

Theo Weber
Benedikt Hohaus



Buy-outs

Funktionsweise, Strukturierung,
Bewertung und Umsetzung
von Unternehmenstransaktionen

eBook
SCHÄFFER
POESCHEL



Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,
vielen Dank, dass Sie dieses E-Book erworben haben. Damit Sie
das Produkt optimal nutzen können, möchten wir Sie gerne auf
folgende Navigationsmöglichkeiten hinweisen:

Die Verlinkungen im Text ermöglichen Ihnen eine schnelle und
komfortable Handhabung des E-Books. Um eine gewünschte
Textstelle aufzurufen, stehen Ihnen im Inhaltsverzeichnis und
im Register als Link gekennzeichnete Kapitelüberschriften bzw.
Seitenangaben zur Verfügung.

Zudem können Sie über das Adobe-Digital-Editions-Menü
»Inhaltsverzeichnis« die verlinkten Überschriften direkt
ansteuern.

Erfolgreiches Arbeiten wünscht Ihnen
der Schäffer-Poeschel Verlag

Theo Weber / Benedikt Hohaus

Buy-outs

Funktionsweise, Strukturierung, Bewertung
und Umsetzung von Unternehmenstransaktionen

2010
Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart

Verfasser:

Dr. Theo Weber, GE CAPITAL, Frankfurt a. M.

Dr. Benedikt Hohaus, Rechtsanwalt/Partner bei P + P Pöllath + Partners,
München

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen
Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet
über <<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

E-Book-ISBN 978-3-7992-6344-3

Dieses Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung
außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlages
unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen,
Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© 2010 Schäffer-Poeschel Verlag für Wirtschaft · Steuern · Recht GmbH
www.schaeffer-poeschel.de
info@schaeffer-poeschel.de
Einbandgestaltung: Willy Löffelhardt/Melanie Frasch
Satz: Johanna Boy, Brennbeg

Schäffer-Poeschel Verlag Stuttgart
Ein Tochterunternehmen der Verlagsgruppe Handelsblatt

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	IX
Abkürzungs- und Symbolverzeichnis	XIII
Einleitung	1
I. Buy-outs in Deutschland	5
1. Definition und Funktionsweise des Buy-outs	5
2. Unterscheidung des Private-Equity-Investors vom strategischen Investor	7
3. Wertsteigerung durch Private-Equity-Investoren	10
4. Merkmale eines Buy-out-tauglichen Unternehmens.	15
5. Formen und Strategien des Buy-outs	16
a) Kleinst-Buy-out	17
b) Mittelständischer oder Mid Cap Buy-out	19
c) Institutional Buy-out (IBO)	20
6. Abgrenzung gegenüber anderen Finanzierungsformen	20
7. Fondsstrukturen und Investitionsformen im Markt für Eigenkapital . . .	28
a) Organisationsform von Private-Equity-Fonds	28
b) Investmentzyklus	30
c) Status der Investoren	30
d) Stellung in der Investitionskette	31
e) Rechtliche und wirtschaftliche Strukturierung der Fonds	38
8. Volkswirtschaftliche Bedeutung des Private Equity	40
9. Statistische Übersicht über den Markt für Buy-outs.	47
II. Idee des Buy-outs	53
1. Quellen des Buy-outs	53
2. Bedeutung des Businessplans	57
3. Potenzielle Interessenkonflikte der beteiligten Parteien	58
4. Die Suche nach dem Finanzierungspartner.	60
5. Phasen eines Buy-outs im Unternehmenserwerb.	62
a) Auktionsverfahren	63
b) Buy-out-spezifische Elemente	67
c) Exklusivprozess	72
d) Public-to-Private-Prozess	74

III. Strukturierung des Buy-outs	81
1. Illustrierendes LBO-Modell	82
2. Varianten der Bankfinanzierung	84
a) Bankenmarkt	84
b) Die Grundlagen der Bankfinanzierung	87
c) Bestimmung der Laufzeit und der Finanzierungshöhe	92
d) Bankfinanzierung über Term Loans	94
e) Finanz-Covenants	100
f) Second-Lien-Darlehen	104
g) Mezzanine-Finanzierungen	105
h) Junior Loan, High Yield Bond, PIK Note und Bridge Loan	106
i) Sonstige Komponenten der Finanzierung	106
j) Ideale Finanzierungsstrukturierung und aktuelle Marktlage für Bankfinanzierungen	109
3. Finanzielle Strukturierung des Management Equity	116
a) Kriterien für die Beurteilung der Managementbeteiligungs- modelle	118
b) Direktbeteiligung	118
c) Optionsmodelle	121
d) Cash-Instrumente	122
e) Kombination der verschiedenen Modelle unter Berücksichtigung der nichtfinanziellen Komponenten	123
4. Weitere Determinanten der Transaktionsstrukturierung	128
a) Strategisches Konzept der Transaktionsstrukturierung	128
b) Rechtliche und steuerliche Komponenten der Transaktions- strukturierung	131
5. Minderheitsbeteiligung	138
IV. Bewertung des Transaktionsobjekts	139
1. Verfahren der Unternehmensbewertung und ihre Eignung für die Buy-out-Bewertung	139
a) Grundlagen der Unternehmensbewertung	139
b) Kapitalwertmodelle versus Multiplikatorenmodelle	141
c) Nettofinanzverbindlichkeiten – die Differenz zwischen Enterprise Value und Equity Value	146
2. Bewertung nach dem LBO-Modell	146
a) Der iterative Prozess der Wertfindung	147
b) Variation der Bewertungsparameter	152

V. Due Diligence	159
1. Commercial Due Diligence	161
2. Financial Due Diligence	164
3. Legal Due Diligence	170
4. Sonstige Due-Diligence-Elemente	173
 VI. Rechtliche Abwicklung des Buy-outs	177
1. Rechtliches Vertragswerk und der Prozess des Kaufvollzugs	177
a) Engagement Letter	177
b) Vertraulichkeitsvereinbarung	177
c) Letter of Intent/Memorandum of Understanding	179
d) Reliance Letter	180
2. Unternehmenskaufvertrag	181
a) Festlegung der Vertragspartner	181
b) Kaufgegenstand	182
c) Übergangsstichtag	182
d) Covenants zwischen Signing und Closing	182
e) Kaufpreis	183
f) Garantien	185
g) Sonstiges	187
3. Verträge mit dem Managementteam	187
a) Erwerb der Beteiligung	187
b) Ausscheiden des Managers vor dem Exit	189
c) Veräußerung der Beteiligung im Rahmen eines Exits	192
d) Sonstige Regelungen	193
4. Bankenverträge	195
a) Überblick über das Vertragswerk	195
b) Marktstandards	196
c) Prozess und wesentliche Regelungselemente der Bankfinanzierung	197
d) Bestellung der Sicherheiten	201
e) Syndikat	203
5. Closing	204
 VII. Umsetzung des Buy-outs	205
1. Post Deal Issues	205
2. Zusammenarbeit mit dem Investor	206
3. Buy-and-Build-Strategien	210

VIII. Exit-Szenarien	219
1. Exit-Zeitpunkt, Haltedauer, Exit-Aktivitäten	219
2. Trade Sale	222
a) Zusammenschlusskontrolle.	225
b) Post-Merger-Integration	226
3. Initial Public Offering (IPO).	227
4. Secondary Buy-out	231
5. Insolvenz und Share Buyback	233
6. Exit-Kanal Rekapitalisierung	234
7. Vor- und Nachteile der verschiedenen Exit-Formen	236
 IX. Erfolgsfaktoren des Buy-outs und Ausblick auf die weitere Entwicklung des Buy-out-Marktes	 239
1. Faktoren für den Erfolg eines Buy-outs.	239
2. Die weitere Entwicklung im Buy-out-Markt – der LBO 2.0.	242
 Glossar	 245
 Literaturverzeichnis	 261
 Stichwortverzeichnis	 267

