

2. Wirtschaftliche Grundlagen von Private Equity

2.1. Überblick

2.1.1. Einleitung

Private Equity hat sich mittlerweile international als Finanzierungs- und Anlageform etabliert und war auch schon vor dem Beginn der Debatte über die Heuschrecken in Deutschland präsent. Mit der wachsenden Bedeutung des Marktes an sich und mit dem Entstehen spezieller PE-Fonds verschiedenster Ausrichtungen hat dementsprechend auch die wissenschaftliche Betrachtung von PE an Bedeutung gewonnen. Die Heuschrecken-Debatte selbst hat vor allem im deutschsprachigen Raum für zusätzliche Forschungsaktivitäten hinsichtlich PE gesorgt. Dieser Teil der Arbeit widmet sich den betriebswirtschaftlichen Grundlagen von PE, um sich mit dem Untersuchungsgegenstand Private Equity näher vertraut zu machen, hat allerdings nicht den Anspruch, das sehr detailreiche Feld von PE in all seinen Facetten zu erläutern. Allerdings soll das Thema PE auch nicht nur oberflächlich betrachtet werden. Ziel dieses Kapitels ist es, ein fundamentales Verständnis von PE zu entwickeln, um dieses dann auch in die Strukturierung und Entwicklung des Kategoriensystems einfließen zu lassen (vgl. Kapitel 6).

2.1.2. Begriffsklärung

Warum *private* und warum *equity*? Bei *equity* handelt es sich generell um haftendes Eigenkapital, also um Unternehmensanteile wie Aktien, die dem Inhaber gewisse Rechte wie Stimmrecht oder Anspruch auf Gewinne oder Dividenden einräumen. Im Gegensatz zum Fremdkapital, dessen Verzinsung für eine bestimmte Zeit in der Regel vor der Kreditgewährung bestimmt wird und im Falle einer Liquidation vorrangig bedient wird, liegt bei Eigenkapitalbeteiligungen grundsätzlich keine ex-ante verabredete Rendite und kein Tilgungs- oder Exit-termin fest. Im Falle einer Insolvenz werden Eigenkapitalgeber nachrangig bedient. Somit ist auch der Totalverlust stets möglich. Die Passivseite einer Unternehmensbilanz, die Auskunft über die Vermögensherkunft einer Gesellschaft

gibt, lässt sich so grob in Eigen- und Fremdkapital untergliedern. *Private* deswegen, weil es sich um eine private Unternehmensfinanzierung handelt im Kontrast zu einem börsennotierten Unternehmen (*public company*). Das heißt nicht, dass sich PE-Gesellschaften nur in Unternehmen engagieren, die nicht an der Börse notiert sind. Denn nach dem Erwerb der Anteile über einen öffentlich zugänglichen Markt würde das Unternehmen von der Börse genommen: aus *public company* würde *private company* und aus *public equity* eben *private equity*.

Thum/Timmreck/Keul (2008: 13 f.) definieren PE als eine (a) (Mehrheits-) Beteiligung (meist über 40%) (b) auf Zeit (sieben bis zehn Jahre) (c) am Eigenkapital (d) nicht börsennotierter Unternehmen (e) mit dem Ziel der Wertsteigerung durch Restrukturierungen.

Diese Auswahl der Kriterien kommt der Beschreibung von Diller (2007: 5) sehr nahe:

„Private Equity ist die mittel- bis langfristige Finanzierung von nicht börsennotierten Unternehmen in einer entscheidenden Phase ihrer Entwicklung mit Eigenkapital oder eigenkapitalähnlichen Mitteln (Mezzanine-Kapital). Bei Bedarf wird für das finanzierte Unternehmen Managementunterstützung zur Verfügung gestellt. Das Ziel der Investoren ist es, den Wert des Unternehmens zu steigern und somit einem dem Risiko entsprechenden Gewinn, der durch die von vornherein geplante Veräußerung der Beteiligung entsteht, zu realisieren.“

Im Hinblick auf die Diskussion in der Öffentlichkeit ist der Begriff PE nicht eindeutig definiert. Einerseits trifft er im weiteren Sinne auf den gesamten Markt privater Unternehmensfinanzierung zu. Andererseits ist unter PE im engeren Sinne das Engagement in der späten Lebenszyklusphase eines Unternehmens zu verstehen, in Abgrenzung zur Frühphasenfinanzierung durch Venture Capital in der Seedphase (Ideenentwicklung), Start-up-Phase (Gründung) und First-Stage (Entwicklung und Produktionsbeginn). Um sich dem genauen Untersuchungsgegenstand weiter zu nähern, soll Abbildung 4 helfen, einen Gesamtüberblick über PE und dessen hierarchischer Struktur zu gewinnen.

Während im Bereich von Venture Capital es sich meist um junge, innovative Wachstumsunternehmen handelt, bei denen die Kapitalgeber eher Minderheitsbeteiligungen eingehen, hohen Einfluss aufs operative Geschäft haben, der Einsatz von Fremdkapital gering ist und die Unternehmen gewöhnlich Verluste bzw. negative Cashflows aufweisen, investieren PE-Gesellschaften i.e.S. typischerweise in Mehrheitsbeteiligungen von rentablen, etablierten Unternehmen mit ausgereiften Produkten unter Einsatz von hohen Fremdkapitalanteilen und üben eher geringen Einfluss auf das operative Geschäft aus.

INNENFINANZIERUNG	AUSSENFINANZIERUNG			
	FREMDKAPITAL	EIGENKAPITAL		
		PUBLIC EQUITY	PRIVATE EQUITY IM WEITEREN SINNE	
			VENTURE CAPITAL	PRIVATE EQUITY IM ENGEREN SINNE
			SEED-PHASE START-UP-PHASE FIRST-STAGE	EXPANSIONSPHASE BRÜCKENFINANZIERUNG BUYOUT TURNAROUND

Abbildung 4: Hierarchische Struktur von Private Equity

Dabei werden meist folgende Arten von PE im engeren Sinne unterschieden:

- Bei der Expansionsfinanzierung wird das Unternehmen als Marktführer etabliert (Second-Stage) und die Strategie auf Standardisierung oder Internationalisierung ausgerichtet (Third-Stage).
- Bei der Brückenfinanzierung kommt es zu einer Art Vor- oder Übergangsfinanzierung, z.B. um einen Börsengang vorzubereiten.
- Der Turnaround mit Hilfe von PE ist eine Alternative für in der Krise steckende Unternehmen im Hinblick auf eine Sanierung. Gewöhnlich investieren in derartigen Fällen PE-Gesellschaften nicht nur Kapital, sondern üben verstärkt auch operativen Einfluss auf die Restrukturierungsmaßnahmen aus.
- Der Buyout bedeutet die Übernahme eines ganzen Unternehmens. Der *Leveraged Buyout* (LBO) stemmt den Erwerb mit sehr hohem Fremdkapitalanteil. Geschieht die Übernahme gemeinsam durch eine PE-Gesellschaft und das angestellte Management, spricht man vom *Management Buyout* (MBO). Kommt das sich an der Übernahme beteiligende Management von extern, handelt es sich um ein *Management Buyin* (MBI).

PE ist, wie in Abbildung 4 gezeigt, ein weites Feld. Aber wovon ist eigentlich die Rede, wenn in der Öffentlichkeit von Heuschrecken gesprochen wird? Wer die Heuschrecken-Debatte genauer verfolgt, kommt vor allem zu dem Ergebnis, dass sich der Vorwurf primär an typische LBO-Transaktionen richtet. Die Kritik von Müntefering anhand von Beispielen wie der Firma Grohe und die kurz darauf veröffentlichte Liste über einzelne PE-Gesellschaften machen deutlich: Heuschrecken haben sich auf LBOs spezialisiert. Dies wird auch durch den Bundesverband für Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) indirekt bestätigt: Insgesamt vertritt dieser zwar sämtliche PE-Unternehmen im weiteren Sinne, also auch Venture Capital-Gesellschaften. Zusätzlich hat der BVK aber ein Portal gegründet für die Fachgruppe großer Mehrheitsbeteiligungen (LBO), deren Mitgliedernamen nahezu kongruent mit denen der *Heuschrecken-Liste* sind (vgl. 1.1.3.). Unter anderem weist der BVK dort auch auf die volkswirtschaftliche Bedeutung hin: „Der Umsatz Private Equity-finanzierter Unternehmen entspricht heute 8,5% des Bruttosozialprodukts und sichert rund 1,2 Million Arbeitsplätze.“ Damit ist zwar die Branche im weiteren Sinne gemeint, allerdings zeigt auch ein differenzierter Blick in die Statistiken, dass der Großteil des Marktes auf LBOs zurückzuführen ist. So wird das Transaktionsvolumen von LBOs gemessen am gesamten Volumen von PE in Deutschland für 2003 auf 60 bis 70% geschätzt (Thum/Timmreck/Keul 2008: 12), im Jahr 2005 machte es ca. 65% und im Jahr 2008 ca. 75% aus (BVK 2010: 14). Somit stehen LBOs im Kern von PE-Aktivitäten und auch im Fokus der öffentlichen Debatte. Wenn also im weiteren Verlauf dieser Arbeit von PE-Fonds, Kapitalbeteiligungsgesellschaften, Finanzinvestoren etc. die Rede ist, sind auf LBO-Transaktionen spezialisierte PE-Gesellschaften gemeint. Geht es um PE im weiteren Sinne (z.B. Venture Capital), wird darauf stets aufmerksam gemacht.

Was aber eigentlich ist mit Hedgefonds? Gehören sie nach Wahrnehmung der Öffentlichkeit nicht grundsätzlich auch zu den Heuschrecken? Durch Spekulationen z.B. gegen europäische Staatsanleihen in der Euro-Krise sind auch Hedgefonds in die öffentliche Kritik von Politik, Medien und Bürgern geraten. Die Verwirrung über verschiedene Arten von Finanzinvestoren – auch auf kompetenter Ebene – macht ein Gespräch zwischen Finanzminister a.D. Peer Steinbrück und der Wirtschaftsjournalistin Susanne Schmidt in der ARD-Talkshow *Beckmann* vom 12. April 2010 deutlich.

Reinhold Beckmann: „Zwischendurch mal knackig, kurz erklären: Hedgefonds“.

Peer Steinbrück: „Mit wenig Eigenkapital nehmen sie viel Fremdkapital auf, kaufen Firmen maßgeblich auf, zerlegen die, verkaufen Firmenanteile wieder.“

Susanne Schmidt: „Ich würde das eher Private Equity nennen.“

Fünf Jahre zuvor hat Franz Müntefering zum ersten Mal die Heuschrecken in ihrer originären Form gegeißelt. Es ging dabei auch um die Übernahme der Firma Grohe, und zwar durch eine auf LBO spezialisierte PE-Gesellschaft. Zwar kommt es vor, dass Hedgefonds auch im gleichen Atemzug mit *Heuschrecken* genannt werden. Bei der Geburtsstunde der Heuschrecken im ursprünglichen Sinne von Müntefering werden sie jedoch explizit nicht genannt. Deswegen sollen Hedgefonds an dieser Stelle auch nicht näher beschrieben werden. Im inhaltsanalytischen Teil dieser Arbeit werden sie durchaus mit betrachtet, wenn sie denn in einem gemeinsamen Zusammenhang mit PE stehen.

2.1.3. Entwicklung des PE-Marktes

Der Wirtschaftsjournalist Daniel Schäfer beschreibt in seinem Buch „Die Wahrheit über die Heuschrecken“ (2006) den Aufstieg der Beteiligungsbranche in den USA. Als großen Buyout-Primus führt er darin *Kohlberg Kravis Roberts & Co.* (KKR) an, der sich 1976 gründete und bis 1989 fünf Fonds auflegte, um 38 Transaktionen durchzuführen. Mit einem großen Fremdkapitalhebel gelang es KKR in einer Übernahmeschlacht, den Nahrungsmittel- und Tabakkonzern RJR Nabisco im Gesamtwert von über 30 Mrd. US-Dollar zu übernehmen. Auf dem letzten Höhepunkt der Übernahmewelle 2007 – also vor dem Beginn der internationalen Finanzmarktkrise – war KKR an der bisher größten PE-Transaktion beteiligt, als das Unternehmen mit weiteren Finanzinvestoren das texanische Versorgerunternehmen TXU für 43 Mrd. US-Dollar übernahm.

In Deutschland dagegen ging es zunächst eine Nummer kleiner zu. Mit der Gründung der Deutschen Beteiligungs-GmbH 1965 war die Deutsche Bank der erste Buyout-Player in Deutschland. Ziel war neben der Bereitstellung von Fremdkapital, Unternehmen auch mit Eigenkapital zu unterstützen. Weil Banken so aber zunehmend als einerseits Kredit- und andererseits Eigenkapitalgeber in Interessenskonflikt gerieten, etablierte sich Mitte der 1980er Jahre die ersten reinen PE-Gesellschaften (vgl. Schalast/Stralkowski 2008: 9), oder es gründeten angloamerikanische Fonds wie CVC, Permira, 3i oder Apax ihre Niederlassungen in Deutschland. Ende der 1980er Jahre war somit das gesamte PE-Portfolio in Deutschland etwa 1 Mrd. Euro groß mit geschätzten 210 Mio. Euro an jährlichen Investitionen (vgl. Hüther 2004: 35). Allerdings mangelte es zunächst an der entscheidenden Dynamik, um einerseits genug Kapital einzusammeln (*Fundraising*) und andererseits die Unternehmen schließlich wieder zu veräußern (*Exit*).

Getrieben durch die Entwicklungen im Technologiebereich bescherte die *New Economy* der PE-Branche einen Aufschwung. So stieg das jährliche Ge-

samtinvestitionsvolumen zwischen 1996 und 2001 von 612 Mio. Euro auf etwa 4,5 Mrd. Euro, und der Wert des Gesamtportfolios kletterte von rund 3 Mrd. Euro auf über 15 Mrd. Euro (vgl. BVK 2007: 5). Unter dem Einbruch am Neuen Markt und den Terroranschlägen vom 11. September litt aber auch der PE-Boom: Das Fundraising gestaltete sich schwieriger, und Investoren waren weniger großzügig beim Bereitstellen von Kapital. Somit begann 2001 eine längere Konsolidierungsphase innerhalb der Branche (vgl. Schalast/Stralkowski 2008: 15). Außerdem kam es bei einigen Target-Unternehmen zu Turbulenzen: Der Flugzeugbauer Fairchild Dornier aus München musste am 2. April 2002 Insolvenz anmelden, der Eigenkapitalanteil der Finanzinvestoren *Clayton, Dubilier & Rice* (CD&R) und *Allianz Capital Partners* (ACP) in Höhe von 500 Mio. Euro wurde wertlos. Die mittlerweile wieder in Staatsbesitz befindliche Bundesdruckerei war zum damaligen Zeitpunkt unter dem Namen *Authentos* im Portfolio des Finanzinvestors Apax. Nur weil sich der Gesellschafter, die Kreditgeber und der Bund auf einen Zahlungsverzicht einigen konnten, konnte eine Insolvenz knapp vermieden werden. Zwar sanken so die PE-Aktivitäten insgesamt, allerdings erwiesen sich die Investitionen im Buyout-Segment als nachhaltiger gegenüber Venture Capital-Aktivitäten, die ihre relative Vormachtstellung gegenüber Buyouts durch den Niedergang der New Economy verloren und eine Art Paradigmenwechsel in der PE-Branche einleiteten.

