

2004

Juli 2004, 14,80 Euro

Private Equity • Buy-outs • M&A

VentureCapital  
Magazin

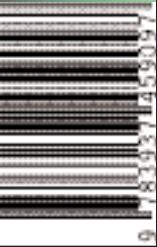
# VentureCapital Magazin

Das Magazin für Investoren und Entrepreneure

**SONDERAUSGABE**

## **Buy-outs**

*Vom Manager  
zum Unternehmer*



powered by



**DZ Equity Partner**

**Apax**  
PARTNERS

 **KLEIN & COLL.**  
the fine art of consulting



# Editorial

## Unternehmerische Energie freisetzen

Das Schicksal in die Hand nehmen, selbst- statt fremdbestimmt handeln und Ideen eigenverantwortlich umsetzen: Diese Motive bewegen ehrgeizige Manager, die den Stuhl des leitenden Angestellten gegen den des entscheidungsfreudigen Unternehmers tauschen. Eine Option, diesen Traum in die Tat umzusetzen, bieten Buy-outs. Jenseits von Neugründungen oder dem Aufbau junger Firmen geht es dabei um die Übernahme bereits etablierter Unternehmen, in denen das Management zusammen mit Finanzinvestoren die unternehmerische Führung übernimmt. Das Kalkül: Die Einheit von Führungskraft und Gesellschafter setzt unternehmerische Energie frei, die bisher unge nutztes Potential ausschöpft, kreative Kräfte entfesselt und den Wert des Unternehmens steigert. Im Erfolgsfall führt dies bei Managern und Finanzinvestoren zu einer lukrativen Rendite.

Während Buy-outs in angelsächsischen Ländern längst auf der Tagesordnung stehen, gibt es in Deutschland noch großen Nachholbedarf. Der Vorsprung der Briten geht auf eine gereifte Buy-out-Industrie zurück, die aus einer langjährigen Erfahrung mit der Kombination aus Private Equity, Fremdkapital und geeigneten Management-Ressourcen entstand. Zwischen Flensburg und Passau dagegen ist die Buy-out-Kultur im Management noch weit weniger ausgeprägt. Auch stellt die deutsche „Besitzstandsmentalität“ der Altgesellschafter häufig eine Hemmschwelle für entsprechende Transaktionen dar. Negativ-Beispiele

von Corporate Raider, die Firmen zerteilten, unrentable Teile liquidierten und das Tafelsilber teuer verkauften, mögen zum Pauschalurteil geführt haben, Finanzinvestoren suchten auf Kosten der Firmen die schnelle Rendite.

Wenngleich Deutschland im internationalen Vergleich noch zurückliegt, so haben Buy-outs in den vergangenen Jahren dennoch stetig an Bedeutung gewonnen – vor allem aus Sicht der Finanzinvestoren. Seit 2001 zählen Buy-outs zum dominierenden Segment im deutschen Beteiligungsmarkt, im Jahr 2003 erreichten sie einen Anteil von rund 70 % an den gesamten deutschen Private Equity-Investitionen. Weiteres Zukunftspotential ist hierzulande reichlich vorhanden. Auf der einen Seite setzt sich der Trend bei Konzernen fort, Randbereiche abzustoßen, und viele dieser Spin-offs werden als Buy-out durchgeführt. Aus Konzernsicht bleiben die Konzentration aufs Kerngeschäft, der Abbau von Schulden oder die Verbreiterung der Kapitalbasis auch künftig wichtigste Veräußerungsmotive. Auf der anderen Seite stehen zahlreiche mittelständisch geprägte Familienunternehmen vor einem Generationswechsel an der Führungsspitze. Will aus der Familie kein Angehöriger die Nachfolge antreten, stellen Buy-outs oft die erfolgversprechendste Nachfolgeoption dar.

Deutschland hat also durchaus Potential, in Zukunft eine funktionierende Buy-out-Kultur nach englischem Vorbild zu etablieren. Getrie-



Markus Hofelich,  
Projektleiter Sonderausgabe „Buy-outs“

ben von Konzern-Restrukturierungen, ungelösten Nachfolgeproblemen im Mittelstand und einer restriktiven Kreditvergabepolitik der Banken ist auch künftig für ausreichend Nachschub an potentiellen Buy-out-Firmen gesorgt. Was noch zu tun bleibt, ist vor allem, die Vorbehalte gegenüber Finanzinvestoren abzubauen und deutsche Führungskräfte für Buy-outs zu begeistern.

Diese Herausforderung hat das VentureCapital Magazin zum Anlaß für eine Sonderausgabe zum Thema „Buy-outs“ genommen und sich das Ziel gesetzt, durch Transparenz und Aufklärung, aber auch durch Erfolgsgeschichten Vorurteile abzubauen. In diesem Sinne wünschen wir Ihnen eine anregende und gewinnbringende Lektüre!

*Markus Hofelich*

## 3 Editorial

### Einführung

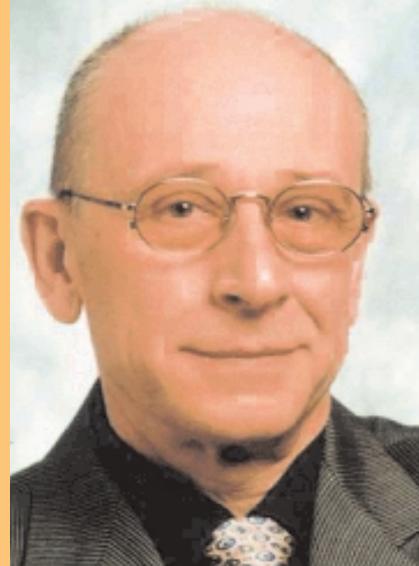
- 6 Aus Raider werden Builder**  
Die Rolle der LBOs wandelt sich im Zeitablauf
- 12 Buy-outs: Formen, Anlässe und Motivationsfaktoren**  
Einführung und Überblick
- 16 Wie finde ich den Unternehmer...?**  
Charakteristika erfolgreicher Manager  
*Thomas U.W. Pütter*
- 18 „Ich würde mir eine weitere Zunahme von LBOs/MBOs in Deutschland wünschen“**  
Interview mit Andreas Zetsche, RWE AG
- 20 Wertschaffung bei Going Private-Transaktionen**  
Änderung des Unternehmenswertes durch Neuordnung der Eigentumsverhältnisse  
*Sebastian Frankenberger, Alexander Gradow, Sebastian Knoll*
- 24 CMBOR sees strong potential for central European Private Equity**  
On eve of EU accession  
*Mike Wright, Andrew Burrows*

### Märkte & Entwicklungen

- 26 Das Transaktionsvolumen steigt**  
Die größten Deals im deutschen Buy-out-Markt
- 28 Chancen in Europa**  
Buy-out-Märkte im internationalen Vergleich
- 32 Nachfolgefälle in deutschen Familienunternehmen**  
Statistik des IfM Bonn: Status quo und Ausblick  
*Dr. Gunter Kayser*



Thomas U.W. Pütter, stellvertretender Vorstandsvorsitzender, BVK



Dr. Gunter Kayser, Geschäftsführer, Institut für Mittelstandsforschung (IfM)

Für Finanzinvestoren ist ein exzellentes Management-Team die „conditio sine qua non“. Allerdings sind Alleskönnner, die nicht nur das operative Geschäft, sondern auch die Private Equity-Klavierspieler virtuos beherrschen, in der Realität kaum zu finden. Dennoch gibt es wichtige Kriterien für einen erfolgreichen Buy-out-Manager: Die Fähigkeit, das Wesentliche zu erkennen, ein Gespür für richtiges Timing und Umsetzungsvermögen. Mehr auf den Seiten 16 und 17.

Wie ein Damoklesschwert schwiebt der ungelöste Generationswechsel über dem deutschen Mittelstand: Jeder fünfte Selbständige in der Gruppe der Über-Sechzigjährigen weiß noch nicht, wie er seine Nachfolge regeln wird – dabei werden pro Jahr 5.000 Unternehmen mangels Nachfolger stillgelegt. Das Institut für Mittelstandsforschung setzt sich seit langem intensiv mit der Nachfolgeproblematik auseinander. Detaillierte Zahlen zu den Nachfolgefällen und Übertragungsvarianten in deutschen Familienunternehmen sowie das Potential für Buy-outs auf den Seiten 32 und 33.

### 34 „Wir beobachten eine Zunahme der MBO-Bewerber“

Interview mit Dr. Barbara Burkhardt-Reich, Hochschule Pforzheim

### 36 Verantwortung und unternehmerische Freiheit

Ein Buy-out aus Sicht eines Managers

### 38 Flexibilisierung der Pharmaforschung durch MBOs

Möglichkeit zur schnelleren Kommerzialisierung von FuE-Ergebnissen

*Dr. Gunter Festel*

### 40 Unternehmenskäufe in Ostdeutschland

Hoher Buy-out-Anteil bei der Privatisierung ostdeutscher Unternehmen

### 42 Nachfolger-Suche im Netz

Change und nexxt: Internetplattformen zum Thema Unternehmensnachfolge

### Finanzierung

#### 44 Das unternehmerische Lebenswerk liquide machen

Die Realisierung unternehmerischen Vermögens

*Dr. Klaus Weigel*

#### 46 „Deutschland ist nicht so schlecht wie sein Ruf“

Interview mit Heiner Rutt, The Carlyle Group

#### 48 Finanzielle Strukturierung von MBOs

Optimaler Mix von Fremd- und Eigenkapital

*Bernd Schuler*

#### 50 Flexible Kapitalstrukturierung für eigentümergeführte Unternehmen

Die Sonderform des Recap Buy-out

*Dr. Christian Näther*

#### 53 Den Ausgang finden

Die sorgfältige Planung des Exits ist unverzichtbar für erfolgreiche Buy-outs



**Dr. Klaus Weigel, Vorsitzender der Geschäftsführung, DZ Equity Partner GmbH**

„Wasser, Wasser überall, aber kein Tropfen zu trinken!“ So wie ein Schiffbrüchiger diesen vermeintlichen Widerspruch beklagt, fühlen sich häufig auch mittelständische Familienunternehmer: Sie besitzen zwar Vermögen in Form einer Unternehmensbeteiligung, können daraus jedoch kein Bargeld ziehen, da die Anteile in der Regel nicht fungibel sind. Strategien, wie das unternehmerische Lebenswerk in liquides Vermögen transferiert werden kann, zeigt Dr. Klaus Weigel auf den Seiten 44 und 45.



**Heiner Rutt, Managing Director, The Carlyle Group**

Allen Unkenrufen gegen den Wirtschaftsstandort Deutschland zum Trotz haben ausländische Finanzinvestoren zunehmend traditionsreiche deutsche Firmen im Visier: Investments in Celenese, Rodenstock, Kamps oder Grohe sind nur einige prominente Beispiele. „Deutschland ist nicht so schlecht wie sein Ruf“, meint auch Carlyle Group-Manager Rutt. Im Gespräch mit dem VentureCapital Magazin äußert er sich zum Interesse ausländischer Investoren am deutschen Markt und Mentalitätsunterschieden in der Buy-out-Kultur. Seiten 46 und 47.

- 56 Fallstricke bei MBOs**  
Interessenkonflikte zwischen Altgesellschaftern, Investoren und Management erfolgreich lösen  
*Bruno Hohmann*
- 58 Mezzanine-Kapital als Baustein einer Buy-out-Finanzierung**  
Vor- und Nachteile  
*Lars Gehlhaar; Dr. Frank Golland*
- 60 Lücken schließen**  
Mezzanine-Kapital als innovative Problemlösung  
*Karsten Hollasch*
- 64 Mezzanine: Private Equity für Risikoscheue**  
Alternative Anlageform für institutionelle Investoren  
*Jeremy P. Golding*
- 66 Mittelstandsfinanzierung: Allheilmittel Mezzanine?**  
Alternativen jenseits der Mischformen aus Eigen- und Fremdkapital  
*Benedikt Freiherr von Schröder*

- 68 Fördergelder für die Nachfolge**  
Finanzielle Unterstützung durch Bund, Länder oder KfW
- 70 Buy-out – warum nicht?**  
Weg in die Selbstständigkeit

#### Case Studies

- 72 Case-Study: MBO**  
Billerbeck – Schlafkultur im Aufbruch
- 74 Case Study: Owners Buy-out**  
Calvin Klein: Kurs nehmen auf internationale Märkte
- Über eine Kooperation mit der Verlagsgruppe Handelsblatt erhalten auch alle Bezieher der „M&A Review“ die vorliegende Sonderausgabe „Buy-outs“ sowie die am 13.11.2004 erscheinende Sonderausgabe „M&A“ des VentureCapital Magazins.
- 86 Roulette oder gezielte Strategie?**  
Wie der geeignete Nachfolge-Kandidat zu finden ist  
*Maud v. Sayn-Wittgenstein, Helmut Hajek*
- 88 Psychosoziale Faktoren einer Unternehmensnachfolge**  
Entscheidende Erfolgs-elemente  
*Dr. Hae Mong W. Freund*



- 76 Case Study: Owner's Buy-back**  
ZS Verlag – Individualist mit Erfolgsrezept

- 77 Case Study: BIMBO**  
DMS Dynamic Micro Systems Semiconductor Equipment GmbH – Stabwechsel in der Halbleiterindustrie

#### Consulting & Recht

- 78 Komplexe Unternehmenstransaktionen in der Praxis**  
Aktuelle Rechtsfragen des Management Buy-out  
*Dr. Thomas Zwissler, Bernd Paudtke*

- 80 Steuerliche Aspekte bei der Durchführung eines Buy-outs**  
Gestaltungsspielräume erfolgreich nutzen  
*Jürgen Fahrenberg*

- 83 Tätige Begleitung von Unternehmen**  
Im Vorfeld einer Transaktion und nach dem Buy-out  
*Irmgard Schade*

- 84 Steuerliche Fallstricke bei LBOs**  
Auswirkungen der Neuregelung der Vorschrift zur Gesellschafterfremdfinanzierung  
*Anja Elisabeth Kloster*

- 86 Roulette oder gezielte Strategie?**  
Wie der geeignete Nachfolge-Kandidat zu finden ist  
*Maud v. Sayn-Wittgenstein, Helmut Hajek*

- 88 Psychosoziale Faktoren einer Unternehmensnachfolge**  
Entscheidende Erfolgs-elemente  
*Dr. Hae Mong W. Freund*

- 90 Inserentenverzeichnis/Impressum**

# Aus Raidern werden Builder

*Die Rolle der LBOs wandelt sich im Zeitablauf*

Die ersten Leveraged Buy-outs (LBOs) waren eine Reaktion auf die Exzesse der vorhergehenden Dekaden. Im Streben nach Marktanteil und Größe waren Konglomerate mit oft ineffizienten Strukturen zusammengefügt worden. Seit dem Anfang der 80er Jahre realisierten findige Finanzinvestoren die in den Mischkonzernen schlummernden Reserven vornehmlich durch eine Änderung der Finanzierung. Dem spektakulären Erfolg folgten Übertreibung und Ernüchterung. Nach dem Zusammenbruch des Junk Bond-Marktes dauerte es ein halbes Jahrzehnt, bis der LBO-Markt wieder Tritt faßte. Das Thema des zweiten Zyklus war die Realisierung von operativen Verbesserungen, das Geschäft etablierte sich auch in Europa und später in Asien. Die Gegenwart zeigt bereits die Ansätze des LBO-Geschäfts der Zukunft: Der Investor wird zum Builder, das übernommene Unternehmen wird durch internes Wachstum und Zukäufe zu einer größeren Einheit weiterentwickelt.

## Shareholder Value als neues Paradigma

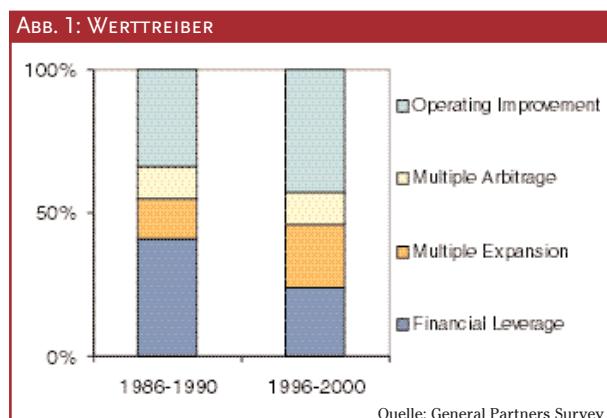
Am Anfang stand ein Paradigmenwechsel: Waren die 60er und 70er Jahre in den Unternehmenszentralen noch geprägt durch das Streben nach Marktanteilen und Größe, so wurde mit Beginn der 80er Jahre die Maximierung der Rendite der Eigentümer (Shareholder Value-Gedanke) allmählich zum dominierenden Unternehmensziel. Wichtiges Vehikel zur Transformation der Unternehmen im Sinne des neuen Paradigmas waren LBOs, also die hauptsächlich kreditfinanzierten Übernahmen durch externe Investoren. Im Streben, in kurzer Zeit eine möglichst ho-



he Rendite auf das für den Kauf eingesetzte Kapital zu erzielen, wurden die Unternehmen umfassend restrukturiert, wobei zunächst die Finanzierungsstruktur im Vordergrund stand. Die LBOs bewirkten dabei nicht nur bei den tatsächlich übernommenen Unternehmen ein Umdenken. Da sich das Management vieler anderer Unternehmen vor einer feindlichen Übernahme mit folgendem Jobverlust schützen wollte, ergriff es vorbeugend ähnliche Maßnahmen, die ein Investor ergriffen hätte, um die Ertragsreserven selbst zu heben und über einen steigenden Aktienkurs für einen Übernehmer unattraktiv zu werden.

## Der Startschuß für den Boom

Geradezu als Startschuß für den LBO-Boom der 80er Jahre kann die Übernahme von Gibson Greeting Cards durch eine Managementgruppe unter Führung von Wesray Capital im Jahr 1982 angesehen werden. Für 80 Mio. US-\$ hatten die Investoren das Unternehmen von RCA erworben und dabei nur 1 Mio. US-\$ Eigenkapital eingesetzt. Nur achtzehn Monate später wurden beim Verkauf im Zuge eines Börsengangs 290 Mio. US-\$ erzielt. Einer der Partner von Wesray Capital, der frühere amerikanische Finanzminister William Simon, erhielt für sein Investment von 330.000 US-\$ einen Gewinnanteil von 66 Mio. US-\$. Zwar war dieser Erfolg auch das Ergebnis des gleichzeitigen Kurssprungs an der Wall Street, und eine derartige Rendite wurde nicht zur Regel, LBOs waren aber wäh-

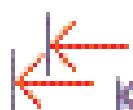


**Die Sonderausgabe „Buy-outs“  
des VentureCapital Magazins  
entstand mit freundlicher  
Unterstützung von:**



**Apax**  
PARTNERS

 **DZ Equity Partner**

 **KLEIN & COLL.**

**the fine art of consulting**

rend der gesamten 80er Jahre eine der attraktivsten Investmentalternativen. Entsprechend wuchs die Zahl der Mitspieler schnell an. Zu den Investment Partnerships der ersten Stunde gesellten sich bald Banken, Versicherungen, Pensionskassen, die Brokerhäuser der Wall Street und reiche Privatinvestoren.

**Änderungen von Finanzierungsstruktur und Anreizen schaffen Werte**

Die Investoren hatten zunächst leichtes Spiel. Die amerikanischen Unternehmen hatten in den zwei zurückliegenden Jahrzehnten auf einen hohen Eigenkapitalanteil gesetzt, um ihre Wachstums- und Diversifizierungsstrategie ohne zu großes finanzielles Risiko durchführen zu können. So konnten die Übernehmer allein durch den Ersatz des überschüssigen Eigenkapitals durch Fremdkapital und die daraus resultierende Steuerersparnis die Eigenkapitalrendite deutlich steigern. Entsprechend war der Eigenkapitalanteil der LBO-Finanzierungen in den 80er Jahren mit 18 % gering. Bevorzugte Finanzierungsmittel waren Bankkredite und hochverzinsliche Anleihen (Junk Bonds). Der hohe Fremdkapitalanteil der Finanzierungen hatte darüber hinaus einen disziplinierenden Effekt auf das Management der übernommenen Unternehmen. Der freie Cashflow mußte für den Schuldendienst eingesetzt werden und stand für potentiell wertvernichtende Akquisitionen einer an Größe und Einfluß orientierten Unternehmensführung nicht mehr zur Verfügung. Das Umdenken der Manager wurde durch neue Anreiz- und Entlohnungssysteme befördert. Anstelle der vorherrschenden festen Gehälter wurde das Management am Unternehmenserfolg beteiligt, im Falle eines LBOs durch eine direkte Kapitalbeteiligung, im Falle von börsennotierten Unternehmen durch Aktienoptionen.

**Spektakuläres Marktwachstum**

Der finanzielle Erfolg sorgte für einen spektakulären Boom. Allein von 1981 bis 1989 gab es 1.400 Going Private-Transaktionen. Waren die Transaktionsvolumina zunächst gering (der erste Mega-Deal mit mehr als 1 Mrd. US-\$ Volumen war die Wometco-Übernahme im Jahr 1984), so stieg Zahl und Größe der Deals ab Mitte der 80er Jahre explosiv an. Das gesamte Transaktionsvolumen betrug im Jahr 1983 4,5 Mrd. US-\$, sechs Jahre spä-

ter waren es 76 Mrd. US-\$. Das Klima der Boomjahre 1988 und 1989 wurde von Mega-Deals wie der feindlichen Übernahme von RJR Nabisco durch Kohlberg, Kravis, Roberts für 25 Mrd. US-\$ geprägt.



## Wetterleuchten am Junk Bond-Markt

Wie bei allen Manien des Finanzmarktes barg der Erfolg der LBOs bereits den Keim des Zusammenbruchs in sich. Verstärkter Wettbewerb um die Investments durch immer mehr Marktteilnehmer sowie zunehmende Risikoneigung und Gier sorgten für steigende Bewertungen der Transaktionen; risikantere Finanzierungsstrukturen und Investments in Branchen mit höherem operativen Risiko machten die Deals anfälliger. Erste Anzeichen einer heraufziehenden Krise kamen mit Beginn des Jahres 1989 und zeigten sich in dem Marktsegment der Junk Bonds, dessen Aufstieg parallel zum LBO-Boom erfolgt war. In den ersten acht Monaten kam es zu Zahlungsausfällen bei einem Volumen von 4 Mrd. US-\$, symbolhaft manifestierten sich die Probleme des Marktes dann in den Schwierigkeiten des Einzelhandelsimperiums des kanadischen Unternehmers Robert Campeau im September 1989. Die Renditeaufschläge für Junk Bonds stiegen innerhalb von drei Tagen von durchschnittlich 500 auf 700 Basispunkte, der Liquiditätsstrom in die Junk Bond-Investmentfonds kam praktisch zum Erliegen.

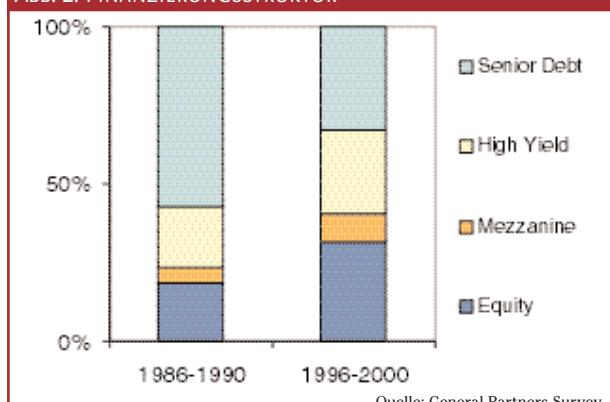
## Hohe Kreditausfälle bringen Banken in Schwierigkeiten

Ein zweiter schwerer Schlag war das Scheitern des Going Private der amerikanischen Fluglinie United Airlines im Oktober. Die das Konsortium der finanzierenden Banken anführenden Citibank und Chase waren nicht in der Lage, die notwendigen 7,2 Mrd. US-\$ aufzubringen. Das Versiegen der Finanzierungsquellen und die sich verschlechternde Konjunktur führten in den folgenden Jahren zu einem drastischen Anstieg von Unternehmenszusammenbrüchen, insbesondere unter den durch LBOs mit hohen Schulden belasteten Unternehmen. Im Jahr 1990 kam es zu 24 Pleiten mit Schulden von mehr als 100 Mio. US-\$ in einem Gesamtvolume von 27 Mrd. US-\$, und auch in den beiden Folgejahren erreichten die Kreditausfälle ein ähnliches Volumen. Durch den Zusammenbruch des LBO-Marktes und die parallele Immobilienkrise gerieten die amerikanischen Banken in erhebliche Schwierigkeiten. Wahrscheinlich hätten beispielsweise Citibank und Chase diese Jahre ohne die implizite Staatsgarantie des „too big to fail“ und eine extrem expansive Geldpolitik der amerikanischen Notenbank, die auch direkte Interventionen am Bondmarkt einschloß, nicht überlebt.

## Winterschlaf und Comeback

Der Rückgang der LBO-Transaktionen war derart scharf (das Volumen fiel von 76 Mrd. US-\$ 1989 auf nur noch 6,9 Mrd. US-\$ 1991), daß vielfach das Ende der LBOs und des Junk Bond-Marktes proklamiert wurde. Zunächst sah es

ABB. 2: FINANZIERUNGSSTRUKTUR



einige Jahre lang tatsächlich nach einem nachhaltigen Bedeutungsverlust aus. „Deleveraging“ war das Schlagwort der ersten Hälfte der 90er Jahre, Vorsicht das Gebot der Stunde. Der Unternehmenssektor zahlte seine Schulden zurück und nahm über die Börse zusätzliches Eigenkapital auf. Noch 1995 lag das Transaktionsvolumen bei bescheidenen 6,5 Mrd. US-. Ein Jahr später kam es dann aber zum Comeback: Getrieben von einem boomenden M&A-Geschäft erreichte das LBO-Volumen mit 24 Mrd. US-\$ immerhin wieder das Niveau der Mitte der 80er Jahre. Treiber des neuen Aufschwungs war vor allem die allmählich wieder wachsende Zuversicht in die wirtschaftliche Entwicklung und ein noch nie dagewesener Zufluß von anlagesuchendem Kapital in Buy-out-Fonds. Allein im dritten Quartal 1996 wurde mit 8,3 Mrd. US-\$ mehr Geld in Buy-out-Fonds investiert als im gesamten Jahr 1993.

### **Wesentliche Unterschiede zu den 80er Jahren**

Die LBOs der 90er Jahre unterschieden sich wesentlich von den Transaktionen der vorhergehenden Dekade. Den auf schnelle Returns im Zuge feindlicher Übernahmen ausgerichteten Raidern waren die Ziele ausgegangen. Statt dessen stand die Realisierung operativer Verbesserungen im Vordergrund der typischen Transaktion der 90er Jahre, für die LBO-Investoren das notwendige Kapital zur Verfügung stellten. Entsprechend positiver wurde die Rolle der Investoren in der amerikanischen Öffentlichkeit und Presse gesehen, die die mit dem Verlust vieler Arbeitsplätze verbundenen Übernahmen zehn Jahre zuvor oftmals sehr kritisch beurteilt hatte. Die Finanzierungen enthielten einen wesentlich höheren Anteil an Eigenkapital und eigenkapitalnahen Mezzanine-Finanzierungen, der Anteil der Bankkredite ging dagegen zurück.