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1:	Anteil der Private-Equity-Transaktionen am deutschen M&A-Volumen	2
Abb. 2:	Der Buy-out-Zyklus	2
Abb. 3:	Differenzierung zwischen Private-Equity-Investor und strategischem Investor	7
Abb. 4:	Schematische Darstellung der Wertsteigerungspotenziale eines Buy-outs	12
Abb. 5:	Wertsteigerungspotenziale, Kompetenzen und Maßnahmen . . .	14
Abb. 6:	Formen und Strategien des Buy-outs	17
Abb. 7:	Buy-out-Performance und Transaktionsgröße	21
Abb. 8:	Finanzierung und Unternehmenslebenszyklus	22
Abb. 9:	Rendite-Risiko-Matrix	23
Abb. 10:	Finanzierungsalternativen für etablierte Unternehmen abseits des organisierten Kapitalmarkts	24
Abb. 11:	Ablauf einer Mezzanine-Finanzierung mit und ohne Warrant . .	26
Abb. 12:	Kooperationen zwischen den großen Private-Equity-Fonds im Jahr 2006	31
Abb. 13:	Risikoprofil verschiedener Private-Equity-Investitionsformen . .	32
Abb. 14:	Symbolische Darstellung des Investitionsverhaltens in unterschiedlichen Unternehmen während der Poollaufzeit und der daraus möglichen Ausschüttungen	33
Abb. 15:	Annualisierte Renditen der Venture-Capital- und Buy-out-Fonds im Vergleich.	35
Abb. 16:	Renditevergleich der verschiedenen Sektoren/Industrien im deutschsprachigen Raum 1998-2006	37
Abb. 17:	Zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Management-Buy-outs	45
Abb. 18:	Buy-out Aktivität in Deutschland und Bedeutung der Secondary Buy-outs	47
Abb. 19:	Entwicklung des Buy-out-Marktes in Deutschland nach Sektoren	48
Abb. 20:	Potenzial des europäischen Private-Equity-Marktes (Daten des Jahres 2006)	49
Abb. 21:	Transaktionswert und -volumen per Herkunftsland des Investors	50
Abb. 22:	Vergleich zwischen bereitgestelltem und investiertem Kapital in Europa	51
Abb. 23:	Dekonsolidierung der Wertschöpfungskette in der Pharmaindustrie	54
Abb. 24:	Buy-out-unter-stützte M&A-Trans-aktionen in der Chemieindustrie	55

Abb. 25:	Buy-out-Performance und Quelle des Deals	56
Abb. 26:	Konfliktebenen im Buy-out	58
Abb. 27:	Idealtypische Phasen eines Buy-outs einer Konzerneinheit . . .	63
Abb. 28:	Maßnahmen zur Herstellung der Veräußerungsfähigkeit	64
Abb. 29:	Verkaufsprozess (Trade Sale – Auktionsprozess)	66
Abb. 30:	Buy-out-Prozess im Auktionsverfahren	68
Abb. 31:	Verkaufsprozess (Trade Sale – Exklusivverhandlung)	73
Abb. 32:	Verfahrensablauf bei einem freiwilligen Übernahme- bzw. Pflichtangebot	75
Abb. 33:	Operational Model des Modellbeispiels	82
Abb. 34:	Mittelverwendung/Mittelherkunft im Modellbeispiel	83
Abb. 35:	Entwicklung der einzelnen Komponenten der Finanzierung im Modellbeispiel	83
Abb. 36:	Entwicklung des Marktes für LBO-Finanzierungen	86
Abb. 37:	Kriterien für die Überprüfung von Kreditengagements	89
Abb. 38:	Klassifikation verschiedener Finanzierungsinstrumente	90
Abb. 39:	Struktureller Nachrang versus vertraglicher Nachrang	91
Abb. 40:	Typisiertes Profil einer LBO-Finanzierung.	93
Abb. 41:	Unterschiedliche Finanzierungshöhen bei Variation des EBIT-Wachstums	94
Abb. 42:	Cash Flow nach Finanzierung im Modellbeispiel	96
Abb. 43:	Finanzierungs-/Rückzahlungsbedingungen im Modellbeispiel	97
Abb. 44:	Zinsberechnung für das Modellbeispiel	98
Abb. 45:	Leverage-Kontinuum für Leveraged Buy-outs	99
Abb. 46:	Definitionen von Financial Covenants	101
Abb. 47:	Durchschnittliche Pro-Forma-Kreditstatistik in den verschiedenen Größenklassen	102
Abb. 48:	Durchschnittliches Verhältnis EBITDA zu Zinszahlungen in Europa und USA	103
Abb. 49:	Financial Covenants im Modellbeispiel	103
Abb. 50:	Die Entwicklung der Transaktionsstrukturen	107
Abb. 51:	LBO-Finanzierungsinstrumente und Entwicklungsszenarien . .	109
Abb. 52:	Anteil von institutionellen Investoren an Transaktionsfinanzierungen	110
Abb. 53:	Entwicklung des durchschnittlich eingesetzten Eigenkapitals .	112
Abb. 54:	Entwicklung der durchschnittlichen Margen	113
Abb. 55:	Vergleich der Strukturen der Transaktionen RJR Nabisco und HCA	115
Abb. 56:	Anteil der Finanzierungen, die mit Margen unterhalb des Marktdurchschnitts abgeschlossen wurden	116
Abb. 57:	Alternativen der Management-Incentivierung.	117
Abb. 58:	Beispielhafter Vergleich der verschiedenen Ertragsprofile auf Basis des Cash-Multiples	124
Abb. 59:	Zusammenhang zwischen Entry-Envy-Faktor und Rendite für das Management.	126

Abb. 60:	Möglichkeiten der Strukturierung einer Add-on-Akquisition . .	129
Abb. 61:	Möglichkeiten der industriellen Partnerschaft	130
Abb. 62:	Möglichkeiten der industriellen Partnerschaft am Beispiel der Calvin Klein, Inc.	131
Abb. 63:	Beispielhafte Strukturierung einer LuxCo-Transaktion mit einer GmbH & Co KG als Target-Unternehmen	135
Abb. 64:	Iterativer Prozess der Wertfindung.	148
Abb. 65:	IRR des Private-Equity-Investors im Modellbeispiel	149
Abb. 66:	Cash Multiple des Private-Equity-Investors im Modellbeispiel	149
Abb. 67:	Ausgangssituation für die Variation der Bewertungsparameter	152
Abb. 68:	Gefordertes EBIT-Wachstum bei Debt Capacity 4x und Minimum Equity von 35 %	153
Abb. 69:	Gefordertes EBIT-Wachstum bei Debt Capacity 4x und verschiedenen Leverage Anforderungen	154
Abb. 70:	Gefordertes EBIT-Wachstum bei unterschiedlicher Debt Capacity	154
Abb. 71:	Änderungen bei den Annahmen zum Exit	155
Abb. 72:	Änderungen beim Management Return	156
Abb. 73:	Minimum und Maximum Envy Ratios	157
Abb. 74:	Bewertungsspielraum des Investors	157
Abb. 75:	Durchschnittlicher Kaufpreis – berechnet auf Basis des EBITDA des letzten verfügbaren Jahres	158
Abb. 76:	Umfang der Buy-Side Due Diligence	160
Abb. 77:	Elemente einer Commercial Due Diligence	162
Abb. 78:	Anforderungen an die Syndizierung.	204
Abb. 79:	Umstrukturierung des Buy-out-Objekts	209
Abb. 80:	Erfolg verschiedener Maßnahmen nach Abschluss der Transaktion	209
Abb. 81:	Produkt/Markt-Matrix nach Ansoff	211
Abb. 82:	Wertbestimmende Faktoren bei M&A-Transaktionen	212
Abb. 83:	Anteil der Private-Equity-geführten Unternehmen mit Buy-and-Build-Strategie (mindestens ein Zukauf)	213
Abb. 84:	Verteilung der Buy-and-Build-Aktivitäten nach Sektoren und Ländern	214
Abb. 85:	Transaktionsstrukturen bei anorganischem Wachstum	215
Abb. 86:	Erfolg von Buy-and-Build-Strategien im Rahmen von Buy-outs	217
Abb. 87:	Entwicklung der Exit-Alternativen	222
Abb. 88:	Unternehmenswert aus Sicht des Käufers und des Verkäufers .	224
Abb. 89:	Anzahl der Erstnotierungen in Deutschland	228
Abb. 90:	Umsetzung der Neusegmentierung des Aktienmarktes zum 1. Januar 2003	229
Abb. 91:	Treiber für die weitere Entwicklung im Buy-out-Markt	242

