierten Gewinne den effektiv messbaren Erfolg des Investments darstellen. Im internationalen Vergleich wurden laut EVCA im langjährigen Durchschnitt Erfolge im oberen Viertel von 15 Prozent erzielt, mit Spitzen von 24 Prozent. 20 bis 30 Prozent Performance können somit bei einzelnen Spitzenfonds erwartet werden.

Einen wesentlichen Einfluss auf die Erfolgsdarstellung des Hypo Equity Geschäfts haben die Art der Bewertung der Beteiligungen sowie die daraus resultierende Performancedarstellung.

Empfehlung

Der Landes-Rechnungshof empfiehlt, in den Jahresberichten an den Aufsichtsrat und die Investoren eine klare Abgrenzung zwischen effektiv realisierten Erfolgen, der Bewertung der Beteiligungen sowie der entsprechenden Performancedarstellung vorzunehmen.

Stellungnahme

Der Erfolg „des Hypo Equity Geschäftes“ kann bei einem Evergreen wie HUBAG vor allem durch die erzielte Performance, resultierend aus laufenden Dividendenausschüttungen und erzielten Wertsteigerungen (laufend gemessen, durch erstklassige Wirtschaftsprüfer überprüft und am Markt bei wiederholten Kapitalerhöhungen erzielt) gemessen werden.

Der Messung von Wertsteigerungen kommt in der gesamten Branche während der Laufzeit eines Fonds eine zentrale Bedeutung zu, dies ist kein Spezifikum des „Hypo Equity Geschäftes“. Beispielhaft für viele sei hierzu einer der weltweit führenden Experten zitiert:

*„For many funds, unrealized portfolio valuations make up bulk of return“
Jesse E. Reyes, Vice President of global research at Thomson Venture Economics, July 14th, 2004 (Benchmarking in a post “Fair Value” world)*

3.2 Dividendenausschüttung

Dividendenausschüttungen von jährlich drei Prozent gewährleisten den Investoren eine minimale Verzinsung ihres Kapitals. Die Dividende spielt in den Erwartungen der Private Equity Investoren allerdings eine untergeordnete Rolle.

Situation

In den Startjahren der HUBAG 2001 und 2002 erfolgte keine Dividendenausschüttung an die Aktionäre bzw. Investoren. In den Folgejahren 2003 und 2004 wurde jeweils eine Dividende von rund € 1 Mio ausgeschüttet. Dies entspricht einer durchschnittlichen Dividendenrendite von drei Prozent auf den jeweils aktuellen Kurs. Eine Dividendenkontinuität wird vom Vorstand der HUBAG auch für die weiteren Jahre angestrebt.

Um im Jahr 2003 eine Dividendenausschüttung zu ermöglichen, wurde eine Kapitalrücklage in Höhe von € 2 Mio aufgelöst. Die Dividendenausschüttung im Jahr 2004 wurde aus dem Verkauf von Aktien finanziert.

Bewertung

Die Dividendenausschüttung gewährleistet den Investoren der Hypo Equity zwar eine regelmäßige, aber relativ geringe Verzinsung auf ihr investiertes Kapital. Im Private Equity Geschäft liegt der Fokus der Investoren nicht auf einer Dividendenausschüttung. Internationale Investoren sind primär an der Partizipation von Verkaufserlösen aus wertgesteigerten Beteiligungen interessiert.

Nach Ansicht des Landes-Rechnungshofs ergibt sich dies primär aus der Chancen/Risiken-Abwägung im Private Equity. Eine Dividende von drei Prozent kann mit deutlich geringerem Risiko generiert werden. Die Dividendenausschüttung ist somit als kleiner, aber relativ unbedeutender Bestandteil des Gesamterfolgs zu betrachten.

3.3 Bewertung der Beteiligungen und Performancedarstellung

Die Bewertung der Beteiligungen, wie auch die Performancedarstellung, basiert auf einer subjektiv ausgewählten Kombination unterschiedlichster Bewertungsmethoden. Diese müssen transparent sein, um die Chancen und Risiken der Wertermittlung beurteilen zu können.