TAB. 1: FINANZIERUNGSPHASEN VON BUY-OUT-INVESTITIONEN IN DEUTSCHLAND

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
MBO	133,4	216,3	322,6	276,6	257,2	607,1	562,0	482,9
MBI	N.E.	N.E.	N.E.	13,8	80,8	78,8	29,6	4,3
LBO	N.E.	N.E.	99,2	106,7	391,6	966,6	552,7	1.220,1
GESAMTSUMME	133,4	216,3	421,8	397,1	729,6	1.652,5	1.144,3	1.707,5

n.e. = nicht erhoben; Angaben in Mio. Euro

Quelle: BVK

### Andere Werttreiber und niedrigere Renditen

Die unterschiedliche Zielsetzung und Finanzierungsstruktur spiegelte sich in den Werttreibern der LBOs der 90er Jahre wider. Die größte Bedeutung hatte die Verbesserung des operativen Geschäfts, der Beitrag durch einen höheren Fremdkapitalanteil ging von 41 % auf 24 % der Gesamtrendite zurück. Generell war die Zeit der exorbitanten Pioniergewinne jedoch vorbei, die durchschnittliche annualisierte Rendite eines LBOs fiel nach einer Untersuchung der Business Week von 35 % im Jahr 1989 auf 20 % im ersten Quartal 2000. Der Hauptgrund dürfte in dem verstärkten Wettbewerb der Investoren liegen. Konnten die Pioniere des LBO-Geschäfts noch frei unter vielen unerkannten Investitionsmöglichkeiten auswählen, so gab es in den 90er Jahren Hunderte von LBO-Boutiquen, die nach Anlagenträgern Ausschau hielten. Auch das zur Verfügung stehende Kapital nahm drastisch zu: Von 1991 bis 2000 wuchs das plazierte Volumen der Buy-out-Fonds um jährlich 34 %. Zunehmender Wettbewerb durch strategische Käufer, die aufgrund operativer Synergien höhere Kaufpreise als die Finanzinvestoren zahlen konnten, kam hinzu und sorgte für zusätzlichen Druck auf die Renditen.

### Europa zieht nach, Asien kommt

Während der Boom der 80er ein überwiegend amerikanisches Phänomen geblieben war, schwappete die neue Welle nach Europa hinüber. Angeführt von großen amerikanischen Firmen wie Kohlberg, Kravis, Roberts & Co., Carlyle und Hicks, Muse, Tate & Furst begannen sich vor allem auch britische Investoren auf dem Kontinent umzusehen. Transaktionsvolumen und Fundraising nahmen seit Mitte der 90er Jahre um ein Vielfaches zu, ein Trend, der erst in den vergangenen beiden Jahren eine erste

Korrektur erfahren hat. Feindliche Übernahmen blieben zwar die Ausnahme; da die großen europäischen Mischkonzerne aber begannen, sich auf wenige Kerngeschäftsfelder auszurichten und Beteiligungen abzustoßen, mangelte es nicht an Investitionsgelegenheiten. Auch in Deutschland expandierte das Geschäft beträchtlich, mit gebührendem Abstand zu Großbritannien rivalisiert der deutsche Markt mit Frankreich um den zweiten Platz in Europa, das Volumen lag in den letzten Jahren im mittleren einstelligen Milliardenbereich. Nach der Finanzkrise 1998 erlebt gegenwärtig auch Asien einen LBO-Boom.

### Ausblick: Werte schaffen durch Auf- und Ausbau

Trotz der gestiegenen Volumina ist die Euphorie bislang noch nicht in den LBO-Markt zurückgekehrt. Das Geschäft ist professionell geworden und hat sich weltweit als Investmentklasse und Finanzierungsalternative etabliert. Die Renditen dürften in Zukunft nicht mehr das Niveau der Anfangszeit erreichen, der Wettbewerb um die Investments ist zu intensiv geworden. Dennoch sollte es den besseren Buy-out-Fonds auch in Zukunft möglich sein, eine höhere Rendite als bei Anlagen am Aktienmarkt zu erzielen. Dafür spricht die Möglichkeit, Fremdkapital renditesteigernd einzusetzen und aktiv Einfluß auf die Unternehmensstrategie zu nehmen. Wertsteigerungspotential wird sich in Zukunft wahrscheinlich auch dadurch erschließen, daß Finanzinvestoren ein Investment durch organisches Wachstum und Add-on-Akquisitionen zu einer größeren Einheit ausbauen. Dadurch werden auch kleinere, jüngere Unternehmen ins Blickfeld von Fonds rücken, die bislang vornehmlich bei großen Übernahmen aktiv waren. Die Anforderungen an die Kreativität der Investoren werden weiter zunehmen.

Ralf Thielemann



# Buy-outs: Formen, Anlässe und Motivationsfaktoren

## Einführung und Überblick

*Vom Manager zum Unternehmer: Ob bei Nachfolgelösungen im Mittelstand oder Spin-offs aus Konzernen – das Finanzinstrument Management Buy-out setzt sich auch in Deutschland bei Führungskräften, Gesellschaftern und Finanzinvestoren immer stärker durch. Dieser Einführungsaufsatz verschafft einen ersten Überblick zum Thema Buy-outs, liefert Definitionen und gibt Antworten auf grundlegende Fragen: Welche Arten von Buy-outs gibt es? Was zeichnet sie aus, wie unterscheiden sie sich? Welche Ziele verfolgen Finanzinvestoren? Worin liegt die Motivation des Managements?*

### Definition: MBO und MBI

Wenn mittelständische Familienunternehmer ihr Lebenswerk versilbern oder Konzerne Randbereiche abstoßen, muß das nicht nur als schlichter Verkauf an einen Wettbewerber oder an einen Finanzinvestor über die Bühne gehen, sondern geschieht immer häufiger auch in Form eines Management Buy-outs (MBO). Darunter versteht man grundsätzlich den Verkauf eines etablierten Unternehmens oder Unternehmensteils an das (bestehende oder künftige) Management dieser Firma – fast immer unter der zusätzlichen Beteiligung von Finanzinvestoren. Dabei sind grundsätzlich zwei häufig auftretende Formen zu unterscheiden. Kaufen die Führungskräfte ihre eigene Firma, also ihren bisherigen Arbeitgeber, so spricht man von einem Management Buy-out. Wird ein Unternehmen dagegen von firmenfremden Managern übernommen, die künftig dort die Geschäfte führen werden, so handelt es sich um ein Management Buy-in. Nicht selten kommt es vor, daß externe und interne Managementressourcen gebündelt werden – diese Mischform heißt im Fachjargon BIMBO (Buy-in Management Buy-out). Wichtigstes Charakteristikum eines Firmenverkaufs in Form eines Buy-outs ist also, daß Geschäftsführer oder leitende Angestellte – also diejenigen, die das Geschick der Firma im operativen Geschäft lenken – gleichzeitig Gesellschafter ihres Unternehmens werden. Daraus ergibt sich eine hohe Motivation für die am Buy-out beteiligten Führungskräfte – und damit eine hohe Interessen-  
gleichheit mit den Finanzinvestoren.

### Buy-outs als Nachfolgelösung im Mittelstand

Anlässe und Motive für einen Buy-out können vielfältig sein. Im Mittelstand etwa stellt sich aufgrund des anstehenden Generationenwechsels an der Führungsspitze vieler Firmen die Herausforderung, einen geeigneten Nachfolger zu finden. Häufig ist aus dem Kreis der Familie kein Ange-



höriger vorhanden, der geeignet oder bereit wäre, das Ruder zu übernehmen, wenn der Kapitän von Bord geht. Unbefriedigt klingen Alternativen wie der Verkauf des Unternehmens an die Konkurrenz oder im schlimmsten Falle die Liquidation. Schließlich sind Vollblutunternehmer, die ihre ganze Kraft und ihr Herzblut in den Aufbau ihrer Firma gesteckt haben, auch nach ihrem altersbedingten Rückzug am Fortbestand ihres Lebenswerkes interessiert. Hier kann ein Buy-out die optimale Lösung bieten: Eine schrittweise Übergabe des Unternehmens an das Management kann am wahrscheinlichsten für eine Kontinuität der bisherigen Geschäftspolitik sorgen. Auch die Verstärkung der bestehenden Führungsstruktur durch ein Management von außen (MBI) kann in Verbindung mit dem Engagement eines Finanzinvestors den Fortbestand der Firma und deren Unabhängigkeit sichern. Anlaß für einen Buy-out kann aber auch ein angestrebter Turnaround oder eine Restrukturierung sein. In diesem Fall befindet sich das Unternehmen in einer wirtschaftlich schwierigen Situation und wird – oft für einen rein symbolischen Preis – an das Management verkauft, um das Ruder herumzureißen und die Firma wieder fit zumachen.

### Buy-outs als Finanzierungsform eines Konzern-Spin-offs

Auch für Konzerne wird das Thema Buy-outs immer wichtiger. Treibende Kraft hinter den Ausgründungen ist der fortlaufende Trend großer Industriekonglomerate, Randbereiche abzutrennen und sich auf ihr Kerngeschäft zu konzen-

trieren. Aufgrund ihrer Unübersichtlichkeit und nicht klar zu durchschauender Strategie werden große Mischkonzerne von der Börse oft mit einem Bewertungsabschlag „bestraft“. Somit kann das Abspalten von peripheren Geschäftsbereichen zu Kurssteigerungen bei der Muttergesellschaft führen, da die Anleger die Entflechtung und verbesserte Transparenz honorieren. Auch sparen die Konzerne mit dem Verkauf Forschungs- und Entwicklungskosten ein für Aktivitäten, die ohnehin nicht mehr zum Kerngeschäft zählen. Aus Sicht der „Abkömmlinge“ liegt der Vorteil solcher Corporate Spin-offs darin, daß sie über bereits erprobte Technologien und Geschäftsmodelle verfügen und sich als selbständige Einheiten besser und schlagkräftiger entfalten können als im starren Korsett der Mutter. Häufig bleibt der Konzern Minderheitsaktionär, schafft durch den Spin-off aber die Voraussetzung für den Einstieg neuer Gesellschafter, die im Zuge einer Kapitalerhöhung für frisches Kapital sorgen können. Behält die Mutter dagegen zunächst die Mehrheit an der Tochter, was bei der Ausgliederung von Geschäftsbereichen von substantieller Größe auftritt (z.B. bei der Abspaltung der Infineon AG aus der Siemens AG), so spricht man von Carve-outs.

### Was hat das Management von einem Buy-out?

Der Reiz für Manager, einen Buy-out durchzuführen, liegt vor allem darin, daß sie von der Führungskraft zum eigenständigen Unternehmer werden, einen wesentlich höheren Gestaltungsspielraum haben und die künftige Unternehmenspolitik selbständig steuern können. Natürlich geht die neu gewonnene Freiheit einher mit einem großen Maß an Verantwortung. Nach dem Buy-out werden geschäftlicher Erfolg und Mißerfolg unmittelbar belohnt oder bestraft, da die Übernahme von Firmenanteilen mit einem persönlichen finanziellen Risiko verbunden ist. Deswegen sollte die Entscheidung zu einem solch weitreichenden Schritt wohlüberlegt sein. Neben der unternehmerischen Perspektive bietet ein Buy-out für den Manager die Chance auf ein lukratives Investment. Im positiven Fall kann er seinen Kapitaleinsatz im Laufe einiger Jahre vervielfachen und das bei einem relativ überschaubaren Risiko: Schließlich kennt er das Unternehmen oder die Branche und hat die Fäden selbst in der Hand. Die Finanzinvestoren erwarten natürlich vom Management, daß es die neuen Gestaltungsspielräume nutzt und das Unternehmen erfolgreich nach vorne bringt. Um die Motivation der Führungsriege zu maximieren, wird eine bedeutende finanzielle Beteiligung erwartet, in der Regel von mindestens zwei Jahresbruttogehältern. Dabei räumen die beteiligten Finanzinvestoren dem Management meist attraktive Konditionen ein, die im Erfolgsfall zu einer überproportionalen Hebelwirkung führen. Dies ist durchaus beabsichtigt, schließlich liegt die künftige Entwicklung des Unternehmens und damit die Realisierung des Wertsteigerungspotentials ausschließlich in den Händen der Buy-out-Manager.

### Motivation der Finanzinvestoren

Das Prinzip des Geschäfts beruht im Grunde darauf, daß der Finanzinvestor eine Unternehmensbeteiligung erwirbt und diese nach einigen Jahren – nachdem der Wert der Firma gestiegen ist – wieder zu einem höheren Preis verkauft. Die Attraktivität von Buy-outs liegt für Finanzinvestoren im Vergleich zu einer herkömmlichen Beteiligung darin, daß das beteiligte Management bestens mit den Stärken und Schwächen des zu übernehmenden Unternehmens (bei einem MBI mit der Branche) vertraut ist und damit Potentiale und Risiken relativ realistisch einzuschätzen weiß. Das erhöht die Erfolgsschancen. Somit ist die angepeilte Wertsteigerung des Unternehmens in den nächsten Jahren wahrscheinlicher. Zudem ist durch die eigene finanzielle Beteiligung und das unternehmerische Risiko die Motivation des Managements sehr hoch. Die Renditeerwartungen können je nach Finanzinvestor sehr unterschiedlich sein. In der Regel zielen Private Equity-Fonds und größere Kapitalbeteiligungsgesellschaften auf eine interne Kapitalverzinsung von 25 bis 30 % ab, mittelständische Beteiligungsgesellschaften erwarten etwas weniger, etwa zwischen 15 und 20 %. Der Zeithorizont der Investoren, um diese angepeilte Rendite zu realisieren, also die Zeit zwischen dem Investment und dem Verkauf der Anteile (Exit), liegt zwischen drei und sieben Jahren.

### Typische Finanzierungsstruktur

In der Regel kann das Management nicht selbst die für den Unternehmenskauf nötigen Mittel aufbringen und ist auf externe Geldquellen angewiesen. Dabei geht es grundsätzlich um die Aufnahme von Eigen- und Fremdkapital. Fremdkapital wird von Banken zur Verfügung gestellt und muß als Kredit regelmäßig in Raten zurückgezahlt, verzinst und besichert werden. Eigenkapital wird von Beteiligungsgesellschaften oder Buy-out-Fonds bereitgestellt. Dabei spricht man von Private Equity, also außerbörslichem Eigenkapital, das meist in Form einer Beteiligung unbesichert für einen längeren Zeitraum zur Verfügung gestellt wird – so lange, bis sich die Private Equity-Gesellschaft durch den Verkauf ihrer Beteiligung wieder aus dem Unternehmen zurückzieht. Eine typische Finanzierungsstruktur eines Buy-

ABB. 1: ÜBERBLICK: VERSCHIEDENE ARTEN VON BUY-OUTS

Abkürzung	Buy-out	Charakteristikum
MBO	Management Buy-out	Übernahme eines Unternehmens durch das eigene Management
	Buy-in	Erwerb eines Unternehmens durch ein firmenfremdes Management
MBI	Management Buy-in	Unternehmensübernahme durch firmenexterne und -interne Manager
	Buy-out	Buy-out mit einem hohen Fremdkapitalanteil
BIMBO	Buy-in Management Buy-out	Übernahme des Unternehmens durch Angestellte
	Buy-out	Von Finanzinvestoren aus Renditeinteresse initiiert
LBO	Leveraged Buy-out	Verkauf und Kauf von Unternehmensanteilen durch den bisherigen Gesellschafter
	Buy-in	Verkauf der Beteiligung an einem Buy-out-Unternehmen durch einen Finanzinvestor an einen weiteren Finanzinvestor
EBO	Employee Buy-out	
	Buy-in	
IBO	Institutional Buy-out	
	Buy-in	
OBO	Owner's Buy-out	
	Buy-in	
	Secondary Buy-out	

Quelle: Eigene Recherche



Im historischen Vergleich waren Buy-outs im deutschen Beteiligungsmarkt von untergeordneter Bedeutung, seit dem Jahr 2001 wurden sie allerdings zum dominierenden Segment. Im Jahr 2003 erreichten sie einen Anteil von fast 71 % an den gesamten Private Equity-Investitionen. Zahlen über die einzelnen Arten von Buy-outs (MBO, MBI, LBO) liegen erst seit dem Jahr 1998 vor. Bis dahin wurden Buy-outs nur aggregiert erfaßt. Aufgrund der z.T. sehr großen Investitionsvolumina sind die Auswertungen sehr stark beeinflußt von Einzeltransaktionen, was die Ableitung von Trends erschwert. Allgemein kann jedoch festgestellt werden, daß seit 2001 vor allem LBOs, also sehr große, überwiegend fremdkapitalfinanzierte Übernahmen von Unternehmen, an Bedeutung gewonnen haben.

outs sähe folgendermaßen aus: Die Eigenkapitalgeber – also Finanzinvestoren und Management – stellen zwischen 25 und 50 % des gesamten Kapitalbedarfs bereit. Auf Fremdkapital, das durch Banken zur Verfügung gestellt wird, entfallen üblicherweise zwischen 50 und 75 % des Finanzierungsvolumens. Gegebenenfalls auftretende Finanzierungslücken können Mezzanine-Finanzierungen oder High Yield Bonds schließen. Bei Mezzanine-Finanzierungen handelt es sich um spezielle Mischformen zwischen Fremd- und Eigenkapital, z.B. dem Bankkredit nachrangige Darlehen mit einem höherem Zinssatz. High Yield Bonds dagegen sind über die Börse emittierte oder privat platzierte nachrangige Unternehmensanleihen, die erst ab gewissen Größenordnungen Sinn machen.

### Definition: LBO

Dem Fremdkapital kommt in der Finanzstruktur eines Buy-outs auch eine besondere Bedeutung zu, wenn es um die Nutzung des Leverage-Effektes geht. Dieser Hebel-Effekt kann bewirken, daß die Eigenkapitalrendite durch den Einsatz von Fremdkapital erhöht wird. Das ist der Fall, wenn die Gesamtkapitalrendite größer ist als die Fremdkapitalverzinsung. Bei Leveraged Buy-outs (LBO) wird genau dieser Hebel-Effekt genutzt; man spricht von LBOs, wenn der Fremdkapitalanteil bei einer Unternehmensübernahme durch das Management und Finanzinvestoren besonders hoch ist: In der Regel werden sie zu etwa 60-75 % über Fremdkapital finanziert. In der US-amerikanischen LBO-Hochphase in den 80er Jahren lag der Fremdkapitalanteil sogar bei 80 bis 90 %. Dieser hohe Verschuldungsgrad ermöglicht es den Übernehmenden, auch mit geringen Mitteln Inhaber des Unternehmens zu werden. LBOs sind allerdings nur für Unternehmen geeig-

net, deren Ertragskraft so gut ist, daß sie eine derart hohe Kreditbelastung verkraften. Kennzeichen solcher Firmen sind ein hoher, langfristig erzielbarer Cashflow, ein bisher geringer Verschuldungsgrad und ausreichend Stille Reserven.

### Sonderformen von Buy-outs: EBO, IBO, OBO, Secondary Buy-out

Daneben gibt es noch zahlreiche weitere Sonderformen. Bei einem Employee Buy-out (EBO) kaufen neben den Führungskräften auch die Angestellten Anteile an ihrem Unternehmen. Ein EBO tritt eher in Krisensituationen auf, wenn die Mitarbeiter versuchen, das Überleben des Unternehmens durch eine Übernahme zu sichern. Sind dagegen die treibenden Kräfte hinter einem Buy-out weder das Management noch die Angestellten, sondern ein Finanzinvestor, so spricht man von einem Institutional Buy-out (IBO). Dabei erwirbt die Private Equity-Gesellschaft, die eine vielver-

sprechende Firma ohne geeignetes Management entdeckt hat, das Unternehmen zunächst selbst und sucht erst anschließend die für eine Beteiligung in Frage kommenden Führungskräfte. Im Visier haben die Investoren besonders unterbewertete Unternehmen, wie z.B. vernachlässigte Konzernländer („sleeping beauties“). Im Gegensatz dazu ist der Owner's Buy-out (OBO) eher durch eine vermögens- und steuertechnische Optimierung motiviert. Beim OBO kauft der bisherige Gesellschafter parallel zur Veräußerung eine wesentliche Rückbeteiligung. So kann der Verkäufer Teile des Unternehmenswertes realisieren und trotzdem noch Einfluß behalten. Schließlich gibt es noch Secondary Buy-outs. Sie treten auf, wenn ein Finanzinvestor seine Beteiligung an einem Buy-out-Unternehmen an einen anderen Finanzinvestor weiterverkauft und dieser von neuem eine Buy-out-Struktur einsetzt.

### Fazit:

In vielen Fällen kann ein Buy-out die optimale Transaktionsform eines Unternehmensverkaufs für alle Beteiligten darstellen: Die Altgesellschafter können sich über den Fortbestand des Unternehmens und Kontinuität der Geschäfts- politik freuen, das Management erhält die Chance, sich in unternehmerischer Freiheit zu bewähren, und die Finanzinvestoren haben die Aussicht auf eine lukrative Rendite. Der Trend zu Buy-outs wird in Deutschland auch künftig zunehmen, getrieben vom Stabwechsel in mittelständischen Unternehmen und dem Trend zu Spin-offs aus Konzernen. Nur muß sich das Bewußtsein im Management und bei Altgesellschaftern in Deutschland noch stärker für diese Form der Unternehmensübernahme öffnen.

Markus Hofelich



# Wie finde ich den Unternehmer...?

## *Charakteristika erfolgreicher Manager\**

**Von Thomas U.W. Pütter, stellvertretender Vorstandsvorsitzender des BVK und Sprecher der Geschäftsführung, Allianz Capital Partners**



Thomas U. W. Pütter

*Winston Churchill hat einmal gesagt: „Die einen betrachten den Unternehmer als einen räudigen Wolf, den man totschlagen müsse. Die anderen betrachten ihn als die Kuh, die man permanent melken müsse. Nur wenige betrachten ihn als das Pferd, welches den Karren zieht...“ Die Private Equity-Branche gehört bestimmt zu den wenigen, wenngleich Winston Churchill nicht unbedingt an Private Equity dachte, die den hohen Stellenwert des Unterneh-*

*mers/Managers zu schätzen wissen. Doch stellt sich immer wieder die Frage, ob man die notwendigen Charakteristiken für Unternehmertum richtig einschätzen kann.*

### **Gutes Management als „conditio sine qua non“**

Auf jeder LBO-Konferenz heben Referenten die Wichtigkeit von gutem Management für den Erfolg einer Investition hervor. Für einige Investoren ist gutes Management sogar die „conditio sine qua non“. Der Allesköninger, der nicht nur das operative Geschäft versteht, sondern auch die Denke des Finanzinvestors inne hat und obendrein die makro-ökonomischen, industriepolitischen, kapitalmarktabhängigen und bilateral verhandlungsabhängigen Faktoren alle beherrscht und meistert, ist aber eine Rarität. Der Manager muß nicht nur seine Werkzeuge beherrschen, sondern verstehen, wie er eine Interessen-Gleichheit schafft zwischen den Zielen seiner Investoren, seinen eigenen Ambitionen und dem, was für das Unternehmen das Beste ist. Der Manager muß letztendlich wissen, daß Private Equity ein Mittel zum Zweck ist, und somit auch die Kunst des Timings beherrschen. Diesen Allesköninger, der die volle Klaviatur des Private Equity-Ansatzes versteht und seine Komponenten umsetzen kann, gibt es bestimmt nicht überall. Erstaunlich ist es, wie oft die Entscheidung für diesen wichtigen Faktor jedoch aus

dem Bauch heraus getroffen wird, ohne Definition von präzisen Detailkriterien oder die Anwendung von rigorosen Prüfungsprozessen. Dieser Artikel soll keineswegs eine wissenschaftliche Arbeit über die Auswahlkriterien von Management sein, aber vielleicht doch ein paar Denkanstöße vermitteln, wie man an dieses Thema herangehen kann. Denn eines ist sicher: Investiere lieber in ein mittelmäßiges Unternehmen und ziehe gutes Management heran, als ein exzellentes Unternehmen zu erwerben, für das sich nur mittelmäßiges Management einsetzen läßt.

### **Vision + Timing + Exekution = Erfolg**

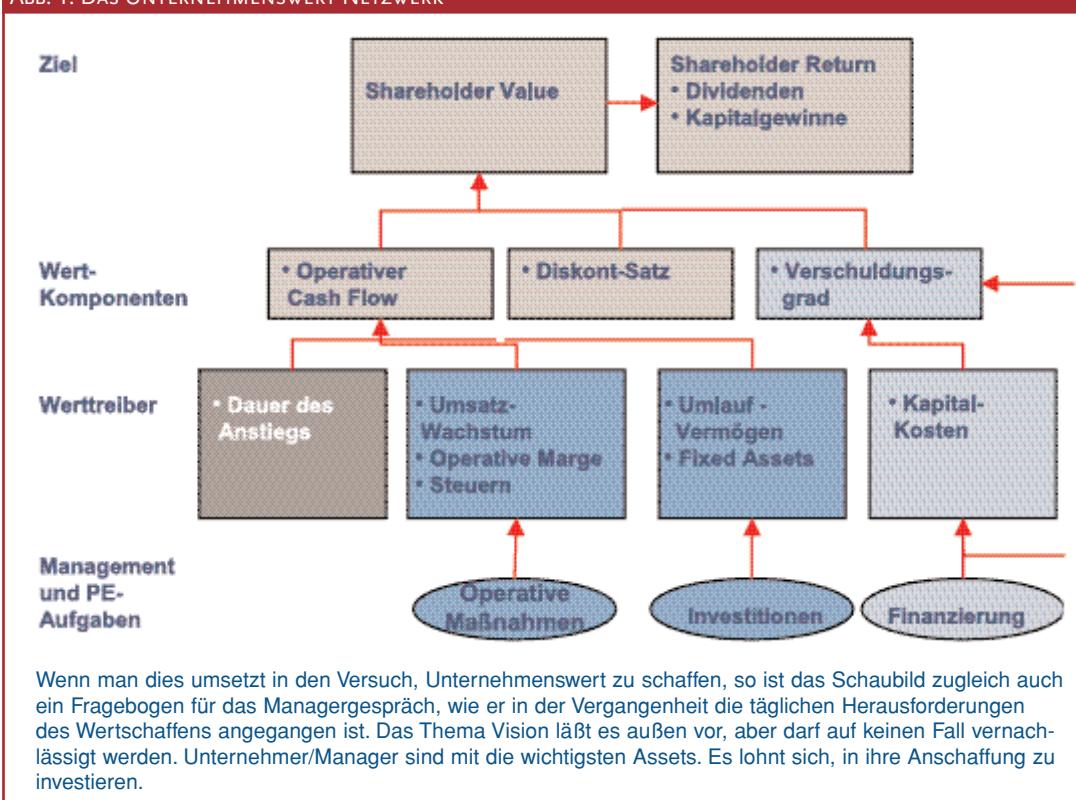
Erfolg kann definiert werden als die Summe aus Vision + Timing + Exekution sprich Umsetzung. Große Visionen sind der Baustein aller Erfindungen. Ohne Vision fällt das Führen von Menschen schwer, und ohne Vision fehlt die Motivation für Wandel. Visionär zu sein beinhaltet Kreativität, Mut, Instinkte und vielleicht sogar Träume. Diese sind schwer in einem herkömmlichen Due Diligence-Verfahren zu überprüfen. Man sollte viele Stunden an Gesprächen einsetzen, um sich hierzu eine eigene Meinung zu bilden. Zusätzlich hilft eine sogenannte „Soft Due Diligence“, im Zuge derer das Umfeld eines Managers befragt werden kann. Mut und Kreativität weisen sich auch in den Aktionen der Vergangenheit aus, und visionäres Verhalten wird meistens vom Umfeld anerkannt. Um diese Beweise sollte man sich bemühen und ggf. auf die Due Diligence-Dienste von Personalberatern zurückgreifen, um sie im Markt zu erforschen.