Abkürzungs- und Symbolverzeichnis

ABS	Asset Backed Securities
APB	Accounting Principles Board
APV	Adjusted Present Value
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BFH	Bundesfinanzhof
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGH	Bundesgerichtshof
BIMBO	Buy-in Management Buy-out
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BVCA	British Venture Capital Association
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften
BWIC	Bid Wanted in Competition
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CBO	Collateralized Bond Obligation
CDO	Collateralized Debt Obligation
CDS	Credit Default Swap
CEFS	Center for Entrepreneurial and Financial Studies, Technische Universität München
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CMBOR	Centre for Management Buy-out and Private Equity Research
CPEC	Convertible Preferred Equity Certificate
CRS	Credit Recovery Swap
DBAG	Deutsche Beteiligungs AG
DCF	Discounted Cash Flow
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
FCF	Free Cash Flow
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HGB	Handelsgesetzbuch
HYB	High Yield Bond
IAS	International Accounting Standards
IBO	Institutional Buy-out
IFRS	International Financial Reporting Standards
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
KWG	Kreditwesengesetz
LMA	Loan Market Association
M&A	Mergers & Acquisitions
MAC	Material Adverse Change
MBI	Management Buy-in
MBO	Management Buy-out
MLA	Mandated Lead Arranger

NewCo	New Company
OID	Original Investors Discounts
OpCo	Operating Company
PEC	Preferred Equity Certificate
PIK	Payment in Kind
PIYC	Pay If You Can
PropCo	Property Company
RPEC	Redeemable Preferred Equity Certificate
S.A.	Société Anonyme
S.à.r.l.	Société à responsabilité limitée
SFAS	Statements of Financial Accounting Standards
SGB	Sozialgesetzbuch
US-GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
YFPEC	Yield Free Preferred Equity Certificate
D_t	<i>Nettofinanzverbindlichkeiten zum Zeitpunkt t</i>
EBITDA	<i>Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (inkl. Firmenwertabschreibungen)</i>
EK_t	<i>bilanzielles Eigenkapital zum Zeitpunkt t</i>
EK Quote	<i>Mindesteigenkapitalquote zum Zeitpunkt t gemessen am Verhältnis EK_t zu V</i>
FCF_t	<i>Free Cash Flow zum Zeitpunkt t</i>
g	<i>Wachstumsrate in der ewigen Rente</i>
i_t	<i>Fremdkapitalkosten zum Zeitpunkt t</i>
irr	<i>geforderte Rendite des Investors nach Verschuldung</i>
L_t	<i>Verschuldungsgrad zum Zeitpunkt t gemessen am Verhältnis D zu EBITDA</i>
m_t	<i>Unternehmenswertmultiplikator, dargestellt als Verhältnis Gesamtunternehmenswert zu EBITDA</i>
p	<i>geforderte Rendite des Eigenkapitalinvestors vor Verschuldung</i>

R	<i>Zeitpunkt der ewigen Rate</i>
T	<i>Haltedauer</i>
tax	<i>Durchschnittsteuersatz</i>
V_t	<i>Unternehmensgesamtwert zum Zeitpunkt t</i>
$WACC$	<i>Gewichtete Kapitalkosten</i>
x	<i>Steigerungsfaktor für das operative Ergebnis während der Haltedauer T</i>
y	<i>Faktor, um den sich die Fremdfinanzierung reduziert während der Haltedauer T</i>
$z_T^{\min}$	<i>geforderte Rendite des Investors = $(1 + irr)^T$</i>

Einleitung

Dieses Buch will eine Brücke schlagen – eine Brücke zwischen zwei Kulturen, die derzeit unvermittelt aufeinandertreffen. Auf der einen Seite steht die deutsche Unternehmenslandschaft, die nach wie vor zwei Unternehmenstypen prägen: das mittelständische Familienunternehmen und der börsennotierte Konzern. Die andere Seite repräsentiert die neue Kultur der auf Leveraged Buy-outs (LBO) spezialisierten angelsächsischen Private-Equity-Fonds mit ihrer klaren Exit- und Cash-Flow-Orientierung. Dass beide Kulturen nur schwer zueinanderfinden, zeigen die von deutlichem Unverständnis geprägten Gespräche ihrer Vertreter vor Ort in den Unternehmen. In dieser Situation möchte dieses Buch dem mit der Kultur der angelsächsischen Buy-out-Fonds konfrontierten Leser eine Orientierungshilfe bieten und als kleines Nachschlagewerk dazu beitragen, sich in der teils babylonischen Sprachverwirrung des Buy-out-spezifischen Fachjargons zurechtzufinden.

Bevor die internationalen Fonds auf dem deutschen Markt aktiv wurden, finanzierten Förderinstitutionen, lokale Banken und kleinere deutsche Buy-out-Fonds Management Buy-outs (MBOs), meist jedoch im Rahmen sehr individueller Arrangements. Die benötigte Bankfinanzierung konnte auf wenigen Seiten dokumentiert werden – nach aktuellem Stand erfordert eine syndizierungsfähige Bankfinanzierung, die dem Londoner Bankenstandard genügt, eine über 200 Seiten starke Dokumentation.

Die Durchdringung der Unternehmenslandschaft mit dem angelsächsischen LBO-Modell, das in dieser Form erst seit einigen Jahren in Deutschland präsent ist, hat eine neue Qualität.

Die faktische Bedeutung der Private-Equity-Investoren verdeutlicht ihr Anteil am Gesamtvolumen der deutschen M&A-Transaktionen – auch wenn, wie Abbildung 1 zeigt, der 2007/2008 erfolgte Einbruch zu einer deutlichen Konsolidierung des Wachstumspfad geführt hat.¹

Es wurden in der Vergangenheit verschiedene Versuche unternommen, die Arbeit dieser Private-Equity-Fonds – deren Wirkungsweise sich in Grundzügen weltweit gleicht – zu systematisieren. Dieses Buch folgt in seiner Konzeption einer Systematik, die von Gompers und Lerner für Venture-Capital-finanzierte Unternehmen entwickelt wurde:²

1 Unter Private Equity wird im Allgemeinen eine Anlageform verstanden, die sowohl Spät- als auch Frühphasenfinanzierungen umfasst. Wir verwenden in der Folge den Begriff Private Equity ausschließlich als Oberbegriff für alle außerbörslichen Spätphasenfinanzierungen mit Eigenkapital.

2 Vgl. Gompers/Lerner (1999). Zur Unterscheidung von Venture Capital und Private Equity siehe u. a. Fußnote 1 und Abschnitt I.1.