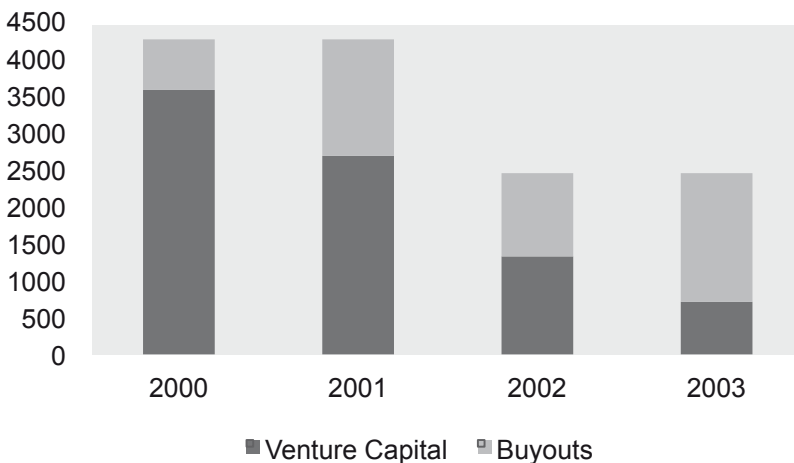


Abbildung 5: Investitionen nach Finanzierungsphasen in Mio. Euro (vgl. BVK 2007: 34)

Während also Venture Capital-Investitionen in Bereichen wie Kommunikations-, Medizin- und Biotechnologie schrumpften, stiegen die Volumina im Buyout-Segment, das klassische Industrien wie Maschinen, Anlagen, Werkstoffe oder Konsumgüter bevorzugte. Dass LBOs an Bedeutung gewannen, hatte auch politische Gründe: Durch die Steuerreform der rot-grünen Bundesregierung, die Gewinne ab 2002 aus dem Verkauf von Konzernbeteiligungen oder Tochterfirmen steuerfrei gestellt hatte, endete die auf dem „rheinischen Konsensmodell“ (Maier 2007: 72) basierende „Deutschland AG“. Weil nämlich viele deutsche Konzerne sich gleichzeitig von ihren Beteiligungen trennten, um die über die Jahre entstandenen Buchgewinne steuerfrei zu realisieren, boten sich für Buyout-Firmen zahlreiche Investitionsmöglichkeiten. Deutsche Traditionsfirmen wie Thyssen (heute ThyssenKrupp), Siemens oder E.On nutzten PE-Firmen wie KKR oder Goldman Sachs als wichtige Investoren von defizitären Sparten oder Randgeschäften. Ein weiterer politischer Katalysator für die PE-Branche war die Einführung des Euro: So kamen Investoren nämlich an „mehr und günstigeres Fremdkapital für ihre Unternehmenskäufe“ (Maier 2007: 84). Der Boom endete jedoch abrupt mit der Finanzmarktkrise. Mit der Insolvenz von Lehman Brothers im Herbst 2008 kam dann der Interbankenmarkt quasi zum Erliegen. Viele Finanzunternehmen mussten hohe Abschreibungen vornehmen und fuhren ihre Risiken massiv herunter. Obwohl die Regierungen Rettungspakete schnürten und die Notenbanken die Märkte mit Liquidität überschwemmten, kam es zu heftigen Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten, die schließlich auch die Realwirtschaft massiv beeinträchtigten. Die PE-Branche kam in Folge dessen faktisch zum Erliegen, weil es gleich an mehreren Stellen des Geschäftsmodells von PE haperte:

- Die bis dato auf viel Fremdkapital angewiesenen PE-Gesellschaften kamen im Zuge der Kreditverknappung nur sehr schwer an Kredite. So fiel das Volumen von PE-Transaktionen in den Jahren 2008 und 2009 auf einen Bruchteil des Volumens in den Jahren davor zurück.
- Auch die Exit-Seite trocknete aus. 2008 und 2009 gab es so gut wie keine Exits von Portfolio-Unternehmen (vgl. Ernst & Young 2009: 5 ff.). Zudem forderten niedrigere Marktbewertungen von Portfolio-Unternehmen hohe Abschreibungen und Wertverluste für PE-Fonds.
- Wegen der realwirtschaftlichen Krise kamen auch zahlreiche Portfolio-Unternehmen selbst ins Straucheln. Deswegen mussten einige Buyout-Firmen zusätzliches Eigenkapital nachschießen.
- Das Fundraising gestaltete sich deutlich schwieriger: 2007 sammelten deutsche Beteiligungsgesellschaften noch 5,5 Mrd. Euro, 2009 waren es lediglich 1,25 Mrd. Euro (vgl. BVK 2010: 5).

Im Zuge der Finanzkrise sank das Transaktionsvolumen stärker als die Anzahl der Übernahmen (vgl. Deutsche Bank Research 2009a: 7). Daraus lässt sich schließen, dass es vermehrt zu kleineren Buyouts und zu Minderheitsbeteiligungen kam. Die PE-Branche erwartete wegen der Finanzkrise mittelfristig einen „Shakeout“, bei dem 20 bis 40% der großen LBO-Firmen vom Markt verschwinden könnten (vgl. Meerkat/Liechtenstein 2009: 2). Das Ende der klassischen Buyouts bedeutet die Finanzkrise aber nicht: „Zu früh für einen Nachruf“, schreibt der ehemalige Chefvolkswirt der Deutschen Bank (Mayer 2009), weil viele PE-Gesellschaften über hohe Kapitalreserven verfügen und die Wirtschaftskrise eine steigende Nachfrage nach Restrukturierungen mit sich bringt. Allerdings wird sich das Geschäftsmodell wohl verändern, denn „as a result of the financial crisis, bank financing for new deals – but also refinancing for existing portfolio companies – will be smaller in terms of volume, covenants will be stricter and costs will be higher“ (Roland Berger 2009: 19).

2.1.4. Akteure beim Buyout-Prozess

Grundsätzlich lässt sich der Markt für fremdfinanzierte Übernahmen in drei Akteure untergliedern: die Investoren als Eigenkapitalgeber, die PE-Gesellschaften als Finanzintermediäre und die Portfolio-Unternehmen als Eigenkapitalnehmer. Dieses Akteursfeld wird von den Fremdkapital gebenden Banken komplettiert. Die Rolle dieser Akteure, die in Abbildung 6 graphisch dargestellt werden, soll nun näher erläutert werden.

Die Investoren

Wegen der gewöhnlich sehr hohen geforderten Mindestanlagesummen kann von einer hohen Professionalität der Anleger der Anlagekategorie PE ausgegangen werden (vgl. Brettel et al 2008: 16). Die nach Volumen wichtigsten Investoren, die den PE-Gesellschaften Mittel beim Fundraising zu Verfügung stellen, sind teilweise Privatanleger (18%), vor allem aber institutionelle Investoren wie Versicherungen, Kreditinstitute oder Renten- und Pensionsfonds (ca. 31%). Dazu kommen Gelder von Dachfonds, die ihr Kapital auf viele verschiedene Fonds jeglicher Investitionsform streuen (18%). Schließlich kommen Eigenmittel auch aus dem öffentlichen Sektor (11%) oder werden über den Kapitalmarkt (8%) eingesammelt (vgl. Thum/Timmreck/Keul 2008: 16). Das erste Motiv der Investoren liegt beim Erzielen einer möglichst hohen Rendite auf ihr eingesetztes Kapital (Internal Rate of Return).

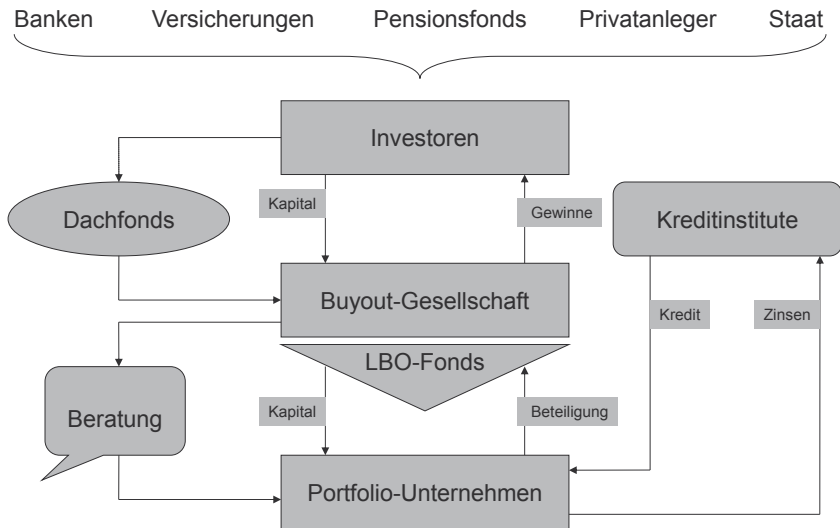


Abbildung 6: Involvierte Akteure beim Buyout-Prozess

Diese sollte erfahrungsgemäß bei mindestens 15%, eher aber über 20% liegen, um Investoren für eine Beteiligung zu gewinnen (vgl. Thum/Timmruck/Keul 2008: 16). Die hohe Rendite spiegelt auch das erhöhte Risiko wider, weil ein Portfolio-Unternehmen nicht immer die anvisierten Ziele erreicht oder gar Insolvenz anmelden muss. Deswegen mischen die Investoren meist nur einen kleinen Teil zu einem auferlegten PE-Fonds bei. Risikodiversifikation nämlich ist das zweite Motiv der meisten Investoren: PE bietet sich unter dieser Bedingung deswegen an, weil es „eine geringe Korrelation mit anderen Anlageformen“ (Brettel et al 2008: 16) aufweist. Der insgesamt langfristige Anlagehorizont zeigt sich darin, dass die Anleger ihr eingesetztes Kapital im Schnitt nach ca. sieben Jahren zurück erhalten (vgl. Kaserer/Diller 2004: 34).

Die PE-Gesellschaften

Die PE-Gesellschaften sind auf gewisse Weise vergleichbar mit der Börse: Hier stößt Kapitalangebot auf Kapitalnachfrage, nur eben nicht an einem öffentlichen Ort, und das ist der entscheidende Unterschied zur Börse: Die Gesellschaft fungiert als die *private* Schnittstelle zwischen Investoren und Target-Unter-

nehmen. Die PE-Gesellschaften sind selbst meist private Unternehmen in Form einer Kommanditgesellschaft (KG) oder einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH). Einige, wie die Deutsche Beteiligungs AG oder die Branchen größten Blackstone oder KKR, sind auch an der Börse notiert. Viele der Finanzinvestoren in Deutschland sind Niederlassungen angelsächsischer Investoren, die meist als *Limited Partnerships* eingetragen sind. Im Jahr 2009 waren 217 Beteiligungsgesellschaften mit Standorten in Deutschland im BVK organisiert (vgl. BVK 2010: 4).

Die PE-Gesellschaften investieren nicht direkt in Target-Unternehmen, sondern legen während dem Fundraising einen Fonds auf. In der Regel bringen sog. *General Partners* mit unbeschränkter Haftung 1% des Fondskapitals ein, 99% kommen von *Limited Partners*, die lediglich in Höhe ihres eingebrachten Kapitals haften. Die *General Partners* übernehmen das operative Fondsmanagement, die Anleger als *Limited Partners* haben – ähnlich wie Aktionäre – nur Kontrollrechte. Die *General Partner* werden mit einer Verwaltungsgebühr (*Management Fee*) in Höhe von 1-2% jährlich auf das gezeichnete Kapital und einer Erfolgsbeteiligung (*Carried Interest*) von etwa 20% auf Veräußerungsgewinne des Fonds vergütet.

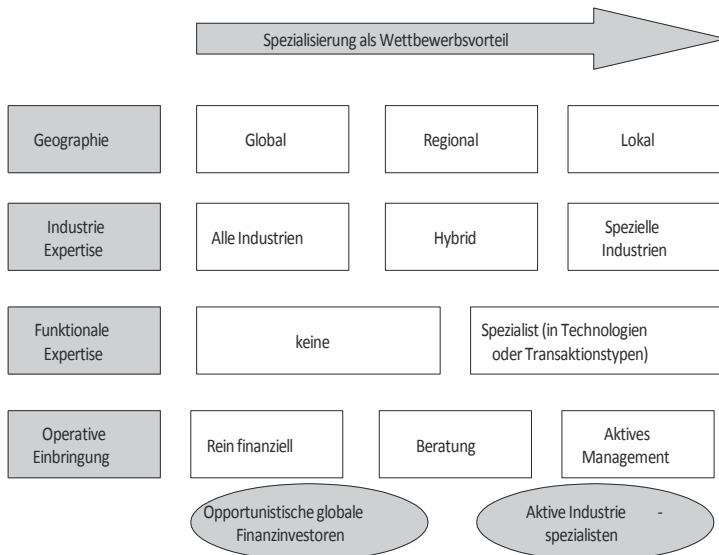


Abbildung 7: Typisierung von Private Equity-Gesellschaften
(Thum/Timmreck/Keul 2008: 19)

Den *Limited Partners* bleibt damit neben ihrem eingesetzten Kapital der Veräußerungsgewinn (Bruttogewinn) abzüglich *Management Fee* und *Carried Interest* (vgl. Tcherveniachki 2007: 26 f.). Die PE-Branche nach ihrer geographischen, industriellen und funktionalen Spezialisierung untergliedern. Die Boston Consulting Group unterscheidet dahingehend zwischen „opportunistischen globalen Finanzinvestoren“ und „aktiven Industriespezialisten“.

Insgesamt ist die Branche zwar von heftigem Wettbewerb untereinander gekennzeichnet, andererseits ist sie wegen des gemeinsamen Stemmens von Deals auch von *Networking* geprägt (vgl. Brettel et al 2008: 17). In der öffentlichen Debatte um PE sind es meist die opportunistisch und global agierenden großen Buyout-Firmen, die Möglichkeiten in sämtlichen Märkten suchen und in erster Linie finanzielle Mittel und weniger Managementunterstützung liefern, die sich mit dem Heuschrecken-Vorwurf konfrontiert sehen müssen. Deswegen sollen auch ebendiese großen Buyout-Fonds an dieser Stelle näher vorgestellt werden. Wer die beiden investigativen Fachbücher der Wirtschaftsjournalisten Daniel Schäfer („Die Wahrheit über die Heuschrecken“) und Angela Maier („Der Heuschrecken-Faktor“), die Liste der SPD-Bundestagsfraktion mit den „Namen der Heuschrecken“ und das Portal „Wir investieren in Deutschland“ des BVK als Quelle zu Grunde legt, erkennt deutlich die Schnittmenge der relevanten großen Buyout-Gesellschaften:

- Apax Partners
- BC Partners
- Blackstone
- Carlyle
- Cerberus
- Cinven
- CVC
- Goldman Sachs Capital Partners
- KKR
- Permira
- Texas Pacific Group

Um das Geschäft einer Branche besser zu verstehen, eignet sich häufig ein Blick auf den Jahresabschluss. Dabei gibt die Bilanz vor allem Aufschluss über die Vermögenssituation eines Unternehmens, indem die Aktivseite die Vermögensgegenstände (*Assets*) und die Passivseite die Herkunft der Mittel (*Liabilities*) abbildet. Da vor allem an der Börse gelistete Unternehmen zu ausführlichen Jah-

resabschlüssen verpflichtet sind, soll im Folgenden eine vereinfachte Darstellung der Bilanz der PE-Gesellschaft KKR betrachtet werden.