### **Die Bedeutung des richtigen Timing**

Ein Sinn für Timing ist eine unabdingbare Charakteristik für einen LBO-Manager. Er bedeutet, daß der Manager die Zwischenabhängigkeiten mit seiner Umgebung erkennt und bereit ist, auf Umgewichtungen dieser Abhängigkeitsfaktoren zu reagieren. Auch hier kann nur eine tiefgehende Befragung zu dem Handeln der Vergangenheit unter Hinzuziehung von Beweisaussagen Dritter herauskristallisieren, ob dieser Sinn für Timing einem Manager immanent ist. Private Equity als Mittel zum Zweck ist per Definition in seiner Rolle zeitlimitiert. Doch dies ist nur ein Aspekt des Timings.

\* Genehmigter Nachdruck des Editorials der BVK-Nachrichten, Mai 2004

ABB. 1: DAS UNTERNEHMENSWERT-NETZWERK



Das Erkennen von und der Umgang mit den unterschiedlichen Zyklen, mit denen ein Unternehmen zu tun hat, können den Unterschied zwischen Erfolg und Mißerfolg bedeuten. Und diese Palette der Zyklen ist sehr breit. Sie reicht von makro-ökonomischen Zyklen über den Zyklus einer Industrie bis zu den unternehmenseigenen Zyklen, nicht zuletzt den Produktzyklen.

### Die Fähigkeit, das Wesentliche zu erkennen

In den Gesprächen mit Management-Kandidaten ist es wichtig zu eruieren, ob ein Manager versteht, welche Zyklen er selbst beeinflussen kann und wie er das in der Vergangenheit getan hat. Zur gleichen Zeit muß er verstehen, wie das Unternehmen auf Zyklen reagiert, die es selbst nicht beeinflussen kann. Forschung und Entwicklung, Investition in Innovation sind z.B. Ausdrücke des

Versuchs, Unternehmenszyklen und Produktzyklen zu beeinflussen. Manager, welche die Fähigkeit haben, auf der einen Seite zu steuern, was steuerbar ist, und das Wesentliche zu erkennen, auf was sie nur reagieren können, besitzen meistens konkrete Beweise in ihrer beruflichen Laufbahn, richtige Timing-Entscheidungen getroffen zu haben. Richtiges Timing bedeutet auch Mut zum Risiko. Der Erfolg eines solchen Schrittes läßt sich bei erfolgreichen Managern sogar quantifizieren.

### Umsetzungsvermögen als wichtigstes Kriterium

Die Qualität der Charakteristik Umsetzungsvermögen oder neu-deutsch Exekution ist für viele das wichtigste Kriterium. Vielleicht liegt dies aber darin begründet, daß man sich jetzt auf dem Boden von definierbaren und leichter zu prüfenden Qualifikationen und Fachwissen befindet. Es ist jedoch eines, einen fachlichen Hintergrund zu haben, z.B. Finanzexperte zu sein, aus der Wirtschaft oder Steuerprüfung zu kommen oder eine juristische Qualifikation zu haben, jedoch etwas ganz anderes, dieses Fachwissen in die entsprechende Anwendung umzusetzen und mit Stehvermögen und einer fehlerfreien Ausführungsdisziplin zu verbinden. Der berüchtigte Technokrat ist nicht unbedingt ein guter Manager.

#### Fazit:

Die Vision gibt die Herausforderung vor. Ein Verständnis von Timing definiert die Optimalität der diversen Schritte. Exekution stellt die fehlerfreie Umsetzung der fachlichen Kompetenz sowie die Intensität des Dranges nach Wandel dar.



## „Ich würde mir eine weitere Zunahme von LBOs/MBOs in Deutschland wünschen“

*Interview mit Andreas Zetzsche, Leiter M&A der Konzernholding, RWE AG*

Die RWE AG zählt mit einem Jahresumsatz in Höhe von 44 Mrd. Euro, einem betrieblichen Ergebnis von 5,6 Mrd. Euro und 127.000 Mitarbeitern im Geschäftsjahr 2003 zu den größten Unternehmen Europas. Im Rahmen seiner Multi Utility-Strategie konzentriert sich der Essener Konzern auf die Säulen Strom, Gas und Wasser in den Schlüsselmärkten Deutschland, Großbritannien, Zentralosteuropa und Nordamerika. Dieser Prozeß ist mit zahlreichen M&A-Aktivitäten verbunden. Das VentureCapital Magazin sprach mit Andreas Zetzsche, Leiter M&A der Konzernholding, über die Portfolio-Strategie von RWE und die Bedeutung von Buy-outs.

**VC Magazin:** Im Geschäftsjahr 2003 legte die RWE AG besonderes Augenmerk auf den Verkauf von Beteiligungen, die nicht mehr zu ihrer strategischen Ausrichtung paßten. Das Transaktionsvolumen lag bei rund 1,5 Mrd. Euro. Welche Strategie verfolgen Sie?

**Zetzsche:** Insbesondere im vergangenen Jahr lag unser Schwerpunkt in der Portfoliobereinigung von Non-Core Assets. Nachdem wir uns von den großen Finanzbeteiligungen Hochtief und Heidelberger Druckmaschinen getrennt haben, liegt unser Focus nun auf der Vorbereitung der Veräußerung der RWE Umwelt und der Durchführung von Desinvestitionen weiterer Beteiligungen der Führungsgesellschaften.

**VC Magazin:** Im Vergleich zu den massiven internationalen Transaktionen der RWE waren die deutschen M&A-Aktivitäten im Jahr 2003 generell eher verhalten, besonders strategische Investoren hielten sich zurück. Welche Rolle spielten bei Ihren Deals Finanzinvestoren?

**Zetzsche:** Finanzinvestoren treten bei uns häufig als Interessenten für die zu veräußernden Non-Core Assets auf. Insbesondere in einem schwierigen Marktumfeld wie 2003 haben Finanzinvestoren zu einem erheblichen Wettbewerb in Auktionsprozessen beigetragen, auch wenn der Zuschlag zumeist an strategische Investoren fiel. Ein besonders starkes Interesse von Finanzinvestoren gab es bei unserer im Jahre 2000 erfolgten Veräußerung der Chemiefirma Condea, auch wenn hier letztlich der Zuschlag an einen strategischen Investor (Sasol) ging. Ein Beispiel für eine Veräußerung an einen Finanzinvestor ist der zuletzt erfolgte Verkauf einer unserer Wasserbeteili-

gungen F.B. Leopold Company, Inc. an PNC Equity Partners im März dieses Jahres.

**VC Magazin:** Wie unterscheidet sich die Zusammenarbeit mit Finanzinvestoren von der mit strategischen Investoren?

**Zetzsche:** Finanzinvestoren strukturieren ihre Transaktionen unter Hinzu ziehen von externen Beratern (Banken, Rechtsberatern, Umweltberatungen, Branchenberatern), die das gesamte Know-how und entsprechende Industriekenntnisse mitbringen. Des Weiteren spielen bei der Due Diligence die finanziierenden Banken eine erhebliche Rolle. Finanzinvestoren erwarten jedoch im Gegenzug zu den hohen Aufwendungen oftmals Exklusivität für eine bestimmte Periode, was bei einem Auktionsprozeß dem Interesse einer Maximierung des Verkaufspreises entgegensteht.

**VC Magazin:** Haben Sie bei Verkäufen von Tochtergesellschaften bisher auch Buy-outs durchgeführt?

**Zetzsche:** Vereinzelt wurden LBOs durchgeführt (etwa der Verkauf von IMO Waschstraßen durch die Harpen AG). Oftmals scheitern Transaktionen an den Renditeerwartungen der Finanzinvestoren. MBOs wurden bis heute noch nicht durchgeführt, wobei dies hauptsächlich in der Art der zu veräußernden Beteiligung begründet ist.

**VC Magazin:** Wie begründen Sie diese Zurückhaltung gegenüber Buy-outs? Liegt es an den Transaktionsgrößen oder an einem fehlenden Commitment des Managements?

**Zetzsche:** Da ich früher bei Chase Manhattan Bank in New York LBOs strukturiert habe, habe ich keine Vorurteile. Wir würden bei einer Veräußerung – soweit die Konditionen akzeptabel sind – auch einen Private Equity-Investor bzw. auch einen MBO/MBI akzeptieren. In den



Andreas Zetzsche

Fällen, in denen strategische Investoren den Zuschlag bekommen haben, haben diese das insgesamt bessere Angebot vorgelegt.

**VC Magazin:** In angelsächsischen Ländern stehen Buy-outs auf der Tagesordnung, in Deutschland stehen sie noch davor, ihr Schattendasein zu verlassen. Wird Ihrer Meinung nach die Bedeutung von MBOs zunehmen, generell in Deutschland und speziell bei RWE?

**Zetzsche:** Ich würde mir eine weitere Zunahme von LBOs/MBOs in Deutschland wünschen, da auch die Finanzmarkt-/Kapitalmarktkultur positive Impulse bekommen würde. Auch die Bedeutung von Buy-outs bei RWE könnte steigen, auch wenn sie weiterhin eher eine untergeordnete Rolle spielen werden.

**VC Magazin:** Als Schwerpunkt für 2004/2005 hat RWE den Verkauf der Umwelt-Sparte geplant. Wie bewerten Sie das Umfeld für profitable Desinvestments? Werden damit die Haupt-M&A-Aktivitäten und die Focussierung auf das Kerngeschäft abgeschlossen sein?

**Zetzsche:** Sicherlich ist das M&A-Umfeld nicht mehr so attraktiv wie in den Jahren 1999-2001. Allerdings kann man mit kreativen Lösungen immer noch akzeptable Desinvestments tätigen, wie etwa der Verkauf von Hochtief oder aber auch die Consol-Transaktion gezeigt haben, bei denen mehrere Kapitalmarktprodukte kombiniert



wurden, um die Erlöse für RWE und die Nachfrage am Markt zu maximieren. Mit der Veräußerung von RWE Umwelt werden wir in der Tat alle momentan geplanten maßgeblichen Desinvestments abgeschlossen haben.

**VC Magazin:** Herr Zetzsche, vielen Dank für das Gespräch!

Das Interview führte Markus Hofelich.

Anzeige

## German Equity Partners II LP

Eigenkapital für mittelständische Unternehmen

<b>PAAL</b> RECYCLING - TECHNOLOGY <b>FAES</b> Gesellschaft für Anwendungstechnik mbH <b>DICOM</b> LIMITED	<b>titus AG</b>	<b>Alukon</b> F. Grashei KG	<b>polytan®</b>
RT Holding GmbH	titus AG	Alukon F. Grashei KG	Polytan Gruppe - GEP Sportstättenbau Holding GmbH
Horizontalpressen für Papier und Hausmüll	Skateboard Lifestyle, Grosshandel, Versandhandel und Shops	Aluminiumprofile für Rolladen und -tore	Sportbeläge im Außenbereich (Kunstrasen und Kunststoffbeläge)

ECM Equity Capital Management GmbH berät exklusiv den Eigenkapitalfonds German Equity Partners II LP bei der Durchführung seiner Investitionen. Für weitere Informationen wenden Sie sich bitte an:

ECM Equity Capital Management GmbH  
 Oberlindau 80-82  
 60323 Frankfurt  
 Tel. 069 / 971020  
 E-Mail: [info@ecm-pe.de](mailto:info@ecm-pe.de)  
[www.ecm-pe.de](http://www.ecm-pe.de)

**ECM**  
 Equity Capital  
 Management GmbH

# Wertschaffung bei Going Private-Transaktionen

*Änderung des Unternehmenswertes durch Neuordnung der Eigentumsverhältnisse*

Von Sebastian Frankenberger, Alexander Gradow und Sebastian Knoll,  
Universität St.Gallen\*

Die Bedeutung der Going Privates ist in den vergangenen Jahren stetig gestiegen. Dies lässt sich unter anderem durch die gestiegene Bedeutung von Private Equity-Investoren (auf die in Deutschland mittlerweile jede fünfte M&A-Transaktion entfällt) oder die zunehmenden Focussierungsbestrebungen seitens der Großkonzerne und das dadurch bedingte Abstoßen von Randaktivitäten erklären. In beiden Fällen wird das Management des betroffenen Unternehmens bzw. Unternehmensteils in der Regel zum (Mit-)Eigentümer. Allein im vergangenen Jahr sind in der M&A Review Transaktionsdatenbank 79 derartige Fälle – also Management Buy-outs (MBO) – erfasst. Für 2002 liegt die Zahl der Einträge bei 57. Im Vergleich dazu wurden in den 1990er Jahren im Schnitt nur knapp über 30 MBOs pro Jahr durchgeführt.

## Zentrales Thema: Wertschaffung

Die Frage der Wertschaffung ist seit dem Buy-out-Boom der 1980er Jahre in den USA ein zentrales Thema in der Forschung zu Going Private-Transaktionen. Sie ist nicht rein intuitiv beantwortbar, da durch einen Rückzug vom Kapitalmarkt lediglich eine Neuordnung der Eigentumsverhältnisse erfolgt und die wirtschaftliche Tätigkeit des Unternehmens unverändert bleibt. Im Gegensatz zu ähnlichen Veränderungen der Unternehmenskontrolle wie Übernahmen oder Fusionen können Wertsteigerungen bei Going Privates nicht durch traditionelle Erklärungsansätze, wie z.B. Synergiepotentiale, begründet werden.

Abb. 1: ERKLÄRUNGSANSÄTZE ZUR WERTSCHAFFUNG BEI GOING PRIVATES

Free Cash Flow	Agency-Kosten Fremdkapital	Steuereinsparung	Werttransfer zu Last Anleiheinhaber
Verbesserte Verwendung des Free Cash Flows durch Eliminierung „falscher“ Motive des Managements	Senkung der Kapitalkosten durch Verringerung des Risikozuschlags aufgrund höherer Beteiligung des Managements	Verminderung der Steuerlast durch Abzug von Fremdkapitalzinsen (bei Leveraged Buy-outs) und evtl. Erhöhung der Abschreibungen	Starker Leverage bei hohem Fremdkapitalanteil bevorzugt Aktionäre zu Lasten der Anleiheinhaber
Informations - Asymmetrie	Overheat Buyout	Heterogenität	Werttransfer zu Last Arbeitnehmer
Korektur einer Fehlbewertung durch Außenstehende, die die Lage des Unternehmens auf Basis fehlender Information falsch einschätzen	Nachfrageüberhang und Hype nach Buy-outs führen zu erhöhten Bewertungen	Differenzierte Betrachtung je nach Beteiligungsgrad des Managements vor dem eigentlichen Going Private	Neue rechtliche Rahmenbedingungen ermöglichen Profitmaximierung für Eigentümer, z.B. durch Kosten - senkungen und Umstrukturierungen
Theorie empirisch bestätigt	Theorie empirisch nicht bestätigt		

Quelle: Universität St.Gallen

Es kommt weder zu einer Erhöhung der Marktmacht, noch zu einem höheren Kostensenkungspotential. Trotzdem werden im Rahmen von Public to Private-Transaktionen Prämien ähnlicher Größenordnung gezahlt.<sup>1</sup> Ziel des Artikels ist es, einen Überblick über die mittlerweile vielfältigen theoretischen Erklärungsansätze zur Wertschaffung bei Going Privates zu geben und deren praktische Relevanz zu beurteilen.

\* Sebastian Frankenberger ist Leiter des Bereiches M&A am Institut für Betriebswirtschaft an der Universität St.Gallen (HSG). Alexander Gradow ist Wissenschaftlicher Assistent am Institut für Accounting, Controlling und Auditing an der HSG. Sebastian Knoll ist wissenschaftlicher Assistent am Institut für Betriebswirtschaft an der HSG.

<sup>1</sup> Siehe hierzu auch Dodd (1980). DeAngelo, DeAngelo & Rice (1984) stellen eine durchschnittliche Prämienhöhe von 30 % fest, Kaplan (1989) weist sogar eine Wertsteigerung von 42 % nach Median nach.



Sebastian Frankenberger



Alexander Gradow

## Free Cash Flow-Hypothese

Die Free Cash Flow-Hypothese (FCF-Hypothese) ist der am weitesten verbreitete Erklärungsansatz für die Entstehung von Wertzuwachsen bei Going Private-Transaktionen. Sie baut auf der Annahme von Jensen und Meckling (1976) auf, daß die Trennung von Unternehmensführung und Eigentum zu Managemententscheidungen bei der Allokation von Ressourcen führt, die nicht immer im Interesse der Aktionäre sind. So bieten sich Führungskräften aufgrund von persönlichen Beweggründen, wie z.B. einer Profilierung durch eine höhere Budgetverantwortung, Anreize, Gewinne (d.h. Free Cash Flow) in Unternehmen zurückzuhalten, obgleich diese nicht in rentable Projekte reinvestiert werden können. Ein Going Private kann diese Fehlallokationen vermeiden und somit Wert schaffen. Die FCF-Hypothese wird von einigen empirischen Studien gestützt, jedoch teilweise entkräftet.<sup>2</sup>

## Agency-Kosten des Fremdkapitals

Dieser Ansatz baut auf der Erkenntnis auf, daß ein am Eigenkapital von stark verschuldeten Kapitalgesellschaften beteiligtes Management oftmals aus Sicht der Fremdkapitalgeber suboptimale Investitionsentscheidungen trifft. Da die Haftung der Gesellschaft auf das Kapital beschränkt ist, liegt für das Management ein begrenztes Risiko vor (Verlust der geleisteten Einlage und des Arbeitsplatzes), wohingegen die Ertragsaussichten aufgrund des Hebeleffektes der Verschuldung im Extremfall unbegrenzt sind.<sup>3</sup> Aufgrund der Risikoaversion der Fremdkapitalgeber und des optimierenden Verhaltens des Managements kommt es zu Agency-Kosten des Fremdkapitals, die sich in höheren Zinssätzen der Kredite niederschlagen.<sup>4</sup> Ein MBO, der den Anteil des Managements am Eigenkapital erhöht, kann diese Agency-Kosten entschieden senken und zur Wertschöpfung von Going Private-Transaktionen beitragen.<sup>5</sup> Empirische Ergebnisse stützen diese Hypothese.<sup>6</sup>

## Steuereinsparungshypothese

Going Private-Transaktionen können zu steuerlichen Vorteilen führen und dadurch Wert schaffen. Ein fremdfinanzierter Rückzug vom Kapitalmarkt (Leveraged Buy-out)

schafft durch steuerliche Abzugsfähigkeit von Zinszahlungen Wert; vorausgesetzt, das Unternehmen erwirtschaftet Gewinn.<sup>7</sup> Eine weitere Möglichkeit der Steuereinsparnis ist der sogenannte Step-up. Hierbei handelt es sich um die Möglichkeit der Aufstockung der Buchwerte aller erworbenen Wirtschaftsgüter bis zur Höhe der Anschaffungskosten bei einem Formwechsel in eine Personengesellschaft. Steuereinsparnisse ergeben sich durch die Erhöhung des Abschreibungspotentials für die Restnutzungsdauer der Güter. Durch Änderungen der Steuergesetzgebung ist der Step-up in Deutschland nicht mehr möglich. Empirische Studien stützen die Steuereinsparungshypothese.<sup>8</sup>

## Werttransfer zu Lasten der Anleiheeigner

Dieser Ansatz berücksichtigt, daß ein großer Teil der Going Privates Leveraged Buy-outs (LBOs) sind. Die hohe Verschuldung im Zuge eines LBOs erhöht das Risiko einer Zahlungsunfähigkeit.<sup>9</sup> Die Folge ist ein verschlechtertes Unternehmensrating, das höhere Refinanzierungskosten auf dem Kapitalmarkt für Anleihen nach sich zieht, da ein höheres Risiko durch höhere Renditen gerechtfertigt werden muß. Ebenso verteuern sich Kredite, da eine Verschlechterung des Ratings eines Unternehmens eine Zuordnung des Unternehmens zu einer höheren Risikoklasse zur Folge hat. Die Eigentümer, die bereits Anleihen vor einem LBO halten, erfahren einen wertmäßigen Verlust ihrer Anlagen, da bei gegebenem Nominalzins und steigendem Risiko die Kurse sinken müssen. Aufgrund dieses Werteverzehrs bei Fremdkapitalgebern wird ein Werttransfer zu Lasten von Anleiheeignern und zugunsten der Aktionäre vermutet. Empirische Untersuchungen konnten diese Vermutung nicht stützen.<sup>10</sup>

2) Studien von Lehn & Poulsen (1989), Denis (1992) sowie Opler & Titman (1993) stützen die These, Studien von Kim & Lyn (1991) sowie Kieschnick (1998) entkräften sie teilweise.

3) Vgl. Myers (1977), S. 147ff.

4) Vgl. Hartmann-Wendels (1990), S.228ff.

5) Vgl. Myers (1977), S.147ff.

6) Vgl. Kim & Lyn (1991)

7) Vgl. Frankfurter & Gunay (1992), S.84, Kaplan (1989b), S.611ff.

8) Studien von Kaplan (1998) und Kieschnick (1998)

9) Brealy & Myers (1996), S.455ff.

10) Studie von Asquith & Wizman (1990)

## Wertettransfer zu Lasten der Arbeitnehmerschaft

Die Hypothese ist, daß bei Going Private-Transaktionen ein Wertettransfer zu Lasten von Angestellten und Arbeitnehmern stattfindet. Es wird postuliert, daß die Arbeitnehmer eines Unternehmens, das sich vom Kapitalmarkt zurückzieht, nach der Transaktion auf einen Teil ihrer Beteiligung an der Wertschöpfung des Unternehmens verzichten müssen. Diese wertmäßige Verschlechterung kann durch Lohn- und Gehaltskürzungen, Wegfall von Vergünstigungen, Verlängerung der Arbeitszeit oder Verringerung der Arbeitnehmerzahl erfolgen. Insbesondere die neuen rechtlichen Rahmenbedingungen, die eine Going Private-Transaktion mit sich bringen kann, ermöglichen Investoren Umstrukturierungsmaßnahmen, die zu Lasten der Arbeitnehmerschaft gehen können. Empirische Studien konnten diese Hypothese nicht stützen.<sup>11</sup>

## Informationsasymmetrie-Hypothese

Die Hypothese, daß asymmetrische Informationen zwischen Außenstehenden und Insidern unter den Anteileignern ein relevantes Charakteristikum bei Going Private-Transaktionen darstellen, baut auf der Tatsache auf, daß beide Aktionärsgruppen das jeweilige Unternehmen unterschiedlich bewerten.<sup>12</sup> Die Außenstehenden unter den Aktionären, die nicht mit dem operativen und strategischen Geschäft des Unternehmens und den hierfür relevanten Details vertraut sind, verfügen nur über begrenzte Informationen zur Bewertung ihrer Anteile. Es entsteht eine Wertlücke zwischen dem von den Insidern beigemessenen inneren Wert und den Wertberechnungen der Außenstehenden. Liegt der aktuelle Marktwert des Unternehmens über dem vom Management kalkulierten inneren Wert, so kann die Überbewertung durch Ausgabe neuer Aktien korrigiert werden. Sollten die Aktien unterbewertet sein, können Aktienrückkaufprogramme aufgelegt werden, um das Eigenkapital günstig zurückzuerwerben. Eine Extremform dieser Alternative ist der Erwerb aller ausstehenden Aktien und der komplette Rückzug vom Kapitalmarkt. Durch ein Going Private kann die Unterbewertung durch Außenstehende korrigiert und die Wertdifferenz in Form einer Prämie an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Die Informationsasymmetrie-Hypothese findet weitreichende empirische Unterstützung.<sup>13</sup>

## Overheated Buy-out Market-Hypothese

Die Verfechter dieser Hypothese beziehen sich darauf, daß sowohl die Bewertung von Unternehmen, die sich vom Kapitalmarkt zurückziehen, als auch die jeweiligen Finanzierungsstrukturen der Transaktionen zum Ende des Jahrzehnts Anzeichen einer Überhitzung aufweisen.<sup>14</sup> Sie argumentieren, daß anfängliche Erfolge von zumeist fremdfinanzierten Going Private-Transaktionen zu Be-

ginn des Jahrzehnts ein großes Volumen an Geldern von Investoren anzogen, denen mit der Zeit nicht mehr ausreichend viele attraktive Going Private-Kandidaten gegenüberstanden. Dieser Nachfrageüberhang hat dann maßgeblich zu einer Überhitzung des Marktes beigetragen. Empirische Studien stützen diese Hypothese.<sup>15</sup>

## Heterogenitätshypothese

Im Gegensatz zu den zuvor vorgestellten Erklärungsansätzen argumentieren die Befürworter dieser recht aktuellen Hypothese, daß die Grundgesamtheit von Going Private-Transaktionen nicht homogen ist. Die Heterogenität der Transaktionen wird durch die unterschiedlichen Beteiligungsquoten des Managements am Eigenkapital der jeweiligen Unternehmen vor der Transaktion begründet.<sup>16</sup> Es wird davon ausgegangen, daß Unternehmen mit hoher Eigenkapitalbeteiligung des Managements andere Agency-Problematiken aufweisen als Unternehmen mit niedriger Eigenkapitalbeteiligung. Ist das Management vor dem Going Private nicht oder nur unwesentlich am Unternehmen beteiligt, bestehen dieser Hypothese zufolge nicht genügend Anreize, die Interessen der Aktionäre zu verfolgen. Eine Erhöhung der Managementbeteiligung im Rahmen eines Going Private würde folglich das Agency-Problem lösen. Dies ändert sich hingegen bei Unternehmen, deren Management bereits vor dem Going Private einen substanzialen Anteil am Eigenkapital hält. In diesem Fall versucht das Management sein Risiko und somit die Geschäftsfelder des Unternehmens zu diversifizieren, was aufgrund eines möglichen Konglomeratsdiscounts den Anteilswert von externen Aktionären mindern kann. Empirische Studien stützen diese Hypothese.<sup>17</sup>

## Fazit:

Im Rahmen einer empirischen Studie von Gradow und de Greiff (2001) wurden 31 Going Private-Transaktionen, die in Deutschland im Zeitraum zwischen 1994 und 2001 stattfanden, auf die Anwendbarkeit der oben erläuterten Hypothesen untersucht. Dabei konnte insbesondere die Free Cash Flow-Hypothese gestützt werden. Zudem zeigte sich, daß ein hoher Streubesitzanteil das Unternehmen für einen Bieter verteuerte. Die Grafik auf Seite 21 faßt abschließend alle Hypothesen (Theorie) sowie deren Bestätigung durch entsprechende Empirie (Praxis) zusammen.

11) Studien von Kaplan (1990a) und Lichtenberg & Siegel (1990).