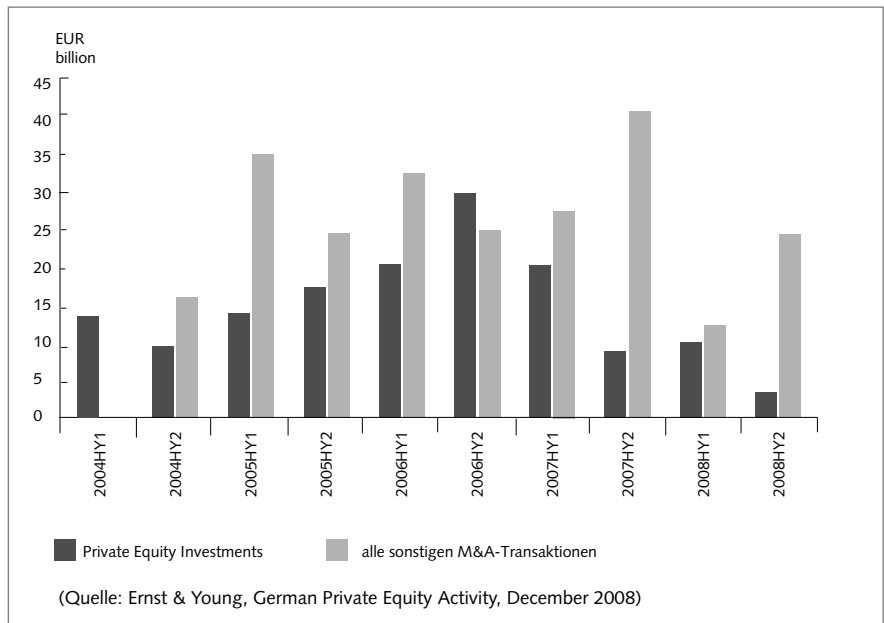
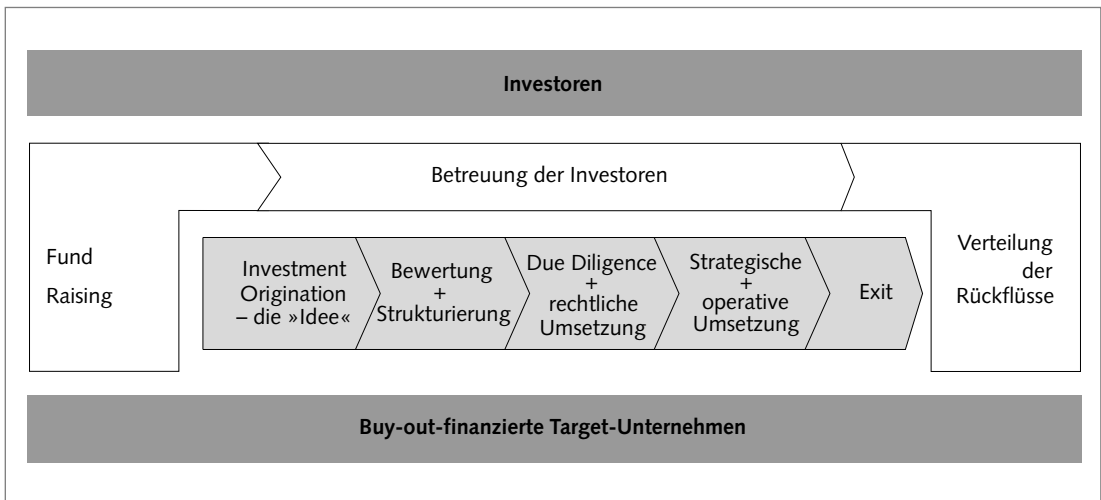


Abb. 2:
Der Buy-out-Zyklus



Im einführenden ersten Kapitel werden zunächst die Funktionsweise sowie die Formen und Strategien von Buy-outs vorgestellt und es wird eine Abgrenzung gegenüber verwandten Finanzierungsformen vorgenommen. Anschließend erfolgt eine Positionsbestimmung hinsichtlich der kontrovers diskutierten Frage, inwieweit Buy-outs zum volkswirtschaftlichen Wohl beitragen. Nach einer vertieften Darstellung der Investorenperspektive (vgl. Abb. 3) schließt das erste Kapitel mit einer Bewertung der Statistik zum Buy-out-Markt.

Die Darstellung des Buy-out-Prozesses auf Ebene des Einzelinvestments beginnt in Kapitel II mit dem »Startschuss« für jeden Buy-out: seiner Idee bzw. seinen Quellen. Eine Erörterung der Problematik möglicher Interessenkonflikte zwischen den beteiligten Parteien leitet auf die Beschreibung der diversen Finanzierungsquellen des Buy-outs über. Anschließend werden die einzelnen Phasen einer Buy-out-Transaktion, an deren Abfolge sich die Konzeption dieses Buches orientiert, eingehend vorgestellt. Die in diesem Zusammenhang wesentlichen Prozesse sind die beiden Varianten des klassischen Konzern-Spin-offs: das Auktionsverfahren – mittlerweile die gängigste Form der Transaktion – und der Exklusivprozess; eine spezifische Transaktionsform mit eigenen Gesetzmäßigkeiten stellt der abschließend beschriebene Public-to-Private-Prozess dar.

Die Kernelemente eines Buy-outs, seine Strukturierung und – damit zusammenhängend – die Bewertung des Zielunternehmens, stehen im Mittelpunkt der beiden folgenden Kapitel. Der entscheidende Ansatzpunkt für die Strukturierungs- und Bewertungsüberlegungen ist die Frage, wie viel Fremdkapital das Unternehmen verträgt. An erster Stelle steht damit die Erörterung der Strukturierung der Bankfinanzierung, deren verschiedene Komponenten im Detail dargestellt werden. Bei der folgenden Darstellung der Managementbeteiligung werden die verschiedenen Möglichkeiten für eine Incentivierung und Motivierung des Managements einander gegenübergestellt und einem Vergleich unterzogen. Es folgt, da das strategische Konzept wesentlich die Struktur der Transaktion bestimmt, ein Exkurs zu Möglichkeiten und Grenzen einer Partnerschaft zwischen Private-Equity-Haus und strategischem Investor. Neben der Bankfinanzierung und der Managementbeteiligung sind die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen die wesentlichen Komponenten der Buy-out-Strukturierung, deren grundlegende Konzepte daher eingehend dargelegt werden. Abschließend wird auf den nicht unüblichen Fall eines Buy-outs im Rahmen einer Minderheitsbeteiligung eingegangen.

Bei der Betrachtung der Unternehmensbewertung (Kapitel IV) wird nach der Erörterung der klassischen Bewertungsansätze (DCF- und Multiplikator-Verfahren) das Buy-out-spezifische Vorgehen dargestellt, das durch die iterative Einbindung der Rahmenbedingungen der Unternehmensbewertung – Finanzierung, Managementbeteiligung, Annahmen über die Bewertung zum Exit-Zeitpunkt – gekennzeichnet ist. Die Resultate der Buy-out-spezifischen Bewertung, die Rendite des Investors bzw. die IRR, werden anschließend detailliert ausgeführt.

Ein weiteres wesentliches Thema der Buy-out-Transaktion ist die auf die Bewertungs- und Strukturierungsphase folgende Due Diligence (Kapitel V). Dabei führt der Private-Equity-Investor im Rahmen einer umfassenden Financial,

Legal und Commercial Due Diligence eine Überprüfung des Zahlenwerks, des rechtlichen Vertragswerks sowie der Wettbewerbssituation und der Marktstellung des Zielunternehmens durch. Weitere Elemente wie die Tax Due Diligence (Überprüfung der steuerlichen Situation), die Environmental Due Diligence (die Untersuchung hinsichtlich der Einhaltung umweltrechtlicher Normen) und die Risk Due Diligence (die Analyse der Versicherungssituation) werden ergänzend in die Prüfung einbezogen.

Hat der Investor die richtige Bewertung vorgenommen und sind in der Due Diligence keine negativen Tatbestände zum Vorschein getreten, so erfolgt mit der in Kapitel VI ausführlich dargestellten rechtlichen Umsetzung des Buy-outs der Abschluss der Transaktion, wobei die konfligierenden Interessen der beteiligten Parteien (Verkäufer, Private-Equity-Haus, finanzierende Banken und Managementteam) umfassende vertragliche Dokumentationen, beispielsweise Gesellschaftervereinbarungen oder Bankenverträge, erfordern.