Situation

Als Basis für die Darstellung der Performance wird bei der Hypo Equity eine Gesamtbewertung der Beteiligungen zugrunde gelegt, die aus einer Kombination unterschiedlichster Bewertungsmethoden resultiert. Buchwerte, Benchmarks aus denen Multiplikationsfaktoren errechnet werden, Fair Market Value Bewertungen die einen vergleichbar erzielbaren Verkaufspreis heranziehen, Discounted Cash Flow Methode etc werden angesetzt. Der Prozess dieser Bewertung erfolgt in zwei Schritten:

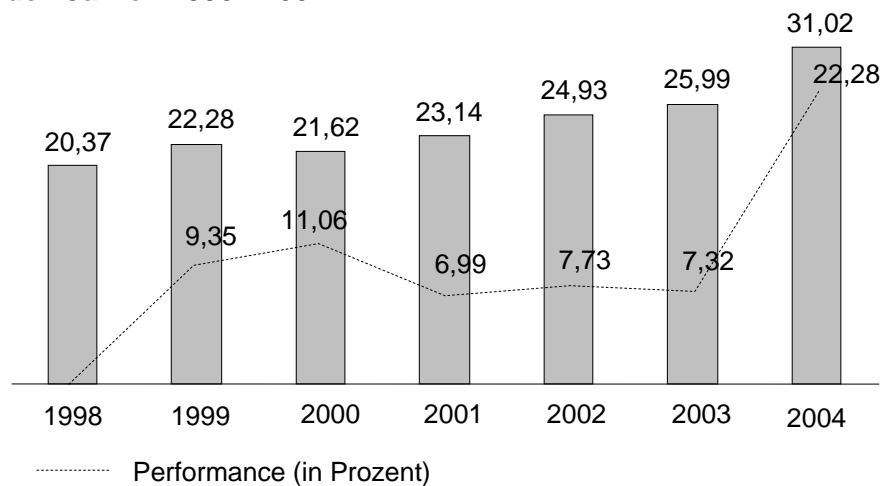
1. Das Management zieht für jede der Beteiligungen eine ihr angemessen erscheinende Bewertungsmethode heran und legt einen Wert und den anschließend resultierenden „Kurs je Aktie“ fest.
2. Das Management lässt diesen Vorschlag durch eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bewerten.

Seit Bestehen der Hypo Equity wird eine Internal Rate of Return (IRR), das heißt eine durchschnittliche Wertsteigerung von 10,77 Prozent ausgewiesen. In den Jahren 2001 bis 2003 wurde – basierend auf diesen unterschiedlichen Bewertungsmethoden – eine Performance in Höhe von rund sieben Prozent jährlich ermittelt.

Für das Jahr 2004 wird eine Performance von 22 Prozent dargestellt, die überwiegend auf einer Höherbewertung des Anteils an der MTH basiert. Die Performance der MTH hängt wesentlich von der Entwicklung eines Handelsunternehmens ab und ist daher schwer einschätzbar.

Bei der Entwicklung der Performance handelt es sich lediglich um rechnerische Werte, da diesen Werten wenig realisierte Gewinne gegenüberstehen. Diese Werte sind durch ein PWC-Gutachten unterlegt.

Entwicklung Wert je Aktie in Euro und Performance in den Jahren 1998 - 2004



Quelle: Hypo Equity

Den rechnerischen Performancewerten steht eine Realisierung von Teilerfolgen bei den jeweiligen Kapitalerhöhungen gegenüber. Bei diesen effektiven Aktienverkäufen konnten Aktienkurse pro Aktie von € 20,30 Anfang 2001 bis € 30,50 Anfang 2005 erzielt werden.

Bewertung

Grundsätzlich ist zu beachten, dass der Erfolg einer Equity Gesellschaft nicht objektiv messbar und auch nicht planbar ist. Der objektiv messbare Erfolg basiert lediglich auf einem historischen Track Record und nicht auf einem in der Zukunft liegenden, erhofften Verkaufserlös, welcher über die Dauer der Beteiligung oder die Laufzeit des Fonds generiert wird. Der Landes-Rechnungshof verweist in diesem Zusammenhang darauf, dass die Bewertung der aktuellen und der künftigen Performance letztendlich auf der Einschätzung des Managements beruht.

Ein Benchmark der Performance der Hypo Equity im österreichischen oder im internationalen Vergleich ist – wie bereits erwähnt – ohne Track Record nur schwer darstellbar. Ein Vergleich mit öffentlichen Fonds ist nicht aussagekräftig, da effektiv an der Börse handelbare Werte dem nicht börsennotierten Wert der Hypo Equity gegenüberstehen.

Essentiell für das Management, die jeweiligen Aufsichtsräte und für die Investoren ist es daher, die Mechanismen des Geschäfts und vor allem die Bewertungsgrundlagen im Detail zu kennen und nachvollziehen zu können. Nur so lassen sich die Chancen und vor allem die Risiken in der gesamten Darstellung der Unternehmenszahlen beurteilen.

Auf Basis der Protokolle des Aufsichtsrats lässt sich nicht erkennen, dass eine qualifizierte Auseinandersetzung stattgefunden hat. Die Anzahl der Fragen und die Intensität der Diskussion lassen vermuten, dass solche essentielle Themen nicht ausreichend verständlich aufbereitet und zu wenig fundiert diskutiert wurden.