12) Myers & Majluf (1984), S.187-222

13) Studien von Kim & Lyn (1991), Kaester & Liu (1996) und Slovin, Sushka & Bendeck (1991)

14) Kaplan & Stein (1993)

15) Studien von Kaplan & Stein (1993) sowie Kieschnick (1998)

16) Halpern, Kieschnick und Rotenberg (1999)

17) Studien von Halpern, Kieschnick & Rotenberg (1999) sowie Kieschnick (1998)



# CMBOR sees strong Potential for central European Private Equity

*On eve of EU Accession*

*By Mike Wright and Andrew Burrows, Centre for Management Buy-out Research (CMBOR)\**

*With the formal accession of the first eight former communist countries to the European Union, these nations offer increasing private equity opportunities for management buy-outs. After the fall of communism in 1989, the first phase of CE (central Europe) private equity deals was characterised by a process of experimentation as fund managers, business owners and governments made their initial steps in the emerging economies with privatisation, transformation and start-up investments dominating.*

## **Accession countries develop private equity investment skills**

Now, we are in the midst of the second phase of CE private equity development, with the long-term investment terrain having been solidified and increasingly comparable to Western Europe's market. Driven by the demands of EU membership, the Accession countries have developed the key elements for western-style private equity investment, including sourcing of deals, entrepreneurial culture, depth of management skills, experienced professional services such as lawyers,



Andrew Burrows (left), Mike Wright

better supporting capital market infrastructure, particularly for debt, and the development and diversification of exit routes for private equity investors. Each of these elements signals an improved environment for private equity investing

## **Encouraging similarities with Western Europe**

Comparison of the current prospects for private equity in CE with Western Europe reveals encouraging similarities. The expected strong growth in GDP in CE, provides fundamental support for the deal environment, generating ample opportunities. Pressures and opportunities for corporate restructuring are similar to the current situation in Western Europe. The M&A market across CE is rapidly closing the gap in terms of the current WE position. The entrepreneurial culture among the younger generation managers and the willingness to trade assets is already in advance of many Western European markets today. The infrastructure of professional service firms is developing rapidly to the level in Western Europe. The state of development



The Learning Resource Centre (LRC) at the University of Nottingham, home to the Business School library and additional computing facilities.

\* Prof. Mike Wright and Andrew Burrows are Directors of the Centre for Management Buy-out Research. CMBOR is based at the University of Nottingham and is sponsored by Barclays Private Equity and Deloitte. ([www.cmbor.org](http://www.cmbor.org))

## Neuerscheinung

### Konrad Bösl

Praxis des Börsengangs

Ein Leitfaden für mittelständische Unternehmen,  
Gabler Verlag, 292 Seiten, geb., 64,90 Euro



of leading stock markets in CE is in some cases virtually on a par with continental European today.

#### Main opportunities for buy-outs

We see the main opportunities for buy-outs in the following areas. Changing competitive pressures, that are likely to grow with accession, introduce opportunities to reconfigure fragmented industries through private equity led buy and build strategies that create national and eventually regional market leaders. Listed CE corporations are under pressure to rationalise holdings built up during the initial transformation period and return cash to investors or re-invest in their core business; buy-outs present an option to achieve this end. Similarly, as the first wave of entrepreneurs seek to realise the gains from their efforts, businesses are increasingly available to buy-out from their founders. Western corporates selling their CE operations are now becoming the most noteworthy sources of private equity deals, particularly at the large end of the size scale. We anticipate that divestments will provide major opportunities for buy-outs in CE. The growth in public to private (PTP) deals is spilling over into CE. For many companies there are good strategic reasons to continue with a market listing, but for others in CE with little or no free float of shares this rationale is absent. This is particularly true in the Polish, Czech and Romanian markets as a result of early mass privatisation strategies. Where the delisting cannot be easily accomplished or the private equity manager wishes to retain a listing to raise capital in the future, a private investment in public equity (PIPE) can be attractive. Given the large number of nominal or quasi listings in the Region, PIPE opportunities are substantial.

#### Conclusion:

With accession now achieved, we believe, overall, the potential for CE private equity investment looks bright. Aside from the larger auction situations, competition to invest in mid-market opportunities appears to be less intense than in many Western European markets.

Der Gang auf das Börsenparkett ist für den Mittelstand wieder eine attraktive Option. Dieses Buch begleitet den Leser praxisnah und Schritt für Schritt durch alle Entscheidungen rund um den Börseneinführungsprozeß.

- Kapitalerhöhungsmodelle vor der Börseneinführung: wie eine ausreichende Anzahl von Aktien einen liquiden Börsenhandel sicherstellt.
- Deutscher Corporate Governance Kodex: wie Transparenz bei der Unternehmensleitung und -überwachung Vertrauen beim Publikum schafft.
- Emissionskosten: wie geschickte Verhandlungen die Liquiditätsbelastung minimieren.

**JA,** Bestellcoupon  
ICH BESTELLE ZZGL.  
3,50 EURO VERSANDKOSTEN

**KONRAD BÖSL**  
**Die Praxis des Börsengangs**  
**Gabler Verlag, 292 Seiten, geb., 64,90 Euro**

.....  
Name/Vorname

.....  
Postleitzahl/Ort

.....  
Straße/Nr.

.....  
Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:  
GoingPublic Media AG  
Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen  
Tel. 0 8171-419650  
[www.goingpublic.de/buecher](http://www.goingpublic.de/buecher)

**FAX-ORDER**  
**08171-419656**

# Das Transaktionsvolumen steigt

## Die größten Deals im deutschen Buy-out-Markt

*Das Umfeld für Buy-outs zeigte sich 2003 durchaus gemischt: Der Dax als Barometer für den Marktwert von Eigenkapital legte um 27,7 % zu, gleichzeitig erreichte die Zahl der Insolvenzmeldungen von Unternehmen in Deutschland mit 39.320 einen neuen Rekord. Hohe Liquidität und niedrige Zinsen sorgten jedoch dafür, daß die Summe des in Buy-outs investierten Eigen- und Fremdkapitals gegenüber dem Vorjahr zunahm. Und auch das laufende Jahr begann vielversprechend.*

### Bain kauft Bahn-Töchter

Mit rund 1,4 Mrd. Euro waren die Buy-outs des Chemiedistributors Brenntag und des Stahlhändlers Interfer, die vorher zum Deutsche Bahn-Konzern gehörten, volumenmäßig in den vergangenen 12 Monaten in Deutschland ungeschlagen. Die Deutsche Bahn AG hatte die beiden

Gesellschaften im Oktober 2002 mit dem Erwerb der Stinnes AG übernommen. Schon damals gab die Bahn bekannt, nicht zum Kerngeschäft gehörende Gesellschaften wieder verkaufen zu wollen. Einigkeit über den Erwerb der beiden Unternehmen erzielte die Bahn im Dezember 2003 mit dem amerikanischen Private Equity-Investor Bain Capital. Nach dem Abschluß der als Leveraged Buy-out (LBO) konzipierten Transaktion wollte Brenntag Anfang Mai Bonds für 190 Mio. Euro platzieren, um die Übernahme durch Bain teilweise zu refinanzieren. Die mit einem Rating von B3 von Moody's deutlich unter Investmentgrade bewertete Emission mußte jedoch vorerst abgesagt werden, da Brenntag nicht bereit war, die Coupons der Anleihe an die zuletzt angestiegenen Marktzinsen anzupassen.

### Buy-outs quer durch alle Sparten

Neben den Chemie- und Stahlunternehmen der Deutsche Bahn AG finden sich mit SpringerScience + Business Media (zuvor BertelsmannSpringer) und ProSiebenSAT.1 zwei Mediengesellschaften, Deutschlands größte Entsorgungsgruppe SULO und der Kabelanschlußprovider TeleColumbus unter den fünf größten Buy-outs. Ein klar favo-

ABB. 1: DIE 10 GRÖSSEN (TEILWEISE) MIT PRIVATE EQUITY FINANZIERTEN BUY-OUTS IN DEUTSCHLAND (APRIL 2003 BIS MÄRZ 2004)

Name	Wert in Mio. Euro	Investoren	Zeitpunkt
Brenntag GmbH/Interfer GmbH	1.400*	Bain Capital	1. Quartal 2004
Springer Science + Business Media GmbH	1.005	Cinven, Candover	3. Quartal 2003
ProSiebenSat.1 Media AG	1.000	Bain Capital, Hellman & Friedman, Providence Equity Partners, Saban Capital Group, Quadrangle Group, Thomas Lee Partners	3. Quartal 2003
SULO Group	600*	Apax Partners, Blackstone Capital Partners	1. Quartal 2004
TeleColumbus AG & Co. KG	510	BC Partners	3. Quartal 2003
Minimax Holding GmbH & Co. KG	350	Investcorp	3. Quartal 2003
betapharm Arzneimittel GmbH	300	3i	1. Quartal 2004
PolymerLatex GmbH & Co. KG	235	Soros Private Equity Partners	2. Quartal 2003
TFL Holding GmbH	200*	Odewald & Compagnie	4. Quartal 2003
WET Automotive Systems AG	183	HgCapital	3. Quartal 2003

\* geschätztes Transaktionsvolumen

Quelle: Initiative Europe

risierter Sektor läßt sich aus dem Ranking der größten Buy-outs ebensowenig ablesen wie aus einem Querschnitt über den Gesamtmarkt. Auffällig ist jedoch, daß es sich selbst bei den größten Buy-outs häufig um relativ unbekannte Gesellschaften handelt, die nicht selten in einer profitablen Marktnische führend sind: So ist beispielsweise die Minimax Holding Europas führender Anbieter für Brandschutzprodukte und die TFL Holding nach Clariant, BASF und Bayer der weltgrößte Anbieter von Spezialchemikalien für die Lederindustrie.

### Deutscher Käufer unter den Top 10

Käufer von TFL ist die 1996 gegründete Odewald & Compagnie mit Sitz in Berlin, die die Übernahme mit Mitteln aus einem 2001 mit 410 Mio. Euro geschlossenen Fonds finanzierte. Transaktionspartner war die britische Investorengruppe Permira, die TFL im März 2001 im Zuge eines MBO für rund 170 Mio. Euro erworben hatte. Drei der größten 10 Buy-outs der letzten 12 Monate wurden im 1. Quartal 2004 abgeschlossen – hält der Trend an, dürfte 2004 das gute Buy-out-Jahr 2003 noch übertreffen.

Andreas Uhde



# Chancen in Europa

## *Buy-out-Märkte im internationalen Vergleich*

Wirklich überraschend ist es nicht, daß der größte Buy-out des vergangenen Jahres ein rein amerikanisches Geschäft war: Die New Yorker Blackstone Group übernahm im Zuge eines Leveraged Buy-outs (LBO) die Automobilsparte des im Bundesstaat Michigan ansässigen Zulieferkonglomerats TRW für 4,7 Mrd. US-\$. Das Gesamtvolumen der Buy-out-Transaktionen in den USA im Jahr 2003 betrug rund 89 Mrd. US-\$, mehr als in sämtlichen Ländern Europas zusammen. In Asien und der pazifischen Region flossen umgerechnet 8,9 Mrd. US-\$ in Buy-outs – mehr als eine Vervierfachung im Vergleich zum Vorjahr. Eine zunehmende Dynamik im Buy-out-Markt lässt sich derzeit weltweit beobachten. Möglicherweise wird Europa davon überdurchschnittlich profitieren.

### 82 % Wachstum

An den wichtigsten Börsen war 2003 endlich wieder ein richtig gutes Jahr: Der Dow Jones-Index legte 21 % zu, der Nikkei markierte ein Plus von 23 %, und auch der Euro Stoxx 50 bescherte Investoren immerhin Kursgewinne von 10 %. Die steigenden Kurse an den Börsen beflogen auch den Buy-out-Markt: Nach einer gemeinsamen Studie von 3i und PricewaterhouseCoopers stiegen die von Private Equity-Häusern und deren Partnern weltweit investierten Mittel gegenüber dem Vorjahr um 82 %. Auschlaggebend für dieses Wachstum war eine deutliche Zunahme sogenannter Mega-Deals mit einem Volumen von mehr als 1 Mrd. US-\$. Das Gesamtvolume kleinerer Buy-outs blieb hingegen in der länderübergreifenden Be- trachtung in etwa stabil.



### Kapitalüberhang in den USA abgebaut

Allein in Nordamerika gab es 24 dieser Mega-Deals und mehr als eine Verdopplung des Buy-out-Volumens gegenüber dem Jahr 2002. Seit 15 Jahren wurde in den USA nicht mehr so viel in Buy-outs investiert wie im letzten Jahr. Treiber des Wachstums ist der von den freundlichen Börsen ausgehende Ausstrahlungseffekt auf den Buy-out-Markt: Nach Verlusten in den beiden Vorjahren berechnen Thompson Venture Economics und die National Venture Capital Association für amerikanische Buy-outs im Jahr 2003 im Durchschnitt eine positive Performance von 24,1 %. Spannend wird es in den kommenden Monaten, weil der Kapitalüberhang aus den in den Vorjahren aufgelegten Buy-out-Funds fast vollständig aufgezehrt ist. Nun sind die Private Equity-Spezialisten gefordert, neue Investorengelder

Abb. 1: DIE GRÖSSTEN BUY-OUTS 2003/2004

Firma	Land	Branche	Volumen	Private Equity-Investoren
TRW Automobile	USA	Zulieferer	4,73 Mrd. US-\$	Blackstone Group
Ondeo Nalco	USA	Chemie	4,35 Mrd. US-\$	Blackstone Group; Apollo Management; Goldman Sachs Capital Partners
Qwest Dex West	USA	Gelbe Seiten West-USA	4,3 Mrd. US-\$	Carlyle Group; Welsh, Carson, Anderson & Stowe
Scottish & Newcastle Retail	UK	Gastronomie	3,6 Mrd. Euro	Texas Pacific; Blackstone Group; CVC Capital Partners; Merrill Lynch
SEAT Pagine Gialle	Italien	Gelbe Seiten Italien	3,0 Mrd. Euro (1. Tranche)	CVC Capital Partners; Investitori Associati; Permira; BC Partners
Japan Telecom	Japan	Telekommunikation	261,3 Mrd. Yen	Ripplewood Holdings; Goldman Sachs; Newbridge Capital Group; Telecom Venture Group; PPM

Quelle: Eigene Recherche

einzuwerben, um das hohe Transaktionsvolumen halten oder gar weiter ausbauen zu können.

### Fundraisings 2003/2004

Vorgelegt mit dem bisher größten Fundraising in diesem Jahr hat Anfang Februar die 1993 gegründete Texas Pacific Group. Der in Fort Worth (Texas) ansässige Buy-out-Spezialist akquirierte 5,3 Mrd. US-\$ für seinen 4. Private Equity-Fund. Auch in der Langzeitbetrachtung ist das ein beachtliches Volumen, das im Buy-out-Segment nur noch von Thomas H. Lee Partners und der Blackstone Group übertroffen wurde: Thomas H. Lee ging ab Januar 2001 mit einem neu eingeworbenen Fundvolumen von 6,1 Mrd. US-\$ auf Einkaufstour. Die nach ihrem Gründer benannte Bostoner Private Equity-Gruppe verwaltet insgesamt über 12 Mrd. US-\$ und investiert auch im Venture Capital-Sektor. Rekordhalter unter den Buy-out Funds ist die Blackstone Group, die 2002 für ihren 4. Blackstone Capital Partners Fund 6,45 Mrd. US-\$ einsammeln konnte. Größter je aufgelegter Fund in Europa und je nach zugegrundegelegtem Wechselkurs auch weltweit Spitze ist Permira Europe III, der laut Pressemitteilung vom 7. Oktober 2003 mit 5,1 Mrd. Euro von der britischen Investmentgesellschaft Permira geschlossen wurde.

### Buy-outs an die Börse

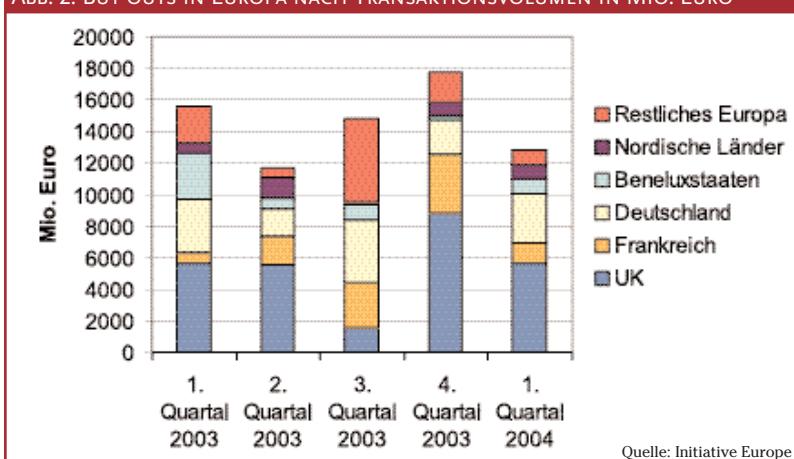
Texas Pacific und Blackstone machten nicht nur durch das Auflegen großer Funds Furore, sondern gehörten auch zu den aktivsten Investoren der jüngeren Vergangenheit: Für den LBO von TRW Automobile brachte Blackstone als alleiniger Eigenkapitalinvestor 700 Mio. US-\$ auf. Der Großteil des Kaufpreises von 4,7 Mrd. US-\$ wurde jedoch über die Ausgabe von hochverzinslichen Anleihen finanziert. Transaktionspartner für den LBO war der Rüstungskonzern Northrop Grumman, der TRW zuvor wegen dessen Luftfahrtsparte übernommen hatte und den Automobilbereich aus fehlendem strategischem Interesse wieder abstoßen wollte. TRW Automotive gehört zu den zehn

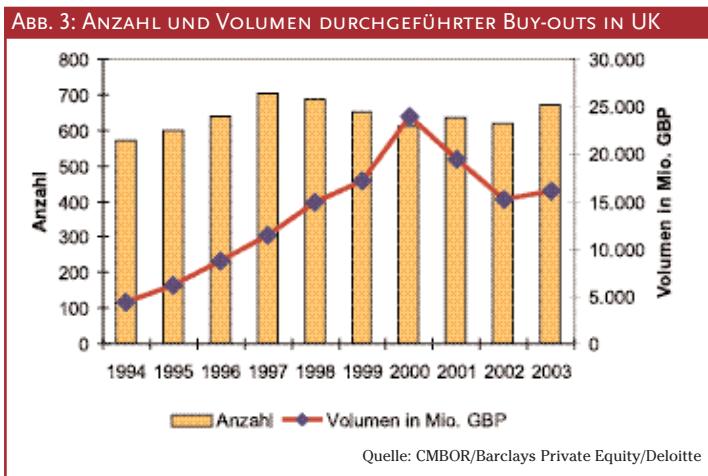
weltweit größten Automobilzulieferern und beschäftigt rund 61.000 Angestellte. Im Frühjahr dieses Jahres brachte Blackstone ein Aktienpaket von TRW Automotive an die New York Stock Exchange, wobei Blackstone rund die Hälfte des Emissionserlöses von 676 Mio. US-\$ einstrich. Auch der zweitgrößte Buy-out 2003 wurde federführend von Blackstone gestaltet: Im November 2003 kaufte das von CEO Stephen Schwarzman geleitete Private Equity-Haus gemeinsam mit Apollo Management und Goldman Sachs Capital den Spezialchemikalienhersteller Ondeo Nalco von der französischen Suez Gruppe für 4,3 Mrd. US-\$. Auch hier wäre ein baldiger Börsengang zur teilweisen Rückführung des für die Übernahme aufgenommenen Fremdkapitals von 3,3 Mrd. US-\$ keine Überraschung.

### Käufe in Europa

Beteiligt war Blackstone auch an dem größten europäischen Buy-out des vergangenen Jahres, der im 4. Quartal abgeschlossenen Übernahme der Gastronomiekette Scottish & Newcastle Retail, die mehr als 1.900 Pubs in Großbritannien betreibt. Federführend bei dieser Transaktion zeigte sich jedoch Texas Pacific, die derzeit häufiger in Europa investieren: Auch im Rahmen des LBO von Debenhams, der mit 105 Geschäften zweitgrößten Retailkette in UK, engagierte sich Texas Pacific. Zuletzt schlugen die Texaner am 29. Mai in Deutschland zu, als der Armaturenhersteller Grohe seinen Verkauf an Texas Pacific und die Credit Suisse First Boston Private Equity be-

ABB. 2: BUY-OUTS IN EUROPA NACH TRANSAKTIONSVOLUMEN IN MIO. EURO





kanntgab. Der Mittelständler mit 900 Mio. Euro Umsatz und 5.800 Mitarbeitern befand sich zuvor seit 1999 im Portfolio von BC Partners, einem der großen Private Equity-Investoren mit Hauptsitz in London. Das Transaktionsvolumen des Secondary Buy-outs wird etwa 1,6 Mrd. Euro betragen.

### Alle Sektoren profitieren

Die Stimmung hellt sich also weiter auf – und das sowohl länder- als auch branchenübergreifend. Im Gegensatz zum Venture Capital-Bereich, wo Software/IT und Biotechnologie seit Jahren die meisten Investorengelder anziehen, gibt es im Buy-out-Markt keinen dauerhaften Favoriten. Im vergangenen Jahr gehörten in den USA Technologie und Telekom mit etwa 15 % der Anzahl der Buy-outs, Gesundheit mit 9 % und Lebensmittel mit 7,5 % zu den gefragteren Branchen. In Europa ist das Bild ähnlich: Die Transaktionen ziehen sich durch alle Sektoren, wobei die Akquisitionsobjekte in der Regel in einer profitablen, aber eher weniger beachteten Marktnische angesiedelt sind. Gleiches gilt auch für den mit Abstand größten italienischen Buy-out, bei dem ein internationales Konsortium um CVC Capital Partners den Herausgeber der Gelben Seiten in Italien, die SEAT Pagine Gialle, in einer zweistufigen Transaktion übernimmt.

### Asien gewinnt Vertrauen

Das kräftige Wirtschaftswachstum in Asien belebte auch den Buy-out-Sektor, der bisher selbst im Vergleich zu den europäischen Ländern unbedeutend erschien. Vor allem

in Japan fassen die Investoren nach vielen verlustreichen Jahren wieder Vertrauen in den Kapitalmarkt und wagen erste große Transaktionen. Bestes Beispiel für den berechtigten Optimismus ist die Übernahme von Japan Telecom durch Ripplewood im August 2002. Der amerikanische Buy-out-Spezialist führte ein Konsortium, das Japan Telecom im Rahmen des größten je in Japan durchgeführten LBO für umgerechnet 2,33 Mrd. US-\$ erwarb. Fast 80 % des verwendeten Kapitals liehen sich die Private Equity-Geber von verschiedenen Banken unter der Führung von J. P. Morgan und Citigroup. Am 27. Mai gab Softbank bekannt, Japan Telecom für 3,0 Mrd. US-\$ zu übernehmen. Damit realisiert Ripplewood mehr als

eine Verdopplung des eingesetzten Eigenkapitals in weniger als zwei Jahren. Und der Verkauf von Japan Telecom an Japans größten Provider für Breitbandinternet ist bereits der zweite erfolgreiche Exit eines Portfolionunternehmens des New Yorker Investmenthauses in diesem Jahr: Im Februar erlöste eine von Ripplewood geführte Investorengruppe durch die Plazierung von 33 % der Anteile an der Shinsei Bank im Rahmen eines IPO an der Tokioter Börse umgerechnet rund 2,1 Mrd. US-\$.

### Fazit:

Dank der gestiegenen Plazierbarkeit von Börsengängen in den USA und Großbritannien trauen sich auch Private Equity-Investoren wieder an größere Buy-out-Deals, für die sich nur wenige andere Exitkanäle anbieten. An Schwung gewinnt dieser Trend durch die in vielen Bereichen nach wie vor angemessenen Preisvorstellungen der Verkäufer. Als auslaufender Effekt stellt sich jedoch der Kapitalüberhang der Private Equity-Funds dar, deren überschüssige Gelder nun zum Großteil investiert sind. Halten der gewinnbringende Dealflow und die positive Stimmung an den Finanzmärkten an, sollte es ihnen jedoch relativ leicht gelingen, weitere Mittel einzufordern. Erfreulich ist aus europäischer Sicht das zunehmende Engagement von amerikanischen Private Equity-Investoren in Europa. Schließlich zeigt das zunehmende Engagement der Amerikaner, daß sich in Europa trotz vieler Unkenrufe durchaus auch erstklassige Chancen auftun.

Andreas Uhde



# Nachfolgefälle in deutschen Familienunternehmen

*Statistik des IfM Bonn: Status quo und Ausblick*

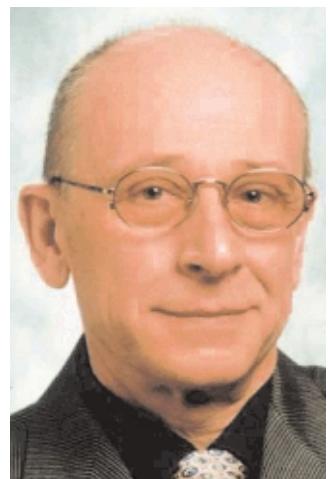
*Von Dr. Gunter Kayser, Geschäftsführer, Institut für Mittelstandsforschung (IfM) Bonn*

*Der Generationswechsel im Mittelstand beschäftigt die deutsche Öffentlichkeit seit nunmehr zehn Jahren, trotzdem hat das Thema der Unternehmensnachfolge in Familienunternehmen nichts an Aktualität und wirtschaftlicher Relevanz eingebüßt. Zwölf von hundert Selbständigen sind älter als 60 Jahre, also in einem Alter, in dem der Wechsel in den Ruhestand vorbereitet und vollzogen werden sollte. Aber jeder vierte Selbständige in der Gruppe der Über-Sechzigjährigen hat den Zeitpunkt seines Ausscheidens aus dem Unternehmen noch nicht festgelegt, jeder fünfte dieser Altersgruppe weiß noch nicht, wie er seine Nachfolge regeln wird.*

**Ursachen und Formen der Unternehmensübergabe**  
 Angesichts der Resistenz zahlreicher Unternehmer gegenüber der persönlichen Auseinandersetzung mit dem Thema Nachfolge verwundert es nicht, daß sich auch an den allseits bekannten Zahlen des Instituts für Mittelstandsforschung Bonn zur Unternehmensnachfolge nichts geändert hat: 71.000 Unternehmen müssen jährlich an Nachfolger übergeben werden, knapp zwei Drittel hiervon altersbedingt, aber in 26.000 Unternehmen p.a. wird die Übergabe eines Unternehmens wegen Krankheit, Tod oder familiärer Probleme des von der eigentlichen Altersgrenze noch weit entfernten Unterneh-

mers praktisch erzwungen. Nur knapp 46 % aller übergabereifen Unternehmen gehen an die nächste Generation innerhalb der Familie; knapp jedes achte geht (u.a. qua MBO) an einen Mitarbeiter, knapp jedes sechste (u.a. qua MBI) an eine externe Führungskraft. Fast jedes fünfte Unternehmen wird an ein anderes Unternehmen verkauft, und 5.000 Unternehmen werden jährlich mangels Nachfolger stillgelegt.

Von letzterem betroffen sind etwa 32.000 Beschäftigte p.a. (vgl. [www.ifm-bonn.org](http://www.ifm-bonn.org)).