»Nach der Transaktion ist vor der Transaktion«, d.h., nach dem Abschluss der Verträge und dem Closing der Transaktion sind, wie in Kapitel VII gezeigt, die Stabilisierung und die weitere Entwicklung des Unternehmens von vorrangiger Bedeutung – schließlich ist der Private-Equity-Partner nur ein Partner auf Zeit und das Unternehmen soll in bestmöglicher Verfassung einem neuen Eigentümer übergeben werden. Der Ausstieg des Investors aus dem Investment, der sog. Exit (Kapitel VIII), ist ein wesentlicher Bestandteil des Buy-out-Zyklus und stellt insbesondere für das Management und das Private-Equity-Haus den krönenden Abschluss des gesamten Buy-outs dar. Die verschiedenen Wege des Exits – Verkauf an einen strategischen Investor, Börsengang, Verkauf an einen weiteren Private-Equity-Investor und die Refinanzierung – werden im Detail erläutert und ihre Vor- und Nachteile gegeneinander abgewogen.

Das abschließende Kapitel gibt einen kurzen Ausblick auf die weitere Entwicklung und fasst die verschiedenen Faktoren für den Erfolg eines Buy-outs zusammen. Ohne dieser Darstellung vorgreifen zu wollen – der entscheidende Erfolgsgarant ist die Umsetzung des ausgearbeiteten Konzepts: »Make it work!«

I. Buy-outs in Deutschland

1. Definition und Funktionsweise des Buy-outs

Die Durchführung eines Buy-outs bedeutet zunächst nichts anderes, als ein Unternehmen oder einen Unternehmensteil aus einem größeren Gebilde herauszukaufen. Im engeren Sinne bezeichnet der Begriff einen Prozess, der drei Stufen umfasst:

- den Kauf eines durch stabil wachsende Cash Flows gekennzeichneten Unternehmens durch einen Private-Equity-Fonds,
- die Rückzahlung des zur Finanzierung des Kaufpreises benötigten Fremdkapitals und
- die Realisierung einer potenziellen Wertsteigerung durch den Ausstieg (Exit) aus der Unternehmensbeteiligung.

Ein besseres Verständnis des Begriffs erhält man durch eine genauere Analyse seiner Einzelaspekte. Von ausschlaggebender Bedeutung ist dabei das Attribut »stabil wachsende *Cash Flows*«, das im Zusammenhang mit der Fremdfinanzierung zu sehen ist. Nur durch den Cash Flow, der durch eine ausreichende, über der Verzinsung des Fremdkapitals liegende operative Rendite erwirtschaftet wird, kann der Leverage-Effekt erzeugt werden. Das bedeutet jedoch zugleich, dass der Investor bereit ist, ein höheres Risiko einzugehen, indem er den Unternehmenskauf zu einem großen Teil durch *Fremdfinanzierung* abdeckt. Dies ist ein erster Grund dafür, warum von diesen Investoren relativ hohe, zumindest zweistellige Renditen erwartet werden.

In der Konsequenz heißt dies, dass Unternehmen in frühen Entwicklungsphasen, die wesentlich von negativen Cash Flows gekennzeichnet sind, für einen Buy-out nicht in Frage kommen. Für diese Unternehmen haben sich eigene Finanzierungsformen, Venture Capital Funds, entwickelt. Der Vergleich mit diesen Fonds führt einen entscheidenden Unterschied zwischen der Buy-out-Transaktion und allen anderen Formen von Übernahmefinanzierungen (vgl. hierzu Abschnitt I.6) vor Augen: Bei einer Venture-Capital-Finanzierung wird ebenso wie bei einer Wachstumsfinanzierung dem Fonds lediglich ein gewisser Anteil am Unternehmen überschrieben, während bei LBO-Finanzierungen das Unternehmen als Ganzes übernommen wird; es handelt sich bei diesen also um eine *Komplett- bzw. Mehrheitsübernahme* und nicht nur um eine Finanzierungsform.

In diesem Zusammenhang ist eine weitere Eigenschaft des Buy-outs von Bedeutung: Für die Rendite des Private-Equity-Fonds ist der Verkauf der Beteiligung (der *Exit*) entscheidend, nicht die Höhe der Dividenden.

Die Übernahme durch einen Private-Equity-Fonds bedeutet, dass der Investor die Investition mit nicht börsengehandeltem Beteiligungskapital vornimmt, die Finanzmittel für die Übernahme also nicht aus einem öffentlichen Börsenhandel stammen.¹ Der Begriff Private Equity wird überwiegend als Oberbegriff für sämt-

Venture
Capital Funds
LBO-Finanzierung

Private Equity

¹ Vgl. Pfaffenholz (2004), S. 9 sowie auch Rudolph/Fischer (2000), S. 49. In diesem Zusam-

liche Formen außerbörslichen Beteiligungskapitals, die sich im Markt herausgebildet haben, verwendet. Dieses *Private Equity im weiteren Sinne* umfasst auch das Venture Capital als technologiegetriebene Risikokapitalfinanzierung. *Private Equity im engeren Sinne* bezeichnet Beteiligungskapital, das für die Übernahme von Cash-Flow-stabilen, renditeträchtigen Unternehmen zur Verfügung gestellt wird; in diesem Sinne wird der Begriff im Folgenden verwendet.

Beteiligung des Managements

Ein Aspekt, der im Zusammenhang mit der Definition eines Buy-outs erwartet werden könnte – die Beteiligung des Managements –, ist differenziert zu betrachten. Das Management scheint bei vielen Transaktionen eine wichtige Rolle zu spielen. So kommt eine von der KfW und der TU München durchgeführte Studie bspw. zu dem Ergebnis, dass in der Spätphase einer Transaktion das Managementteam für die Investoren das wohl wichtigste Kriterium für das Eingehen eines Investments bildet.² Trotzdem sind insbesondere bei größeren Transaktionen durch amerikanische Fonds Komplettübernahmen ohne Beteiligung des Managements erfolgt. Der Buy-out muss demnach (zumindest in der Initiationsphase) nicht zwingend einen Management-Buy-out oder Management-Buy-in darstellen.

Arten des Buy-out

Unter dem Begriff Buy-out werden sowohl der *Institutional Buy-out (IBO)* als auch der *Management-Buy-out (MBO)* und der *Management Buy-in (MBI)* subsumiert. Beim IBO erfolgt die komplette Übernahme eines Unternehmens auf Initiative des Private-Equity-Hauses. Nur bei den beiden letztgenannten Varianten wird das bereits existierende (MBO) oder ein fremdes Management (MBI) an der Transaktion beteiligt. Bei der Kombination von MBO und MBI, dem sog. *BIMBO*, wird das Unternehmen von dem bestehenden und einem neuen Management gemeinsam weitergeführt.

Austausch des eigenen Managements

Die Gründe für den Austausch des eigenen Managements durch externe Manager sind:

- ausgeprägtes Traditionsbewusstsein in mittelständischen Unternehmen;
- fehlender Reformwille bei Konzernunternehmen;
- Hereinholen externen Wissens und dessen gleichzeitige Bindung an das Unternehmen.

Gerade bei kleineren Transaktionen wird jedoch meist der MBO favorisiert, da das bestehende Management über gute Kenntnisse der Unternehmensorganisation und der Marktverhältnisse verfügt; ein weiterer Grund ist in einer Zeit, die von häufigen Eigentümerwechseln geprägt ist, die Identifikation der Mitarbeiter mit dem Management. Insbesondere unter Risikoaspekten ist ein MBO für das Private-Equity-Haus oftmals von Vorteil, da das Management das Unternehmen sehr gut kennt.

menhang ist jedoch zu beachten, dass auch Private-Equity-Gesellschaften selbst börsennotiert sein können. Die in der Private-Equity-Branche gebräuchliche Terminologie ist relativ unübersichtlich. Die tägliche Geschäftspraxis ist im Wesentlichen durch die angelsächsische Fachterminologie gekennzeichnet und hat zu einem Wildwuchs an Begriffen geführt. Hier-von wird noch öfter die Rede sein.