Aktiva (zum 31.12.2010)	Passiva
Barmittel 1,495,077	Fremdkapital 2,391,115
Investitionen (<i>fair value</i>) 36,449,770	Eigenkapital der Partner 1,326,493
Andere Aktiva 446,310	Minderheitenanteile 34,673,549
Gesamtaktiva 38,391,157	Gesamtpassiva 38,391,157

Abbildung 8: KKR-Bilanz gemäß Annual Report 2011 in Tausend USD

Die Mittelverteilung auf der Passivseite zeigen erwartungsgemäß, dass neben einem Teil Fremdkapital und den von den Partnern eingebrachten Eigenanteilen die überwiegenden Mittel von vielen verschiedenen Investoren stammen (Minderheitenanteile). Überraschend jedoch mag sein, dass der Anteil des Fremdkapitals relativ niedrig ausfällt. Gewöhnlicher Weise lassen auf LBOs spezialisierte PE-Firmen schon alleine ihrem Namen nach erhebliche Mittel aus Fremdkapital erwarten. Diese jedoch schlagen sich in den Bilanzen der Portfolio-Unternehmen nieder, nicht in der Bilanz der PE-Gesellschaft. Die Aktivseite zeigt schon anhand ihrer Übersichtlichkeit, dass es sich um kein Unternehmen mit operativer Tätigkeit im klassischen Sinne handelt: Das bedeutet, es liegen keine typischen Umlaufvermögensposten (z.B. Vorräte) oder Sachanlagen (z.B. Gebäude oder Maschinen) vor. Der überwiegende Teil sind Finanzanlagen, die die Investitionen in die jeweiligen auferlegten Fonds darstellen. Im Falle von KKR handelt es sich dabei z.B. um den European Fund III, Natural Resources I, China Growth Fund oder Infrastructure Fund etc. (vgl. KKR Annual Report 2011: 5). Diese Fonds wiederum haben die übernommenen Unternehmen in ihrem jeweiligen Portfolio.

Die Besonderheiten der Bilanz einer PE-Gesellschaft machen sich konsequenterweise auch in der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV), dem zweiten wichtigen Bestandteil eines Jahresabschlusses, bemerkbar: So ist der einzige

Posten innerhalb des operativen Firmenumsatzes die Gebühr, die die PE-Gesellschaft von ihren Investoren verlangt. Auf der Kostenseite fallen neben einigen administrativen Kosten vor allem Gehälter an. Dazu kommen dann die Kapitaleinkünfte (z.B. Gewinne, Dividenden, Zinsen) aus den Finanzanlagen, die dann auf die Investoren und die PE-Gesellschaft anteilmäßig verteilt werden. Für das Beispiel KKR sieht die zur obigen Bilanz passende GuV daher wie folgt aus.

Umsatz (zum 31.12.2010)	
Gebühren.....	\$ 435,386
Kosten	
Gehälter und andere Kompensationen.....	(\$ 1,344,455)
Administrative und andere Kosten.....	(\$ 418,208)
Kapitaleinkünfte	
Gewinne aus Wertsteigerungen.....	\$ 7,755,090
Dividenden aus Investitionen.....	\$ 1,250,293
Zinsen aus Investitionen.....	\$ 173,725
Vorsteuergewinn.....	\$ 7,851,831
Jahresüberschuss (vor Minderheitenanteilen).....	\$ 7,776,471

Abbildung 9: KKR Gewinn- und Verlustrechnung gemäß Annual Report 2011 in Tausend USD

Um die Gesamtrentabilität zu berechnen, wird der Gewinn durch das eingebrachte Kapital geteilt. Allerdings wird diese Berechnung häufig auf Fondsebene durchgeführt, so dass jeder Fonds seine eigene Rentabilität ausweist, um sie untereinander oder gegen andere Benchmarks (z.B. den S&P500) vergleichen zu können. Daran bemisst sich schließlich auch die Gewinnbeteiligung der jeweiligen Investoren, die in die Fonds investiert haben. Allerdings geschieht dies nicht quartalsweise oder jährlich, sondern meist erst dann, nachdem eine Beteiligung veräußert worden ist, was sich im Regelfall über mehrere Rechnungsperioden hinwegzieht. Deswegen werden auch in der Bilanz die Investitionen als *fair value*, also als aktuelle theoretische Marktwerte ausgewiesen und in Rentabilitätsberechnungen zwischen realisierten und unrealisierten Gewinnen (bzw. Verlusten)

unterschieden. Erst nach einer Veräußerung kann ex-post die endgültige durchschnittliche jährliche Verzinsung (*internal rate of return*) berechnet werden (vgl. z.B. KKR Annual Report 2011: 5).

Die Portfolio-Unternehmen

Die Beweggründe von Investoren und PE-Gesellschaften Zielunternehmen (*Targets*) durch Übernahmen in ihr Portfolio aufzunehmen, wurden soeben erläutert. Die Hauptmotivation für Target-Unternehmen, mit einem PE-Investor zusammenzuarbeiten, ist es in der Regel um die Eigenkapitalquote zu stärken und an Mittel für neue Investitionen zu gelangen. Warum die Eigenkapitalbasis gestärkt werden soll, kann unterschiedliche Gründe haben. Dazu soll zunächst einmal PE in einen groben Gesamtzusammenhang verschiedener Finanzierungsalternativen gestellt werden.

über	Kapitalmarkt (Arm 's-length-Prinzip)	Privat (4-Augen-Prinzip)
mit		
Eigenkapital	Aktien (<i>Public Equity</i>)	Private Equity
Fremdkapital	Anleihen (<i>corporate bonds</i>)	Bankkredit

Abbildung 10: Externe Finanzierungsalternativen für Unternehmen

Gerade junge, kapitalintensive Unternehmen, die sich in der Gründungs- oder Wachstumsphase befinden, haben häufig Schwierigkeiten, sich auf konventionelle Weise über Banken oder den öffentlichen Kapitalmarkt zu finanzieren. Deswegen stammt ein Großteil ihres (Risiko-)Kapitals von Venture Capital-Gesellschaften, von denen sich die Unternehmen darüber hinaus Managementunterstützung erhoffen. Die Unternehmensfinanzierung in der Bundesrepublik gilt grundsätzlich als vom Hausbankprinzip geprägt und weniger von der angloamerikanischen Kapitalmarktorientierung. Wenn also die Platzierung von Aktien oder Anleihen an der Börse wenig Erfolg versprechend ist, und Banken einen Kredit verwehren, bleibt für die Unternehmen privates Beteiligungskapital häufig die letzte Möglichkeit, um anderweitig an Kapital zu gelangen. Somit hat sich

die Finanzierungsalternative PE auch auf den Kreis von Mittelständlern und Familienunternehmen ausgeweitet. Gerade mittelständische Unternehmen weisen häufig einen chronischen Mangel an Eigenkapitalausstattung aus um zukunftsrelevante Investitionen zu tätigen. Dazu hat die schwache Eigenkapitaldecke und der damit einhergehende hohe Verschuldungsgrad ein schlechteres Kredit-Rating zur Folge, was wiederum die Aufnahme von weiterem Fremdkapital erschwert (vgl. Hess 2007: 27 ff.). Familienunternehmen erwägen PE daher immer stärker als Finanzierungsform, um eine Nachfolgelösung zu finden (vgl. PwC 2007: 11), aber vermehrt sind auch lediglich Minderheitsbeteiligungen für Familienunternehmen eine denkbare Alternative, um mit dem Kapital eine bestimmte Unternehmensstrategie zu verfolgen (vgl. Achleitner/Schraml/Tappeiner 2008).

Konzerne oder Holdings dagegen trennen sich meist von Tochtergesellschaften oder Konzerneinheiten, weil diese entweder defizitär sind oder keinen *strategischen Fit* zum Kerngeschäft des Unternehmens aufweisen. Grundsätzlich lässt das rationale Kalkül erwarten, dass die Einheit dem Meistbietenden verkauft wird. Allerdings kann PE vor allem dann für Konzerne interessant sein, wenn diese verhindern wollen, dass ihre Einheit samt ihrem intellektuellen Kapital und Know-how von einem direkten Wettbewerber übernommen wird (vgl. Thum/Timmreck/Keul 2008: 22). Hauptanlässe für die Übernahme eines Target-Unternehmens durch eine PE-Gesellschaft können wie folgt aussehen (vgl. Zipser 2008:17):

- Bei einem *Spin-off-Buyout* gliedert ein Konzern eine Tochter oder einen Unternehmensbereich aus, weil er z.B. einen Liquiditätsengpass hat oder sich auf das Kerngeschäft konzentrieren möchte.
- Werden Unternehmensteile im Zuge einer Sanierung veräußert, ist von einem *Sanierungs-Buyout* die Rede.
- Ein *Privatisierungs-Buyout* liegt vor, wenn der öffentliche Sektor ein staatliches Unternehmen aus Gründen der Deregulierung oder der Haushaltspolitik an einen privaten Investor veräußert.
- Beim *Going-Private-Buyout* wird ein börsennotiertes Unternehmen von der Börse genommen (*delisting*). Der Investor wendet sich dabei mit einem Kaufangebot an die bisherigen Aktionäre.
- Fehlt in einem (Familien-)Unternehmen die Nachfolgeregelung, ist neben einem externen Manager oder dem Verkauf an einen strategischen Investor auch ein *Nachfolge-Buyout* durch PE denkbar.

Es gibt also zahlreiche Gründe für Target-Unternehmen, sich auf privates Beteiligungskapital einzulassen. Die Entscheidung kann bewusst *für* Private Equity gefällt werden, sie kann aber auch auf Alternativlosigkeit hinsichtlich anderer

Kapitalquellen beruhen. Schließlich kann sie rein strategische Gründe haben. Die bisherige Betrachtung der Gründe hat zwar stets impliziert, dass die Motivation für die Aufnahme von privatem Beteiligungskapital einseitig auf Initiative des Target-Unternehmens zurückgeht. Es kann aber auch dazu kommen, dass ein Unternehmen gegen seinen eigenen Willen im Zuge einer feindlichen Übernahme (*hostile takeover*) zum Portfolio-Unternehmen wird, oder dass die Transaktion über den Kopf des Managements und der Beschäftigten hinweg lediglich zwischen altem und neuem Eigentümer ausgehandelt wird.

Insgesamt waren 2009 über 6,500 Unternehmen in Besitz von PE-Gesellschaften im weiteren Sinne (vgl. BVK 2010: 2), der Großteil von ihnen mit Sitz in strukturstarken Gegenden. So lagen über 60% der in 2008 erworbenen Unternehmen in Nordrhein-Westfalen, Bayern und Baden-Württemberg. Von den in 2008 erworbenen Unternehmen, von denen Umsatz- und Mitarbeiterzahlen bekannt sind², hatten 41% weniger als 200 und weitere 28% weniger als 500 Beschäftigte. 31% der Unternehmen hatten mehr als 500, 9% davon sogar mehr als 5,000 Mitarbeiter. 55% der betrachteten Unternehmen erwirtschafteten einen Jahresumsatz von über 50 Mio. Euro, 13% davon mehr als 500 Mio. Euro (vgl. BVK 2009: 4 f.). Was die Verteilung nach Branchen der Portfolio-Unternehmen angeht, teilte sich der Markt im Jahr 2008 wie folgt auf:

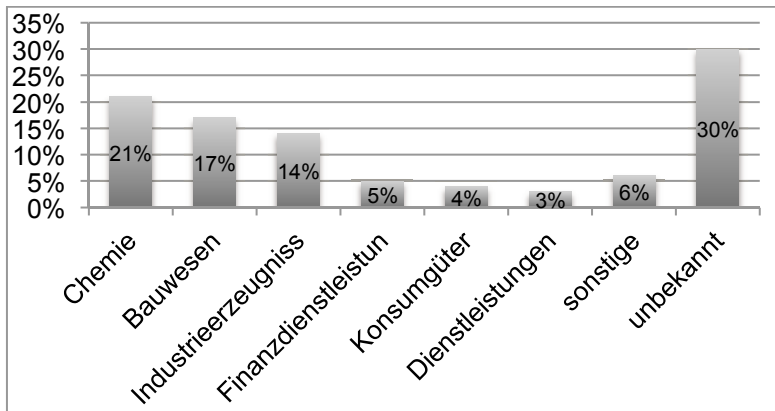


Abbildung 11: Verteilung von Buyout-Investitionen nach Branchen (BVK 2009: 3)

2 Da nicht alle Portfolio-Unternehmen von Buyout-Gesellschaften eine Rechtsform inne haben, die gewisse Publizitätspflichten mit sich bringen, kennt auch der Branchenverband BVK nicht alle Zahlen der Portfolio-Unternehmen seiner Mitglieder.

Auch im Fall der Portfolio-Unternehmen soll analog zu KKR ein Teil des Jahresabschlusses kurz beleuchtet werden. Weil das operative Geschäft und damit die bilanziellen Aktiva in diesem Fall jedoch nicht sonderlich von Interesse sind, sondern lediglich die Herkunft der Finanzierungsmittel eine Rolle spielt, wird ausschließlich die Passivseite der Bilanz näher betrachtet. Exemplarisch und völlig willkürlich gewählt wird im Folgenden die Entwicklung der Kapitalstruktur der Hugo Boss AG dargestellt. Seit 2005 war die Valentino Fashion Group Hauptaktionär. Da Permira 2007 Valentino für ca. 3,5 Mrd. Euro übernahm, hatte die PE-Gesellschaft auch fortan maßgeblichen Einfluss auf die Modefirma Hugo Boss und löste sie später vollständig aus dem Valentino-Konzern heraus. Im ersten Quartal 2008 kam es durch die Initiative von Permira zur Ausschüttung einer Sonderdividende in Höhe von 345 Mio. Euro (vgl. Preuss 2008).

	2006	2007	2008	2009	2010
Eigenkapital	494 mio €	546 mio €	199 mio €	205 mio €	361 mio €
Fremdkapital³	459 mio €	493 mio €	962 mio €	860 mio €	994 mio €
Verschuldungsgrad	93%	90%	483%	420%	275%

Abbildung 12: Vereinfachte Kapitalstruktur der Hugo Boss AG im Zeitverlauf⁴

Abbildung 12 soll exemplarisch verdeutlichen, wie sich die Kapitalstruktur von Portfolio-Unternehmen nach deren vollständiger Übernahme bzw. mehrheitlicher Beteiligung durch einen PE-Investor verändern kann. Die Rekapitalisierung in Form der erwähnten Sonderdividende von 345 Mio. Euro macht sich besonders bemerkbar, wenn man den Verschuldungsgrad in Höhe von 93% im Jahr 2007 mit dem Verschuldungsgrad in Höhe von 483% im Jahr 2008 vergleicht. Im Jahr 2010 werden die Schulden dann auf ein Niveau von 275% zurückgeführt. Es wurde ja für den Fall KKR bereits festgestellt, dass die Bilanz der PE-Gesellschaften selbst kaum Fremdkapital trägt. Das Beispiel Hugo Boss macht nun sehr deutlich, was damit gemeint ist, wenn PE-Gesellschaften mit Fremdkapital Target-Unternehmen übernehmen und die Schulden bzw. die Finanzierung von Sonderdividenden dann dem Portfolio-Unternehmen aufladen.

³ Das Fremdkapital beinhaltet kurzfristige und langfristige Verbindlichkeiten.