Nach Ansicht des Landes-Rechnungshofs muss der Aufsichtsrat ein Maximum an Transparenz einfordern und sich intensiv mit der Bewertung der Performance auseinandersetzen. Nur dadurch ist es möglich, zu einer halbwegs realistischen Einschätzung des Geschäftserfolgs und vor allem zu einer fundierten Beurteilung der inhärenten Bewertungsrisiken zu kommen.

Empfehlung

Der Landes-Rechnungshof empfiehlt, die Bewertungsmethode für jede Beteiligung dem Aufsichtsrat transparent zu machen.

Stellungnahme

Verwiesen wird auf die bisherigen Stellungnahmen zu den Punkten 2.3. und 3.1.

Die erzielte Rendite ist im Benchmark Renditen gegenüberzustellen, die während der jeweiligen Betrachtungsperiode (nicht während Hausse-Phasen oder in Zeiten völlig anderer Zinsniveaus) erzielt wurden. Deshalb ist nach übereinstimmender internationaler Beurteilungspraxis vor allem das Emissionsjahr eines Fonds für einen Benchmark von überragender Bedeutung, um die „Phasenkongruenz“ eines Benchmarks zu gewährleisten.



Nachfolgende Tabelle vergleicht die Rendite eines Investments in HUBAG mit dem Durchschnitt der europäischen Branche (Venture Capital und Private Equity):

Mehrjahresvergleich der Performance

	<i>HUBAG</i>	<i>Europäischer Durchschnitt *)</i>
<i>Rendite 1 Jahr</i>	<i>22,3%</i>	<i>12,3%</i>
<i>Rendite 3 Jahre</i>	<i>14,7%</i>	<i>-2,3%</i>
<i>Rendite 5 Jahre</i>	<i>10,9%</i>	<i>1,9%</i>

**) Quelle: Thomson Venture Economics und EVCA, "Performance von Private Equity Investitionen in 2004"*

Die Auseinandersetzung des Aufsichtsrates mit den Mechanismen des Geschäftes und den Bewertungsgrundlagen erfolgt nach Ansicht des Vorstandes mit der gebotenen Sorgfalt. Alleine die personelle Zusammensetzung dieser Kontrollgremien, nominiert durch die in unterschiedlichen Bereichen der Wirtschaft erfolgreich agierenden Investoren, spiegelt die hohe Wirtschaftskompetenz und vor allem das damit verbundene Kapitalinteresse wider. Nicht zuletzt ist es auch diese Kombination erstklassiger Investoren (denen syndikatsvertraglich ein Nominierungsrecht für Aufsichtsräte zusteht), die dazu beigetragen hat, dass HUBAG die bisherige Entwicklung genommen hat.

Die laufende Inanspruchnahme renommierter Wirtschaftsprüfer, insbesondere in Bewertungsfragen, zeigt das Problembewusstsein des Aufsichtsrates für die Besonderheiten der Branche sowie den hohen Maßstab an Sorgfalt und Professionalität, der zur Anwendung gelangt. Entsprechend der Empfehlung des Landes-Rechnungshofes wird in Zukunft – wie auch in der Vergangenheit – die Bewertungsmethode für die Beteiligungen dem Aufsichtsrat transparent gemacht, durch erstklassige Wirtschaftsprüfer überprüft und im Wege von Begutachtungen dokumentiert.



4 Der Investmentprozess

4.1 Pre-Selection Prozess

Die heutige Vorauswahl der eingehenden Anfragen erfolgt nach dem Value Ansatz auf Basis einer ersten Einschätzung des Managements.

Situation

Die heutige Selektion von potentiellen Investmentkandidaten erfolgt nach dem Value Ansatz, das heißt es werden von den jährlich 150 bis 200 eingehenden Businessplänen oder Firmenanfragen jene ausgewählt, von denen Hypo Equity glaubt, das Business Modell zu verstehen, die Bewertungsgrundlagen als nachvollziehbar und gut erachtet und an ein entsprechendes Entwicklungs- und Erfolgspotential glaubt. Aus diesem Selektionsprozess resultieren 3 bis 5 Anfragen jährlich, die einer detaillierten Prüfung unterzogen werden.

Die Art der Selektion entspricht dem heutigen Entwicklungsstand und dem Erfahrungshintergrund des Managements. Sie ist allerdings geprägt von einem beschränkt formalisierten, subjektiven und weitgehend branchenindifferenten Vorgehen.

Bewertung

Das Management verfügt über keinen Kriterienkatalog für die Selektion der Investments. Die rein subjektive Einschätzung ist heute ausschlaggebend für den Entscheid, den Selektionsprozess weiterzuführen.

Ein formalisierter Approach würde zwar eine bessere Selektionsqualität ermöglichen, erscheint allerdings dem Landes-Rechnungshof in der Größe der Hypo Equity und des von ihr definierten Markts nur schwer realisierbar zu sein.