2 Vgl. Achleitner/Ehrhart/Zimmermann (2007), S. 50.

Unter bestimmten Bedingungen kann das Management eine Konzerneinheit auch ohne den Einsatz von Fremdkapital erwerben. Dies gelingt in Konstellationen, in denen der verkaufende Konzern dem fraglichen Unternehmensteil ohne das bestehende Management nur einen sehr geringen oder gar negativen Wert beimisst. Diese Form des *MBO im weiteren Sinne* macht sich jedoch nicht die oben beschriebene Hebelwirkung zunutze und seine Umsetzung ist mit wesentlich anderen ökonomischen und rechtlichen Treibern (insbesondere hinsichtlich der Risikominimierung – Stichwort: finanzielle Zusagen, Garantien und Bürgschaften des Verkäufers) verbunden. Daher ist er für die weitere Darstellung nur von untergeordneter Bedeutung. Im Folgenden soll der LBO bzw. MBO weiter eingegrenzt werden.³

2. Unterscheidung des Private-Equity-Investors vom strategischen Investor

Um ein schärferes Profil des Private-Equity-Investors zu erhalten, soll dieser dem strategischen Investor gegenübergestellt werden.⁴ Die Rahmenbedingungen für den Private-Equity-Investor stellen folgende harte Kriterien dar:

- die konkreten *Akquisitionskriterien*,
- die *Finanzierung*,
- der *Investitionshorizont* und
- die *Corporate Governance*.

In allen vier Punkten ist eine Differenzierung zwischen Private-Equity-Investor und strategischem Investor möglich.

	Eindeutiges Differenzierungskriterium	Weitere Kriterien
Akquisitionskriterium	Hauptmotivator Synergien?	Wertsteigerung Rendite
Finanzierung	Fremdfinanzierung konstitutiv?	Hybride Instrumente
Investitionshorizont	Zeitlich begrenzt?	
Corporate Governance	Reine Fokussierung auf erzielbare Rendite?	

Abb. 3:
Differenzierung zwischen Private-Equity-Investor und strategischem Investor

³ Vgl. auch Achleitner (2002), S. 200.

⁴ Vgl. hierzu auch Brauner/Brauner (2005), S. 32 ff.

Akquisitionskriterien	Zu den <i>Akquisitionskriterien</i> gehört zunächst das <i>Wertsteigerungspotenzial des Unternehmens</i>, wobei die klassischen Buy-out-Investoren eine bereits vorhandene positive Tendenz in der Unternehmensentwicklung, d. h. wachsende Cash Flows, bevorzugen – ein Buy-out in einer Turnaround-Situation ist die Ausnahme. Der Mechanismus des Buy-outs setzt eine Wertsteigerung geradezu voraus, obwohl, wie noch zu zeigen sein wird, ebenso bei stabilen, relativ schwach wachsenden Unternehmen ein LBO möglich ist. Zwar wird auch der strategische Investor versuchen, den Wert des erworbenen Unternehmens maßgeblich positiv zu beeinflussen. Doch während er dabei eher einen multiplen Wertekatalog zugrunde legt, stellt für das seinen Investoren verpflichtete Private-Equity-Haus die unmittelbar in Geldform gegossene Wertsteigerung das oberste Ziel dar.
Realisierung von Synergien	Ein entscheidendes Akquisitionskriterium für den strategischen Investor – und ein eindeutiges Differenzierungsmerkmal gegenüber dem Private-Equity-Investor – ist die <i>Realisierung von Synergien</i>, welche sich etwas vereinfacht in umsatzseitige Synergien und Kostensynergien unterteilen lassen. Die Tatsache, dass der Private-Equity-Investor keine Synergien realisieren kann, schränkt seinen Spielraum bei der Bewertung des Kaufobjekts erheblich ein, da er sich ausschließlich auf die aus dem Zielobjekt generierten Cash Flows verlassen muss.
Einflussnahme auf das Management	Die <i>Einflussnahme auf das Management</i> stellt ein weiteres wichtiges Kriterium für die Akquisition dar. Buy-out-Investoren streben im Gegensatz zu einem strategischen industriellen Investor kaum nach direkter Einflussnahme auf die operative Unternehmenstätigkeit. Die Handlungsfreiheit der Geschäftsführung bleibt bis zu einem gewissen Grad erhalten. Nach dem Vorbild des englischen Chairman of the Board wird jedoch gern ein aktiver Beirat für das Unternehmen gebildet, der die Lenkungs- und Kontrollfunktionen wahrnimmt.
Renditeerwartung und -mechanismus	Die mit der Akquisition <i>angestrebte Rendite</i> allein ist demgegenüber kein Differenzierungsmerkmal, denn unabhängig von seiner Eigentümerstruktur (gemeinwirtschaftliche Unternehmen ausgenommen) muss auch ein strategischer Investor eine Rendite erzielen. Wesentlich für den Buy-out sind dagegen die hohe Renditeerwartung und der Renditemechanismus. Dabei vertraut der klassische Private-Equity-Investor nicht – wie bspw. der Investor in Public Equity – auf die Dividende, da diese die erwartete Rendite, die durchaus im Bereich zwischen 25 % und 30 % liegen kann, i. d. R. unterschreitet.⁵ Von Sonderdividenden abgesehen, welche die Private-Equity-Häuser bei hohem Kassenstand des erworbenen Unternehmens an sich selbst ausschütten, wird die von ihnen erwartete Rendite – deren Höhe sich an dem mit dem Investment verbundenen Risiko und dem erforderlichen Aufwand orientiert – nur durch den Exit realisiert.
Finanzierung	Ein weiteres Differenzierungsmerkmal ist die <i>Finanzierung</i>, denn Private-Equity-Investoren sind bei der Durchführung eines LBO auf die Fremdfinanzierung angewiesen.⁶ Während der Strategie auf die komplette Bandbreite der Fi-

5 Zur Diskussion der Renditeforderung siehe Kapitel IV zur Bewertung des Transaktionsobjekts.

6 Natürlich gibt es auch Investoren, die – sei es im eher technologieorientierten Bereich, sei es bei Turnaround-Finanzierungen – reine Eigenkapitaltransaktionen durchführen. Diese Beteiligungsvarianten bleiben hier jedoch außer Betracht.

finanzierungsalternativen (Außen- und Innenfinanzierung) zurückgreifen kann, muss der Private-Equity-Investor eine von den Gegebenheiten des Fremdkapitalmarkts abhängige Finanzierungsform in Anspruch nehmen. Hinsichtlich der Verwendung von hybriden Finanzierungsinstrumenten unterscheiden sich Strategen und Finanzinvestoren dagegen nicht, da diese auch strategischen Investoren zur Verfügung stehen.

Die zeitliche Begrenzung des Investments und die Realisierung der Rendite durch den *Exit* sind für den Private-Equity-Investor wesentlich. Dass der *Investitionshorizont* des Strategen durchaus begrenzt sein kann, zeigen an das Vorgehen von Hedge-Fonds erinnernde Aktionen großer börsennotierter Unternehmen wie das Gegenangebot der Merck KGaA für die Schering AG bei der Übernahme durch die Bayer AG 2006 sowie die Spekulationsgeschäfte der Porsche SE im Rahmen des versuchten Erwerbs der Mehrheit an der Volkswagen AG. Darüber hinaus weist die Akquisition neuer Geschäftsfelder immer öfter Testcharakter auf. Doch trotz der immer schnelleren Zyklen innerhalb seiner Geschäftsfelder sind die Aktivitäten des strategischen Investors wesentlich durch Kontinuität (insbesondere der Unternehmenskultur) gekennzeichnet.

Das Denken von Private-Equity-Investoren ist dagegen grundsätzlich von Diskontinuität geprägt, wie die typische Haltedauer von drei bis sieben Jahren zeigt. Mögliche Exitstrategien für Private-Equity-Häuser sind

- der Börsengang (*Initial Public Offering – IPO*) oder
- der Verkauf an einen strategischen Käufer (*Trade Sale*).

Sollte das veräußerte Unternehmen auch weiterhin einen stabil steigenden Cash Flow und damit fortgesetzt interessante Möglichkeiten für eine operative Wertsteigerung aufweisen, so ist nach dem ersten Buy-out ein weiterer – der sog. *Secondary Buy-out*⁷ – denkbar.