⁴ Eigene Berechnungen gemäß konsolidierter Bilanzen 2006 bis 2010 (vgl. Hugo Boss AG 2010).

Die finanzierenden Banken

Wie der Name *Leveraged Buyout* bereits impliziert, werden Übernahmen in dieser Form mit dem Einsatz von Fremdkapital gestemmt, das in der Regel von Kreditinstituten zur Verfügung gestellt wird. Meist erwirbt eine PE-Gesellschaft gerade mal 25 bis 50% der Anteile am Target-Unternehmen mit Hilfe eigener Mittel. Daraus ergibt sich eine nicht unerhebliche Finanzierungsnotwendigkeit von 50 bis 75% des vereinbarten Kaufpreises. Gerade in Fällen großer LBOs möchten Banken nicht das alleinige Risiko tragen: Eine federführende Bank lädt dann weitere Banken ein, sich an einer Konsortialfinanzierung zu beteiligen (*Club Deal*). Ob eine Bank sich in einem LBO engagiert, hängt vor allem von der Plausibilität des unternehmerischen Vorhabens und der Belastbarkeit verschiedener Szenarien ab (vgl. Thum/Timmreck/Keul 2008: 22). Im Unterschied zur reinen Kreditvergabe handelt es sich beim LBO allerdings um eine strukturierte Finanzierung, weil sie neben der traditionellen Stellung von Sicherheiten durch das Portfolio-Unternehmen weitere finanzielle oder rechtliche Aspekte bei der Fremdfinanzierung beinhaltet. So wird der Kredit in der Regel aus dem Netto-Zufluss (*Cashflow*) des Portfolio-Unternehmens getilgt, weswegen die Banken neben dem Kreditrisiko auch ein Teil des unternehmerischen Risikos tragen. Aus diesem Grund betreiben die Banken nach einem finanzierten LBO intensiveres Monitoring und verlangen ein „zeitnahes und umfangreiches Reporting (z.B. Monats- oder mindestens Quartalsreporting mit Bilanz, Gewinn- und Verlustrechnung und Kapitalflussrechnung), um frühzeitig bei Fehlentwicklungen eingreifen zu können“ (Thum/Timmreck/Keul 2008: 23).

Üblicherweise gibt es Kredittranchen mit unterschiedlichem Konkursrang. So steht ein nachrangiges Darlehen (*junior debt*) unter einem vorrangigen Darlehen (*senior debt*) im Konkursfall, was üblicherweise wegen des höheren Risikos auch eine höhere Verzinsung mit sich bringt. Je höher der Zins, desto „eigenkapitalähnlicher“ ist die Beteiligung der Bank ausgestaltet. Bei Mezzanine-Finanzierungen liegt eine Mischform zwischen Eigen- und Fremdkapital vor, die den Banken in z.B. kritischen Situationen die Möglichkeit gibt, aktiv Einfluss auf das Portfolio-Unternehmen zu nehmen, indem sie Fremdkapitalbeteiligung in stimmberechtigtes Eigenkapital umwandeln (*debt to equity swap*). Einige (Investment-)Banken, die über die nötige Expertise sowohl auf Fremd- als auch auf Eigenkapitalseite verfügen, mischen gerne über ihre eigenen PE-Sparten in diesem Markt mit. Dabei handelt es sich um Banken wie Goldman Sachs, Credit Suisse, Deutsche Bank oder Morgan Stanley. Nicht selten geht die Initiative für einen Deal auch von einer Bank aus, weil sie einen guten Überblick über das Marktgeschehen hat und die finanziellen Bedürfnisse ihrer Firmenkunden kennt. Deswegen gehen die Banken häufig auf PE-Gesellschaften mit einem LBO-

Vorschlag zu, übernehmen dabei die Fremdfinanzierung und verdienen Gebühren bei der Beratung der Transaktion. Zudem können sie auch selbst über ihre Beteiligungssparte einen Anteil an den Target-Unternehmen übernehmen, was zu Interessenskonflikten führen kann.

2.2. Pre-Investmentphase

Nachdem die relevanten Akteure in der PE-Branche dargestellt wurden, widmet sich der folgende Teil den PE-Aktivitäten. Dabei soll die gesamte prozessuale Kette näher betrachtet werden. Insgesamt lässt sich diese Kette wie folgt veranschaulichen, wobei der Verlauf einer chronologischen Logik folgt.



Abbildung 13: Prozessuale Kette von Aktivitäten in der PE-Branche (Brettel et al 2008: 18)

Weber/Hohaus (2010: 62) nehmen im Gegensatz dazu eine dreigliedrige Unterteilung vor, indem sie den Buyout in eine Vorbereitungsphase der Transaktion, in einen Kernprozess des Unternehmenserwerbs und in eine für die Gesamtentwicklung des Buyouts entscheidende Haltephase mit anschließender Veräußerung aufgliedern. Grundsätzlich unterschieden sich die verschiedenen Unterteilungen jedoch nur in der Segmentierung und Schwerpunktfestlegung der einzelnen Schritte. Inhaltlich scheint der Wertschöpfungsprozess von PE klar strukturiert zu sein. Ziel dieses Abschnitts ist es, die einzelnen Phasen inhaltlich und technisch durchzugehen, um schließlich das Geschäftsmodell und die Funktionsweise von PE an sich besser zu verstehen. Dabei wird der Prozess in drei grobe Phasen unterteilt, welche wiederum in einzelne Teilschritte oder -aspekte untergliedert werden:

- Pre-Investmentphase: Fundraising, Deal-Flow und Screening
- Deal-Phase: Unternehmensbewertung, Due Diligence, Verhandlung und Vertragsgestaltung, Strukturierung und Finanzierung
- Post-Investmentphase: Fremdfinanzierungshebel, Shareholder-Value, Wertschöpfungsstrategien, Exit-Möglichkeiten

2.2.1. Fundraising

Das Einwerben von Eigenkapital bei den Anlegern ist die Grundlage für jede Investitionsaktivität von PE-Fonds. Gerade unabhängige Buyout-Gesellschaften, die weder einen Industriekonzern noch eine Bank im Rücken haben, sind auf Mittel von externen Kapitalgebern angewiesen. Um das Eigenkapital einzusammeln, ziehen die Gesellschaften gerne auch Experten für Kapitalmarktkommunikation (*placement agents*) heran, die sie bei der Vermarktung von Fondsanteilen unterstützen. Dafür wird zunächst ein Memorandum erstellt. Dieses enthält in der Regel noch keine Informationen über geplante Buyouts, weil Target-Unternehmen in der Regel erst später genauer betrachtet werden. Dafür aber sind im Memorandum personelle, rechtliche, steuerliche und finanzielle Aspekte wie Investment-Team und Beirat, Management Fee, Carried Interest, mögliche Risiken oder Rechnungslegung (*Accounting*) und Publizität (*Reporting*) geregelt. Darüber hinaus ist ein *Track Record* enthalten, der für viele Investoren als eine Art Qualitätsgütesiegel für PE-Gesellschaften dient. Dieser gibt Aufschluss über bisherige Fonds und deren Performance. Auf Präsentationen in Form von *Road Shows* oder Branchentreffs⁵ versuchen die Buyout-Gesellschaften dann Kapitalgeber für ihre Fonds zu gewinnen. Vom Beginn des Fundraising bis zum Closing eines Fonds vergehen meist über 14 Monate (vgl. Brettel et al 2008: 23 ff.).

2.2.2. Deal-Flow und Screening

Target-Unternehmen liegen sprichwörtlich nicht auf der Straße und auch in der Zeitung sind sie nicht einfach zu finden. Und wenn doch, dann ist es meist zu spät, weil öffentlich werdende Verhandlungen über einen LBO bereits kurz vor dem Abschluss stehen. Somit sind Finanzinvestoren beim Screening des Übernahmemarktes auf Unterstützung durch z.B. Markt- und Recherchedatenbanken und intensive Kontakte zu Unternehmen, Verbänden und persönlichen Netzwerken angewiesen. Meist ist diese Form der Generierung von Deals (*Deal-Flow*) allerdings sehr aufwendig, so dass zwischen 60 bis 80% der Transaktionen auf die Vermittlung durch Dritte zurückzuführen sind (vgl. Brettel et al 2008: 31 f.). Schließlich kennen Unternehmensberatungen oder Banken sehr gut das Innenleben ihrer Unternehmenskunden und können abschätzen, ob ein LBO potentiell in Frage kommt. Und nicht zuletzt verdienen am Markt dritte Akteure am Zustan-

5 Als jährliches Hauptevent gilt das Branchentreffen „Super Return“, das regelmäßig auch in Deutschland stattfindet. Die Konferenz wird von vielen Private Equity-Gesellschaften genutzt, um vor zielgruppengenaum Publikum Marketing für geplante Fonds zu betreiben.

dekommen von Deals: juristische Berater (z.B. Kanzleien), finanzielle Berater (z.B. Investmentbanken), strategische Berater (z.B. Consulting-Firmen) oder Kommunikationsberater, die in Form von Provisionen und Gebühren bezahlt werden.

Bevor sich ein Investor in der Feinanalyse (*Due Diligence*) sehr genau mit einem Target-Unternehmen auseinandersetzt, wirft er im groben Screening einen Blick auf die wichtigsten strategischen, operativen und finanziellen Größen, die wie folgt aussehen können.

	Qualitative Kriterien	Quantitative Kriterien
Strategische Aspekte	• Branche • Region	• Beteiligungshöhe • Marktposition/-anteil
Operative Aspekte	• Management • Wertsteigerungspotential • Fit mit Portfolio	• Größe • Nachvollziehbarkeit der Business Plan-Annahmen
Finanzielle Aspekte	• Finanzierungsstruktur • Zugang zu Fremdkapital	• Kaufpreishöhe • Geforderte Mindestrendite

Abbildung 14: Wichtige Aspekte in der Deal Flow- und Screeningphase (Meinecke/Meinecke 2005: 132)

Aufgrund der hohen Aktivität von externen Beratern, kann die PE-Branche als Deal-Flow getrieben bezeichnet werden. Dies heißt auch, dass im Zweifel wohl lieber ein Deal zu viel als zu wenig eingefädelt wird. Grundsätzlich aber gilt, dass beide Parteien bilateral zusammenkommen müssen: Der bisherige Eigentümer des Target-Unternehmens und die PE-Gesellschaft. In der Konsequenz „kommen auf jedes in der Beobachtung eines Finanzinvestors befindliche Unternehmen, in das letztlich investiert wird, zehn weitere, die für eine Investition als nicht geeignet befunden wurden“ (Berens/Brauner/Nevries 2005: 115). Dies ist auch auf die intensive und detaillierte Analyse von Target-Unternehmen durch PE-Gesellschaften zurückzuführen. Diese werden im folgenden Abschnitt näher erläutert.

2.3. Pre-Investmentphase

2.3.1. Unternehmensbewertung

Die Preisvorstellungen von Käufer und Verkäufer sind maßgeblich dafür, ob es zu einer Unternehmenstransaktion kommt. Die Zahlungsbereitschaft ist stark abhängig vom finanziellen Wert eines Unternehmens, allerdings spielen dafür auch strategische Gründe eine wichtige Rolle innerhalb der Unternehmensanalyse (*Due Diligence*). Für Finanzinvestoren ist die Orientierung an der Investitionsrendite, die ja vor allem vom Kaufpreis abhängt, besonders stark ausgeprägt. Deshalb soll der Aspekt der Unternehmensbewertung hier ausführlich diskutiert werden. Beim Kauf eines Unternehmens verhält es sich grundsätzlich nicht anders als beim Kauf von Aktien: Es geht darum, einen fairen Preis (*fair value*) für das Transaktionsobjekt zu finden. Das Bewerten von Unternehmen(-santeilen) ist eine Wissenschaft für sich.

Grundsätzlich werden zwei Arten von Deals unterschieden: Bei einem *Asset Deal* kauft der Investor die Gesamtheit der Vermögensgegenstände des Unternehmens wie Maschinen, Patente oder Verbindlichkeiten. Gewöhnlich liegt der Verkaufspreis aber über der Summe der einzelnen Assets (Einzelbewertungsverfahren)⁶, weil ein Firmenwert (*Goodwill*) hinzukommt, den der Käufer über die materiellen und immateriellen Vermögensgegenstände hinaus zu bezahlen bereit ist. Auch potentielle Restrukturierungsmaßnahmen oder mögliche Synergieeffekte können die Zahlungsbereitschaft erhöhen. Bei einem *Share Deal* werden die Unternehmensanteile erworben, die dem Käufer Rechte wie z.B. Stimmrecht oder Recht auf Gewinnbeteiligung einräumen. Für die Bewertung aber ist wesentlich, dass die Zahlungsansprüche in der Zukunft liegen und somit unsicher sind. Wegen der eindeutigen Kapitalmarktdominanz hinsichtlich von zukünftigen Zahlungsansprüchen (z.B. in Form von *Cashflows*), haben sich Kapitalwert- und Marktwert-orientierte Gesamtbewertungsverfahren gegenüber den Einzelbewertungsverfahren durchgesetzt. Bei der Kapitalwert-orientierten Unternehmensbewertung werden die Erträge bzw. Cashflows des Unternehmens in der Zukunft prognostiziert und zu einem Bewertungsstichtag abgezinst (Discounted-Cashflow-Methode). Bei Marktwert-orientierten Bewertungsverfahren werden Branchen-übliche Multiplikatoren vergangener Deals auf Bezugsgrößen wie

6 Hierbei handelt es sich um so genannte Einzelbewertungsverfahren. Geht man von einer Fortführung des Unternehmens aus, wird der Substanzwert ermittelt, der sich aus der Summe der Aufwendungen ermittelt, die für den Aufbau eines identischen Unternehmens erforderlich sind. Wird das Unternehmen dagegen zerschlagen, liegt ein Liquidationswert vor, der aus der Summe der Erlöse der einzelnen Assets abzüglich Schulden gebildet wird (vgl. Tcherveniachki 2007: 137).

z.B. den EBIT (*Earnings before Interest and Taxes*) des Portfolio-Unternehmens angewendet.

2.3.2. Die Due Diligence

Die *Due Diligence* steht buchstäblich für die gebotene Sorgfaltspflicht im Rahmen der Prüfung einer Unternehmenstransaktion. Sie ähnelt der Funktion eines Plausibilitätsgutachtens und bildet die Informationsgrundlage für die Bewertung eines Unternehmens und die Entscheidung für oder gegen den Erwerb (vgl. Weber/Hohaus 2010: 159). Darüber hinaus dient die Due Diligence der Risikoreduzierung durch die Überprüfung rechtlicher Strukturen und ordnungsgemäßer Geschäftstätigkeit. Deswegen meint Strauch (2004: 55): „Die Beschaffung der für die Akquisitionsentscheidung notwendigen Informationen sowie die Identifizierung und Beurteilung von Risiken stellen die dominanten Motive zur Durchführung einer Due Diligence dar. Diese beiden Motive stellen zugleich die Klammer um die Themen Unternehmensbewertung und Due Diligence dar.“ Außerdem sollen mögliche Risiken, die erst nach der Transaktion wirklich sichtbar werden, minimiert bzw. Gewährleistungen für derartige Fälle festgehalten werden. Demnach hat die Due Diligence auch eine Protokoll- und Beweisfunktion (vgl. Koffka 2009: 36 ff.). Denn ein Käufer kann sich beim Eingehen eines Kaufvertrages im Nachhinein nicht mehr auf Mängel berufen, wenn sie ihm bewusst waren oder er grob fahrlässig gehandelt hat (vgl. § 442 BGB). Lässt sich daraus aber eine Pflicht zur Due Diligence ableiten? Weber/Hohaus (2010: 160) sind folgender Meinung: „Der Rechtsprechung sowie der herrschenden Meinung in der Literatur zufolge ist die Due Diligence noch nicht zur Verkehrssitte geworden. Der Verzicht auf die Due Diligence sollte damit aus gewährleistungsrechtlicher Sicht noch nicht den Verlust von gesetzlichen Gewährleistungsansprüchen bedeuten. Aus diesem Grund jedoch die Kosten [...] sparen zu wollen, wäre verfehlt.“ Das zeigt auch die Empirie: Eine Untersuchung von Paul/Weber (2005: 7) von LBOs deutscher Konzerneinheiten zwischen 1999 und 2003 ergibt, dass in 100% der Fälle eine finanzielle, in 92% der Fälle eine strategische und in 88% der Fälle eine juristische Due Diligence durchgeführt worden ist.