Dr. Gunter Kayser

## Definitionsfrage: Echte Buy-outs versus Existenzgründung und Übernahme

Die Unternehmensübertragung an interne (MBO) oder externe (MBI) Führungskräfte bzw. Managementteams

spielt also bei der Lösung des Nachfolgeproblems eine gewichtige, bisweilen in der Öffentlichkeit aber auch mißverständlich kommunizierte Rolle. Letzteres ist vor allem darauf zurückzuführen, daß die Allgemeinheit zwischen den einfacheren Formen der Unternehmensübernahme als Unterart einer Existenzgründung und den meist anspruchsvollen und mehrstufigen Verfahren des MBO/MBI und seiner Unterarten (BIMBO/ Employers Buy-out/Leveraged Buy-out etc.) nicht unterscheidet. Allein die große Zahl an Transaktionen (nach den Berechnungen des IfM Bonn jährlich etwa 20.000) weist darauf hin, daß es sich bei der Mehrzahl aller Fälle, in denen

ABB. 1: NACHFOLGEFÄLLE IN DEUTSCHEN FAMILIENUNTERNEHMEN  
– NEUBERECHNUNG 2002

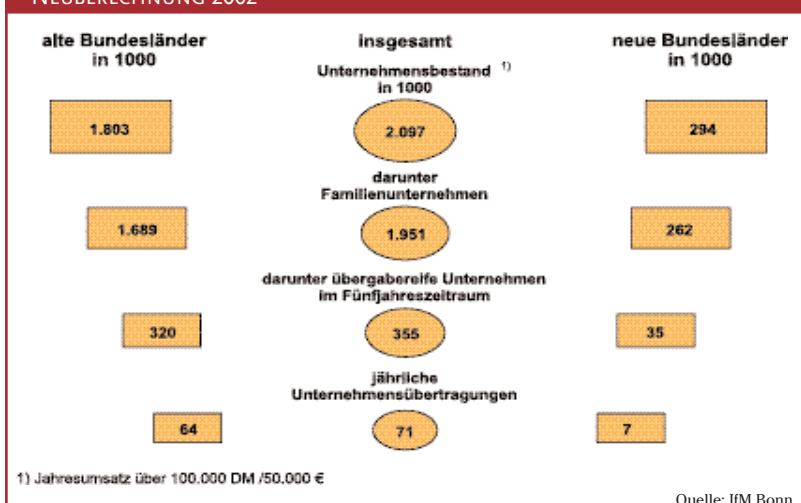
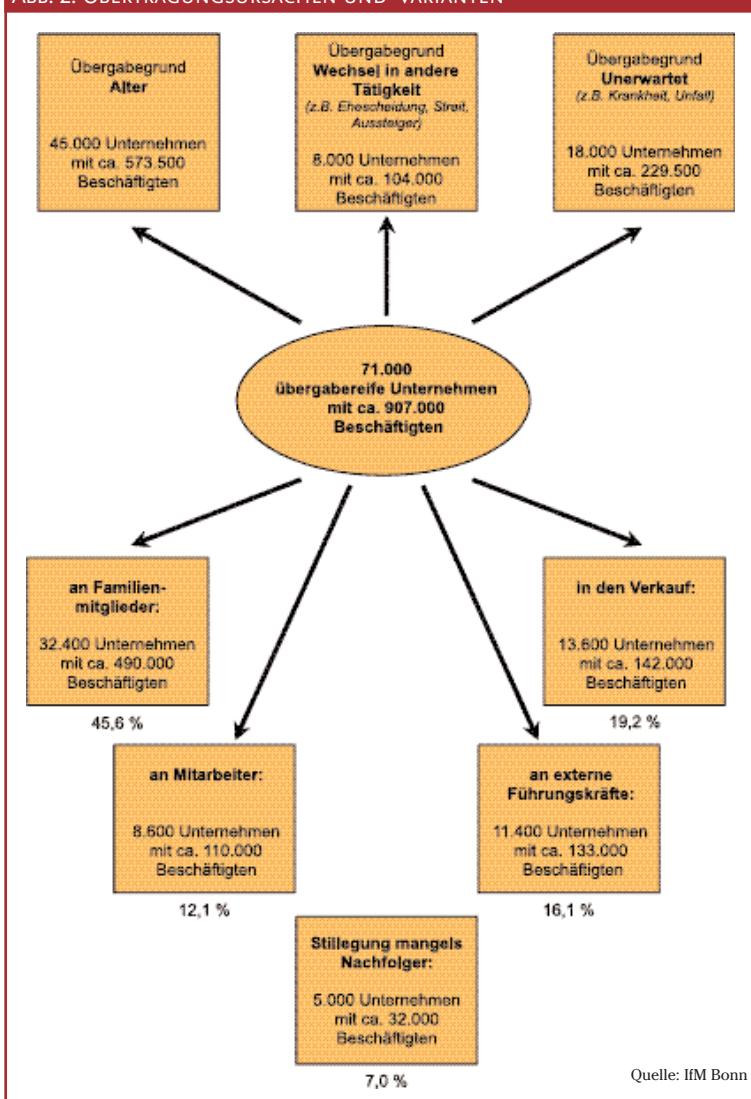


ABB. 2: ÜBERTRAGUNGURSACHEN UND -VARIANTEN



der Nachfolger nicht aus der Familie, sondern aus dem Unternehmen selbst oder von außerhalb des Unternehmens kommt, um einfache Übernahmen bzw. besondere Formen einer Existenzgründung handelt. Nur bei einer kleinen, wirtschaftlich jedoch gewichtigen Zahl von Nachfolgelösungen finden echte MBO/MBI-Transaktionen im Sinne einer wissenschaftlichen Definition statt. D.h. es ist eine, gemessen am gesamten Kaufpreis, hohe Fremdfinanzierung der Übernahmeinvestition erforderlich, bei gleichzeitiger Orientierung des Finanzierungskonzeptes am Cashflow des übernommenen Unternehmens und – ebenfalls gleichzeitiger – Beteiligung spezialisierter, externer Eigenkapitalgeber und Berater. Ein MBO/MBI im engeren Sinne ist also die Ausnahme, nicht die Regel bei der in Deutschland üblichen Nachfolgegestaltung. Allerdings handelt es sich um einen bedeutenden und volkswirtschaftlich gewichtigen Kreis.

### Potential für Buy-outs noch nicht ausgeschöpft

Nach den Berechnungen des IfM Bonn kommen jährlich etwa 5 % aller an Nicht-Familienmitglieder zu übertragenden Unternehmen für ein echtes MBO/MBI bzw. eine der be-

kannten Unterformen dieser Übertragungsarten in Betracht. Da es sich hierbei aber in der Regel um größere Unternehmen handelt, die ein – gemessen am durchschnittlichen Nachfolgefall – überdurchschnittlich hohes Umsatz- und Beschäftigungsvolumen repräsentieren, stellt ein MBO/MBI einen geeigneten, aber auch anspruchsvollen Weg dar, gerade größere Unternehmen ohne eigenen Nachfolger für die nächste Generation zu erhalten. Rein rechnerisch kämen jährlich gut 1.000 Unternehmen für ein MBO/MBI in Frage. Die Realität zeigt jedoch, daß dieses Potential bei weitem nicht ausgeschöpft ist, obwohl die Rahmenbedingungen hierfür schon längst geschaffen wurden. Der institutionelle Beteiligungsmarkt ist hoch entwickelt und ergiebig, der Beratungsmarkt hat sich auf Nachfolgeberatung und die Begleitung von MBO/MBI-Transaktionen eingestellt, das Interesse an der unternehmerischen Selbständigkeit in der Bevölkerung nimmt zu.

### Gründe für den Nachholbedarf in Deutschland

Wenn das Potential also bei weitem noch nicht ausgeschöpft ist, so liegt es zu einem guten Teil daran, daß die Nachfolge aus dem Kreis der Eigentümerfamilie gerade in Familienunternehmen immer noch eindeutig bevorzugt wird. So rechnen 60 % aller Industrieunternehmen mit zwischen 50 und 199 Beschäftigten, klassische Mittelständler also, mit einer Nachfolge aus dem Familienkreis. Erst jenseits einer Größen-

schwelle von 200 Mitarbeitern werden in nennenswertem Umfang Buy-outs/Buy-ins als Nachfolgelösung angestrebt. Von den knapp 2.600 industriellen Familienunternehmen mit mehr als 200 Beschäftigten erwarten im Jahre 2004 etwa 428 eine Nachfolgelösung in Form eines Buy-out, während 780 industrielle Familienunternehmen mit einer Nachfolgelösung qua Buy-in rechnen.

### Nachfolgepräferenz für externes Management

Die deutliche Bevorzugung eines extern akquirierten Managements ist einerseits darauf zurückzuführen, daß bei der Personalarbeit im eigenen Unternehmen eine Motivation bzw. Vorbereitung der existierenden Leitungsebene auf die Nachfolge nicht in ausreichendem Maße stattfindet. Zu vermuten sind aber auch mentale Barrieren beim Unternehmer selbst, der häufig nicht nur die Nachfolge-regelung verzögert, weil er nicht loslassen will, sondern sich auch nur schwer mit dem Gedanken vertraut machen kann, daß sein Lebenswerk von Menschen weitergeführt wird, die er – z.T. seit langen Jahren – kennt, während er zumindest in seiner Selbstwahrnehmung ins Alttenteil überwechselt.

## „Wir beobachten eine Zunahme der MBO-Bewerber“

*Interview mit Dr. Barbara Burkhardt-Reich, Organisation Studiengang MBA in Unternehmensentwicklung, Hochschule Pforzheim*

*Im Wintersemester 2003/2004 startete der Master-Studiengang „Unternehmensnachfolge“ an der Fachhochschule Pforzheim mit 15 Teilnehmern. Das berufsbegleitende, 15-monatige Aufbaustudium soll Manager, die den Familienbetrieb oder das Unternehmen ihres Arbeitgebers übernehmen wollen, auf eine erfolgreiche Übernahme vorbereiten. Das VentureCapital Magazin sprach mit Dr. Barbara Burkhardt-Reich über erste Erfahrungen mit dem neuen MBA-Studiengang ([www.mba-ue.de](http://www.mba-ue.de)).*

**VC Magazin:** Warum war es notwendig, einen eigenen Studiengang für Unternehmensnachfolger zu gründen? Reicht ein betriebswirtschaftliches Studium in Kombination mit anschließender Berufserfahrung nicht aus, um einen Nachfolgeprozeß sicherzustellen?

**Dr. Burkhardt-Reich:** Zu einem qualifizierten Nachfolgeprozeß gehören aus unserer Sicht nicht nur die betriebswirtschaftlichen, sondern interdisziplinäre Grundlagen: Der künftige Unternehmer muß Grundkenntnisse der Technik und Informatik, des Steuer- und Wirtschaftsrechts ebenso beherrschen wie Managementtechniken und Entrepreneurship. Die Besonderheiten unseres Studiengangs liegen in den drei für uns gleichberechtigten Modulen: Studienprogramm (interdisziplinäre Grundlagen), Praxisprogramm (Persönlichkeitsentwicklung, Umgang mit Dienstleistern und Ressourcen, Unternehmerisches Leben) und dem Betreuungsprogramm (Individuelles Coaching, Gruppen- und Networkbildung). Ein weiteres Spezifikum des Studiengangs ist die ausführliche Be-

handlung des anstehenden Nachfolgeprozesses selbst, also der Fragen und Herausforderungen zu den Themen Führungswechsel, Anteilsübernahme und Vererbung sowie der Entwicklung von Familienstrategien, denen sich Übergeber und Übernehmer in dieser Phase ausgesetzt sehen.

**VC Magazin:** Welche Zulassungs-Voraussetzungen müssen die Teilnehmer des MBA-Studienganges erfüllen und wie läuft das Auswahlverfahren? Welche Resonanz erhielten Sie auf die erste Ausschreibung?

**Dr. Burkhardt-Reich:** Die Teilnehmer müssen ein mit gut abgeschlossenes Hochschulstudium, Berufserfahrung und vor allem ein konkretes Übernahmeprojekt nachweisen. Sie bewerben sich mit umfangreichen Bewerbungsunterlagen, über die Zulassung wird in einem persönlichen Auswahlgespräch entschieden. Die Resonanz ist sehr gut, allerdings sind die Voraussetzungen häufig nicht erfüllt.

**VC Magazin:** Neben reinem Fachwissen ist vor allem auch Sozialkompetenz ein wichtiges Erfolgskriterium für Unternehmensnachfolger. Wie vermitteln Sie diese Soft Skills? Wie praxisbezogen ist der MBA-Studiengang?

**Dr. Burkhardt-Reich:** Wir vermitteln Soft Skills über das Training von z.B. Selbst-, Konflikt- und Projektmanagement, aber auch durch eine Vielzahl von Kontakten zu Experten aus Politik und Wirtschaft, Unternehmerpersönlichkeiten, Exkursionen zu Unternehmen und Organisationen. Darüber hinaus werden auch die fachlichen Kompetenzen z.B. durch Planspiele vermittelt und geschult. Im Mittelpunkt steht bei vielen Veranstaltungen das eigene Übernahmeprojekt, und damit ist immer der Praxisbezug hergestellt, dadurch erklärt sich auch, daß dies eine wichtige Voraussetzung für das Studium ist.



Die ersten Teilnehmer des MBA-Studiengangs „Unternehmensnachfolge“ an der Fachhochschule Pforzheim.



Dr. Barbara Burkhardt-Reich

# BERLINER WIRTSCHAFT

- direkt zum Mittelstand

Mit einer Anzeige in der Berliner Wirtschaft erreichen Sie Entscheider und Führungskräfte in mittelständischen Unternehmen der deutschen Wirtschaft.

IHK-Zeitschriften werden von 31,2% dieser wichtigen Personengruppe intensiv gelesen. Das ist ein Kernergebnis der jüngsten Leseranalyse „Entscheider im Mittelstand“, die vom Emnid Institut Ende 2003 durchgeführt wurde.

Nutzen auch Sie die Berliner Wirtschaft als Ihr Marketing-Instrument.

Erscheinungstermine: 26.7. / 6.9.2004

- Bitte schicken Sie uns die Mediadaten 2004 zu
- Bitte unterbreiten Sie uns ein Angebot

Format .....

Firma .....

Name .....

Anschrift .....

Telefon/Fax .....

Datum/Unterschrift .....

Anzeigenschluss: 15.7. / 26.8.2004

## möller

Buch und Zeitschriften  
Verlag KG

Oranienstrasse 48

13489 Berlin

Tel. 030/419 09-540

Fax 030/419 09-544

beick@moellerdruck.de

www.bw-moellerdruck.de

**VC Magazin:** Wie viele Studenten sind derzeit Nachfolger aus Familienunternehmen, MBO oder MBI-Aspiranten?  
**Dr. Burkhardt-Reich:** Im ersten Studienjahr haben wir neun Studierende, davon übernehmen acht das Familienunternehmen, einer das Unternehmen, in dem er im Moment arbeitet.

**VC Magazin:** Warum gibt es Ihrer Meinung nach nur einen MBO-Kandidaten?

**Dr. Burkhardt-Reich:** In den Familienunternehmen scheint eine höhere Sensibilisierung und auch der Wunsch zur Nachfolgequalifizierung vorzuliegen, manchmal aufgrund der eigenen Erfahrungen. Wir beobachten aber bei der Bewerberrunde für das kommende Studienjahr auch eine Zunahme der MBO-Bewerber.

**VC Magazin:** Finanziert wird der Studiengang teilweise durch das „12-Punkte-Programm Unternehmensnachfolge“ des baden-württembergischen Wirtschaftsministeriums, des Europäischen Sozialfonds und der Sparkasse Pforzheim Calw. Darüber hinaus sind Studiengebühren fällig – pro Student etwa 15 000 Euro. Für welchen Zeitraum ist die Finanzierung des Studiengangs gesichert? Sind die Studiengebühren nicht zu hoch?

**Dr. Burkhardt-Reich:** Die Stiftungsprofessur ist für fünf Jahre gesichert. Aufgrund der hervorragenden Resonanz und vielfältiger Ideen zur Weiterentwicklung können wir bereits heute von einer weitergehenden Laufzeit ausgehen. Im Hinblick auf die Studiengebühren muß betont werden, daß es sich um ein Zweitstudium handelt, im Vergleich zu Trainings und anderen Studienmodulen, die auf dem freien Markt angeboten werden, ist es sehr kostengünstig.

**VC Magazin:** Der nächste Jahrgang startet im September 2004. Wie lange läuft die Bewerbungsfrist?

**Dr. Burkhardt-Reich:** Der baden-württembergische Wirtschaftsminister Döring hat am 20.2.2004 die Bewerberrunde für das nächste Studienjahr eröffnet, erste Zulassungen sind bereits erfolgt. Bewerbungen sind noch bis Studienbeginn möglich. Wir starten am 29. September 2004 mit dem zweiten Jahrgang.

**VC Magazin:** Vielen Dank für das Gespräch!

Das Interview führte Markus Hofelich.

# Verantwortung und unternehmerische Freiheit

## *Der Buy-out aus Sicht eines Managers*

*Vom Angestellten zum Unternehmer: Oliver Schanz steht kurz vor dem Management Buy-out bei seinem Arbeitgeber, der Pforzheimer Datenverarbeitungs-GmbH (PDG), einem IT-Systemhaus mit 8 Mitarbeitern und einem Jahresumsatz von ca. 1 Mio. Euro. „Hier bietet sich die Chance, ein Lebensziel zu verwirklichen, nämlich als Unternehmer tätig zu sein. Damit verbinde ich den Wunsch, meine Ideen und Konzepte eigenverantwortlich umzusetzen. Dies bringt viel Verantwortung, aber auch viel Freiheit mit sich“, erklärt Oliver Schanz seine Motivation.*

### **Wandel vom Rechenzentrum zum IT-Systemhaus**

Das Pforzheimer Unternehmen startete 1970 als Rechenzentrum, das sich auf mittelständische Unternehmen der Schmuck- und Uhrenindustrie sowie des Ver-

sandhandels spezialisiert hat, für die es vor allem Gehaltsabrechnungen, Fakturierung oder Finanzbuchhaltung abwickelt. Inzwischen hat sich daraus ein modernes Dienstleistungunternehmen entwickelt, das neben der Einführung von ERP-Software auch Netzwerk-, Hardware und Softwareinstallationen, Schulungen und Beratung der Kunden im IT-Bereich durchführt. Schanz fühlt sich seiner künftigen Aufgabe gewachsen: Nach 10 Jahren bei PDG hat er alle wichtigen Stationen durchlaufen, von der Softwareentwicklung über das Produktmanagement bis hin zur Projektleitung. „Ich habe den Umbau vom traditionellen Rechenzentrum zum modernen IT-Systemhaus auf der technischen Seite mitgestaltet, kenne unsere Software bis ins Detail und bin von ihrer Leistungsfähigkeit überzeugt“, zeigt sich Schanz selbstbewußt.



Oliver Schanz

### **Notwendigkeit der Unternehmensnachfolge**

Auch bei PDG machte das Alter der beiden Unternehmensgründer und -lenker eine Planung der Unternehmensnachfolge notwendig: Nachdem Geschäftsführer Joachim Werner bereits seit 2002 im Ruhestand ist, möchte sich auch der 62-jährige Hans-Peter Wolf, der seitdem alleine die Geschäfte führt, in absehbarer Zeit aus dem Unternehmen zurückziehen. Da beide keine Kinder haben, die Interesse an einer Firmenübernahme hätten, standen Wolf und Werner dem Gedanken aufgeschlossen gegenüber, den Betrieb in die Hände eines langjährigen Mitarbeiters zu legen. Die Alternative zum Buy-out wäre gewesen, die Geschäftsführung an einen bezahlten Geschäftsführer zu übergeben und die Anteile an der Gesellschaft zu behalten. „Wir sind uns hier aber einig, daß Eigentum und Führungsverantwortung in einer Hand liegen sollen, da dies für die Identifikation mit dem Unternehmen wichtig ist“, sagt Oliver Schanz.

### **Herausforderungen nach dem MBO**

Bisher war Schanz für die Abwicklung von Projekten zuständig. Mit dem Wechsel in die Geschäftsführerposition ist die Verantwortung für das Unternehmen als Ganzes verbunden. Hier zählen nun Fragen der strategischen Ausrichtung des Unternehmens, Vernetzung des Unternehmens mit Partnern und Mitarbeiterführung zu den künftigen Aufgaben. Wichtiges strategisches Ziel für Oliver Schanz ist es, die Zielgruppe zu erweitern und das IT-Systemhaus auch in anderen Branchen wie der Automobilindustrie, Kunststoffindustrie und dem Werkzeugbau bekannt zu machen und zu etablieren.

### **Masterstudiengang für Unternehmensnachfolger schließt Lücken**

Das Informatik-Studium hat Schanz zwar in den Jahren als Software-Entwickler und Projektleiter eine gute Wissensbasis geboten, die künftige Tätigkeit als Unternehmer erfordert jedoch betriebswirtschaftliche Kenntnisse im Bereich Controlling, Personalführung und Management. Diese Lücke soll das MBA-Aufbaustudium für Unternehmensnachfolger an der FH Pforzheim (sh. Seite 34) schließen, das er parallel zum Beruf absolviert. Der Studiengang vermittelt neben essentiellen BWL-Kenntnissen alle relevanten Punkte der Nachfolge wie



rechtliche und steuerliche Themen, aber auch die sozialen und psychologischen Aspekte. Im Rahmen der Abschlußarbeit soll ein schlüssiges konkretes Nachfolgekonzept für PDG entwickelt werden. Dabei soll auch die optimale Transaktions- und Finanzierungsstruktur gefunden werden, die bisher noch nicht feststeht.

**Fazit:**

„Dieser Prozeß der Nachfolge wird in vielen Betrieben unterschätzt. Dies führt zu kurzfristigen Hauruck-Aktionen, die Irritationen bei Kunden und Mitarbeitern auslösen können“, sagt Oliver Schanz. Als Erfolgsrezept sieht er, daß die Beteiligten frühzeitig über ihre Vorstellungen sprechen und

ein konkretes Nachfolgekonzept erstellen. Für den Übergeber hat dies den Vorteil, daß er seinen Einstieg in den Ruhestand besser planen kann und daß es eine klare Regelung bezüglich der Altersversorgung gibt. Auch der Übernehmer kann sich auf seine neue Aufgabe besser vorbereiten. Fragen der Finanzierung können geklärt, Know-how vom Übergeber zum Übernehmer transferiert und Vertrauen zu Kunden und Mitarbeitern aufgebaut werden. Außerdem sollte so eine Transaktion nicht rein von der geschäftlichen Seite betrachtet werden: Gerade beim Thema Nachfolge sind die zwischenmenschlichen Dinge von entscheidender Bedeutung.

*Markus Hofelich*

Anzeige

# Flexibilisierung der Pharmaforschung durch MBOs

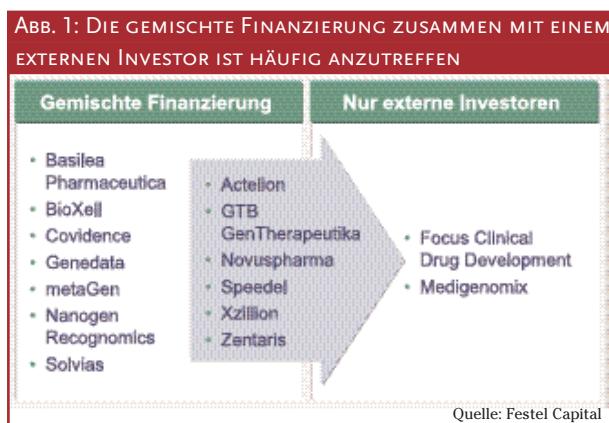
*Möglichkeit zur schnelleren Kommerzialisierung von FuE-Ergebnissen*

*Dr. Gunter Festel, Geschäftsführer, Festel Capital, Hünenberg/Schweiz\**

In der Pharmaindustrie gibt es eine zunehmende Anzahl an Forschungs- und Entwicklungs- (FuE-) Spin-offs in der Form von Management Buy-outs, die hochspezialisierte Dienstleistungen anbieten (z.B. Covidence, Focus Clinical Drug Development, Medigenomix, Solvias) oder Produktentwicklung betreiben (z.B. Actelion, Basilea Pharmaceutica, BioXell). Ein FuE-Spin-off in Form eines Management Buy-outs kann in vielen Fällen eine geeignete Möglichkeit sein, um FuE-Aktivitäten fortzuführen und die Ergebnisse zu kommerzialisieren. Insbesondere kann bei reduzierter Managementkomplexität beim Mutterunternehmen die unternehmerische Energie des Managementteams für die Kommerzialisierung genutzt werden. Ein wichtiger Aspekt ist dabei auch, daß beim Mutterunternehmen die Fixkosten sinken und die Schnelligkeit der FuE zunimmt. Dies erfolgt unter anderem durch eine Verbesserung der Kooperationsmöglichkeiten und die Steigerung der Motivation der Mitarbeiter. Damit können FuE-Spin-offs einen wichtigen Beitrag zur Flexibilisierung und Erhöhung der Effektivität und Effizienz in der Pharma-FuE leisten.

## Konzeptionierung eines FuE-Spin-offs

Bei der Gründung eines FuE-Spin-offs gibt das Mutterunternehmen das entsprechende Humankapital und die notwendigen Vermögensgegenstände inklusive der Intellectual Property (Patente) ab. Ein Finanzinvestor finanziert den Liquiditätsbedarf des neuen Start-up-Unternehmens. Diese Art der „gemischten Finanzierung“ ist häufig anzutreffen (Abb. 1).



Die Einbindung eines externen Investors weist eine Reihe spezifischer Vor- und Nachteile auf (Abb. 2). Es besteht von Anfang an im Start-up-Unternehmen eine starke Geschäftsorientierung aufgrund des Drucks von Seiten des externen Kapitalgebers. Zudem können die zusätzlichen Finanzmittel zielgerichtet investiert werden, und das Netzwerk des Investors kann den Geschäftsaufbau unterstützen. Der größte Vorteil ist allerdings, daß die Finanzierung der Spin-offs durch externe Kapitalgeber quasi eine „Nagelprobe“ ist, bei welcher der Spin-off in der Lage sein muß, externes Kapital zu gewinnen.



Dr. Gunter Festel

Ein wichtiger Aspekt ist eine eigene Identität des FuE-Spin-offs mit eigenem Namen und eigener rechtlicher Einheit, so daß der FuE-Spin-off vom Mutterunternehmen möglichst unabhängig ist. Zu beachten ist dabei auch eine gut ausbalancierte und vor allem transparente Erfolgsbeteiligung des Managements und der Mitarbeiter. Das Management sollte dazu am Eigenkapital beteiligt sein. Bei einer Eigenkapitalbeteiligung sollte allerdings in der Regel nur das Top-Management berücksichtigt werden, da sich sonst zu komplizierte Entscheidungsstrukturen ergeben.

## Aktuelle Beispiele aus der Pharmaindustrie

Der Einstieg von Finanzinvestoren in einer Reihe von FuE-Spin-offs zeigt, daß es sich um ein interessantes Betätigungsfeld handelt. Obwohl es sich in der Regel um klassische Management Buy-outs handelt, sind hier Fi-

\* Dr. Gunter Festel ist Gründer und Managing Director von Festel Capital ([www.festel.de](http://www.festel.de)), einem Kompetenz-Netzwerk aus erfahrenen Beratern und Industriexperten aus der Chemie-, Pharma- und Biotechindustrie.