Die *Corporate Governance* (hier als die Gesamtheit der Verhaltensregeln, welche die Zusammenarbeit des Managements mit dem Eigentümer regeln, definiert) ist wohl eines der entscheidenden Unterscheidungsmerkmale zwischen beiden Investorenarten. Dies betrifft sowohl die eigentliche Transaktion, auf die dieses Buch mit Themen wie Due Diligence, Harmonisierung der Interessenlagen durch rechtliche Regelungen, Fragen der Strukturierung (wie z. B. Ausübung der Kontrollrechte und Beherrschungsverträge aufseiten des Finanzinvestors versus Minderheitsbeteiligungen und Joint Ventures bei strategischen Investoren) etc. fokussiert, als auch die Betreuung der erworbenen Unternehmen durch entsprechende Aufsichtsgremien und das Reporting.

Investitionshorizont

Corporate
Governance

⁷ Als *Secondary* wird in der Private-Equity-Branche der Weiterverkauf eines bereits LBO-finanzierten Unternehmens an einen weiteren Private-Equity-Investor bezeichnet. Gleichzeitig wird der Begriff auf Ebene der Private-Equity-Fonds für den Kauf bzw. Verkauf von Limited-Partner-Anteilen verwendet. Beschließt z. B. eine Versicherung, ihr Engagement in der Asset-Klasse Private Equity zu beenden und sämtliche eingegangenen Fondsanteile zu verkaufen, und werden diese Anteile von einem anderen institutionellen Investor übernommen, dann handelt es sich um einen *Secondary*.

Diese Themen üben teilweise auf deutsche Manager eine beunruhigende Wirkung aus, ist die Einflussnahme der Private-Equity-Investoren doch wesentlich direkter, als es die häufig unübersichtliche Interessenlage einer Publikums-AG zulässt. Dies mag der Hauptgrund dafür sein, warum das deutsche Topmanagement den Private-Equity-Investoren, deren volkswirtschaftliche Bedeutung durchaus anerkannt wird, überaus skeptisch gegenübersteht.⁸

3. Wertsteigerung durch Private-Equity-Investoren

Corporate-Governance-Struktur

Einer der wichtigsten Treiber für Wertsteigerungen in Buy-outs ist die im Vergleich zu am Kapitalmarkt notierten Unternehmen bessere *Corporate-Governance-Struktur* – sie trägt wesentlich zu einer erhöhten Wertsteigerung bei. Insbesondere dient sie einer Harmonisierung der Anreize für Management und Investor. Und die höhere Verschuldung kann, wie verschiedene Studien gezeigt haben, disziplinierend wirken.⁹

Interessenkonflikt zwischen Prinzipal und Agent

Zunächst soll auf das Kernthema des Werttreibers Corporate Governance, den Interessenkonflikt zwischen Prinzipal und Agent, näher eingegangen werden.¹⁰ Jede Finanzierung ist dadurch gekennzeichnet, dass ein Prinzipal (der Eigenkapitalgeber) einem oder mehreren Agenten (dem Unternehmer und Manager) Finanzmittel zur Verfügung stellt. Für den Agenten besteht nun der Anreiz, die Erfolgchancen der Investition möglichst günstig darzustellen, um die Finanzierung zu besseren Konditionen zu erhalten (Hidden Information). Da ihm genauere Informationen fehlen, muss der Prinzipal annehmen, dass der Agent seinen Informationsvorsprung zum eigenen Vorteil ausnutzen wird. Der Prinzipal wird dieses Risiko daher bei den Finanzierungsverhandlungen berücksichtigen und die Eigenkapitalkosten um einen entsprechenden Risikozuschlag erhöhen. Im schlimmsten Fall kommt die Transaktion nicht zustande (Adverse-Selection-Problem).

Nach Abschluss der Transaktion besteht für den Prinzipal das Risiko, dass die Handlungen des Managementteams nur teilweise von außen beobachtet werden können und der Eigenkapitalgeber den Erfolg der Investition primär anhand der erzielten Ergebnisse beurteilen muss (Hidden Action). Diese können aber meist

8 Einer Erhebung des Handelsblatt Business-Monitors zufolge stehen nur zwei Prozent der befragten Manager einer Zusammenarbeit mit einem Private-Equity-Haus positiv gegenüber, vgl. Handelsblatt vom 8.5.2007, S. 25. Umso interessanter ist die Tatsache, dass mittlerweile eine sehr große Anzahl an ehemaligen Vorstandsmitgliedern deutscher Konzerne in die Private-Equity-Branche gewechselt ist – einer von ihnen, Jens Odewald, gründete sogar einen eigenen Private-Equity-Fonds, vgl. zu diesem Komplex auch die Financial Times Deutschland vom 25.6.2007, S. 2.

9 Als Erster hat M. C. Jensen in seinem Beitrag *Eclipse of the Public Corporation* diese Effizienzhypothese formuliert (s. Jensen (1989), S. 61-74). Zu einer vergleichenden Gegenüberstellung der verschiedenen Wertsteigerungshypothesen und -studien vgl. Wegner (2003), S. 60 ff.

10 Vgl. zum Folgenden auch Rudolph (2006), S. 134 ff.

nicht eindeutig auf die Anstrengungen des Agenten zurückgeführt werden, da beispielsweise Marktentwicklungen den Investitionserfolg mitbestimmen. Selbst im positiven Fall wäre denkbar, dass ein noch stärkeres Engagement des Managements einen noch größeren Erfolg ermöglicht hätte.

Ein weiteres Risiko für den Prinzipal liegt schließlich darin, dass die Manager versuchen könnten, persönliche Vorteile (z. B. durch überhöhte Ausgaben für einen Firmenwagen) zulasten der anderen Eigenkapitalgeber zu erzielen (Moral-Hazard-Risiko).

Der Private-Equity-Investor als Prinzipal wird zur Reduzierung dieser Agency-Risiken zunächst versuchen, vor dem Abschluss einer Transaktion das Managementteam im Rahmen einer Due Diligence gründlich zu analysieren – meist werden hierfür professionelle Personalberatungsfirmen eingeschaltet. Weiter werden die Finanzmittel dem Management nur bei gleichzeitiger Gewährung von Überwachungs- und Kontrollrechten zur Verfügung gestellt. Hierdurch soll sichergestellt werden, dass der Agent seinen Verhandlungsspielraum nicht einseitig zu seinen Gunsten ausnutzt. Im Rahmen dieser Vereinbarungen werden

- Ansprüche auf Cash Flows,
- Stimmrechte,
- Rechte im Aufsichtsgremium,
- Liquidationsrechte und
- Kontrollrechte

voneinander getrennt und den Vertragspartnern separat zugeteilt. Ihre genaue Ausgestaltung wird in den Kapiteln zur Strukturierung (III) und rechtlichen Umsetzung des Buy-outs (VI) erläutert.

Obwohl die Verteilung dieser Verfügungsrechte und Ansprüche letztlich von der konkreten Verhandlungssituation und der Machtverteilung zwischen dem Managementteam und dem Private-Equity-Haus abhängt, wird die Beteiligungsgesellschaft i. d. R. darauf achten, ihre Macht nicht einseitig zum eigenen Vorteil einzusetzen, da das Management anderenfalls nicht mehr hinreichend motiviert wäre, den bestmöglichen Arbeitseinsatz für das Unternehmen zu erbringen.

Jenseits dieser strukturellen Makrofaktoren kommen im Rahmen eines Buy-outs *finanzwirtschaftliche* und *operative Wertsteigerungspotenziale* in Frage. Zu den Ersteren zählen vor allem die Refinanzierung des Kaufpreises mit Fremdkapital und die damit verbundene Steigerung der Eigenkapitalrendite durch den *Leverage-Effekt*. Zusätzlich ist das Fremdkapital nach wie vor steuerbegünstigt und sorgt dadurch für weiteren Renditespielraum. Die Auswirkung der einzelnen Faktoren zeigt schematisch Abbildung 4.