Die strategische Due Diligence

Für strategische Investoren spielt die strategische Due Diligence eine besondere Rolle vor dem Hintergrund der Integration in den bestehenden Konzern und möglichen Synergieeffekten. Finanzinvestoren dagegen betrachten primär individuelle Restrukturierungs- und Entwicklungspotentiale, um den Unternehmenswert zu steigern. Individuell aber heißt nicht, dass das Marktumfeld keine Rolle dabei spielt, im Gegenteil: Neben den unternehmensinternen Produkten,

Organisationsstrukturen und Wertschöpfungsketten zählen ebenso die Analysen der Branche, der Positionierung im Wettbewerb und des *Upside*-Potentials zur strategischen Due Diligence (vgl. Taylor 2011: 3). Diese Analysen können derartig stark ins Detail gehen, dass einige Experten sogar von einer operationalen Due Diligence sprechen (vgl. Smith 2011). Abbildung 15 gibt einen exemplarischen Überblick über die wichtigsten Kriterien einer strategischen Due Diligence.

Analysebereich	Fragestellungen	Instrumente	Informationsquellen
Markt und Wettbewerb	Marktabgrenzung, -volumen, -struktur, -wachstum und -dynamik; Wettbewerbsintensität; Technologietrends; Markteintrittsbarrieren	Markt- und Branchenanalyse; Produkt- und Marktlebenszyklusanalyse	Marktforschungsinstitute; Verbände; Experten- und Kundeninterviews
strategische Ausrichtung	Markt- und Wettbewerbsposition; Stärken/Schwächen; Chancen/Risiken	Scoringmodelle; Portfolioanalyse; Benchmarking; Szenarioanalyse; Wertkettenanalyse	Management- und Experteninterviews; Strategiepapiere; Marktforschungsberichte
Unternehmensplanung	Planungskonsistenz; Planungsqualität; Planungsprämissen	Break-Even-Analyse; Sensitivitätsanalyse; Cashflow-Rechnungen	Planungsunterlagen; Branchenbenchmark; Marktstudien zur Plausibilisierung der Prämissen
Produkte und Leistungen	Breite und Tiefe des Produktprogramms; Verteilung von Umsatz und Deckungsbeiträgen nach Produkten und Produktgruppen; Marktanalyse (Image)	Deckungsbeitragsrechnung; ABC-Analyse der Umsatz- und Deckungsbeitragsverteilung	Produktbeschreibung; Controlling-Daten; Produktkalkulationen; Produkttests; Marktforschungsdaten
Marketing und Vertrieb	Analyse von Kunden und Vertriebsstrukturen; Preis- und Konditionenpolitik; Regulatorik	Kundenbezogene Deckungsbeitragsrechnung; Benchmarking	Vertriebscontrolling; Managementgespräche; Kundengespräche

Abbildung 15: Kriterien einer *strategischen* Due Diligence (vgl. Brühl 2002: 319 und Weber/Hohaus 2010: 162)

Die Financial Due Diligence

Zum Kern einer Due Diligence gehört ebenso wie die strategische Due Diligence die Financial Due Diligence (vgl. Berens/Brauner/Högemann 2005: 64), insbesondere für Finanzinvestoren. Ziel dabei ist es, die finanzwirtschaftlich kritischen Erfolgsfaktoren (*Business Drivers*) zu identifizieren (vgl. Weber/Hohaus 2010: 164). Auch deswegen weist die Financial Due Diligence eine Zukunftsorientierung auf und bildet somit die Grundlage für die Unternehmensbewertung und schließlich die Kaufpreisermittlung. Sie teilt sich gewöhnlich auf eine detaillierte Analyse von

- Vermögenslage (Analyse von z.B. stillen Reserven, Pensionsrückstellungen, Werthaltigkeit von Sach- und Finanzanlagen, Vorräten und Forderungen)
- Kapitalstruktur (Analyse von z.B. Verhältnis und Qualität von Eigen- und Fremdkapital, Verschuldungsgrad, Nettofinanzverbindlichkeiten)
- Finanzlage (Analyse von v.a. der Investitionennpoch frei zur Verfügung stehenden *Free Cashflows*)
- Ertragslage (Analyse von z.B. operativen Gewinnen, Rentabilität, Produktgruppen, Kundensegmenten)

Die Legal Due Diligence

Mithilfe der *Legal Due Diligence* sollen die mit dem Target-Unternehmen verbundenen rechtlichen Aspekte genauer durchleuchtet sowie mögliche Rechtsunsicherheiten aufgedeckt und bestenfalls beseitigt werden. Gewöhnlich werden dabei folgende juristische Elemente des Target-Unternehmens, möglicher Tochtergesellschaften und rechtlicher Verbindungen zu dritten Akteuren abgehandelt (vgl. z.B. Koffka 2009: 39 oder Weber/Hohaus 2010: 170 ff.) und folgende exemplarische Fragen beantwortet:

- Finanzierungsverträge: Wie sehen Höhe, Laufzeit, Konditionen und Tilgungsmodalitäten von Kreditverträgen aus? Welche Sicherheiten wurden den finanzierenden Banken gewährt?
- Liefer- und Bezugsverträge: Welche gibt es? Enthalten die Verträge einen *Change-of-Control*-Vorbehalt, der diese Verträge beim Verkauf des Target-Unternehmens an einen neuen Gesellschafter veränderbar werden lässt?

- Öffentliches Recht: Liegen die notwendigen Genehmigungen und Bau- und Betriebserlaubnisse vor? Werden Subventionen oder sonstige Beihilfen gewährt?
- Arbeitsrecht: Welche arbeits- und sozialversicherungsrechtlichen Verpflichtungen gibt es? Wie ist es um Betriebsvereinbarungen hinsichtlich Dienstverträgen und Altersvorsorge bestellt?
- Rechtsstreitigkeiten: Gibt es laufende oder in der Zukunft drohende Zivil-, Straf-, Ordnungswidrigkeits- oder Bußgeldverfahren, die Risiken bergen?

Besonders relevant werden derartige Fragen, wenn es sich um internationale Transaktionen handelt und Hoheitsgebiete mit unterschiedlicher Rechtsprechung involviert sind. Handelt es sich z.B. um Märkte in Entwicklungsländern mit instabilen rechtlichen und legislativen Rahmenbedingungen, kann sogar eine politische Due Diligence in Betracht kommen.

2.3.3. *Verhandlung und Vertragsgestaltung*

Die Verhandlungsphase innerhalb eines LBO lässt sich nicht eindeutig von der Bewertung und der Analyse des Target-Unternehmens trennen. Häufig verlaufen Due Diligence und Verhandlung parallel zueinander. Schließlich bedarf es einerseits einer genauen Betrachtung des Unternehmens, bevor es zur Verhandlung kommt. Andererseits gilt: Je tiefer in die Verhandlungen eingetaucht wird, desto intensiver setzen sich die Kaufinteressenten mit dem Target-Unternehmen auseinander. Dabei spielt auch eine Rolle, um welche Form von Verkauf es sich handelt:

- Bei einem Auktions- oder Bieterverfahren stimmen Interessenten zunächst einer Vertraulichkeitserklärung zu, bevor sie Zugang zu einem Informationsmemorandum über das zum Verkauf stehende Unternehmen bekommen, um ein erstes, nicht bindendes Angebot abzugeben. Nachdem mehrere Bieter ausgewählt worden sind, erhalten diese Zugang zu näheren Unternehmensdaten (*First Data Room*). Schließlich geben die Bieter ein bindendes Angebot ab, woraufhin mit einem Bieter exklusiv auf Grundlage erweiterter Unternehmensdaten (*Second Data Room*) final verhandelt wird.
- Exklusivverhandlungen beginnen dagegen schon in einem fortgeschrittenen Stadium direkt mit einem potentiellen Bieter. Sie sind von Be-

ginn an von hoher Vertraulichkeit und kurzer und flexibler Prozessdauer gekennzeichnet (vgl. Weber/Hohaus 2010: 63 ff.).

- Der *Public-to-Private*-Prozess ist ein Sonderfall eines öffentlichen Übernahmeangebotes für ein börsennotiertes Unternehmen. Nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz muss der die Unternehmenskontrolle anstrebende Investor (mit mehr als 30% der Anteile) ein Pflichtangebot abgeben und die BaFin, die Börse und das Management des betroffenen Unternehmens unterrichten. Bis zu einer Annahmefrist können die Aktionäre das Angebot überdenken. Wenn der Finanzinvestor mindestens 95% der Anteile erworben hat, kann er über ein Abfindungsangebot (*Squeeze Out*) die verbleibenden Aktionäre aus dem Unternehmen drängen (vgl. WpÜG und AktG).

2.3.4. Strukturierung und Finanzierung

Die Strukturierung der Unternehmenstransaktion beginnt unmittelbar nach Abschluss des Kaufvertrags, bedarf aber bereits im Vorfeld zahlreicher Überlegungen. Immerhin sind Finanzierung und Strukturierung einer der elementaren Werttreiber eines LBO. Um das zu verdeutlichen, soll zunächst einmal der *Leverage*-Effekt, der abhängig von der Kapitalstruktur⁷ ist, in seiner einfachsten Form beschrieben werden. Dazu ein kurzes Beispiel: Angenommen ein Unternehmen kann für 100 Geldeinheiten (GE) erworben und ein Kredit für diese Übernahme mit 5% Zinsen auf das Volumen des Fremdkapitals in Anspruch genommen werden. Zusätzlich hat ein Kaufinteressent die Möglichkeit, einen Teil des Transaktionsvolumens mit Eigenkapital zu erwerben. Nach einer Periode ist dann das Unternehmen – z.B. wegen Restrukturierungsmaßnahmen oder der konjunkturellen Entwicklung – 150 GE wert. Der Wert ist also um 50 GE gestiegen, die Rendite auf das Gesamtkapital beträgt demnach 50%. Wie aber sieht die Rendite des Investors aus? Das kommt auf Strukturierung der Übernahme und ihre Finanzierung an: Hat der Investor z.B. 50% Eigenkapital eingebracht und

7 Der Vollständigkeit halber soll an dieser Stelle nicht unerwähnt bleiben: „Welche Finanzierungsweise gewählt wird, spielt keine Rolle; der Marktwert des Unternehmens ist davon unabhängig“ (Franke/Hax 2004: 339). Für den bahnbrechenden Beweis der Irrelevanz der Finanzierung haben Modigliani/Miller (1958) den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften erhalten. Die Autoren zeigen unter anderem, dass die Eigen- und Fremdkapitalkosten eines verschuldeten Unternehmens unabhängig von seiner Kapitalstruktur und damit gleich den Eigenkapitalkosten eines unverschuldeten Unternehmens sind. Modigliani/Miller implizieren damit auch, dass es keinen optimalen Verschuldungsgrad gibt. Allerdings sind die neoklassischen Annahmen sehr restriktiv, weil sie eine finanztheoretische Welt ohne Steuern, Insolvenzrisiken oder unterschiedlichen Zinssätzen schaffen.

die übrigen 50% der 100 GE mit einem Kredit finanziert, ergibt sich für ihn folgende interne Verzinsung (*Internal Rate of Return*), die sich als Anteil der Differenz vom erwirtschafteten Wertzuwachs ($V1 - V0$) und den fälligen Kreditzinsen ($i \times FK$) am eingesetzten Eigenkapital (EK) berechnen lässt.

Der Leverage-Effekt:

IRR = gesuchte interne Verzinsung für den PE-Investor

$V0$ = Unternehmenswert in der Periode 0

$V1$ = Unternehmenswert in der Periode 1

EK = investiertes Eigenkapital

FK = finanziertes Fremdkapital

i = jährlicher Kreditzins

somit ergibt sich aus den Parametern

$$IRR = [(V1 - V0) - (i \times FK)] / EK$$

folgende interne Verzinsung

$$= [(150 - 100) - (0,05 \times 50)] / 50$$

$$= 0,95$$

Der PE-Investor erwirtschaftet demnach eine Rendite auf sein investiertes Eigenkapital in Höhe von 95%. Werden nun die Verhältnisse von Fremd- und Eigenkapital unterschiedlich gestaltet, ergeben sich folgende unterschiedlichen Eigenkapitalrenditen für den PE-Investor.

Verhältnis EK/FK	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10	100/0
Interne Verzinsung	155%	117%	95%	80%	69%	61%	55%	-

Abbildung 16: Der Leverage-Effekt

Dieses Beispiel ist stark vereinfacht und ignoriert neben der unterschiedlichen steuerlichen Behandlung von Eigen- und Fremdkapital unter anderem, dass PE-Investoren über mehrere Perioden hinweg rechnen und aus den generierten Cash-flows bereits Anteile des für die Übernahme aufgenommenen Fremdkapitals vor dem Exit wieder tilgen. Das sei an dieser Stelle vorerst aber ausgeblendet. Denn

der entscheidende Punkt an dieser Stelle soll ein anderer sein: Der Einsatz von Fremdkapital wirkt wie ein Hebel (*Leverage*) für die Verzinsung des Eigenkapitals: Steigt der Anteil an Fremdkapital in der Kapitalstruktur, steigt auch der Rendite des Investors auf sein eingesetztes Eigenkapital. Diese Logik allerdings untersteht der Prämisse, dass der prozentuale Wertezuwachs auf das Gesamtkapital stets höher ist als der Zins auf das Fremdkapital, um die Zinsen bedienen und darüber hinaus noch einen Gewinn erzielen zu können.⁸ In diesem vereinfachten Beispiel wird mit konstanten Fremdkapitalkosten in Höhe von 5% gerechnet. In der Praxis ist dagegen zu erwarten, dass mit immer höherem Einsatz von Fremdkapital auch die Zinsen auf dieses Fremdkapital steigen, weil im Insolvenzfall (*Financial Distress*) die Konkursmasse nun auf immer mehr Gläubiger bzw. auf ein größeres Volumen an Fremdkapital verteilt werden muss und weniger Eigenkapital zur Absorption von Verlusten zur Verfügung steht. Gleichzeitig steigen mit höherer Verschuldung auch die Eigenkapitalkosten, da nun im Insolvenzfall noch mehr Gläubiger im Konkursrang über den Anteilseignern stehen, was diese sich dann mit einer entsprechenden Risikoprämie bezahlen lassen. Außerdem gelten Zinsen auf Fremdkapital (z.B. in Form von Anleihecoupons) als fixe Zahlungsversprechen, während Eigenkapitalrenditen (z.B. in Form von Dividenden) keine fixierten Zahlungsversprechen sind und damit eine höhere Schwankungsanfälligkeit (Volatilität) aufweisen. Auch dafür lassen sich Anteilseigner mit einer steigenden Risikoprämie kompensieren. Somit ist ein erheblicher Anteil von Fremdkapital in der Regel günstiger, aber kann in Zeiten sinkender Gewinne auch zur Last werden, das das Unternehmen sich überschuldet haben könnte.