ABB. 2: DIE GEMISCHTE FINANZIERUNG WEIST EINE REIHE SPEZIFISCHER VOR- UND NACHTEILE AUF

Vorteile	Nachteile
• <b>Externe Sichtweise:</b> Objektive und unabhängige externe Sichtweise	• <b>Wertverlust:</b> Der Konzern muß Eigenkapital abgeben und kann später nicht die gesamte Wertsteigerung realisieren
• <b>Leistungsdruck:</b> Es besteht von Anfang an eine starke Geschäftsorientierung aufgrund des Druckes von Seiten des externen Kapitalgebers	• <b>Konflikt:</b> Es besteht ein potentieller Interessenkonflikt mit dem externen Kapitalgeber bezüglich des Exits
• <b>Finanzmittel:</b> Zusätzliche Finanzmittel können zielgerichtet investiert werden	
• <b>Netzwerk:</b> Das Netzwerk des externen Investors kann den Geschäftsaufbau unterstützen	
• „ <b>Nagelprobe</b> “: Spin-offs müssen in der Lage sein, externes Kapital zu gewinnen („Proof of Concept“)	

Quelle: Festel Capital

finanzinvestoren auch bereit, eine Minderheitsbeteiligung einzugehen. Die folgenden Beispiele sollen die große Palette an Finanzierungsmöglichkeiten verdeutlichen:

◆ Covidence als Dienstleister im Bereich klinische Entwicklung wurde im Jahr 2002 als Management Buy-out aus den Abteilungen Klinische Forschung, Medical Writing, Pharmacovigilance, Biostatistik und Datenmanagement von Aventis Pharma in Frankfurt gegründet. 3i hat als externer Investor den Spin-off ermöglicht und hält 30 % der Anteile. 40 % der Anteile liegen bei dem ehemaligen Mutterunternehmen Aventis und die restlichen 30 % beim Management und den Mitarbeitern.

◆ Das Biotech-Unternehmen metaGen mit Focus auf Krebsforschung wurde 1996 gegründet und 2001 mit rund 60 Mitarbeitern von Schering abgespalten. Die Finanzierung erfolgte durch Apax als externen Investor (47,7 % Apax, 46,2 % Schering, 6,1 % metaGen Management). Das Unternehmen wurde Ende 2003 mit Astex Technology fusioniert, und Schering hält nunmehr 12 % der neuen Gesellschaft.

◆ Das Biotech-Unternehmen BioXell mit Focus auf Immunologie wurde 2002 von Hoffmann-La Roche in Mailand abgespalten. Hier handelte es sich um eine typische VC-Finanzierung, bei welcher in zwei Finanzierungsrunden fast 40 Mio. Euro von MPM Capital, NIB Capital Private Equity, Index Ventures, Life Sciences Partners und der italienischen Investmentbank Investimenti Piccole Imprese investiert wurden.

#### Fazit:

FuE-Spin-offs in der Pharmaindustrie werden in den nächsten Jahren eine große Bedeutung erlangen, da sich Pharmaunternehmen in der FuE zunehmend focussieren und damit alternative Finanzierungsmöglichkeiten für Nicht-Kern-Projekte gefunden werden müssen. Besonders geeignet sind dabei Management Buy-outs, bei denen Finanzinvestoren im Rahmen einer angemessenen Beteiligung den Liquiditätsbedarf zur Realisierung der Projekte beisteuern und das Management adäquat beteiligen.

Anzeige



USE HE E E F MM  
FCHTS NW LTF

THE DAILY NEWS  
LILLE

E LIN  
SSEL F  
ESSEN  
F NKFT  
H MVE  
M NGHEN  
M ILN  
LM EMLC  
SYNEY  
Z ICH

us H rrFr mm st n r rB nwrlsch ilor chlch r tn n nwllsknd n n utschl n .  
ns chs ltschn v r nmt n lntn rt n rt m hr ls 12 zw ltnt n l un  
nt n l M n n t n ul lling l i sWrlsch fls-un Sl u rchls. urch n l un  
rk mk m t nz ns wh n nS z ttstn c n ls lesten rt rr fr nk nl w tr,  
nl r dn r dt ms whd stt us H rrFr mm r urch hru v n r klnn  
Tr ns kt n n llGr B n r n n n tnl n nv u llzu schtn L sdn n .

Ismt l ist n s r nt r K nzl l t us H rrFr mm c st n W R uf n v u ll tr un  
hr M n n t n , rs n ch r t n un K mntt r M n n t n z h n n .

r Eur nL l ll ne , nmZus mm neschluss rS z ttm ts ohsn mh ft n K nzl n  
I ch r Z lchln usEn l n .F nk r ch l d l l n .Sch ll n un S n n .st us H rr  
Fr mm zu m r w th rv r n n st n rt Mt n mT mvr -15 nwlt n l t n  
K nzl n r Eur nL l ll ne nm t n l r r n Un r hm n r nz rschr -  
tn n l kt n Tr ns kt n n .

F r n n v u ll Er r run lhr r r kt w n nS sch tt n uns r n G sch ft s' hr r  
Christ n b ,K nsl l -1 , 215 ss l r,T l f n (211)3 - .

# Unternehmenskäufe in Ostdeutschland

## *Hoher Buy-out-Anteil bei der Privatisierung ostdeutscher Unternehmen*

Zu Beginn der 90er Jahre hat die Treuhandanstalt rund 15.000 Unternehmen privatisiert. In etwa 3.000 Fällen davon wurde die Lösung über ein Management Buy-out oder Buy-in gefunden. Einige dieser Firmen haben seitdem einen erfolgreichen Weg in die Marktwirtschaft zurückgelegt. Das Potential für neue Transaktionen hat sich mittlerweile normalisiert – dennoch bleiben Beteiligungsmodelle auch für Ostunternehmen eine interessante Finanzierungsalternative.

### **Der Weg in die Marktwirtschaft**

Wie viele andere Betriebe stand das IMA Institut für Materialforschung und Anwendungstechnik in Dresden Anfang des Jahres 1993 vor dem entscheidenden Problem: Entweder es findet sich ein Käufer von außen, oder es droht die Abwicklung. Einige leitende Mitarbeiter wollten sich mit diesen Alternativen nicht abfinden und erwarben mit eigenem Kapital kurzerhand selbst die vorhandenen Assets von der Treuhandanstalt. „Dazu gehörten die Mitarbeiter, das vorhandene Know-how und das Inventar“, sagt Dr. Helmut Rösner, einer der Gründungsgesellschafter der heutigen IMA GmbH. In den folgenden Jahren haben die vier Käufer das Unternehmen mit viel Engagement wettbewerbsfähig gemacht und weiter entwickelt. Das Ergebnis: Nach 4,8 Mio. Euro in 1994 erzielten die mittlerweile 110 Mitarbeiter in 2003 einen Umsatz von rund 13 Mio. Euro. Und das Unternehmen kann prominente Kunden vorweisen. Im Luftfahrtsektor etwa prüft IMA in Kooperation mit der München IABG die Betriebsfestigkeit von Airbus-Flugzeugen. Darüber hinaus gehören Bauteilettests für Schienenfahrzeuge und die Autoindustrie zum Leistungsspektrum.

### **Gefördert und gewachsen**

Übernahmen dieser Art hat es nach der Wende zu Tausenden gegeben. Leitende Mitarbeiter erwarben ihre Unternehmen lieber als den Arbeitsplatz zu verlieren – und bei der Finanzierung halfen die damals noch besonders ergiebigen Förderprogramme. „Bei der Mehrzahl dieser Geschäfte standen andere Unternehmen, Kommunen oder Privatpersonen als `Eigenkapitalinvestor` Paten“, sagt Dr. Holger Frommann, Geschäftsführer des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK). Auf nur circa 80 bis 90 aber beziffert er



die Zahl der MBOs, an denen Private Equity-Gesellschaften beteiligt waren. Nicht wenige der damals durch Buy-outs entstandenen Unternehmen haben sich seitdem erfolgreich weiterentwickelt oder sind zu Tochtergesellschaften von Konzernen geworden. So gehört das Kosmetikunternehmen Florena Cosmetic GmbH im sächsischen Waldheim mittlerweile zum Beiersdorf-Konzern. Die im Zuge eines MBO privatisierte Multicar Spezialfahrzeuge GmbH im thüringischen Waltershausen fährt ebenfalls mit zusätzlicher Finanzkraft, seit die Hako Gruppe in Bad Oldesloe als Hauptgesellschafter eingestiegen ist.

### **Teils steiniger Weg zum Erfolg**

Viele kleinere Unternehmen dagegen mussten auf dem Weg zum Erfolg im freien Markt auch schwere Krisen überstehen. Bei der VAD Video-Audio-Design GmbH in Dresden etwa prägten jahrelang Kurzarbeit und Auftrags-einbrüche die Unternehmensgeschichte. 1998 erwarb dann Geschäftsführer Michael Strey die VAD im Zuge eines zweiten MBO für damals 60.000 Mark und investierte, unter anderem mit Hilfe von Fördergeldern, weitere 70.000 Mark in die zukünftige Entwicklung. Es hat sich gelohnt: Das Unternehmen, das Hochfrequenz-Baugruppen zur Vermessung von Funkkanälen und Meßgeräte für den terrestrischen digitalen Rundfunk herstellt, erwirtschaftet seit vier Jahren wieder steigende Umsätze und Gewinne. Jetzt wäre auch der Sprung in das internationale Ge-

schäft machbar, doch zu der dafür notwendigen Vorfinanzierung fehlt es an Liquidität. „Da wäre ein Investor von außen schon hilfreich“, sagt Strey. Doch bei heute 1,2 Mio. Euro Umsatz ist das Unternehmen für ein Engagement von Beteiligungsgesellschaften nach Streys Erfahrungen ganz einfach zu klein.

### Private Equity für Wachstumsunternehmen

Insgesamt sind die Buy-out-Aktivitäten heute in Ostdeutschland wieder auf Normalmaß oder sogar etwas darunter geschrumpft. Da es an einer gewachsenen Mittelstandsstruktur fehlt, gibt es derzeit noch kaum Bedarf an Nachfolgelösungen. Ebenso geraten relativ wenige Großunternehmen in Zugzwang, sich über einen Verkauf an Beteiligungsinvestoren von Randaktivitäten zu trennen. „Die Nachfrage ist verhalten, da es eben noch nicht viele gestandene Konzerne gibt“, sagt Matthias Nebel, Investmentmanager bei der BMT Beteiligungsmanagement Thüringen GmbH. In 2003 entfielen laut BVK-Statistik von insgesamt 40 Buy-out-Investitionen gerade einmal zwei auf die neuen Bundesländer. Nichtsdestotrotz kommt es vor allem mit Blick auf die Wachstumsfinanzierung immer wieder zu vielversprechenden MBOs. So hat sich der Finanzinvestor Barclays Private Equity zu Beginn dieses Jahres bei der nahe Dresden ansässigen Fahrzeugelektrik Pirna GmbH (FEP) engagiert. Der bisherige Eigentümer Joachim Christoph Zarnack trennte sich

im Zuge dieses Buy-outs von 75 % seiner Anteile, partizipiert aber mit den verbliebenen 25 % an der weiteren Wertsteigerung des Unternehmens. Die FEP selbst kann dank der nun besseren Kapitalausstattung kräftig in die zukünftige Entwicklung investieren. „Der Einstieg eines starken Finanzpartners hat sich zudem auch auf unser Ansehen bei den Kunden positiv ausgewirkt“, sagt Geschäftsführer Wolfgang Osterode, der das Unternehmen seit 15 Jahren leitet und durch eine Minderheitsbeteiligung heute ebenfalls noch enger eingebunden ist. Für das Engagement des Investors gab es freilich auch gute Gründe. Die FEP hat sich nach der Privatisierung 1992 zu einem führenden Autozulieferer entwickelt. Der Umsatz ist in den vergangenen zehn Jahren von 3 Mio. Euro auf 40 Mio. Euro gestiegen. „Diese Performance bei gleichzeitig attraktiver Profitabilität hat uns überzeugt“, sagt Dr. Peter Hammermann, Managing Director Deutschland von Barclays Private Equity. Der Beteiligungsmanager hat bereits vor dem FEP-Engagement gute Erfahrungen in Ostdeutschland gemacht. Vor etwas mehr als drei Jahren erwarb Barclays Private Equity mit „Buch und Kunst“ im Zuge eines MBO den größten Bucheinzelhändler Ostdeutschlands. „Wir haben dort gute Profitabilität, eine starke Marktstellung und ein fähiges Management vorgefunden“, sagt Hammermann. Über Zukäufe und die Eröffnungen neuer Filialen schaltete das Unternehmen nach dem Buy-out strikt auf Expansion. Das Ergebnis: Der Umsatz hat sich seitdem verdoppelt, und Buch & Kunst ist nun auch bundesweit der Sprung an die Spitzengruppe der Bucheinzelhändler gelungen.

### Buy-out-Lösungen gestern und heute

Management Buy-outs haben zu Beginn der 90er Jahre ein Gutteil zur Privatisierung ostdeutscher Betriebe beigetragen. Heute sind MBOs vor allem gefragt, wenn sich die Unternehmer der ersten Stunde zurückziehen und wenn Firmen mit Wachstumspotential ihre Finanzkraft stärken wollen. Die im April beschlossene Ausgliederung der Chemieanlagenbau Chemnitz GmbH aus der zum mg-Konzern gehörenden Lurgi AG zeigt darüber hinaus, daß Buy-outs auch in Ostdeutschland eine Lösung für die Restrukturierung von Konzernen sein können.



Produktion bei der MIFA Mitteldeutsche Fahradwerke in Sangerhausen.

Norbert Hofmann

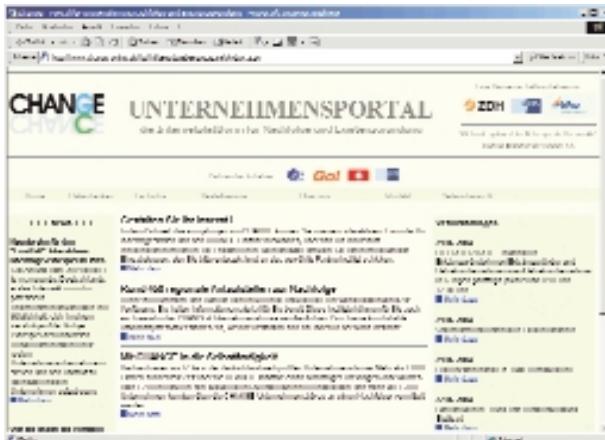
# Nachfolger-Suche im Netz

## Change und nexxt: Internetplattformen zum Thema Unternehmensnachfolge

Bei der Internet-Recherche führt auch die Eingabe des Stichworts „Unternehmensnachfolge“ zu einer Überdosis an Information. Unzählige Links leiten den User auf Seiten regionaler Institutionen, kommerzieller Marktplätze und Dienstleister. Einen Ausweg aus dem Informations-Chaos bieten die Internetportale Change (www.change-online.de) und nexxt (www.nexxt.org). Beide sind Gemeinschaftsprojekte namhafter öffentlicher Institutionen und liefern einen bundesweiten Überblick zum Thema Unternehmensnachfolge: Neben umfassenden Fachinformationen gibt es Veranstaltungshinweise, aktuelle Nachrichten und weiterführende Links. Kernstück beider Plattformen sind Online-Börsen, die Unternehmer und geeignete Nachfolger zusammenbringen.

### **www.change-online.de: 2003 rund 1.000 Transaktionen abgeschlossen**

Anfang 1999 startete Change als Gemeinschaftsinitiative zugkräftiger Initiatoren, des Deutschen Industrie- und Handelskammertages (DIHK), des Zentralverbandes des Deutschen Handwerks (ZDH) und der KfW-Mittelstandsbank, die das Portal auch operativ betreibt. Partner der Initiative sind der Deutsche Sparkassen- und Giroverband e.V. und die Gründungsinitiative NRW. Change betreibt nach eigenen Angaben die deutschlandweit größte Internet-Börse für Unternehmensnachfolge: Sie hat derzeit rund 6.700 Angebote und etwa 3.300 Gesuche gelistet. Im Jahr 2003 wurden 1.002 Transaktionen abgeschlossen, davon 866 Übergaben und 136 Übernahmen. Die Seriosität der Online-Börse wird durch Kontrolle gesichert: IHKs, Handwerkskammern und Sparkassen prüfen die Online-Inserate von übergabewilligen Unternehmern und potentiellen Nachfolgern zunächst und stellen diese



erst dann anonymisiert in die Unternehmensbörsen ein. Eingehende Anfragen leiten die Partner an die Inserenten weiter.

### **www.nexxt.org: Gebündelte Kompetenz von BMWA, KfW und 25 Verbänden**

Zwei Jahre später folgte mit der nexxt Initiative Unternehmensnachfolge ein vergleichbares Internet-Portal. Nexxt wurde im Mai 2001 vom Bundeswirtschaftsministerium gemeinsam mit rund 25 Aktionspartnern aus Verbänden und Organisationen der Wirtschaft, des Kreditwesens und der freien Berufe ins Leben gerufen, darunter der Bundesverband Deutscher Banken (BdB), die Bundesrechtsanwaltskammer, der Bundesverband der Deutschen Industrie (BDI) und die Wirtschaftsjunioren Deutschland. Mit an Bord sind auch – bis auf die Gründungsinitiative NRW – alle Initiatoren und Partner des Unternehmensportals Change, das parallel weitergeführt wurde.

### **Starke Gemeinsamkeiten beider Nachfolger-Portale**

Anders als Change begann nexxt zunächst als reine Informationsplattform. Die Unternehmensbörsen von nexxt – die wie Change von der KfW Mittelstandsbank betreut wird – kam erst im Dezember 2003 hinzu. Zwar liegt hier noch keine offizielle Zahl abgeschlossener Deals vor, doch dürfte nexxt dem Portal Change künftig den Rang als deutschlandweit größte Internet-Börse für Unternehmensnachfolge streitig machen. Schließlich haben auf

www.nexxt.org wesentlich mehr Partner ihre Kompetenz gebündelt. Das Zusammenbringen von Nachfrage und Angebot läuft in beiden Portalen ähnlich ab. Der größte Unterschied: Bei nexxt übernimmt der Regionalpartner – meist Mitglieder der 25 Verbände und Institutionen, etwa lokale IHKs – das aktive Matching zwischen Unternehmen und Kaufinteressenten und stellt nur bei genügend hoher Übereinstimmung der Profile einen Kontakt beider Parteien her. So ist der Regionalpartner von nexxt stärker in den Vermittlungsprozeß einbezogen als der Netzwerkpartner von Change.

### **Merger von nexxt und Change nicht vorgesehen**

Angesichts der vielen Gemeinsamkeiten stellt sich die Frage, warum zwei getrennte statt einem bundesweiten Nachfolger-Portal öffentlicher Stellen nötig sind. Vor allem auch vor dem Hintergrund, daß fast alle Verbände und Institute von Change auch Mitglied von nexxt sind und die KfW Mittelstandsbank die Unternehmensbörsen beider Portale betreibt. Wäre es da nicht sinnvoller – aus Kosten- und Marketinggründen – die Kompetenz in einem Portal zu bündeln? Diese Lösung ist vorläufig nicht in Sicht. Die KfW Mittelstandsbank erklärt auf Nachfrage, daß ein erster Schritt bereits durch eine Suchmaske voll-

zogen wurde, mit der innerhalb der Unternehmensbörse von nexxt in beiden Datenbeständen gemeinsam recherchiert werden kann. „Eine vollständige Integration ist derzeit wegen der Unterschiede im Vermittlungsverfahren dagegen noch nicht realisierbar“, so die Begründung der KfW Mittelstandsbank.

#### **Fazit:**

Change und nexxt bieten als bundesweit von öffentlichen Stellen betriebene Internetplattformen einen seriösen und umfassenden Überblick zum Thema Nachfolge. Linkssammlungen weisen auf speziellere Internetseiten mit thematischen oder regionalen Schwerpunkten hin. Auch wenn die Verschmelzung zu einem Portal sinnvoller wäre, können beide Unternehmensbörsen einen zusätzlichen Beitrag auf der Suche nach dem geeigneten Nachfolger oder Unternehmen leisten. Im Gegensatz zu kommerziellen Unternehmensbörsen, die gegen entsprechendes Entgeld den gesamten Prozeß der Nachfolgevermittlung betreuen, ist das kostenlose Angebot von Change und nexxt jedoch meist auf die Kontaktvermittlung beschränkt.

*Markus Hofelich*

Anzeige

# Das unternehmerische Lebenswerk liquide machen

*Die Realisierung unternehmerischen Vermögens*

*Von Dr. Klaus Weigel, Vorsitzender der Geschäftsführung,  
DZ Equity Partner GmbH*

*Die Gesellschafter von mittelständischen Familienunternehmen haben als wesentliches Vermögen häufig nur ihre Unternehmensbeteiligung. Diese ist aber in der Regel nicht fungibel. Daher stellt sich die Frage, wie ein solcher Vermögensgegenstand in liquides Vermögen transferiert werden kann. Der folgende Beitrag stellt mögliche Strategien vor.*

## **„Klumpenrisiko“ nicht liquider Aktiva**

„Wasser, Wasser überall, aber kein Tropfen zu trinken!“ So wie ein Schiffbrüchiger diesen vermeintlichen Widerspruch beklagt, empfinden häufig auch die Gesellschafter von mittelständischen Unternehmen. Ihre Anteile sind nicht fungibel, so daß sie aus ihnen kein Barvermögen realisieren können. Ein hoher Anteil eines nichtliquiden Aktivums in der privaten Vermögensbilanz ist aber ein „Klumpenrisiko“, das je nach Entwicklung großen Schwankungen unterliegt und damit nicht diversifiziert ist. Insofern sind der erfolgreiche Jungunternehmer und der Gesellschafter eines mittelständischen Familienunternehmens in einer vergleichbaren Situation: Beide müssen zu gegebener Zeit die Früchte ihrer erfolgreichen unternehmerischen Tätigkeit in liquides Vermögen transferieren. Aber auch die Änderung von privaten Lebensumständen oder die bevorstehende Auszahlung von Mitgesellschaftern führen zur Notwendigkeit im Unternehmen, gebundenes Vermögen in Barvermögen umzuwandeln. Aber auch ein bevorstehender Generationswechsel kann eine solche Frage auslösen. Dies geht nämlich oftmals mit der Tatsache einher, daß in der Familie keine geeigneten Nachfolger zu finden sind.

## **Aspekte der Transformation**

Welche wesentlichen Aspekte sind bei einer solchen Transformation zu beachten? Zunächst sind die steuerlichen Konsequenzen zu überprüfen, da diese die Höhe des neu geschaffenen liquiden Vermögens bestimmen. Ferner muß sich der Vermögensinhaber entscheiden, ob er einen Höchstpreis für seine Anteile erzielen möchte oder ob ihm andere Aspekte wichtiger sind. Viele Unternehmen stellen den langfristigen Erhalt unternehmerischer Strukturen, von Arbeitsplätzen und Standorten über einen rein monetären Vorteil. Es muß daher eine klare Strategie formuliert werden, denn bei der Umset-

zung gibt es keinen Platz für Improvisationen und unentschlossene Warteschleifen. Schließlich muß die Anlage des neuen liquiden Vermögens sinnvoll geplant werden, um die mit der Umgestaltung der privaten Vermögensbilanz verfolgten Ziele auch zu erreichen. Klassische Instrumente zur Schaffung von liquidiem Vermögen sind hohe Entnahmen, Kapitalrückzahlungen und sog. Rekapitalisierungen. Solche Strategien sind jedoch nicht mit dem Rückzug des Unternehmers verbunden und sollen im folgenden außer acht bleiben.

## **Unternehmensverkauf oder Börsengang – nicht frei von Risiken**

Als erstes denkt man an einen Anteilsverkauf, um frei verfügbares Vermögen zu schaffen. Ein Verkauf innerhalb der Branche erscheint auf den ersten Blick als der beste und schnellste Weg, weil industrielle Käufer zumeist alle Anteile übernehmen wollen. Bei den Verhandlungen erhalten Mitbewerber aber einen tiefen Einblick in wesentliche Unternehmensdaten. Außerdem werden die künftige Zahl der Arbeitsplätze, die Kontinuität am Standort, der Firmenname, die Produktpalette und die langjährigen Beziehungen zu Kunden und Lieferanten bei einem Erwerb durch ein anderes Unternehmen in Frage gestellt. Häufig sind solche Veränderungen auch davon abhängig, ob der verkaufende Unternehmer noch eine gewisse Zeit an Bord bleibt – und in welcher Funktion. Auch wenn der Unternehmer noch mit einem Minderheitsanteil eine Weile beteiligt bleibt und in der neuen Struktur vielleicht eine Beratungsfunktion übernimmt, so sitzt er doch plötzlich auf der anderen Seite des Tisches. Er hat nicht mehr das alleinige unternehmerische Sagen. Viele Unternehmer haben sich nicht ausreichend auf diesen Tag als



Dr. Klaus Weigel

Wendepunkt in ihrem Leben vorbereitet. Auch die Veräußerung von Unternehmensanteilen im Zusammenhang mit einem Börsengang kann für die Realisierung unternehmerischen Vermögens ein gangbarer Weg sein. Allerdings müssen Unternehmen dann über eine gewisse Größe und eine für die neuen Aktionäre nachvollziehbare Zukunftphantasie verfügen. So gibt es unter den Börseneinführungen aus dem Mittelstand zahlreiche Fälle, bei denen sich die Erwartungen der Altaktionäre, daß eine (spätere) Veräußerung ihrer Anteile über die Börse möglich sei, nicht erfüllt haben. Außerdem können bei einer negativen Kursentwicklung Unternehmenskäufe für eine Wachstumsstrategie nicht mit Aktien bezahlt werden. Auch die Gewinnung und langfristige Bindung von Führungskräften durch Aktienoptionen ist in einer solchen Situation nicht möglich. Diese Erfahrung mußten im übrigen auch viele Unternehmen am Neuen Markt machen, weil sie aufgrund der kräftigen Kursrückgänge in eine solche „IPO-Falle“ geraten sind. Was kann also ein Unternehmer tun, um die obenbeschriebenen Negativszenarien zu vermeiden?