Im Rahmen der Strategiediskussion müssen Vorstand und Aufsichtsrat Klarheit darüber erlangen, wie das Geschäft künftig auszurichten ist und ob eine stärkere Fokussierung überhaupt wünschenswert und möglich ist.

Empfehlung

Der Landes-Rechnungshof empfiehlt, einen Kriterienkatalog zu erarbeiten, nachdem die Pre-Selection künftig vorgenommen wird.

4.2 Dealabwicklung

Die Qualität der Due Diligence und die Durchführung der Dealabwicklung legen den Grundstein für ein ausgewogenes Beteiligungsportfolio. Guter Input resultiert in gutem Output und geringerem Risiko.

Situation

Nachdem die erste Pre-Selection vorgenommen wurde, erfolgt das weitere Vorgehen grob in vier Schritten:

1. Erstabklärungen, die in einem Fact Sheet von 3 bis 4 Seiten zusammengefasst werden. Dieses dient dem Vorstand und den Investmentmanagern als Entscheidungsgrundlage für weitere Schritte
2. Verhandlungen, deren Ergebnis in einem Letter of Intent und einem Deal Qualification Memorandum (DQM) festgehalten werden
3. Entscheidung im Aufsichtsrat
4. Due Diligence und Realisierung der Beteiligung mit Verträgen etc

Teilweise wird die Investmententscheidung nach der Due Diligence getroffen.

Generell wird bei der Hypo Equity die Dealabwicklung so gehandhabt, dass die wirtschaftliche Due Diligence selbst durchgeführt wird. Für die rechtliche und steuertechnische Prüfung werden externe Partner beigezogen. Für technische Fragestellungen steht ein Netzwerk von Experten – teilweise aus den Beteiligungsunternehmen – zur Verfügung.

Der Aufsichtsrat der HUBAG entscheidet über das Investment auf Basis des DQM, welches vom Vorstand erstellt wird.

Bewertung

Der Landes-Rechnungshof hat ein konkretes Investment geprüft. Dabei stand die Abwicklung des Deals und nicht die inhaltliche Strukturierung der Finanzierung oder die Art und Höhe der Konditionen im Vordergrund.

Die Arbeiten im Rahmen der Dealabwicklungen erfolgen in einer gewissen Systematik anhand von unterschiedlichen Checklisten. Diese werden mehr oder weniger systematisch verwendet. Der Landes-Rechnungshof erachtet die Praxis der Dealabwicklung inklusive Due Diligence durch weitgehend eigene Mitarbeiter als positiv. Dadurch bleibt das Know-how über das Beteiligungsunternehmen bei der Hypo Equity. Die erforderliche Anzahl und Qualifikation der Investmentmanager ist vor dem Hintergrund der geplanten Entwicklungen noch sicherzustellen.

Die Qualität des DQM bewertet der Landes-Rechnungshof im vorgelegten Fall als nicht ausreichend. Im internationalen Vergleich enthalten solche Dokumente mehr Aspekte und detailliertere Informationen, wie Performanceerwartungen, Dauer der Beteiligung, Aufgabenregelungen, alle Fees und Konditionen. Die vom Aufsichtsrat auf Basis dieses DQM getroffene Investmententscheidung ist nur schwer nachvollziehbar, da eine fundierte Grundlage fehlte.

Der Deal stammte aus der Anfangsphase. Für aktuellere Deals liegen deutlich verbesserte DQM als Entscheidungsgrundlage vor.

Empfehlung

Der Landes-Rechnungshof empfiehlt, die Dealabwicklung weiter zu systematisieren und das Know-how der Investmentmanager gezielt weiter zu entwickeln.

4.3 Investmententscheidungen

Die Entscheidungsfindung im vorgelegten Musterfall war von nicht ausreichender Qualität und entspricht nicht international anerkannten Standards. Investmententscheidungen sollten künftig fundierter getroffen oder von einem Investment-Komitee vorgeprüft werden.

Situation

Im internationalen Umfeld werden Investmententscheidungen von den Vorständen vorbereitet, von einem Expertengremium wie einem Investment-Komitee, einem Aufsichtsratsausschuss oder vom Aufsichtsrat verabschiedet. Bei der Hypo Equity ist der Prozess ident, der Aufsichtsrat der HUBAG/HYBAG trifft alle Investmententscheidungen.

Beim vorgelegten Musterfall wurde eine Investmententscheidung im Aufsichtsrat gefällt, die lediglich auf dem DQM basierte. Der Letter of Intent, in dem zusätzlich einige Konditionen spezifiziert wurden, lag dem Aufsichtsrat nicht zur Entscheidung vor. Das DQM wurde vom Vorstand in der 17. Aufsichtsratssitzung vom 11. Dezember 2002 erläutert. Der Antrag des Vorstands wird auf Basis des DQM, vor Due Diligence und ohne Kenntnis der Details des Investments, bewilligt.