Würde das Verhältnis von Eigenkapital zu Fremdkapital Null zu 100 betragen, würde der Investor immerhin $(150 - 100) - (0,05 \times 100) = 45$ GE verdienen, ohne selbst Eigenkapital investiert zu haben. Allerdings widerspricht dem, dass die Kosten auf das Eigen- und das Fremdkapital und somit die gesamten Kapitalkosten wegen der „unverhältnismäßigen“ oder „ungesunden“ Kapitalstruktur extrem ansteigen. Das darin implizierte gestiegene Risiko geht zum einen auf die größere Abhängigkeit der Entwicklung von Zinsen zurück: Steigt das Zinsniveau beispielsweise an und damit auch die fälligen Zinsen auf das Fremdkapital, sieht sich das Unternehmen höheren Zinskosten ausgeliefert. Als weitere Risikoquelle kommt die allgemeine Konjunktur⁹ hinzu: Steuert ein Unternehmen in eine (unabsehbare) konjunkturelle Flaute, müssen bei weniger Gewinn (oder gar Verlusten) immer noch die gleichen Zinsen bezahlt werden. Auch das steigert das Risiko bei übermäßig hoher Verschuldung. In der Praxis lässt sich dies

8 Für die grundsätzliche Diskussion um „günstige“ Fremdkapitalkosten und „teure“ Eigenkapitalkosten siehe z.B. Copeland/Koller/Murrin (1994: 247 ff.).

9 Aus diesem Grund bevorzugen PE-Investoren defensive und nicht sonderlich zyklische Unternehmen bzw. Branchen, bei denen die Chashflows stabil und damit prognostizierbar sind.

so erklären, dass die finanzierenden Banken von den PE-Gesellschaften ein gewisses Maß Anreizkompatibilität und damit Risikoübernahme erwarten. Im Zuge der Kreditverknappung durch die Finanzkrise (*Credit Crunch*) wurden die Bedingungen gar noch restriktiver. Grundsätzlich aber gilt für Buyouts nach wie vor, dass ein Großteil der Preise mit Fremdkapital gestemmt wird und diese Fremdfinanzierung mit dem Vermögen des Portfolio-Unternehmens besichert wird. Vor dem Hintergrund der Heuschrecken-Debatte wird genau diese Praktik häufig kritisiert: Der Finanzinvestor verschuldet sich in hohem Maße für die Übernahme und bürdet die Schulden dann seinem Portfolio-Unternehmen auf. Um diese Praxis genauer zu durchdringen, werden die bei der Finanzierung und Strukturierung im Rahmen von Buyouts eingesetzten Finanzierungsinstrumente näher betrachtet.

Fremdfinanzierungsinstrumente

Die Ausweitungen von Fremdfinanzierungsquellen, die steuerliche Absetzbarkeit von Zinsen und die kontinuierliche Erhöhung von Verschuldungsgraden haben im Vorfeld der Finanzmarktkrise zu einem verstärkten Einsatz von Fremdfinanzierungsinstrumenten geführt. Mit dem Beginn der Finanzmarktkrise und dem Ende des PE-Boom hat sich das Umfeld für Fremdfinanzierungen allerdings stark verschlechtert: Banken vergeben nur noch restriktiv Kredite, auch weil sie diese nur schlecht weiterveräußern konnten. Gerade große Übernahmen sind damit seltener geworden. Außerdem fordern die Banken mittlerweile von den PE-Gesellschaften eine höhere Eigenkapitalbeteiligung von etwa 40% bis 50%. Somit haben die Verschuldungsgrade insgesamt abgenommen: „Während in dem Zeitraum unmittelbar vor dem Credit Crunch sog. *Leverage Multiples* von bis zum 10-fachen EBITDA allgemein gebräuchlich waren und finanziert werden konnten, liegen diese Multiples jetzt nur noch im Bereich des 6-fachen[...]“ (Jetter et al 2009: 299).

Die Gestaltung einer optimalen Kapital- und Finanzierungsstruktur ist für Finanzinvestoren eine essenzielle Aufgabe. Gleichzeitig können dabei die Interessen der PE-Gesellschaft aber mit denen der Banken oder der Target-Unternehmen kollidieren (vgl. Georgieff/Biagosch 2005: 182). Meist gestaltet sich der Prozess dabei als iterativ, indem die maximale Fremdfinanzierungsfähigkeit (abhängig von z.B. Kreditmarktlage, Kreditwürdigkeitsprüfung, Zyklilität der Branche etc.) und anschließend die geforderte (Eigenkapital-)Rendite des Investors bestimmt wird. Die Höhe der Fremdfinanzierung durch Banken ist maßgeblich abhängig von der Höhe des eingebrachten Eigenkapitals und der Nachhaltigkeit der Cashflows, aus denen der Kredit getilgt werden soll. Anders als

z.B. der deutsche Mittelstand haben PE-Investoren nur selten eine Hausbank. Gerade bei großen Buyouts teilen Banken das Kreditrisiko gerne unter einem Bankenkonsortium als einen syndizierten Kredit auf. Häufig bildet dieser den Grundstein der Kapitalstruktur von LBO-Transaktionen, weil er in der Regel zwischen 50% und 75% des für die Übernahme erforderlichen Fremdkapitals ausmacht (Georgieff/Biagosch 2005: 186). Meist läuft der Kredit als *Term Loan Facility*, bei dem der Investor innerhalb einer Laufzeit von drei bis neun Jahren gemäß einem Tilgungsplan den Kredit zurückführt. Dabei ist der Kredit in verschiedene Tranchen untergliedert, die sich in Konkursrang, Laufzeit und Zinshöhe unterscheiden.

Tranche	Anteil	Laufzeit	Zinshöhe
Senior A	50,0%	5 Jahre mit jährlicher Ratentilgung	Euribor ¹⁰ + 450 bps ¹¹
Senior B	30,0%	6 Jahre mit endfälliger Tilgung	Euribor + 500 bps
Senior C	20,0%	7 Jahre mit endfälliger Tilgung	Euribor + 575 bps

Abbildung 17: *Beispiel einer Term Loan Facility (vgl. Georgieff/Biagosch 2005: 187)*

Als Gegenzug für die Kreditgewährung verlangen Banken grundsätzlich Sicherheiten. Weil die Kredite bei einem LBO gewöhnlich dem Portfolio-Unternehmen aufgebürdet werden, unterliegt dieses auch der Pflicht, seine Vermögenswerte als Sicherheit – neben weiteren denkbaren Drittsicherheiten – zur Verfügung zu stellen.

Um das bereits erläuterte Beispiel zum Leverage-Effekt dynamischer und realistischer zu gestalten, soll es an dieser Stelle zeitlich gestreckt (über fünf Perioden) und technisch (mit Schuldenrückführung) ausgebaut werden. Dabei wird folgender Fall angenommen: Das Unternehmen wird mit paritätischem Anteil von Eigen- und Fremdkapital (je 50%) für 100 GE erworben. Wegen eines jährlichen Bewertungszuwachses des Gesamtunternehmens von 10 GE, das z.B. auf Restrukturierungsmaßnahmen oder eine verbesserte Konjunktur zurückzuführen ist, beläuft sich der Unternehmenswert nach der 5. Periode auf 150 GE. Darüber hinaus kommen durch das operative Geschäft jährlich Barmittel in Höhe von 10 GE in die Kasse des Unternehmens (Cashflow). Der Cashflow wird jährlich vollständig dazu verwendet, zunächst die Zinsen (5% auf das verbleibende Fremd-

10 Die Euribor ist die *European Interbank Offered Rate* und ist eine Art Durchschnittszins, zu dem sich europäische Banken selbst untereinander Geld leihen.

11 Bps sind Basispunkte, von denen 100 einem Prozent entsprechen.

kapital) zu bezahlen (z.B. 2,5 GE in der 1. Periode) und dann mit den verbliebenen Mitteln des Cashflow Schulden abzutragen (z.B. 7,5 GE in 1. Periode). Damit ergibt sich folgende dynamische Strukturierung.

Jahr	0	1	2	3	4	5
Unternehmenswert	100	110	120	130	140	150
Cashflow	-	10	10	10	10	10
Zinsen (i.H.v. 5%)	-	-2,5	-2,1	-1,7	-1,3	0,9
Schuldentilgung	-	-7,5	-7,9	-8,3	-8,7	9,1
Fremdkapitalwert	50,0	42,5	34,6	26,3	17,6	8,5
Eigenkapitalwert	50,0	67,5	85,4	103,7	122,4	141,5

Abbildung 18: Leverage-Modell mit mehrperiodiger Schuldentilgung¹²

Im Prinzip ist dieser Prozess nichts anderes als ein Kauf einer – hier im Wert steigenden – Immobilie mit zunächst gleicher Beteiligung des Käufers und der Bank, der der Käufer dann nach und nach das Fremdkapital plus Zinsen durch die Mieteinnahmen zurückzahlt. Durch den sukzessiven „Austausch“ von Fremdkapital mit Eigenkapital ergibt sich nach fünf Jahren der Wert des Eigenkapitals (141,5), indem das verbleibende Fremdkapital vom Gesamtkapital subtrahiert wird ($150 - 8,5$). Führt der PE-Investor dann einen Exit durch, erwirtschaftet er eine Gesamtrendite auf das Eigenkapital von 183% ($141,5/50 - 1 = 1,83$). Gleichmäßig auf die Perioden verteilt, entspricht das in diesem Beispiel einer jährlichen Eigenkapitalrendite für den PE-Investor in Höhe von ca. 23% ($141,5/50 = 1,23^5$). Hätte der PE-Investor die volle Übernahme mit Eigenkapital (100 GE) finanziert, hätte er eine Gesamtrendite auf das Eigenkapital in Höhe von nur 50% ($150/100 - 1 = 0,5$) und eine jährliche Eigenkapitalrendite in Höhe

- 12 Die Berechnungen in der Tabelle sollen für die Periode 1 nachvollziehbar vorgeführt werden: Aufgrund einer höheren Bewertung des Unternehmens (z.B. durch „interne“ Faktoren wie Restrukturierungen oder durch „externe“ Faktoren wie eine bessere konjunkturelle Lage) wird der Gesamtunternehmenswert in Periode 1 auf 110 GE taxiert. *Zusätzlich* fließt in der Periode 1 durch das operative Geschäft ein frei verfügbarer Cashflow in Höhe von 10 GE in die Kasse des Unternehmens. Die Wertsteigerung des Unternehmens in Höhe von 10 GE hat also nichts mit dem Cashflow in der zufällig selben Höhe zu tun. Nun sind auf Fremdkapital in Höhe von 50 GE ein Zins (5%) in Höhe von 2,5 GE zu entrichten. Da die verbleibenden 7,5 GE an Bar-mittel in die Kredittilgung gesteckt werden, bleibt eine Restschuld gegenüber den Gläubigern in Höhe von 42,5 GE ($50 - 7,5$). Schließlich ergibt sich der neue Wert des Eigenkapitals (67,5) aus der Differenz des neuen Gesamtunternehmenswertes (110) und des neuen Fremdkapitalbe-trages (42,5). Für die weiteren Perioden wird analog vorgegangen.

von nur ca. 8% ($150/100 = 1,08^5$). Den Unterschied der jährlichen Eigenkapitalrendite von immerhin 15% ($23 - 8$) ist damit Resultat der Fremdfinanzierung und wird als Leverage-Effekt bezeichnet.

Dieses Beispiel simuliert den Fall einer klassischen Bankverschuldung über einen Senior-Kredit. Die Ratingagentur Standard&Poor's beziffert diese Art der Finanzierungsquelle auf 50,8% gemessen am Gesamtvolumen europäischer Buyouts im Jahr 2003 (vgl. Georgieff/Biagosch 2005: 182). 37,5% entfallen auf das Eigenkapital. Der restliche Anteil entspringt einer Vielzahl anderer Fremdfinanzierungsinstrumente. Am prinzipiellen Modell der Strukturierung ändern sie zwar nichts, sie sollen aber wegen ihrer technischen Besonderheiten zumindest kurz erläutert werden:

- *Second-Lien* ist eine Darlehnsform, die einem Senior-Kredit ähnelt, mit dem Unterschied einer nachrangigen Besicherung (vgl. Jetter et al 2009: 313).
- *High-Yield* sind Hochzinsanleihen mit spekulativem Charakter (*Non-Investment-Grade Rating*) und sind im Konkursfall nachrangig besichert gegenüber Bankverbindlichkeiten (vgl. Georgieff/Biagosch 2005: 190 ff.)
- *Mezzanine Capital* ist eine hybride Finanzierungsform zwischen Fremd- und Eigenkapital, die meist zum Einsatz kommt, wenn das Volumen an vorrangigen Krediten ausgereizt ist (vgl. Weber/Hohaus 2010: 105).

Graphisch lässt sich das Verhältnis von Höhe der Kapitalkosten und entsprechendem Risiko der unterschiedlichen Finanzierungsformen im Kontext von PE zusammenfassend wie folgt darstellen.¹³

13 In diesem Zusammenhang werden auf sog. *Asset Backed Securities* (ABS) nicht näher eingegangen. Zwar haben diese Art von forderungsbesicherten Wertpapieren im Zuge der Finanzkrise es immer wieder in die Schlagzeilen der Berichterstattung geschafft, weil sie durch die Verbriefung von (minderwertigen) Krediten für z.B. US-amerikanische Immobilien und anschließender Bündelung dieser Kredite (*Collateralized Debt Obligations*) zur Entstehung der Krise massiv beigetragen haben. Allerdings war schon vor der Überhitzung der Kreditmärkte und dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers die Bedeutung solcher strukturierter Verbriefungen als Bestandteil der Finanzierung für Finanzinvestoren relativ gering (vgl. Georgieff/Biagosch 2005: 195).