### **Veräußerung an Finanzinvestoren als vorteilhafte Alternative**

Die Veräußerung von Unternehmen an spezialisierte Finanzinvestoren bzw. Beteiligungsgesellschaften hat sich zunehmend zu einer gangbaren Alternative entwickelt. Fehlt ein Nachfolger, so ist ein Management Buy-out, bei dem die bisherige erste und gelegentlich auch zweite Führungsebene ins Eigenkapital geht und Finanzinvestoren einen Großteil der benötigten Finanzierung absichern, ein durchaus sinnvoller Weg. Das Geschäft von Beteiligungsgesellschaften besteht u.a. darin, durch die Übernahme von Gesellschaftsanteilen und die weitere Zuführung von Finanzmitteln unternehmerische Übergänge zu ermöglichen. Durch die Wahl der richtigen



Struktur für einen solchen Übergang soll das Unternehmen erhalten werden und seine Stärken als eigenständige Einheit weiter voll ausspielen. Durch eine optimierte Mischung von Eigen- und Fremdkapital, sog. leveraged Transactions, können die notwendigen Finanzierungsvolumina dargestellt werden. Die Übernahme durch einen Finanzinvestor bringt für den Unternehmer viele Vorteile mit sich. Mittelständische Unternehmensstrukturen bleiben weitestgehend erhalten, die Transaktion kann sehr individuell und diskret gestaltet werden, und der Unternehmer kann sich auch schrittweise aus dem Unternehmen lösen. Außerdem werden Unternehmensinterne möglichen Branchenmitbewerbern nicht offengelegt. Wenn ein Unternehmen über etablierte Produkte mit interessanten Marktanteilen und Zukunftspotential verfügt sowie einen deutlich positiven Cashflow und eine geringe Bankverschuldung aufweist, kann der Verkauf an eine Beteiligungsgesellschaft die ideale Form sein. Insofern ist zu erwarten, daß die Zahl der Übernahmen von mittelständischen Familienunternehmen durch spezialisierte Finanzinvestoren weiter zunehmen wird. Aber auch wenn im Rahmen einer nur teilweisen Vermögensdiversifikation eine Minderheit an Gesellschaftskapital abgegeben oder ein anderer Mitgesellschafter ausbezahlt werden soll, bietet sich die Einbeziehung einer Beteiligungsgesellschaft an. Neben der traditionellen Rolle als Gesellschafter bieten diese auch zunehmend Mezzanine-Finanzierungen als hybride Finanzierungsform zwischen klassischem Eigenkapital und traditioneller Kreditfinanzierung an. Unternehmen können mittels Mezzanine-Kapital eigene Anteile zurückkaufen und so das Ausscheiden von Gesellschaftern ermöglichen. Dies hat den Vorteil, daß die verbleibenden Gesellschafter kein zusätzliches Kapital bereitstellen bzw. kein neuer Gesellschafter als Anteilseigner aufgenommen werden muß.

#### **Fazit:**

Die verschiedenen Optionen zur Herauslösung unternehmerischen Vermögens haben also höchst unterschiedliche Folgewirkungen. Insofern bedarf es einer sorgfältigen Analyse der jeweiligen Vor- und Nachteile. Unternehmer sind in der Regel nur einmal in ihrem Leben mit dieser Situation konfrontiert. Sie sollten sich deshalb frühzeitig der Dienste von erfahrenen Beratern versichern.



## „Deutschland ist nicht so schlecht wie sein Ruf“

*Interview mit Heiner Rutt, Managing Director, The Carlyle Group*

*Die Carlyle Gruppe zählt mit einem verwalteten Vermögen von über 18 Mrd. US-\$ zu den größten Private Equity-Gesellschaften der Welt. Seit 1997 in Europa vertreten, verwaltet das europäische Buy-out-Team von Carlyle einen Fonds in Höhe von 1 Mrd. Euro, wovon bereits über 90 % investiert sind. Das VentureCapital Magazin sprach mit Heiner Rutt, verantwortlich für das deutsche Buy-out-Team der Carlyle Gruppe, über das Interesse ausländischer Investoren am deutschen Markt, Mentalitätsunterschiede in der Buy-out-Kultur und Vorurteile deutscher Unternehmer.*

**VC Magazin:** Ausländische Finanzinvestoren haben zunehmend traditionsreiche deutsche Firmen im Visier: Investments in Celanese, Rodenstock, Kamps oder Grohe sind nur einige prominente Beispiele. Gleichzeitig sprechen beispielsweise Reformstau und schlechte wirtschaftliche Rahmenbedingungen gegen den Standort Deutschland. Worin sehen Sie die Attraktivität Deutschlands für ausländische Investoren?

**Rutt:** Deutschland ist und bleibt eine der größten Volkswirtschaften in Europa und bietet eine extrem hohe Stabilität und Sicherheit für jeden Investor. Zwar ist völlig unbestritten, daß wir einen Reformstau haben und sehr viel mehr tun müßten, aber Deutschland ist nicht so schlecht wie sein Ruf. Bemerkenswert ist, daß jenseits der Flächentarife auf betrieblicher und regionaler Ebene

sehr viele Dinge stattfinden, die häufig übersehen werden. Dort ist die Bereitschaft zu Verhandlungen, Kompromissen und praktischen Lösungen der Gewerkschaften sehr viel größer als man glaubt. Die tatsächliche Aufweichung des Arbeitsmarktes ist in vollem Gange.

**VC Magazin:** Bei den Investitionen des Carlyle Europe Partners I Fonds nach Ländern steht

Deutschland/Österreich mit 43 % an der Spitze, gefolgt von Frankreich (32 %), England belegt mit 5 % einen der hinteren Plätze. Die volumenmäßig größten Buy-out-Märkte in Europa sind Großbritannien und Frankreich. Wie kommt es, daß Sie fast die Hälfte des Fondsvolumens im deutschsprachigen Raum investiert haben?

**Rutt:** Wir investieren ja nicht in die deutsche Wirtschaft an sich, sondern in Wachstumsbereiche, wie beispielsweise in die Automobilindustrie, die in Deutschland sehr stark ist. Die Dominanz der Investitionen im deutschsprachigen Raum hat historische Gründe. Zu Beginn der Expansion nach Europa hat Carlyle 1997 keinen Brückenkopf in London aufgebaut, sondern ist direkt in die kontinentalen Märkte Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien hineingegangen. Wir sind auch in Großbritannien vertreten, sind aber nicht an den Branchenschwerpunkten des dortigen Buy-out-Marktes interessiert, die vor allem in den Bereichen Touristik, Gastronomie und Services liegen.

**VC Magazin:** Während angelsächsische Länder eine Buy-out-Kultur leben, stehen deutsche Manager und Familienunternehmer diesem Finanzinstrument immer noch skeptisch gegenüber. Welche interkulturellen Unterschiede wirken in Deutschland als Hemmschuh? Werden wir Ihrer Meinung nach auch in Deutschland irgendwann britische Verhältnisse haben?



Heiner Rutt





**Rutt:** Ich glaube, wir werden in Deutschland nie britische Verhältnisse bekommen, sondern in Europa immer eine Vielfalt unterschiedlicher Business-Kulturen haben. Auch in Zukunft werden typische Mittelständler in Deutschland anders denken als ihre britischen Pendants. Deutsche Familienunternehmer schauen häufig zweimal hin, bevor sie verkaufen, und verfolgen bei einer Änderung der Eigentümerstruktur teilweise auch nicht-monetäre Gesichtspunkte. Dennoch werden Buy-outs auch hierzulande, sei es im Rahmen einer Desinvestment-Strategie von Konzernen oder als Nachfolgeregelung bei Familienunternehmen, künftig an Bedeutung gewinnen. Das hängt mit der fortschreitenden Entwicklung der Private Equity-Industrie, zunehmenden Transaktionen und der Vorbildfunktion erfolgreich durchgeföhrter Buy-outs in Deutschland zusammen.

**VC Magazin:** Wie begegnen Sie den häufig noch im deutschen Mittelstand vorherrschenden Vorurteilen gegenüber ausländischen Finanzinvestoren, sie würden nur die rasche Rendite suchen und dabei nicht das Wohl der Firma im Auge haben?

**Rutt:** Die Idee, ein Unternehmen billig zu kaufen, schlecht zu führen und dann teuer zu verkaufen (multiple trading), funktioniert nicht. Dafür ist der Markt zu transparent und potentielle Käufer oder künftige Eigentümer zu schlau. Der Großteil der Finanzinvestoren arbeitet nicht auf diese Weise. Wir arbeiten wie die meisten Private Equity-Häuser an der Wertsteigerung eines Unternehmens über das Wachstum oder über die Erhöhung der Profitabilität. Darüber schaffen wir Werte.

**VC Magazin:** Welche Unterschiede stellen Sie im Umgang mit Großkonzernen und Familienunternehmen fest?

**Rutt:** Großkonzerne verfügen inzwischen über ausreichend Erfahrung im Umgang mit Private Equity-Investoren, für Familienunternehmer ist es dagegen eher eine einmalige Erfahrung im Leben. Die erste Scheu des Familienunternehmers vor Private Equity überwinden wir dadurch, daß wir ihm anbieten, nach der Transaktion mit einer Minderheit weiter an der Firma beteiligt zu bleiben. Verbunden mit solchen Minderheitsbeteiligungen der Alteigentümer können auch „Shareholder Agreements“

sein. Darin wird vertraglich festgelegt, daß der Finanzinvestor bestimmte Dinge nicht in einer bestimmten Zeit mit dem Unternehmen machen wird – etwa, es an einen Wettbewerber zu verkaufen. So können Finanzinvestoren die vorherrschende Skepsis etwas abbauen und Vertrauen schaffen.

**VC Magazin:** In Deutschland sind Sie fast ausschließlich in Automobilzulieferer und Engineering-Firmen – Honsel, Edscha und Beru – investiert. Ihr Investmentfocus reicht dagegen von Luftfahrt über Telekommunikation bis hin zu Medien. Ist Deutschland aus Ihrer Sicht nur in der Automobilbranche stark?

**Rutt:** Eindeutig nein. Wir sehen uns in Deutschland gerade verschiedene Assets an in den Bereichen Chemie und Telekommunikation, selektiv auch im Bereich Medien. Diese Branchen sehen wir als weitere Möglichkeiten auf dem deutschen Markt. Deutschland hat zweifelsohne im Vergleich zu Frankreich und England einen deutlich stärkeren Schwerpunkt im Engineering und in der Automobilindustrie, und das wird auch in Zukunft den Investitionsschwerpunkt von Carlyle reflektieren.

**VC Magazin:** Welche Vorteile sprechen für einen ausländischen Finanzinvestor aus Sicht eines Unternehmens? Wie differenziert sich Carlyle von seinen deutschen Wettbewerbern?

**Rutt:** Wir können durch unsere globale Aufstellung dem Portfolio-Unternehmen Möglichkeiten zur Wertsteigerung bieten, die ein rein deutscher Mitbewerber nicht hat. Das gilt für alle grenzüberschreitende Themen, von der Kooperation und Markterschließung bis hin zu M&A-Transaktionen. So hat Carlyle etwa den deutschen Automobilzulieferer Honsel maßgeblich bei der Erschließung des nordamerikanischen Marktes unterstützt und von einem regionalen zu einem internationalen Player gemacht.

**VC Magazin:** Herr Rutt, vielen Dank für das Gespräch!

Das Interview führte Markus Hotelich.

# Finanzielle Strukturierung von MBOs

*Optimaler Mix von Fremd- und Eigenkapital*

*Von Bernd Schuler, Investment Director, 3i Deutschland GmbH*

Dem Wunsch nach einem möglichst hohen Verkaufspreis stehen die Renditziele der Käufer gegenüber, die auf das von ihnen bereitgestellte Eigenkapital eine möglichst hohe Verzinsung erreichen wollen. Mit einer einfachen Aufteilung in Eigenkapital vom Finanzinvestor und klassische Bankkredite kann in der Regel keine Unternehmensübernahme finanziert werden. Erst die detaillierte Strukturierung der Finanzierung mit einem optimalen Mix aus Eigen- und Fremdkapital sowie mezzaninen Kapitalformen ermöglicht die Darstellung des Kaufpreises.

## Die Basis: Cashflow-Planung

Bei einem MBO wird typischerweise eine Akquisitionsgesellschaft (Newco) gegründet, die das jeweilige Zielunternehmen erwerben soll. Neben steuer- und gesellschaftsrechtlichen Aspekten dient diese Struktur auch der Flexibilität in der Finanzierung. Newco kann auf der Passivseite völlig frei strukturiert werden. Die Finanzierung einer solchen Newco wird in Schichten von Fremd- und Eigenkapital aufgebaut. Die Cashflow-Planung ist die Basis für alle Strukturierungsüberlegungen, denn sie gibt den operativ frei verfügbaren Cashflow nach Investitionstätigkeit (Free Cashflow) vor. Diese wird im Rahmen der Due Diligence geprüft und mit dem Management abgestimmt. Alle Strukturierungsinstrumente, die man auf der Passivseite der Bilanz einsetzen kann, müssen hierdurch bedient und daher an die Höhe und Struktur des Cashflows angepaßt werden. Ein Patentrezept zur Strukturierung gibt es nicht, für jeden MBO muß eine geeignete individuelle Lösung gefunden werden. Im nachfolgenden werden die wesentlichen Merkmale der einzelnen Finanzierungsbestandteile kurz skizziert:

TAB. 1: FINANZIERUNGSBESTANDTEILE EINES MBO

FINANZIERUNGSMITTEL	TYPISCHER ANTEIL
SENIOR DEBT	25 – 35 %
JUNIOR DEBT	20 – 30 %
MEZZANINE	15 – 30 %
EIGENKAPITAL	25 – 35 %

## 1. Eigenkapital

Das benötigte Eigenkapital wird in der Regel vom Private Equity-Investor und dem Management zur Verfügung gestellt. Der Finanzinvestor ist dabei bemüht, seinen Anteil

so niedrig wie möglich zu halten, um eine möglichst hohe Hebelwirkung auf seine eingesetzten Mittel zu erreichen. Der Leverage-Effekt führt dazu, daß sich eine Erhöhung der Eigenkapitalrendite durch eine gleichzeitige Erhöhung des Fremdkapitals erreichen läßt, solange die Gesamtkapitalrentabilität die Fremdfinanzierungskosten (Zinsbelastung) übersteigt. Die Beteiligung des Managements dient weniger dem Finanzierungsaspekt, sondern der Risikoreduzierung über zusätzliche Anreize für die Personen, die den Businessplan erfüllen sollen. Das Management erhält sogenanntes „Sweet Equity“, d.h. in der Regel müssen sich die Manager mit einem Investment von ca. 2-3 Bruttojahresgehältern beteiligen und bekommen dafür einen Anteil am Eigenkapital von ca. 5 %-15 %. Der Löwenanteil der Finanzierung wird von den Finanzinvestoren in der Form von Gesellschafterdarlehen als auch Rücklagen eingebracht. Durch diese asymmetrische Finanzierung entsteht eine vergünstigte Einstiegsbewertung für das Management. Darüber hinaus bringen die Finanzinvestoren meist zusätzliche Gesellschafterdarlehen ein, um den weiteren Eigenkapitalbedarf zu decken. Verkäuferdarlehen sowie Besserungsscheine etc. können zur Überbrückung von Kaufpreisvorstellungen verwendet werden. Diese sollten ausschließlich mit kapitalisierter Verzinsung vollkommen nachrangig und endfällig verhandelt werden. Banken rechnen diese Instrumente sonst dem Fremdkapital zu.

## 2. Fremdkapital

Das Volumen wird durch interessierte Banken bestimmt, die in einem regen Wettbewerb für Akquisitionsfinanzierungen stehen. Die Höhe der Gesamtverschuldung, die



Bernd Schuler

von Banken akzeptiert wird, schwankt abhängig von Konjunktur und Zinserwartungen. Im Durchschnitt akzeptieren Banken zur Zeit das drei bis viereinhalbache des EBITDA als Obergrenze der Gesamtverschuldung. Das Fremdkapital wird zunächst in vorrangige und nachrangige Darlehen (Senior und Junior Debt) unterschieden. Senior Debt steht im Insolvenzfall an erster Gläubigerposition und wird in der Regel in mehrere Tranchen aufgeteilt, die unterschiedliche Tilgungsstrukturen und Zinsniveaus ausweisen. Die aktuellen Zinsmargen liegen zwischen 2,25 % und 2,75 % über Euribor. Junior Debt ist gegenüber Senior Debt nachrangig, wird oft erst auch am Laufzeitende des Kredits getilgt und ist entsprechend teuer (ca. 300bps).

### 3. Mezzanine

Mezzanine wird typischerweise erst endfällig bzw. beim Unternehmensverkauf zurückgezahlt, und die Zinsen werden ganz oder teilweise kapitalisiert. Des weiteren erhält der Mezzanine-Geber, abhängig von der gesell-

schaftsrechtlichen Gestaltung, in der Regel eine Option auf Anteile am Unternehmen bzw. am Veräußerungserlös. Die Zielrendite dieses Instruments liegt somit bei insgesamt ca. 16 %-18 % p.a. Mezzanine ist ein sehr effektives Instrument bei stark wachsenden Unternehmen. Die Endfälligkeit schont den Cashflow während der Laufzeit des Investments.

#### Fazit:

Neben den hier beschriebenen, rein finanziellen Bedingungen spielt natürlich der steuerliche und der gesellschaftsrechtliche Rahmen eine bedeutende Rolle. Es steht eine Vielzahl an Finanzierungsinstrumenten zur Auswahl, die grundsätzlich in unterschiedlichsten Kombinationsformen verwendet werden können. Ausgangsbasis ist immer die Finanzplanung eines Unternehmens. In weiteren Schritten müssen die Überlegungen dahin gehen, am Ende ein Modell zu entwickeln, welches die Interessen aller Parteien, also Verkäufer, Banken, Management und Finanzinvestoren, berücksichtigt.

---

Anzeige

# Flexible Kapitalstrukturierung für eigenümergeführte Unternehmen

*Die Sonderform des Recap Buy-out*

*Von Dr. Christian Näther, Partner, Apax Partners*

*Buy-out-Lösungen tragen den unterschiedlichsten Interessen von Firmeninhabern Rechnung. Eigentümer können damit einerseits den vollständigen bzw. teilweisen Verkauf ihres Unternehmens kurzfristig oder innerhalb einer Zeitspanne von einigen Jahren realisieren. Steht dagegen die Finanzierung des Wachstums unter eigener Regie im Vordergrund, so kann das von Apax entwickelte Recap-Modell eine geeignete Lösung sein. Das Unternehmen hat hier die Möglichkeit, die Anteile des Finanzinvestors nach dessen Ausstieg wieder zurückzukaufen.*

## **Maßgeschneiderte Finanzierungen**

Buy-outs basieren auf einem Finanzierungsmix, der zu etwa einem Drittel aus Eigenkapital (EK) und zu zwei Dritteln aus Fremdkapital (FK) besteht. Die Tilgung des FK aus dem laufenden Cashflow des Unternehmens bewirkt in der Folge einen Hebeleffekt, der zu einer Steigerung des Unternehmenswerts führt. Zu diesem Wertzuwachs tragen darüber hinaus die durch die Finanzierung möglichen Investitionen oder Akquisitionen, aber auch die Optimierung der betrieblichen Effizienz bei. Die konkrete Strukturierung des Buy-outs richtet sich jedoch immer nach dem individuellen Ziel des Unternehmers. Häufig strebt der Eigentümer den Ausstieg aus dem Unternehmen an, weil er die von ihm geschaffenen Werte in sein Privatvermögen überführen will. Er wird bei einem vollständigen oder mehrheitlichen Verkauf seiner Anteile dann auf einen kurzfristig realisierbaren und angemessenen Preis achten. Auf dieses Ziel ist der klassische Leveraged Buy-out (LBO) ausgerichtet. Um den angestrebten Preis zu ermöglichen, kommt hier ein aggressiver Bewertungsfaktor zur Anwendung und als Konsequenz daraus wiederum wird der größtmögliche Anteil an Fremdkapital zur Finanzierung der Transaktion angestrebt. Der Altgesellschafter kann sich auf Wunsch zu den gleichen Konditionen wie der Beteiligungsfonds an dem Unternehmen rückbeteiligen. Der Investor seinerseits trennt sich am Ende der Halteperiode von seinen Anteilen durch einen Exit seiner Wahl – sei es durch Verkauf an einen Dritten oder über einen Börsengang. Bei einem Recap Buy-out dagegen steht nicht so sehr der Preis, sondern die Festigung der Kapitalstruktur und der Unabhängigkeit des Unternehmens im Vordergrund. Der Altgesellschafter behält hier – ebenso wie das auch bei einem Owner's Buy-

out möglich ist – eine Mehrheitsbeteiligung, er kann aber dank der Transaktion nun anstehende Projekte finanzieren. Das Unternehmen erhält darüber hinaus die Option, die Anteile des Investors im Zuge einer vorher festgelegten Mechanik zurückzukaufen. Das heißt aber auch: Apax kann sich von seinen Anteilen am Ende der Halteperiode nicht im Zuge eines vollständigen Verkaufs des Unternehmens und somit auch nicht zu einem maximalen Preis trennen. Quasi als Entgelt für diesen Verzicht wird das Unternehmen deshalb zum Zeitpunkt der Investition am unteren Ende der Bandbreite bewertet.



Dr. Christian Näther

## **Modellrechnung für einen LBO**

Das Beispiel eines fiktiven Unternehmens macht den Unterschied zwischen einzelnen Buy-out-Varianten deutlich. Dieses Unternehmen erzielt heute bei 300 Mio. Umsatz ein EBITDA von 24 Mio. Euro sowie einen Cashflow (CF) von 15 Mio. Euro. Von CF wiederum bleiben 10 Mio. Euro übrig, um Fremdkapital zu tilgen. Zum Zeitpunkt der Transaktionen betragen die Verbindlichkeiten 60 Mio. Euro. Beim klassischen LBO nun führt ein Bewertungsmultiplikator von 5,5 des EBITDA hier zu einem Unternehmenswert von 132 Mio. Euro. Nach Abzug der Verbindlichkeiten fließen dem Alteigner zunächst also 72 Mio. Euro aus dem Verkauf seiner Anteile zu. Der LBO wird mit 80 Mio. Euro über neues FK und zu 52 Mio. Euro über EK finanziert, wobei sich der Altgesellschafter mit einer Mindesterbeteiligung von 30 % (= 16 Mio. Euro) erneut im Unternehmen engagiert. Fünf Jahre später – so die Annahme für diesen Beispieldfall – kann die derart strukturierte „New Company“ eine ansehnliche Erfolgsbilanz vorweisen. Das EBITDA ist in 2009 von 24 Mio. Euro auf 35 Mio. Euro gestiegen und das Unternehmen deshalb

## BEISPIELFALL FIKTIVES UNTERNEHMEN VOR UND NACH DEM BUY-OUT

UNTERNEHMENDATEN:		2004 MIO. EURO	2009 (5 JAHRE NACH BUY-OUT) MIO. EURO
UMSATZ:	300	350	
EBITDA	24	35	
CASHFLOW (CF)	15	20	
CF FOR			
DEBT SERVICE	10	15	
VERBINDLICHKEITEN	60		JE NACH FALL

### Fall 1: Klassischer Leveraged Buy-out (LBO)

Aggressiver Bewertungsmultiplikator: 5,5

Unternehmenswert 2004:  $5,5 \times \text{EBITDA} = 132 \text{ Mio. Euro}$

#### 1) ALTGESELLSCHAFTER ZAHLT ZU GLEICHEN KONDITIONEN EIN WIE APAX

Eigenkapital: 52 Mio. Euro, davon

- Altgesellschafter (30 %): 16 Mio. Euro

- Apax (70 %): 36 Mio. Euro

Unternehmenswert 2009:  $5,5 \times \text{EBITDA} = 193 \text{ Mio. Euro}$

Fremdkapital 2009: 30 Mio. Euro

#### 2) LAGE 5 JAHRE SPÄTER

EK 2009 163 Mio. Euro

Davon Altgesellschafter (30 %) 49 Mio. Euro

#### Zufluss an Altgesellschafter gesamt:

EK-Anteil 2009 49 Mio. Euro

Bewertung 2004 +132 Mio. Euro

Alte Verbindlichkeiten (2004) - 60 Mio. Euro

Rückbeteiligung 2004 - 16 Mio. Euro

**Summe** 105 Mio. Euro

### Fall 2: Owner's Buy-out

Bewertungsmultiplikator: 5,0

Unternehmenswert 2004:  $5,0 \times \text{EBITDA} = 120 \text{ Mio. Euro}$

#### 1) ALTGESELLSCHAFTER ERWIRBT MEHRHEIT ZU SONDERKONDITIONEN

Eigenkapital: 45 Mio. Euro, davon

- Gesellschafterdarlehen Apax: 34 Mio. Euro

Stammkapital 6 Mio. Euro

- 55 % Altgesellschafter: 5 Mio. Euro

- 45 % Apax: 5 Mio. Euro

#### 2) LAGE 5 JAHRE SPÄTER

Unternehmenswert 2009:  $5,0 \times \text{EBITDA} = 193 \text{ Mio. Euro}$

Fremdkapital 2009 25 Mio. Euro

Eigenkapital 2009 168 Mio. Euro

Rückzahlung des

Gesellschafterdarlehens Apax - 55 Mio. Euro

Stammkapital 113 Mio. Euro

davon Altgesellschafter (55 %) 62 Mio. Euro

#### Zufluss an Altgesellschafter:

Bewertung 2004 120 Mio. Euro

Verbindlichkeiten 2004 - 60 Mio. Euro

Rückbeteiligung 2004 - 6 Mio. Euro

Anteil Stammkapital 2009 + 62 Mio.