Laut Beschluss erfolgte die Beteiligung mit € 1 Mio Eigenkapital und € 1 Mio Mezzaninfinanzierung. Übernommen werden sollten „in etwa“ 30 Prozent der Anteile. Dieses Investment hat sich bis dato gut entwickelt.

Bewertung

Da dem Aufsichtsrat für die Entscheidung nur das DQM und nicht der Letter of Intent vorlag, fehlten nach Ansicht des Landes-Rechnungshofs wesentliche Grundlagen für die Investmententscheidung. So waren dem Aufsichtsrat zum Zeitpunkt der Entscheidung weder das Zustandekommen der Konditionen des Deals noch die Grundlagen der Preisfestsetzung bekannt. Somit war nicht nachvollziehbar, wie der Preis für die Höhe der „in etwa“ 30 Prozent Beteiligung ermittelt wurde. Weiters waren im DQM keine Erwartungen an das Investment und keine Exitstrategie formuliert.

Nach Ansicht des Landes-Rechnungshofs fehlten in der Startphase des Fonds branchenübliche Standards und Vorgaben an den Inhalt und die Qualität von Entscheidungsgrundlagen für den Aufsichtsrat.

Empfehlung

Der Landes-Rechnungshof empfiehlt dem Aufsichtsrat, branchenübliche Standards und Vorgaben an die Inhalte und die Qualität von Entscheidungsgrundlagen zu definieren und die Einhaltung auch nachhaltig einzufordern.

Weiters empfiehlt der Landes-Rechnungshof, ein Investment-Komitee zur Vorbegutachtung von Investmententscheidungen einzusetzen oder die Entscheidungsfindung im Aufsichtsrat zu professionalisieren.

Stellungnahme

Vorab sei bemerkt, dass Protokolle von Aufsichtsratssitzungen im Rahmen von HUBAG, HEMAG und HYBAG so genannte „Resümee-protokolle“ sind, die nicht den gesamten Diskussionsprozess im Aufsichtsrat wiedergeben.

Der vom Landes-Rechnungshof thematisierte Entscheidungsfindungsprozess im angesprochenen „Musterfall“ spiegelt eine für Private-Equity-Engagements in einem kompetitiven Umfeld nicht untypische Situation wider: Unter Zeitdruck wird eine attraktive Beteiligungsmöglichkeit verhandelt, evaluiert und gegen bestehenden Wettbewerb zur Entscheidung vorgelegt.

Zu bedenken ist, dass das Eingehen von Unternehmensbeteiligungen zum gewöhnlichen Geschäftsbetrieb eines Fonds gehört. Zwischen der Entscheidung im Aufsichtsrat und der Beteiligungsnahme fanden – ausführlich dokumentiert – alle üblichen Standardprozeduren statt, sodass das Closing fünf Monate nach erfolgtem Aufsichtsratsentscheid vollzogen werden konnte. Hinzu kommt, dass das gegenständliche (ausgezeichnet geführte) Unternehmen zumindest den Aufsichtsräten des Hauptgesellschafters seit vielen Jahren bekannt war. Der Beteiligungsantrag an den Aufsichtsrat erfolgte protokollgemäß auch unter dem Vorbehalt einer positiv verlaufenden Due Diligence. Das Renditeziel des Mezzaninkapitals ist im Aufsichtsratsprotokoll vermerkt.



Die Unternehmensbewertung („after money“) sowie die „Erwartungen an das Investment“ in Form einer Unternehmensplanung über die nächsten 5 Jahre sind im DQM enthalten. Die übliche Exitstrategie bei derartigen Investments besteht im klassischen „Trade Sale“. Das endgültige Beteiligungsmaß betrug sodann auch „in etwa 30%“, nämlich exakt 30,3%. Die Beteiligung wurde übereinstimmend als sehr attraktiv beurteilt und hat letztlich innerhalb von zwei Jahren ihren Wert vervielfacht.

5 Corporate Governance

5.1 Personelle Situation

Qualifikation und Erfahrungshintergrund im Managementteam der Hypo Equity Management AG (HEMAG) differieren deutlich. Zudem besteht auch eine starke Konzentration der Marktaktivitäten bei einem der beiden Vorstände. Die regionalen und finanziellen Einschränkungen erschweren die Anstellung von erfahrenen Investmentmanagern.

Situation

Bei der Managementgesellschaft (HEMAG) sind zum 31. Dezember 2004 vier Teilzeit- und vier Vollzeitkräfte mit einer Kapazität von 6,7 Leistungseinheiten angestellt. Das Team setzt sich aus zwei Vorständen, zwei Investmentmanagern, einer Teilzeitjuristin und drei Teilzeitsupportfunktionen zusammen.