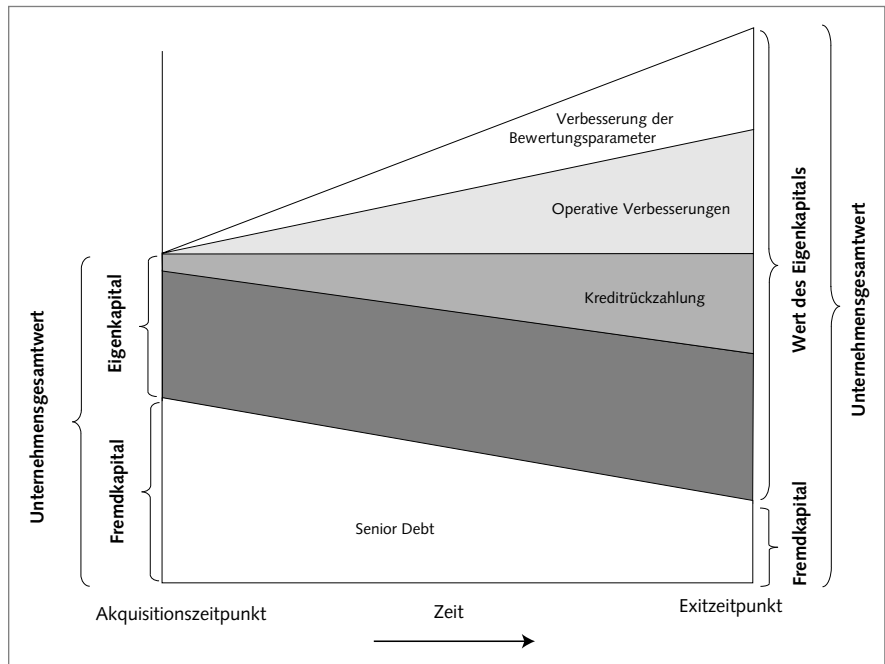
Eine weitere Möglichkeit zur Erzielung von finanzbezogenen Wertsteigerungen ergibt sich aus Kapitalmarktschwankungen und den damit implizierten Schwankungen bei den Unternehmensbewertungen (*Arbitrage-Strategie*). Der Private-Equity-Fonds versucht in diesem Fall, in bewertungstechnischen Schwächephase (niedrige Unternehmenswert-Multiplikatoren) einzusteigen, um nach der Erholung des Börsenumfeldes (höhere Unternehmenswert-Multiplikatoren) aus dem Investment wieder auszusteigen. Interessante Möglichkeiten, diese Ar-

Reduzierung der
Agency-Risiken

finanzwirtschaft-
liche und operative
Wertsteigerungs-
potenziale
Leverage-Effekt

Arbitrage-Strategie

Abb. 4:
Schematische
Darstellung der
Wertsteigerungs-
potenziale
eines Buy-outs



beiträge zu nutzen, ergeben sich bspw. dann, wenn durch Zukäufe eine andere Größenklasse erreicht wird, die infolge des empirisch oft beobachteten Size-Effekts eine verbesserte Bewertung verspricht, oder wenn an anderen Börsenplätzen bessere Bewertungen vorherrschen (ein Beispiel hierfür ist das Delisting der Celanese AG durch Blackstone in Deutschland und das unmittelbar darauffolgende Listing der Gesellschaft in den USA). Die höhere Bewertung für größere Unternehmen kann dadurch gerechtfertigt werden, dass – bezogen auf den absoluten Wert – die Werte von Unternehmen mit einem größeren EBITDA-Volumen weniger auf konjunkturelle Schwankungen reagieren als die Werte kleinerer Unternehmen.

Waren in der Vergangenheit finanzwirtschaftliche Wertsteigerungspotenziale die wesentlichen Treiber, so stehen zunehmend die operativen Wertsteigerungspotenziale eines Unternehmens im Fokus der Investition. Vermehrt werden diese operativen Wertsteigerungen auch durch den Know-how-Transfer seitens des Investors initiiert, der im Zuge der Transaktion sein gesammeltes Beratungs-Know-how zur Verfügung stellt.¹¹

Möglichkeiten zur Realisierung von Wertsteigerungen entlang der Wertschöpfungskette bieten sich u. a.

Realisierung von
Wertsteigerungen

¹¹ Nach einer Studie von McKinsey beruhen 63 % der Outperformance von Private-Equity-geführten Unternehmen auf operativer Exzellenz, vgl. Heel/Kehoe (2005).

- durch die Konzentration des Einkaufs,
- die Optimierung von Arbeitsabläufen,
- die Abspaltung von Aktivitäten außerhalb des Kerngeschäfts sowie
- durch strategische Zukäufe.

Die Bilanz des Unternehmens gibt Ansatzpunkte für eine mögliche Wertsteigerung in Form der Optimierung der Vermögensgegenstände, insbesondere des Working Capital, und einer effizienteren Kapitalallokation (insbesondere durch die disziplinierende Wirkung des Fremdkapitals)¹². Weitere Liquidität kann durch Sale and Leaseback Agreements erreicht werden – dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass beim Weiterverkauf das Leasing als Financial Debt komplett vom Verkaufspreis abgezogen werden muss.

Strategische Zukäufe sind der Kern sog. *Buy-and-Build-Strategien*. Der Private-Equity-Fonds erwirbt hierbei zunächst ein Unternehmen, das mit einem geeigneten Management ausgestattet wird und die Plattform für weitere Zukäufe bildet. Ziel dieser Strategie ist mitunter die Marktführerschaft in dem jeweiligen Marktsegment. Es ist unschwer zu erkennen, dass sich die Werte der zusammengekauften Unternehmen allein durch die einfache Addition ihrer Ergebnisse vervielfachen können – durch die identifizierten Synergien wird dann die entsprechende Überrendite erzielt. Doch auch ohne eine derartige Strategie, die in Abschnitt VII.3 detailliert erläutert wird, kann die erwartete Rendite erwirtschaftet werden. Abbildung 5 fasst die Wertsteigerungsmöglichkeiten sowie die zugehörigen Kompetenzen, die durch das Private-Equity-Haus vorgehalten werden müssen, systematisch zusammen.¹³

Buy-and-Build-
Strategien

Inwieweit diese Faktoren auch empirisch zum Tragen kommen, ist eine interessante Frage. Zur Wertgenerierung in Portfolio-Unternehmen gibt es nur wenige statistische Daten und Untersuchungen. Die Studie der Beratungsfirma Boston Consulting Group und der Business School IESE, Barcelona, kommt bei ihrer Untersuchung von 32 Unternehmen, die von sieben verschiedenen Private-Equity-Firmen gemanagt wurden, zu dem Ergebnis, dass bei einer Internal Rate of Return (IRR) von 48 % rund 22 % dem Umsatzwachstum zuzuschreiben sind, 5 % der Verbesserung der EBIT-Marge, 10 % der Verbesserung des EBIT-Multiples und nur 11 % dem Leverage-Effekt.¹⁴ Unbestritten ist, dass in Zukunft nicht mehr nur der günstige Einkauf und die Rückzahlung des Fremdkapitals als Wertsteigerung ausreichen.

Betrachtet man die wissenschaftlichen Untersuchungen, so fokussieren die meisten Studien auf eher kurzfristige Kennzahlen wie die Umsatz- oder EBIT-Entwicklung. Eine Ausnahme stellt die Arbeit von Harris, Siegel und Wright dar. Ihre umfassende Analyse der operativen Verbesserungen nach Management Buy-outs im Vereinigten Königreich (UK) zeigt eine eindeutig positive Tendenz in der

¹² Zur disziplinierenden Wirkung des Fremdkapitals vgl. Maloney/McCormick/Mitchell (1993), S. 189 ff.

¹³ In Anlehnung an Berg/Gottschalg (2004), S. 17.

¹⁴ Vgl. BCG/IESE (2008), S. 10.