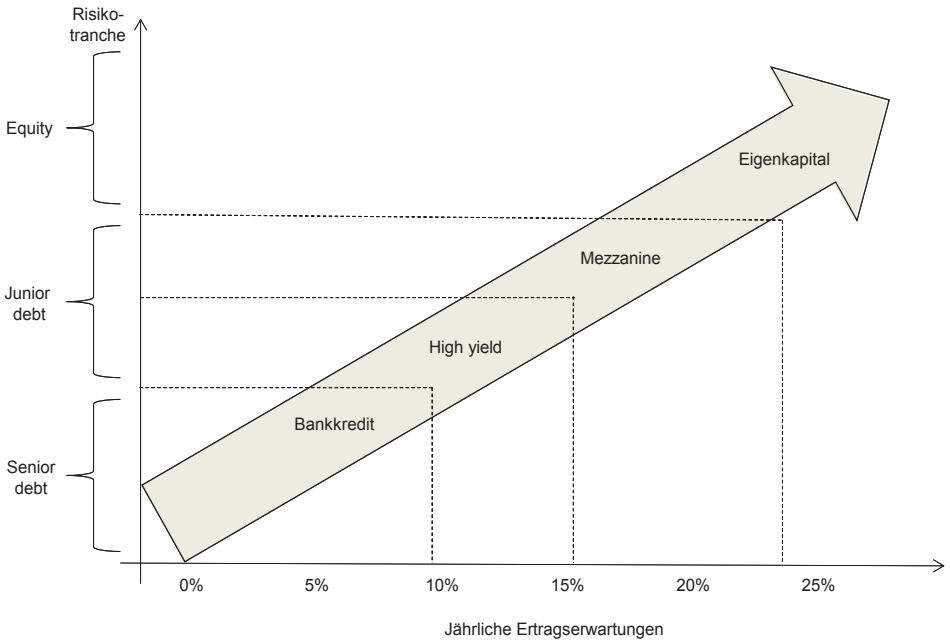


Abbildung 19: Risiko-Rendite-Profil der Finanzierungsalternativen
(Georgieff/Biagosch 2005: 183)

Eigenkapitalfinanzierung

Je eigenkapitalähnlicher die Finanzierungsform wird – also je niedriger der Konkursrang im Insolvenzfall, desto höher wird die erwartete Rendite. Wie beim Leverage-Effekt gezeigt, ist die Beteiligung über „reines“ Eigenkapital gewöhnlich mit der höchsten Rendite verbunden. Das Eigenkapital bildet die Basis jeder Kapitalstruktur, weil es sich dabei grundsätzlich um „ruhendes, dauerhaft zur Verfügung gestelltes Kapital“ (Georgieff/Biagosch 2005: 201) handelt. Bereitgestellt wird es durch das Fundraising bei privaten und institutionellen Investoren. Weil es sich bei ihnen wegen ihrer Eigenkapitalbeteiligung quasi um haftende Aktionäre handelt, tragen sie auch das volle unternehmerische Risiko. Deswegen ist es essenziell, ihre Interessen und die des Managements der PE-Gesellschaft, das ja bekanntlich die Transaktionsentscheidung fällt, in Einklang zu bringen (*Principal-Agent-Problematik*). Deshalb hat sich mittlerweile eine Fülle an wirtschaftli-

chen und steuerlichen Ausgestaltungsmaßnahmen etabliert, um Manager von PE-Fonds an Gewinn und Risiko anreizkompatibel zu beteiligen (vgl. Mackensen 2009: 338 ff.).

Abschließend soll die gesamte Finanzierungsstruktur von PE-Buyouts zusammenfassend graphisch betrachtet werden.

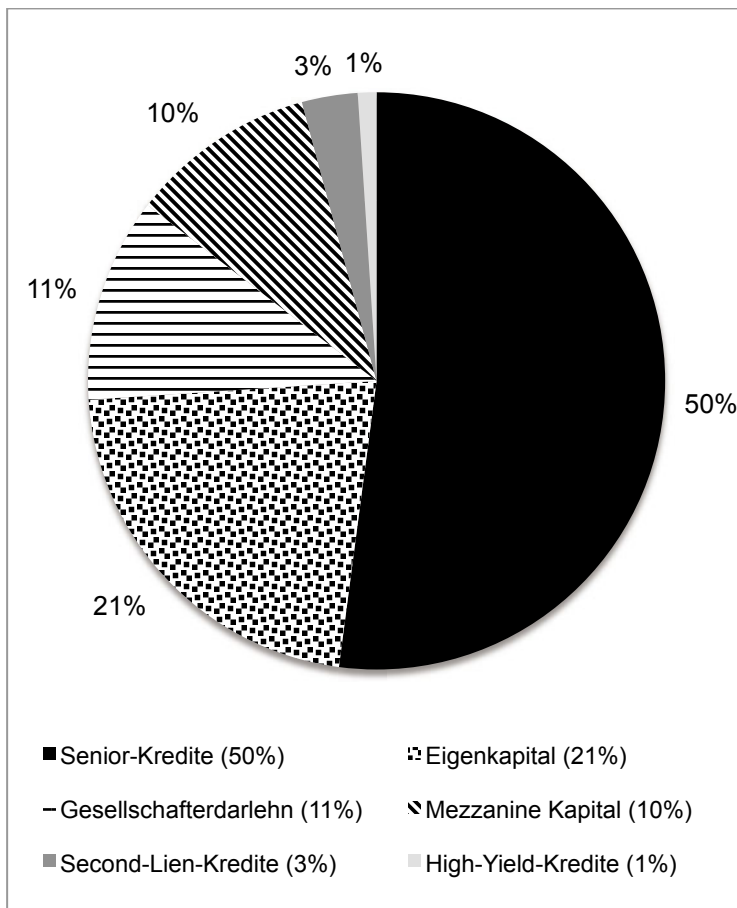


Abbildung 20: Finanzierungsstruktur europäischer Private Equity Buyouts (2006) (vgl. EZB 2007: 13)

2.4. Post-Investmentphase

2.4.1. Leverage und Disziplinierung

Die finanztechnische Strukturierung eines LBO und die damit einhergehende Kapitalstruktur scheinen wie im Abschnitt zuvor beschrieben äußerst relevant für das Geschäftsmodell von Private Equity zu sein. Der hohe Einsatz von Fremdkapital wird generell damit begründet, dass

- Fremdkapitalkosten in der Regel (auch bei überproportionalem Einsatz immer noch) günstiger sind als Eigenkapitalkosten (Leverage-Effekt);¹⁴
- Zinsen auf das Fremdkapital als Betriebsausgabe steuerlich geltend gemacht werden können und so den Unternehmenswert in die Höhe treiben (*Tax Shield*).¹⁵

Beide Aspekte tragen zur Wertgenerierung bei. Warum aber muss dafür PE eingesetzt werden? Theoretisch kann auch das Management eines börsennotierten Unternehmens diese beiden Strategien verfolgen und so die Bewertung des Unternehmens in die Höhe treiben. Denn nach dem Gedanken der Corporate Governance ist das Management gerade dazu verpflichtet, im Sinne seiner Aktionäre zu handeln. Betrachtet man also erneut das anfangs paritätisch finanzierte Unternehmen mit jeweils 50 GE Fremd- und 50 GE Eigenkapital für die Periode 1, stünde dem Management eines börsennotierten Unternehmens auch folgender Weg offen: Es könnte beispielsweise 30 GE Eigenkapital durch die weitere Aufnahme von Fremdkapital ersetzen und seinen Aktionären die „frei“ werdenden 30 GE unmittelbar (z.B. als Sonderdividende) ausschütten, da nun 30 GE Eigenkapital nicht mehr benötigt werden. Nun finanziert sich das Unternehmen zu 20% mit Eigen- und zu 80% mit Fremdkapital, am operativen Geschäft ändert sich dabei nichts. Damit erhalten die Aktionäre statt ihrer ursprünglichen Eigenkapitalrendite für Periode 1 in Höhe von 15% $((10 \text{ GE} - 0,05 \times 50 \text{ GE}) / 50 \text{ GE})$ eine Jahresrendite auf ihr Eigenkapital in Periode 1 in Höhe von 30% $((10 \text{ GE} - 0,05 \times 80 \text{ GE}) / 20 \text{ GE})$. Auch hierbei handelt es sich um den Leverage-Effekt,

14 Es wurde bereits diskutiert, warum mit steigender Verschuldung auch die Fremdkapitalkosten ansteigen (können). Für die grundsätzliche Diskussion um „günstige“ Fremdkapitalkosten und „teure“ Eigenkapitalkosten siehe z.B. Copeland/Koller/Murrin (1994: 247 ff.).

15 Formal lässt sich in der Unternehmensbewertung der Zusammenhang zwischen dem Unternehmenswert eines verschuldeten Unternehmens (VL) und dem eines unverschuldeten Unternehmens (VU) über den Steuersatz (t) und das Fremdkapital (D) vereinfacht wie folgt darstellen: $VL = VU + t \cdot D$, wobei der Term $t \cdot D$ den Wert des Steuervorteils darstellt. Demnach steigt der Unternehmenswert des verschuldeten Unternehmens (VL) mit steigender Menge des Fremdkapitals (D) gegenüber einem unverschuldeten Unternehmen (VU) an.

allerdings ohne vorangegangenen Buyout. Warum also wird die Hebelung mit Fremdkapital in der Praxis erst mit PE möglich und nicht bei gewöhnlichen börsennotierten Unternehmen angewendet?

“Because all the benefits go to the stock holders. And the headache goes to the management”.¹⁶

Zugegeben handelt es sich bei dem Zitat um eine nicht sonderlich wissenschaftliche Antwort, aber die Idee dahinter argumentiert fundamental: Manager etablierter, börsennotierter Unternehmen haben in der Regel eher geringe Aktienanteile im Vergleich zu PE-Managern, und damit auch nur begrenzt Anreize, sich vollständig im Sinne ihrer Aktionäre zu verhalten. An die hohe Belastung durch Fremdkapital und die damit einhergehenden höheren Auflagen und unflexibleren Handlungsmöglichkeiten werden die Manager aber wohl tagtäglich von Banken, Analysten und Journalisten erinnert werden. Probleme wie diese beschreibt die *Principal-Agent*-Theorie, die Anreizprobleme zwischen (besser informierten) Managern und (weniger informierten) Eigentümern beschreibt. Dieses Problem versucht PE zu minimieren, indem eine Angleichung der Interessen stattfindet (vgl. Mehta 2004). Demnach haben PE-Fonds über ihre finanzielle Expertise hinaus eine disziplinierende Wirkung: Sie üben deutlich mehr Einfluss auf das Management ihrer Portfolio-Unternehmen aus. Auch die verhältnismäßig große Aufnahme von Schulden spielt dabei eine Rolle: „This ‚discipline of debt can force management to focus on certain initiatives such as divesting non-core businesses, downsizing, cost cutting or investing in technological upgrades that might otherwise be postponed or rejected outright. In this manner, the use of debt serves not just as a financing technique, but also as a tool to force changes in managerial behavior” (Olsen/Gagliano 2003: 5). Zudem wird über Erfolgsbeteiligungen (*Carried Interest*) der Anreiz bei PE-Managern gefördert, noch stärker im Eigentümerinteresse zu agieren. Dem gegenüber hat der Fremdkapitalhebel allerdings auch negative Seiten: „The most obvious risk associated with a leveraged buyout is that of financial distress. Unforeseen events such as recession, litigation, or changes in the regulatory environment can lead to difficulties meeting scheduled interest payments, technical default (the violation of the terms of a debt covenant) or outright liquidation, usually resulting in equity holders losing their entire investment on a bad deal” (Olsen/Gagliano 2003: 6). Ob es dazu kommt oder nicht, entscheidet sich in der Post-Investmentphase.

Die Post-Investmentphase ist entscheidend dafür, ob sich die intensiven Unternehmensanalysen vor der Transaktion auch tatsächlich bewahrheiten und ob sich

16 Harold Bierman, Jr. (2010) während einer Fallstudie über den Technikkonzern *Intel* an der Johnson School of Management der Cornell University.

das erhoffte Wertsteigerungspotential auch wirklich realisieren lässt. Dabei übt der Investor in dieser Phase zwischen Investment und Exit aktiv Einfluss auf das Portfolio-Unternehmen aus. Plakativ formuliert: Nach dem Deal ist vor dem Deal. Denn welche Entscheidungen PE-Gesellschaften auch immer für ihre Portfolio-Unternehmen fällen sollten, eines ist definitiv sicher: Der Investor wird sich nicht ewig an sein Portfolio-Unternehmen binden. Die Post-Investmentphase versucht er deswegen dazu zu nutzen, das Unternehmen beim Exit mit einer maximalen Profitabilität wieder zu veräußern. Dabei vergehen meist zwischen vier und sieben Jahren (vgl. Brauner 2005: 142), in denen das Portfolio-Unternehmen strategisch, operativ und finanziell restrukturiert wird.

2.4.2. *Restrukturierungsmaßnahmen*

Konkrete Formen der Wertgenerierung zielen darauf ab, den Unternehmenswert substanziell durch strategische oder operative Restrukturierungen zu erhöhen. So versuchen PE-Investoren Wertsteigerungen zu heben, indem sie strategische Inkonsistenzen beseitigen. Demnach ist dann eine interne Konsistenz erreicht, wenn ein „interner Fit“ vorliegt, bei welchem die organisatorischen Fähigkeiten bzw. Unternehmensvorteile ganzheitlich zusammenpassen (vgl. Näther 1993: 90). „Interne Konsistenz in einem Geschäftsbereich ist z.B. zwischen Vorteilen niedriger Kosten (v.a. Skalenvorteilen) und Differenzierungsvorteilen wie Werbung, Image oder überlegene Produktqualität gegeben“ (Proff 2009: 151). Eine externe Konsistenz dagegen sucht den „externen Fit“, bei welchem sich die Fähigkeiten des Unternehmens zu den Gegebenheiten im Umfeld entwickeln (vgl. Näther 1993: 90). Das bedeutet, dass der PE-Investor versucht, Konflikte zwischen dem in einem Bereich angestrebten Unternehmensvorteil und den übergeordneten Steuerungsprinzipien der Geschäftsbereiche zu vermeiden (vgl. Proff 2009: 152). Auf operativer Ebene bietet sich dem PE-Investor schließlich die Möglichkeit, operative Ineffizienzen zu beseitigen oder komparative Kosten- bzw. Spezialisierungsvorteile zu realisieren.

Dass PE-Investoren vermehrt auf Strategie und operatives Geschäft Einfluss nehmen, lässt sich auch daran ablesen, dass sie zahlreiche ehemalige Topmanager großer (deutscher) Industrieunternehmen als Partner oder Berater berufen. Sie sollen v.a. dabei helfen, operative Verbesserungspotenziale zu identifizieren und Geschäftsprozesse zu optimieren (Gietel/Landau/Hungenberg 2004: 16). Dabei kommen insgesamt verschiedene Restrukturierungsmaßnahmen zum Einsatz. Eine Untersuchung von Buyouts deutscher Konzerneinheiten zwischen 1999 und 2003 kommt zu folgenden Ergebnissen hinsichtlich der Häufigkeit der Durchführung von Restrukturierungsmaßnahmen in der Post-Investmentphase.