Entsprechend dem divergierenden Erfahrungshintergrund existiert unter den beiden Vorständen eine komplementäre Aufgabenverteilung mit unterschiedlicher Einflussnahme.

Die Investmentmanager haben im internationalen Vergleich eine relativ geringe Branchenerfahrung. Ein Investmentmanager ist Jurist mit Verkaufserfahrung, 40 Jahre alt und seit 1,5 Jahren bei der Hypo Equity. Der zweite Investmentmanager besuchte die Fachhochschule, ist 29 Jahre alt und seit vier Jahren bei der Hypo Equity. Im 2. Halbjahr 2005 soll ein weiterer Investmentmanager angestellt werden. Der Personaleinsatz der Investmentmanager beschränkt sich im Wesentlichen auf die Beteiligungen innerhalb der HYBAG. In den anderen Beteiligungen ist ein Vorstandsmitglied im Vorstand oder Aufsichtsrat vertreten.

In den vier Beteiligungen der HYBAG ist der Einfluss der Investmentmanager unterschiedlich. Bei einem Unternehmen besteht kaum eine Einflussmöglichkeit, da der Anteil nur fünf Prozent beträgt. Bei der zweiten Beteiligung ist kein intensiver Coachingbedarf gegeben. Deshalb konzentrierte sich der Ressourceneinsatz zu Jahresbeginn 2005 auf die beiden Kleinstbeteiligungen von € 400.000 und € 500.000.

Auf Grund des Erfahrungshintergrunds und der limitierten Ressourcen werden diverse Leistungen wie Rechts- und Steuerberatung zugekauft. Bei technischen Fragestellungen steht ein Netzwerk von Experten aus den Beteiligungsunternehmen zur Verfügung.

Im internationalen Vergleich können laut einer Studie der SCM Fonds bis € 50 Mio von acht Professionals, Fonds von € 200 bis 500 Mio von 14 Professionals und Fonds von € 1 bis 3 Mrd Volumen von 22 Professionals betreut werden.

Bewertung

Die Anzahl der Mitarbeiter der Hypo Equity entspricht durchaus dem internationalen Benchmark. Für den Landes-Rechnungshof ist jedoch zu berücksichtigen, dass bei einer so kleinen Fondsgröße naturgemäß ein suboptimaler Ressourceneinsatz vorherrscht. Eine branchenübliche Expertise des Teams ist bei der Hypo Equity auf Grund der Teamgröße und der geographischen wie auch der finanziellen Limitation des Markts nur schwer zu realisieren.

Nach Ansicht des Landes-Rechnungshofs stellen die für 2005 geplanten und durch die Kapitalzufuhr nötigen Geschäftsaktivitäten das Team in seiner heutigen Form und Erfahrung vor eine große Herausforderung. Ein verstärkter Zukauf von externen Leistungen wird notwendig sein. Damit verbunden ist jedoch eine verstärkte Abhängigkeit von externem Know-how, welches die eigene Meinungsbildung in der Due Diligence erschwert.

Die Aufgaben- und Kompetenzverteilung im Vorstand ist trotz des formalen Vier-Augen-Prinzips ungleich gewichtet. Der Landes-Rechnungshof erachtet die strikte Trennung in Markt und Marktfolge im Private Equity Geschäft nicht für zweckmäßig.

Empfehlung

Der Landes-Rechnungshof empfiehlt, die Qualität und die Größe des Teams verstärkt an der künftigen strategischen Ausrichtung der Hypo Equity zu orientieren.

Weiters empfiehlt der Landes-Rechnungshof, die Wissens- und Erfahrungsbasis gezielt zu verbreitern, um das Risiko der personellen Konzentration bei einem Vorstandsmitglied zu reduzieren.

Stellungnahme

HEMAG hat versucht, ein Team von Akteuren mit hohem Engagement, komplementärem Erfahrungshintergrund und ebensolchen Fähigkeiten zu formen. Unter Berücksichtigung von Synergien aus dem Netzwerk des Fonds hat dieses Team einen beachtlichen Track Record erzielt. Dennoch erfolgt laufend eine entsprechende Optimierung der personellen Ressourcen. Nach Ansicht des Vorstandes ist das Team von HEMAG zwar nicht ausnahmslos langjährig branchenerfahren, allerdings ist zu bedenken, dass die Private-Equity-Branche in Österreich im Allgemeinen und in Vorarlberg im Besonderen keine lange Tradition hat.

5.2 Organe der Gesellschaften

Die heutige Besetzung des Vorstands und des Aufsichtsrats der Hypo Equity Gesellschaften wie auch die Vertretung in den diversen Gremien der Beteiligungen ist stark personenkonzentriert. Vor allem die Art und Weise, wie Investmententscheidungen in diesen Gremien getroffen werden, birgt Risiken in sich.

Situation

Von den sechs Mitgliedern des Aufsichtsrats der HUBAG und der HYBAG sind fünf Vorstandsmitglieder oder Aufsichtsräte von Banken. Sie verfügen über einen unterschiedlichen Branchenhintergrund. Neben vier Bankern kommt ein Mitglied aus dem Handel, ein weiteres aus einem Produktionsbetrieb.

Im Aufsichtsrat der HEMAG sind drei Aufsichtsräte der HUBAG/HYBAG vertreten. Der Aufsichtsrat der HUBAG/HYBAG trifft neben den aktienrechtlichen Entscheidungen de facto auch alle Investmententscheidungen. Mit der Kapitalerhöhung im Frühling 2005 sind vier neue Investoren dazugekommen, die durch einen zusätzlichen Vertreter im Aufsichtsrat repräsentiert werden. Der Aufsichtsrat der Managementgesellschaft HEMAG hat lediglich formalen Charakter.

Bei der Führung und Überwachung der Beteiligungsunternehmen der HUBAG herrscht eine starke personelle Konzentration vor. Der Vorstandsvorsitzende der Hypo Landesbank ist – neben zahlreichen anderen Aufsichtsratsmandaten – in allen sechs Beteiligungen im Aufsichtsrat vertreten. Ein Vorstandsmitglied der HEMAG ist auch Vorstand der HUBAG, HYBAG, IPO, MTH, Athena I und Athena II.

In der MTH macht die HUBAG vier von zehn Aufsichtsräten namhaft. Der Einfluss in der MTH wurde im Aufsichtsrat der HUBAG mehrfach thematisiert. Die Zusammenarbeit wurde im Zeitablauf unterschiedlich bewertet. Teilweise wurden Entscheidungen gegen das Votum des von der HUBAG kooptierten Vorstandsmitglieds getroffen.

Die Vorbereitung und Genehmigung der Investmententscheidungen hat im Private Equity Geschäft einen hohen Stellenwert. Dem entsprechend sieht der Code of Good Governance der AVCO vor, dass die betroffenen Mitglieder in den Entscheidungsorganen des Fonds die Investitionsentscheidung bewusst, sachkundig, unbefangen und in gutem Glauben auf der Grundlage des sorgfältig durch das Fondsmanagement ausgearbeiteten Investment Proposals zu treffen haben.

Die Geschäftsordnung des Vorstands wie auch des Aufsichtsrats der Hypo Equity ist sehr allgemein gehalten. Sie enthält keinerlei branchenspezifische Regelungen, die sich auf Überwachungsfunktionen und Risikoaspekte des Equity Geschäfts beziehen.

Bewertung

Nach Ansicht des Landes-Rechnungshofs ist die Qualität der Entscheidungen in einigen Punkten noch verbesserungsfähig. Dies betrifft einerseits die Qualität der dem Vorstand vorgelegten Entscheidungsgrundlagen und andererseits die Intensität der Befassung mit den Investments im Aufsichtsrat. Die Periodizität und die Anzahl der Sitzungen ist zu gering, um zeitnah agieren zu können.

Die heutige Zusammensetzung des HUBAG Aufsichtsrats ist nach Auffassung des Landes-Rechnungshofs zu finanzlastig. Die Anzahl der Aufsichtsratsfunktionen des Vorstandsvorsitzenden der Hypo Landesbank entspricht nicht den Vorgaben des Aktiengesetzes. Der § 86 Abs 3 AktG limitiert – für Unternehmen die der Kontrolle des Rechnungshofs unterliegen – die Aufsichtsratsfunktionen eines Vorstandsmitglieds im Konzern auf maximal fünf. Die Konzentration einzelner Vorstands- und Aufsichtsratsfunktionen ist auch aus Kapazitäts- und Risikogründen bedenklich.

Empfehlung

Der Landes-Rechnungshof empfiehlt, das Verhältnis Finanz- und Branchenexperten im Aufsichtsrat der HUBAG zu ändern.

Weiters empfiehlt der Landes-Rechnungshof, die personelle Konzentration bei den Vorstands- und Aufsichtsratsfunktionen zu reduzieren.

Zudem empfiehlt der Landes-Rechnungshof, den Code of Governance der AVCO als Standard im Hypo Equity Geschäft entsprechend zu verankern.

Stellungnahme

Aufgrund syndikatsvertraglicher Regelungen werden Aufsichtsräte der HUBAG und HYBAG von den Fondsinvestoren nominiert. Die Zusammensetzung entzieht sich daher der Disposition der Fonds.