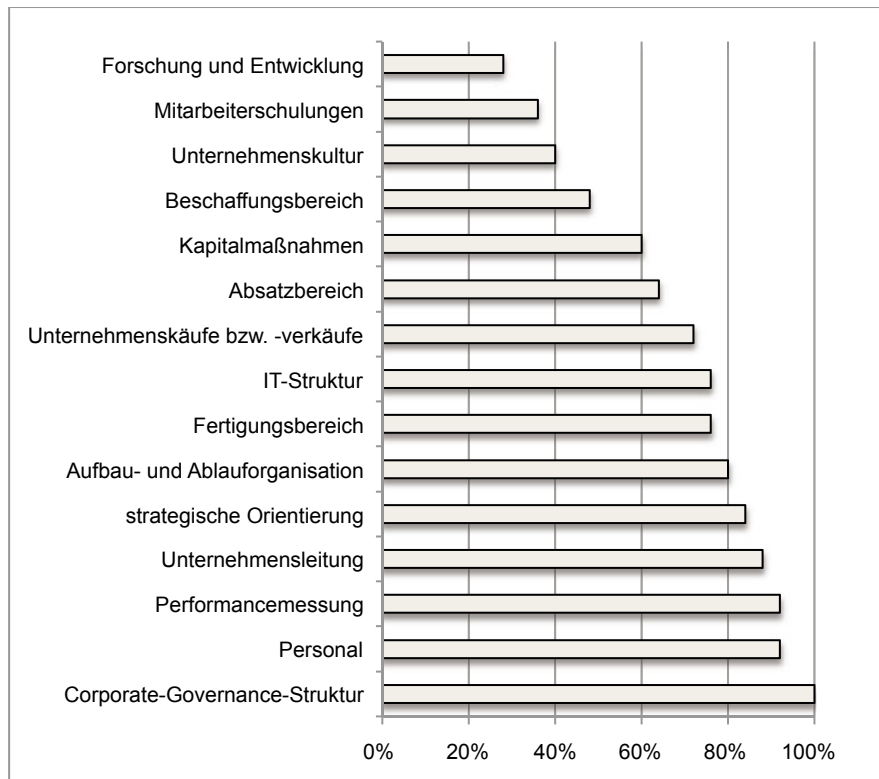


Abbildung 21: Die häufigsten Restrukturierungsmaßnahmen in Portfolio Unternehmen (Paul/Weber 2005: 19)

2.4.3. Strip it flip it oder Buy and Build?

Abschließend soll die Frage geklärt werden, welche Maßnahmen die maßgeblichen Werttreiber in der Post-Investmentphase sind. Um dies zu beantworten, haben Achleitner et al (2010) 206 Buyouts im größtenteils europäischen Raum aus den Jahren 1991 bis 2005 ausgewertet. Dazu zählen auch große Deals mit einem Volumen bis zu 4,3 Mrd. Euro, allerdings werden auch Transaktionen mit kleinen Volumina (z.B. 1 Mio. Euro) mitberücksichtigt, die nicht gerade zum Kerngeschäft großer PE-Gesellschaften zählen. Trotzdem zeigt die empirische Unter-

suchung der Wertschöpfungsparameter interessante Ergebnisse: So liegt der Wertgenerierungshebel für den gesamten Datensatz beim Faktor 2,47:

- 0,78 oder 32% davon ist auf den Leverage-Effekt zurückzuführen;
- 1,13 oder 46% der Werttreiber sind auf operative oder strategische Faktoren zurückzuführen, die in höheren Gewinnen (EBITDA) und höheren Cashflows münden;
- 0,45 oder 18% der Werttreiber entfallen auf höhere Multiplikatoren bei der Unternehmensbewertung;
- die restlichen 4% verteilen sich auf Kombinationen aus den Maßnahmen.

Die Autoren relativieren damit die Bedeutung des Fremdfinanzierungshebels: „The leverage effect accounts for approximately one-third of the overall value created. On the other hand, this means that two-thirds of value creation can be attributed to operational improvements within the PE-backed firms and changes in EBITDA multiples“ (Achleitner et al 2010: 25). Bei der ausschließlichen Betrachtung großer Deals, also Transaktionsvolumina von über 100 Mio. Euro, finden sie allerdings, dass „Value Creation for Larger Deals Depends More on Leverage“, nämlich 0,95 oder 38% der Werttreiber: „This is in line with the arguments that larger companies have a higher lending capacity as they are less risky“ (Achleitner et al 2010: 22). Das Fundament von PE-Wertgenerierung steht damit auf zwei Füßen: der Fremdfinanzierung und der betrieblichen Restrukturierung.

Zu den Restrukturierungsmaßnahmen gehören auch öffentlichkeitswirksame Aktionen wie Entlassungen. Auch deswegen hat sich in der Öffentlichkeit der Vorwurf des *Buy it, strip it, flip it* etabliert (vgl. Schäfer 2006), wonach die Investoren die erworbenen Unternehmen radikal umbauen, z.B. durch Abbau von Arbeitsplätzen oder Zerschlagung von Unternehmensteilen, um nur das notwendige Kerngeschäft beizubehalten. Dem gegenüber steht die eher nachhaltig angelegte Strategie des *Buy and Build* (vgl. Weber/Hohaus 2010). Dabei wird konsequent die Frage des Wachstums verfolgt, indem weitere Zukäufe durch die PE-Gesellschaft oder eines ihrer Portfolio-Unternehmen getätigt werden. Prinzipiell sind Akquisitionen jeder Art (z.B. Unternehmen mit vor- oder nachgelagerten Produktionsstufen, Unternehmen im gleichen Segment oder Unternehmen, die besondere Kundengruppen oder Technologien mitbringen etc.) denkbar. Dabei nähert sich der PE-Investor der Kernidee strategischer Investoren an. So nämlich lassen sich Synergiepotentiale heben, indem beispielsweise Wertschöpfungsaktivitäten der Unternehmen wie Verwaltung oder Forschung und Entwicklung zusammengelegt werden, um Skaleneffekte (*Economies of Scale*) oder Ver-

bundseffekte (*Economies of Scope*) zu realisieren.¹⁷ Somit ist abschließend festzuhalten, dass die Wertgenerierung in der Post-Investmentphase auf mehrere Faktoren zurückzuführen ist. Auch bei der Strategie des PE-Investors gibt es kein Patentrezept für Wertsteigerungen, da sowohl Fokussierung auf Kerngeschäfte als auch der weitere Ausbau durch *Buy and Build* von PE-Investoren verfolgt wird.

2.4.4. *Der Exit*

Der Verkauf einer Beteiligung ist der finale Parameter über den Erfolg bzw. Misserfolg eines PE-Engagements. Dabei sind in sämtlichen Exitkanälen Besonderheiten zu beachten: Die Finanztheorie betont die Informationsasymmetrien zwischen Käufer und Verkäufer, die Rechtswissenschaft stellt regulatorische Größen bei Kartellen und Börsengängen in den Vordergrund und die Praktiker halten technische Besonderheiten bei der Strukturierung der Deals für maßgeblich. Im Geschäftsmodell von Finanzinvestoren ist, anders als z.B. bei Konzernen, die Beteiligung an Unternehmen von vornherein befristet „und diese Befristung hat ihren guten Grund, denn nur durch den Exit, nicht durch laufende Dividendenzahlung kann das Private-Equity-Haus die geplante Rendite erzielen“ (Weber/Hohaus 2010: 219). Der Zeitpunkt des Exit spielt dabei eine zentrale Rolle, und damit die Liquidität der Kapitalmärkte, die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten (vgl. Ellrott 2005: 493), die Lage der Konjunktur,¹⁸ aber natürlich auch und vor allem die Verfassung des einzelnen Unternehmens. Dazu holen sich die Gesellschaften meist Beratungsdienstleistungen von Investmentbanken, die den Verkauf begleiten, nur sitzt anders als beim Buyout die PE-Gesellschaft dieses Mal auf der Verkäuferseite.

17 So haben beispielsweise die Finanzinvestoren KKR und Permira eine Buy-and-Build-Strategie verfolgt, als sie sich die ihnen bereits gehörenden luxemburgische Sendergruppe SBS von ihrem anderen Portfoliounternehmen ProSiebenSat1 haben abkaufen lassen. Die Gesellschaften erhofften sich dabei wohl Synergiepotentiale z.B. im technischen und redaktionellen Produktionsbereich sowie bei Rechten und Lizenzen.

18 So zeigen Baumeister/Muelke (2010) anhand eines ökonometrischen Modells für Deutschland, dass bei einem zusätzlichen Wirtschaftswachstum in Höhe von 1% die Exit-Preise für PE-Gesellschaften bei Trade Sales oder Secondary Sales um 6,68% steigen. Verbessert sich dagegen das Börsenumfeld um 1%, verringern sich die Exit-Preise für Trade und Secondary Sales um 0,54%, weil „private equity companies prefer IPOs over acquisition exits, which leads to lower multiples for the acquisition exits completed“ (Baumeister/Muelke 2010: 52).

Trade Sale

Bei einem Trade Sale wird die Beteiligung an einen strategischen Investor – meist an einen Konzern – abgestoßen. In vielen Fällen erhofft sich dieser Synergiepotentiale mit bereits im Konzern befindlichen Unternehmen zu realisieren. Dazu zählen z.B. operative Ergänzungen innerhalb der Wertschöpfungskette oder strategische Schritte hinsichtlich einer Diversifikation oder Internationalisierung von Produkten oder Dienstleistungen. Diese Möglichkeiten lassen die Bestimmung eines Unternehmenswertes zu einem subjektiven Unterfangen werden. Denn schließlich sieht jeder strategische Investor ein unterschiedliches Synergiepotential. Der objektive Wert bemisst sich als der sog. *Stand-Alone*-Wert. Dazu können nun zusätzliches Wertpotentiale durch Synergien kommen, allerdings müssen anfallende Transaktions- und Integrationskosten berücksichtigt werden, die den Wert wieder etwas drücken (vgl. Scheiter/Wehmeyer 2006). PE-Gesellschaften ziehen Synergiepotentiale gerne argumentativ in den Verhandlungen mit strategischen Investoren heran, um den Exit-Preis in die Höhe zu treiben.

Initial Public Offering

Gerade für US-Amerikaner gilt der Börsengang als so etwas wie der Königsweg des Exit, besonders für ehemalige durch Venture Capital finanzierte Unternehmen (vgl. z.B. Gompers/Lerner 2006). Dabei wird das Portfolio-Unternehmen an die Börse gebracht, um dessen Anteile dort frei handelbar zu machen (vgl. König 2005: 517). Notiert das Unternehmen bereits vor dem Exit an der Börse, gehen seine Anteile vom PE-Investor zum Beispiel in den freien Handel über. Dabei hat das Unternehmen durch die erhöhte Aufmerksamkeit, bessere Möglichkeiten, Kunden, Lieferanten oder Mitarbeiter zu binden und neue Kapitalquellen auszus schöpfen. Andererseits gehen mit einem Börsengang auch Transparenzrichtlinien (z.B. was die Rechnungslegung angeht) einher. Besonders für Technologieunternehmen war zur Hochzeit am Neuen Markt der Börsengang ein lukratives Geschäft. Vom Platzen der New-Economy-Blase hat sich die Börsenlandschaft aber bisher noch nicht richtig erholt. So hat PE seinen Aufstieg wohl auch dem Rückzug von Public Equity zu verdanken. Seit 2002 wurden mittlerweile mehr als 150 Unternehmen wieder von der Börse genommen (*Delisting*) (vgl. Weber/Hohaus 2010: 227). Der Börsengang als Exit-Kanal für PE-Investoren ist deswegen so interessant, weil es an der Börse häufig einen Bewertungsaufschlag gibt (vgl. z.B. Pfaffenholz 2004: 113). Es kommt aber nicht nur darauf an, ob der Kapitalmarkt an sich derzeit einen IPO vertragen kann, sondern ob auch speziell das Un-

ternehmen dieser Branche mit solch einer Kapitalisierung und jenem Management etc. der Börse vermittelbar ist. Außerdem – anders als beim Trade Sale – werden beim IPO gewöhnlich nicht alle Anteile auf einmal abgestoßen, sondern die Veräußerung geschieht sukzessive in Form eines Exit auf Raten.

Secondary Buyout

Der zweite Buyout in Folge ist das Gegenmodell zum Trade Sale, denn statt einem strategischen Investor übernimmt ein weiterer Finanzinvestor das zum Verkauf stehende Portfolio-Unternehmen: Ein Sanierer folgt auf den Sanierer. Meist hat sich der erste Finanzinvestor bereits der Grenze der Verschuldung so angenähert, dass dem zweiten Investor eher strategische und operative Restrukturierungsmaßnahmen für die Post-Investmentphase zur Verfügung bleiben. Diese Art des Exit ist in der jüngeren Vergangenheit populärer geworden, weil sich strategische Investoren mit ihren Geboten zurückhielten und das Börsenklima nicht optimal für einen IPO war.

Sondersituationen

Trotz großer Sorgfalt von PE-Gesellschaften vor und während ihrer Investments kommt es aufgrund von unerwarteten Entwicklungen auch immer zu Sondersituationen, die besondere Entscheidungen mit sich bringen. So kann es im Falle einer Krisensituation – sei sie Konjunktur- oder Management-bedingt – zu einem vorzeitigen Exit mit niedrigerem Erlös kommen. Im Falle einer Insolvenz wird der Erlös aus der Konkursmasse unter den Gläubigern und Anteilseignern je nach Konkursrang aufgeteilt. Damit wird das Unternehmen liquidiert, und der PE-Investor schreibt die Investition als Verlust ab. Es kann sich aber auch die Chance für einen Turnaround ergeben, der mit einem Sanierungskonzept und weiteren finanziellen Zusagen von Gläubigern verbunden ist (vgl. Aleth 2009: 456 f.) Bei Rekapitalisierungen (*Recaps*) kommt es dazu, dass zusätzliches Fremdkapital eingesetzt wird, um vorzeitig Sonderdividenden an die Eigenkapitalgeber auszuschütten oder Gesellschafterdarlehn zurückzuzahlen. Bei diesen Entscheidungen handelt es sich zumindest um einen partiellen Exit, weil die Anteile des PE-Investors zurückgefahren und mit Fremdkapital ersetzt werden.

Mit dem Bedeutungszuwachs von LBOs in der Praxis der Unternehmensfinanzierung ist die Anzahl von Exits in Deutschland von 52 im Jahr 2005 auf 96 in 2007 gestiegen. Im Zuge der Finanzkrise ist die Anzahl jedoch im Jahr 2008/2009 wieder auf 65 zurückgefallen (vgl. Ernst & Young 2009a: 5 f.). Be-

sonders die Mega-Deals der großen Buyout-Gesellschaften sind dabei ausgeblieben.

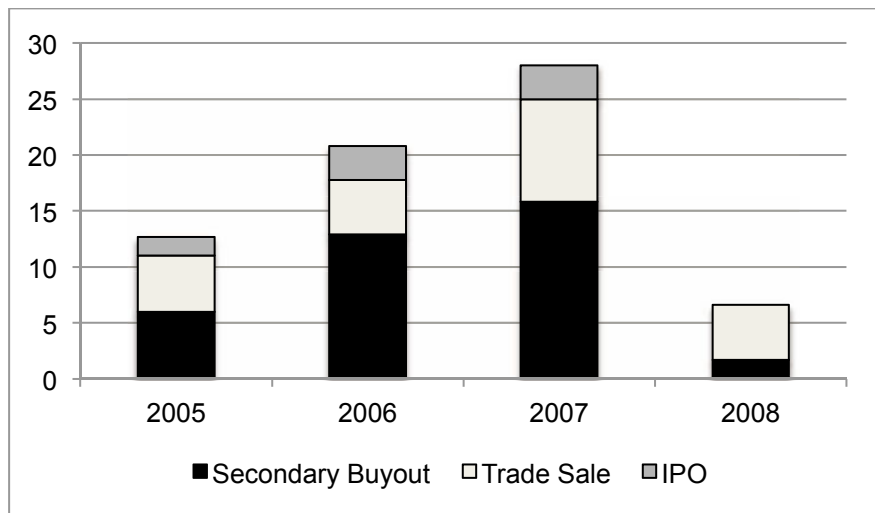


Abbildung 22: Wert der Transaktionen in Mrd. Euro (vgl. Ernst & Young 2009a: 6)

<http://www.springer.com/978-3-658-04036-9>

„Heuschrecken“ zwischen Rendite, Reportage und
Regulierung

Die Bedeutung von Private Equity in Ökonomie und
Öffentlichkeit

Bayaz, D.

2014, XIV, 412 S. 107 Abb., Softcover

ISBN: 978-3-658-04036-9