Hinsichtlich der Aufsichtsratsfunktionen des Vorstandsvorsitzenden der Hypo Landesbank ist anzumerken, dass der Begriff „konzernmäßig verbunden“ des § 86 Abs 3 AktG auf § 15 AktG abzielt. Nachdem die Hypo Landesbank aktuell über keine Mehrheit an HUBAG verfügt, ist die aktuelle Situation gesetzeskonform. Darüberhinaus ist im vorliegenden Entwurf des Gesellschaftsrechtsänderungsgesetzes eine Beschränkung im Sinne des § 86 Abs 3 AktG nicht mehr enthalten.

Die Übernahme von Mehrfachfunktionen (Vorstand und Aufsichtsrat) resultiert aus der konkreten Fondskonstruktion und ermöglicht die Realisierung von Synergien.

Ein Code of Governance der AVCO befindet sich derzeit seitens der AVCO in Ausarbeitung. Es ist vorgesehen, nach dessen Vorliegen und einer entsprechenden Prüfung desselben diesen zu übernehmen.

5.3 Beteiligungscontrolling und Risikomanagement

Das bestehende Beteiligungscontrolling hat zwar eine ausreichende quantitative Zahlenbasis, die Interpretation der Entwicklungen basiert allerdings auf einem nicht formalisierten Reporting und auf den Einschätzungen des Vorstands.

Situation

Auf Grund der eingegangenen Minderheitsbeteiligungen sind Einfluss und Transparenz der Ergebnisse für die Investoren und die Hypo Equity relativ limitiert. Der Einfluss bei den Beteiligungsunternehmen kann über einen Sitz im Vorstand, im Aufsichtsrat oder über eine konsequente Vertragsgestaltung erfolgen. Controllingdaten sind bei Minderheitsbeteiligungen nur eingeschränkt zugänglich.

Der Vorstand der Hypo Equity stellt dem Aufsichtsrat der HUBAG/HYBAG quartalsmäßig einen Monatsbericht zur Verfügung. Dieser enthält Elemente der Gewinn- und Verlustrechnung und auch der Bilanz. Ebenfalls enthalten ist ein Soll-Ist-Vergleich und ein Forecast auf das gesamte laufende Jahr.

Der Aufsichtsrat erhält vor der Sitzung lediglich das Zahlenwerk, die qualitative Interpretation und die damit verbundene Einschätzung des Vorstands erfolgt mündlich in der jeweiligen Aufsichtsratssitzung. Die Erhebung und Darstellung der Entwicklungen innerhalb der Beteiligungen erfolgt durch den Vorstand nicht formalisiert.



Einmal jährlich wird ein Beteiligungsbericht der HUBAG und HYBAG für den Aufsichtsrat und somit für die Investoren erstellt.

Bewertung

Die quantitativen Grundlagen des Monatsberichts sind eine wesentliche Grundlage für das Controlling. Sie sind jedoch ohne formalisierte qualitative Beurteilungen nicht aussagefähig. Der Aufsichtsrat und/oder die Investoren sind bei der Bewertung der Controllingdaten vollständig auf die subjektive Einschätzung des Vorstands angewiesen.

Die Quartalsberichte enthalten lediglich eine Einzeldarstellung der Beteiligungen. Sie geben keinen Überblick und enthalten keine Aussagen zum Gesamtportfolio. Für das Risikocontrolling existiert derzeit kein System, welches die Risiken der einzelnen Beteiligungen im Überblick einschätzt und darstellt.

Empfehlung

Der Landes-Rechnungshof empfiehlt, die Qualität der Beteiligungsberichte für den Aufsichtsrat zu verbessern.

Weiters empfiehlt der Landes-Rechnungshof, in den Verträgen künftig verstärkt die zustimmungspflichtigen Geschäfte umfassender zu definieren, um den Einfluss bei Geschäftsführerwechsel, Verkauf, Investitionen oder Corporate Governance zu erhöhen.

Zudem empfiehlt der Landes-Rechnungshof, das Risiko einzelner Beteiligungen und des Gesamtportfolios in einem Risikomanagementsystem zu erfassen und nach Risikoklassen darzustellen.

Bregenz, im April 2005

Der Direktor

Dr Herbert Schmalhardt



Abkürzungsverzeichnis

AVCO	Austrian Private Equity and Venture Capital Association
DQM	Deal Qualification Memorandum
EGT	Ergebnis der ordentlichen Geschäftstätigkeit
EVCA	European Venture Capital Association
HEMAG	Hypo Equity Management AG
HGB	Handelsgesetzbuch
HUBAG	Hypo Unternehmensbeteiligungen AG
HYBAG	Hypo Beteiligungs AG
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
MFAG	Mittelstandsfinanzierungs AG
Mio	Million(en)
Mrd	Milliarde(n)
MTH	Management Trust Holding AG
PWC	Price Waterhouse Coopers
SCM	Strategic Capital Management AG, Zürich