**Summe** 116 Mio. Euro

### Fall 3: Recap Buy-out:

Konservativer Multiplikator: 4,0

Unternehmenswert 2004:  $4,0 \times \text{EBITDA} = 96 \text{ Mio. Euro}$

#### 1) ALTGESELLSCHAFTER ERWIRBT STARKE MEHRHEIT ZU SONDERKONDITIONEN

Eigenkapital 2004: 36 Mio. Euro, davon

- Gesellschafterdarlehen Apax: 27 Mio. Euro

Stammkapital 6 Mio. Euro

- Altgesellschafter (70 %): 3 Mio. Euro

- Apax (30 %): 3 Mio. Euro

#### 2) LAGE 5 JAHRE SPÄTER

Unternehmenswert 2009:  $4,0 \times \text{EBITDA} = 193 \text{ Mio. Euro}$

Fremdkapital 2009: 10 Mio. Euro

Eigenkapital 183 Mio. Euro

Gesellschafterdarlehen Apax 43 Mio. Euro

Stammkapital 140 Mio. Euro

davon Altgesellschafter 98 Mio. Euro

#### 3) UNTERNEHMEN KANN BEI DER BANK NEUES FREMDKAPITAL AUFNEHMEN

Neues Fremdkapital ( $3,5 \times \text{EBITDA}$ ) 122 Mio. Euro

Ablösung Rest Fremdkapital - 10 Mio. Euro

Ablösung Gesellschafterdarlehen - 43 Mio. Euro

... UND BEHÄLT 100 %: 69 Mio. Euro

Rückkauf Apax-Anteil durch Gesellschaft - 42 Mio. Euro

Zusätzlicher Cash im Unternehmen 27 Mio. Euro

#### Mittelzufluss gesamt:

Bewertung 2004 96 Mio. Euro

Alte Verbindlichkeiten - 60 Mio. Euro

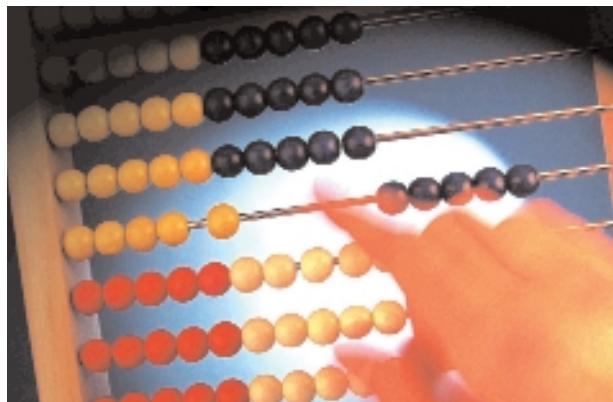
Rückbeteiligung 2004 - 6 Mio. Euro

Bewertung 2009 + 193 Mio. Euro

Neues FK 2009 - 122 Mio. Euro

Cashzufluss 2009 + 27 Mio. Euro

**Summe** 128 Mio. Euro



nun 193 Mio. Euro wert. Das FK beläuft sich nach den jährlichen Tilgungen nur noch auf 30 Mio. Euro, so daß sich das EK mit nun 163 Mio. Euro mehr als verdreifacht hat. Für den Altgesellschafter heißt dies: Der Wert seiner Rückbeteiligung ist um 33 Mio. Euro gestiegen. Insgesamt hat ihm der Buy-out somit zusammen mit den eingangs geflossenen 72 Mio. Euro eine Summe von 105 Mio. Euro eingebracht. Wünscht sich der Eigentümer eher einen schrittweisen Ausstieg aus dem Unternehmen, so bietet ihm ein „Owner´s Buy-out“ auch dafür den passenden Gestaltungsspielraum. Dieses Modell bietet sich auch dann an, wenn sich nur einzelne Familienstämme von ihrer Beteiligung trennen wollen. Hier wird ein – im Vergleich zum klassischen LBO – etwas geringerer Multiplikator von 5,0 gewählt. Dies führt zu einem Unternehmenswert von 120 Mio. Euro, und der Altgesellschafter erhält nach Abzug der Altverbindlichkeiten also zunächst 60 Mio. Euro für seine Anteile. Darüber hinaus aber kann er sich jetzt zu Vorzugskonditionen wieder am Unternehmen beteiligen. Um dies zu ermöglichen, stellt der Beteiligungsfonds rund 75 % des EK von 45 Mio. Euro über ein Gesellschafterdarlehen (34 Mio. Euro) zur Verfügung. Auf das Stammkapital entfallen somit die verbleibenden 11 Mio. Euro, und daran kann der Altgesellschafter nun schon mit einer Rückbeteiligung von 6 Mio. Euro die Mehrheit erwerben. Das zahlt sich aus! Bei der im Beispielunterfall unterstellten Steigerung des EBITDA wächst der Unternehmenswert fünf Jahre später auf 193 Mio. Euro, während das FK nach den Tilgungen von eingangs 75 Mio. Euro auf 25 Mio. Euro sinkt. Das Gesellschafterdarlehen beläuft sich infolge der aufgelaufenen Verzinsung (10 % p.a.) zu diesem Zeitpunkt auf 55 Mio. Euro. Unterm Strich verbleibt ein Stammkapital von 113 Mio. Euro: Bezogen auf die Anteile des Altgesellschafters entspricht dies einer Wertsteigerung von 56 Mio. Euro. Insgesamt hat ihm der Buy-out somit eine Summe von 116 Mio. Euro eingebracht.

## Rückkauf der Anteile im Recap-Modell

Bei einem „Recap“ impliziert die Option auf den Rückkauf eine deutlich konservativere Bewertung. Im Beispielfall führt ein Multiplikator von 4,0 zunächst zu einem Unternehmenswert von 96 Mio. Euro. Das für die Transaktion aufgenommene FK muß dementsprechend

nur 60 Mio. Euro betragen. 75 % des EK wiederum werden über ein Gesellschafterdarlehen von Apax finanziert. Konsequenz: Der Altgesellschafter kann zu Vorzugskonditionen die Mehrheit (hier: 70 %) am Unternehmen erwerben. Er partizipiert damit in besonderem Maße von der unterstellten Steigerung des Unternehmenswerts auf 193 Mio. Euro in 2009. Unter Berücksichtigung des verbliebenen FK von 10 Mio. Euro sowie des verzinsten Gesellschafterdarlehens von 43 Mio. Euro steht dann ein Stammkapital von 140 Mio. Euro zu Buche. Auf dieser Basis ist die Gesellschaft nun in der Lage, bei der Bank frisches FK in Höhe von 122 Mio. Euro aufzunehmen. Das Unternehmen kann damit das verbliebene alte FK sowie das Gesellschafterdarlehen, also insgesamt 53 Mio. Euro, zurückzahlen. Weitere 42 Mio. Euro zahlt es für den Rückkauf der Apax-Anteile. Es stehen dann immer noch zusätzlich 27 Mio. Euro frischer Cash für die weitere Unternehmensentwicklung zur Verfügung. Betrachtet man aber den gesamten Kapitalfluss (siehe Kasten), so beträgt dieser 128 Mio. Euro – und die Altgesellschafter sind weiterhin zu 100 % Eigentümer des Unternehmens.

### Fazit:

Buy-outs bieten eine Vielzahl von Gestaltungsmöglichkeiten. Der kurzfristige oder schrittweise Verkauf der Anteile kann mit der Erzielung eines angemessenen Preises ebenso einkrängen wie mit einer weiteren Partizipation an der Wertsteigerung. Das Recap-Modell als spezielle Variante verbindet den Mittelzufluß mit der Option auf den Rückkauf der Anteile. Eine Veräußerung des Unternehmens kann damit ausgeschlossen oder zeitlich verlängert werden.



# Den Ausgang finden

*Die sorgfältige Planung des Exits ist unverzichtbar für erfolgreiche Buy-outs*

„Im Einkauf liegt der Segen“ ist eine alte Investorenweisheit bei Assetkäufen aller Art. Beim Kauf von Unternehmensbeteiligungen im Zuge von Buy-outs kommt der Planung und konsequenten Umsetzung der Exit-Strategie allerdings eine ähnlich große Bedeutung zu. Schon zum Zeitpunkt des Einstiegs sollte daher der Ausstieg im Focus des Investors liegen. Während der Dauer der Beteiligung muß die gewählte Strategie laufend überprüft und eventuell an veränderte Gegebenheiten des Marktes angepaßt werden. Die zur Verfügung stehenden Exit-Optionen bieten individuelle Gestaltungsmöglichkeiten zur Realisierung eines möglichst hohen Verkaufserlöses. Bei der Auswahl der passenden Option gilt es, die unterschiedlichen Interessen aller Beteiligten zu berücksichtigen und schließlich einen günstigen Zeitpunkt zu finden.

## Buy-outs: Investments auf Zeit zur Renditemaximierung

Der typische Buy-out-Investor ist ein Beteiligter auf Zeit. Zwar gibt es auch Kapitalgeber, die für unbestimmte Zeit investieren, im Fall der Private Equity-Gesellschaften, die den Großteil des Buy-out-Volumens weltweit finanzieren, steht den Investment Managern das ihnen anvertraute Fondskapital jedoch nur für einen bestimmten Zeitraum zur Verfügung. Daher steht der zukünftige Verkauf der gehaltenen Beteiligungen schon beim Einstieg im Kalkül des Investors. Ziel seines Engagements ist beinahe selbstverständlich die Maximierung der annualisierten Rendite.

## Konsequente Ausrichtung auf Anforderungen von Investoren

Buy-out-Unternehmen sind in den meisten Fällen besser auf die Anforderungen eines erfolgreichen Verkaufs vorbereitet als andere nicht börsennotierte Unternehmen. So sorgt die Beteiligung des Managements am Eigenkapital für eine Orientierung der Manager an einem renditemaximierenden Ausstieg. Darüber hinaus ist das Unternehmen bereits beim Einstieg des Finanzinvestors einer umfassenden Due Diligence unterzogen worden, die als Grundlage für die Wertbestimmung anlässlich des Verkaufs dienen kann. Während der Dauer der Beteiligung wird das Unternehmen anschließend einer permanenten Prüfung aus dem Blickwinkel des Investors unterzogen,



dessen analytische Perspektive sich grundsätzlich nicht von der des späteren Käufers unterscheidet. Die internen Kontroll- und Informationssysteme werden daher von vornherein auf Investorenbedürfnisse ausgerichtet. Schließlich wird das Management während der Dauer der Beteiligung des Finanzinvestors daran gewöhnt, die Entwicklung des Unternehmens und die Strategie für die Zukunft den Investoren gegenüber darzustellen und zu vertreten.

## Interessen müssen in Einklang gebracht werden

Das Management kann jedoch auch andere Interessen neben der Renditemaximierung verfolgen, die Einfluß auf die Wahl des Exit-Kanals und des Zeitpunkts haben können. So kann im Laufe einer Beteiligung eine emotionale Anhänglichkeit an das geführte Unternehmen entstehen, die zumindest einem vollständigen Verkauf an einen neuen Eigentümer im Wege steht. Das Management kann auch den Buy-out als Übergangsphase für das Unternehmen auf dem Weg zu einem unabhängigen, großen Unternehmen ansehen. Alternativ kann auch die Wiederaufnahme einer Konzernkarriere das persönliche Ziel der Manager sein, die dann die Übernahme des Buy-out-Unternehmens durch einen großen Konzern bevorzugen werden. Zwar sind Buy-out-Investoren normalerweise Mehrheitsgesellschafter und somit in der Lage, sich in der Frage eines Verkaufs gegen das Management durchzusetzen. Offen zu Tage tretende Differenzen zwischen verkaufendem Investor und der Unternehmensleitung

können den Verkaufsprozeß jedoch erheblich behindern und den realisierten Preis negativ beeinflussen. Möglichst sollte daher ein Weg gesucht werden, um die eventuell divergierenden Interessen in Einklang zu bringen.

### Trade Sale ist oft die erste Wahl

Der Verkauf an einen strategischen Investor (Trade Sale) dürfte nicht nur unter dem Blickwinkel der Renditemaximierung die in den meisten Fällen attraktivste Option sein. Der strategische Käufer kann oftmals durch die Nutzung von operativen Synergien einen höheren Kaufpreis rechtfertigen und ist darüber hinaus potentiell bereit, eine Prämie für die Übernahme der vollständigen Kontrolle zu bezahlen. Da der Kaufpreis in Cash oder fungiblen Aktien bezahlt wird, können der Investor und das Management einen sauberen, vollständigen Exit realisieren. Dem Management bietet sich potentiell die Alternative, eine Stellung in dem übernehmenden Unternehmen anzustreben oder nach einer Übergangsphase eigene Wege zu gehen. Derartige Erwägungen können allerdings auch eine aus der Sicht des Buy-out-Investors unerwünschte Präferenz des Managements für einen bestimmten Käufer auslösen.

### Planung für einen erfolgreichen Trade Sale beginnt früh

Die Ausrichtung auf den Verkauf an einen strategischen Käufer sollte bereits vor dem Zeitpunkt des Buy-outs beginnen. Schon bei der Übernahme sollte der Investor potentielle spätere Käufer identifiziert haben (die mögli-

cherweise z.B. schon als Wettbewerber im Buy-out-Prozeß in Erscheinung getreten sind). Das operative Geschäft der Beteiligung wird dann mit Blick auf den Exit vorangetrieben. So kann es beispielsweise sinnvoll sein, auf eine eigenständige globale Expansion oder eine Ausweitung des Produktportfolios zu verzichten und statt dessen die Präsenz in regionalen Märkten zu verstärken, um damit für einen Käufer aus einer anderen Region, der sich global aufstellen will, attraktiv zu werden. Selbst wenn es durch eine solche Ausrichtung zu einer direkten, nicht vom Verkäufer initiierten Ansprache durch einen strategischen Käufer kommt, umfaßt ein Trade Sale fast immer auch einen kompetitiven Verkaufsprozeß, in dem die erzielbare Verkaufspreis ausgelotet wird.

### Vor- und Nachteile eines Börsengangs

Will die Unternehmensleitung die Managementfunktion beibehalten und soll gleichzeitig zukünftiges Wachstum finanziert werden, so ist oftmals ein IPO die bevorzugte Exit-Option. Das Unternehmen kann sich durch den Zugang zum Kapitalmarkt zusätzliche Finanzierungsalternativen erschließen. In einer Hausephase kann gelegentlich auf diesem Weg auch eine noch höhere Bewertung realisiert werden als bei einem Trade Sale. Diesen Vorteilen stehen jedoch auch potentiell gravierende Nachteile gegenüber. So kann der Buy-out-Investor seine Anteile im Zuge eines Börsengangs meist nicht vollständig abgeben. Ein kompletter Verkauf würde das Mißtrauen des Kapitalmarkts erregen, daher müssen häufig längere Lock-up-Perioden eingehalten werden, bis ein vollständiger Ausstieg realisiert werden kann.

### Die Börse schafft neue Abhängigkeiten

Das Unternehmen und das Management müssen sich den umfassenden Informationsanforderungen des Kapitalmarkts aussetzen, sowohl vor der Börseneinführung als auch danach. Die Pflicht zur kurzfristigen Berichterstattung kann sich negativ auf die langfristige Entwicklung des Unternehmens auswirken, wenn

TAB. 1: EXITS VON BUY-OUT-UNTERNEHMEN 2003 IN DEUTSCHLAND

	VOLUMEN (MIO. EURO)	ANZAHL DER UNTERNEHMEN	IN %
DIVESTMENT DURCH TRADE SALES	14,08	29,4 %	6 15,4 %
DIVESTMENT DURCH IPO	0,00	0,0 %	0 0,0 %
DIVESTM. BEI VORHERIGEM IPO	2,31	4,8 %	1 2,6 %
RÜCKZAHLUNG STILLER BETEILIG.	4,56	9,5 %	4 10,3 %
RÜCKZ. GESELLSCHAFTSDARLEHEN	14,28	29,8 %	14 35,9 %
VERKAUF AN BET.-GESELLSCHAFT	4,51	9,4 %	3 7,7 %
VERKAUF AN FINANZINVESTOR	0,86	1,8 %	1 2,6 %
TOTALVERLUSTE	0,51	1,1 %	1 2,6 %
SONSTIGES	6,78	14,2 %	9 23,1 %
GESAMTSUMME	47,89	100,0 %	39 100,0 %

Quelle: BVK



dadurch langfristig sinnvolle Projekte verhindert werden, weil sie den ausgewiesenen Gewinn kurzfristig reduzieren. Schließlich hängt sowohl das Wohl und Wehe des Exits als auch die Finanzierung zukünftiger Investitionsvorhaben von den Stimmungsumschwüngen an der Börse ab. Der unternehmerische Erfolg gerät in größere Abhängigkeit von Faktoren, die das Unternehmen nicht beeinflussen kann. Die nahezu vollständige Verstopfung des Kapitalmarkts in den vergangenen zwei Jahren hat dies vielen Investoren und Unternehmenslenkern schmerhaft verdeutlicht.

### **Verkauf an einen Branchenkollegen**

Der Verkauf an einen anderen Finanzinvestor ist oftmals eine willkommene Alternative in Zeiten schwacher Kapitalmärkte. Daher erstaunt es nicht, daß die Bedeutung von Secondaries in den vergangenen Baissejahren stark zugenommen hat. Für den verkaufenden Private Equity-Investor hat der Verkauf an einen Branchenkollegen mehrere Vorteile. Sein Gegenüber spricht die gleiche Sprache, bei der Due Diligence wird es weniger Potential für Unstimmigkeiten über Vorgehen, Anforderungen und Ergebnisse geben als beim Kauf von z.B. einem familiengeführten Mittelständler. Dafür kann er möglicherweise aber nicht den Preis erzielen, der bei einem Börsengang oder einem Verkauf an einen strategischen Investor möglich gewesen wäre – der übernehmende Finanzinvestor wird gleichfalls scharf rechnen und kann nicht auf operative Synergien setzen. Der Käufer muß darüber hinaus hinnehmen, daß ein erheblicher Teil des Wertsteigerungspotentials durch Focussierung des Unternehmens

und des Managements sowie durch kurzfristige Wachstumsmöglichkeiten bereits realisiert wurde. Damit reduziert sich seine Renditechance. Dafür erhält er durch die Übernahme ein Unternehmen, das meist bereits relativ kurzfristig wieder verkauft werden kann. Der Käufer kann so seinen Investoren schnell realisierte Erfolge vorweisen und mildert den für Private Equity-Fonds typischen J-Curve-Effect, der dadurch entsteht, daß die meisten vorzeigbaren Erfolge erst gegen Ende der Fondslaufzeit anfallen.

### **Ausstieg durch Verschuldung**

Schließlich besteht noch die Möglichkeit, ein Investment durch ein Releveraging teilweise oder in Ausnahmefällen auch vollständig zu realisieren. Der Investor ersetzt das investierte und durch thesaurierte Gewinne akkumulierte Eigenkapital durch externes Fremdkapital. Das Releveraging eines Investments wird meist bereits beim Buy-out ins Auge gefaßt und umgesetzt, sobald ein unabhängiger Track Record für das Unternehmen etabliert ist und damit eine Kreditaufnahme durch externe Kapitalgeber möglich wird.

### **Gute Strategie erleichtert das Timing**

Mindestens ebenso wichtig wie die Wahl der geeigneten Exit-Option ist das Timing des Verkaufs. Der Verkaufspreis ist das Produkt aus operativem Gewinn und der erzielbaren Bewertung. Der verkaufende Finanzinvestor steht also vor der Aufgabe, die operative Entwicklung gerade zu dem Zeitpunkt zu optimieren, in dem die Finanzmärkte eine hohe Bewertung des Unternehmens zulassen. Schon kleine Abweichungen vom geplanten Unternehmensergebnis oder der erwarteten Bewertung können wegen des Leverage-Effekts große Auswirkungen auf die Rendite des Investors haben. Da die allgemeine Konjunktur und die Stimmungslage an den Börsen außerhalb des Einflußbereichs des einzelnen Investors liegt, kommt der strategischen Exit-Planung um so größere Bedeutung zu. Bereits beim Einstieg sollte eine Verkaufsstrategie vorliegen, die laufend überprüft und eventuell angepaßt werden muß. Es gilt auch, ein möglichst großes Zeitfenster für den Ausstieg zu schaffen, um einen günstigen Zeitpunkt nutzen zu können.

Ralf Thielemann

# Fallstricke bei MBOs

*Interessenkonflikte zwischen Altgesellschaftern, Investoren und Management erfolgreich lösen*

Von Bruno Hohmann, Projektleiter, Klein & Coll.

*Für die überwiegende Zahl der Finanzinvestoren besteht eine wichtige Voraussetzung für ein Beteiligungsengagement in der Qualifikation und Eignung des Managements. Für den externen Geldgeber soll so gewährleistet werden, daß sich das Unternehmen auch nach Ausstieg des Altgesellschafters konstant und positiv weiterentwickelt. Durch einen Management Buy-out (MBO) lassen sich durch die Beteiligung des Managements bessere Anreize erzielen, die Gesellschaft weiterzuentwickeln, als dies z.B. über erfolgsabhängige Vergütungen oder sonstige „fringe benefits“ (nicht-monetäre Anreize) der Fall ist. Allerdings führt ein MBO insbesondere in der Transaktionsphase zu vielen Unsicherheiten und Schwierigkeiten, was letztlich auf die Doppelrolle des Managements als Teil des zu veräußernden Unternehmens und als erwerbende Partei zurückzuführen ist.*

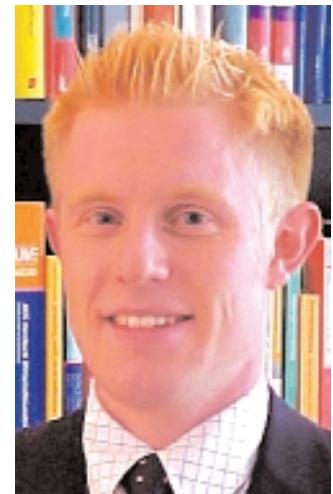
## Wichtige Rolle des Managements

Das Management leistet in vielen Verkaufsprozessen einen entscheidenden Beitrag zur Präsentation des zu veräußernden Unternehmens. In diesem Zusammenhang besteht die Aufgabe des Managements aus Sicht des Verkäufers primär in der Herausstellung der Stärken und Chancen, die das Unternehmen charakterisieren. Daher wird er sein Management anhalten, die Schwächen und Risiken zu relativieren, um eine möglichst hohe Bewertung seines Unternehmens zu erzielen. Insofern ist es für Beteiligungsgesellschaften, aber durchaus auch für potentielle strategische Partner empfehlenswert, die Aussagen des Managements genau zu hinterfragen, um ein unverfälschtes Bild zu erhalten. Problematisch wird die Situation dann, wenn das Management durch einen MBO auch in die Rolle des Erwerbers schlüpft.

## Principal Agent-Konflikte

In diesem Fall entsteht ein klassischer Principal Agent-Konflikt. Denn aus seiner Position heraus ist das Management (Agent) dem Gesellschafter (Principal) verpflichtet, während es unter „egoistischen“ Gesichtspunkten daran interessiert sein wird, die Schwächen und Risiken überproportional bei der Bewertung des Unternehmens zu gewichten, um es zu einem möglichst günstigen Kaufpreis zu erwerben. Letztlich kann dieser

Konflikt niemals vollständig aufgelöst werden. Ansatzpunkte können erfolgsabhängige Sondervergütungen bei Erzielung gewisser Kaufpreisspannen, die äußerst strenge Begleitung der Management-Gespräche durch externe Berater und Rechtsanwälte oder unabhängige (Vendor) Due Diligence-Prüfungen bieten. In der Praxis sind diese Mittel allerdings meist nicht sinnvoll anwendbar.



Bruno Hohmann

## Interessenkonflikte kaum auflösbar

So verschärfen Sondervergütungen (Management Premiums) die Interessenkonflikte des Managements und können nach Durchführung einer Transaktion zu Schwierigkeiten im Erwerberteam führen, sobald dieses auf den Umstand aufmerksam wird, daß das Management preistreibend in die Transaktion eingegriffen hat. Die äußerst strenge Begleitung der Management-Gespräche scheitert meist an der Tatsache, daß es kaum zu verhindern ist, daß das Management „unbeobachtet“ in Kontakt mit den anderen Erwerbern tritt. Teilweise kommen zwar sehr hohe Vertragsstrafen bei Verletzung der vereinbarten Kommunikationswege zur Anwendung, meist ist dies für die beteiligten Parteien allerdings kein sinnvoller und gangbarer Weg. Vendor Due Diligence-Prüfungen können eine wertvolle Hilfe sein, ersetzen aus Erwerbersicht jedoch in vielen Fällen nicht eine selbst durchgeführte Unternehmensprüfung.

## Informationsdefizite des Managements

Insbesondere in kleinen und mittleren Unternehmen sind in Frage kommende MBO-Manager aufgrund der starken Stellung des Alteigentümers oft nur unzureichend über wesentliche Fragen der Unternehmensführung (bspw. Kalkulation, finanzielle Entwicklung etc.) informiert. In-

sofern ist im Rahmen der Due Diligence-Gespräche und Management Audits sehr genau zu hinterfragen, ob das Management nach Ausscheiden der Altgesellschafter in der Lage ist, das Unternehmen erfolgreich weiterzuführen. Da die spezialisierten Manager in vielen Fällen nicht das gesamte Spektrum der unternehmerischen Aufgaben abdecken können, führen Beteiligungsgesellschaften zunehmend kombinierte MBO/MBI-Transaktionen durch, bei denen das vorhandene Management um weitere externe Kompetenzen ergänzt wird. Damit ist der positive Effekt verbunden, daß die Abhängigkeit von einzelnen Personen reduziert werden kann. Eine kombinierte MBO/MBI-Transaktion kann sich aber auch als negativ herausstellen, sofern Konflikte zwischen „altem“ und „neuem“ Management auftreten. Aus diesem Grunde sollte die „Chemie“ im Management-Team stimmen und ein gemeinsames Verständnis über die zukünftige Unternehmensstrategie entwickelt werden.



## Problematik bei verschiedenen Verhandlungspartnern

Interessenkonflikte entstehen auch, wenn im Verkaufsprozeß mit verschiedenen potentiellen Käufern Verhandlungen geführt werden. In diesem Fall besteht die Gefahr, daß das Management lenkend in den Transaktionspro-

zeß eingreift, um eigene Interessen bzw. den Wunschpartner durchzusetzen. Besonders kritisch ist dieser Effekt, wenn neben Finanzinvestoren, die gemeinsam mit dem Management das Unternehmen erwerben wollen, auch strategische Käufer als potentielle Erwerber in Verhandlungen stehen. Da das Management bei einem Verkauf an einen strategischen Investor häufig einen Macht- oder Stellungsverlust fürchtet, sind hier Anreize gegeben, den Verkauf an diesen zu behindern. Dazu steht dem Management eine ganze Reihe von Einflußmöglichkeiten zur Verfügung, da es einerseits den operativen Geschäftsverlauf und andererseits den Transaktionsverlauf, z.B. durch verzögerte Informationsweitergabe, beeinflussen kann.

## Lösungsansätze

Wie bereits aufgezeigt, ist es in der Praxis sehr schwierig, einen Interessenausgleich zwischen den Verkaufinteressen der Eigentümer und dem Eigeninteresse des Managements herbeizuführen. Dies gilt im übrigen nicht nur für MBOs, sondern durchaus auch für andere Unternehmenstransaktionen. Erfahrungsgemäß ist es sinnvoll, frühzeitig die „Spielregeln“ zwischen dem Management und den Gesellschaftern schriftlich zu fixieren, bspw. in einem Letter of Understanding. In diesem sollte allgemein das Verhalten des Managements gegenüber potentiellen Erwerbern hinsichtlich Informationsbereitstellung, Kommunikation etc. geregelt werden, um eine vertrauensvolle Basis zu schaffen. Mitunter empfiehlt es sich auch, das Management bewußt über bestimmte Aspekte der Transaktion im Unklaren zu lassen. Ziel muß es dabei sein, dessen Position durch die Herstellung von Informationsdefiziten und Unsicherheit zu schwächen, z.B. durch die Verhandlung mit mehreren Interessenten, über die das Management zunächst keine Kenntnis erlangt. Um die Vertrauensbasis zwischen Management und Gesellschafter nicht zu beschädigen, sollte eine MBO-Transaktion durch einen Corporate Finance-Berater abgewickelt werden, der aufgrund vielfacher Transaktionserfahrung mit den Möglichkeiten und Spielregeln im Umgang mit einem MBO-Team bestens vertraut ist. Ein Berater nimmt auch eine „Pufferfunktion“ zwischen Management und Altgesellschaftern ein und ist so in der Lage, in kritischen Phasen einen Ausgleich herbeizuführen.

# Mezzanine-Kapital als Baustein einer Buy-out-Finanzierung

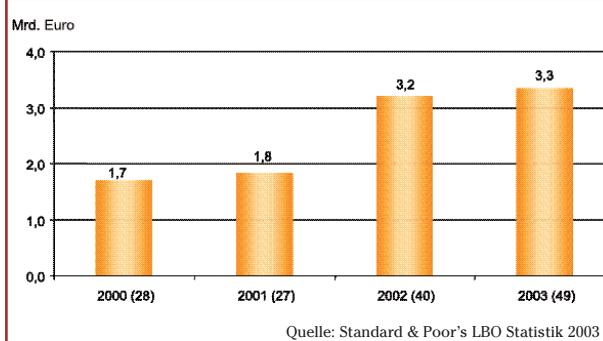
## Vor- und Nachteile

*Von Lars Gehlhaar, Partner, und Dr. Frank Golland, Senior Partner, M Cap Finance Deutsche Mezzanine*

Die vergangenen fünf Jahre waren in Europa und hier vor allem in Deutschland von einem starken Wachstum der Mezzanine-Finanzierungen gekennzeichnet. Bestimmend war hierbei der Einsatz von Mezzanine-Kapital bei der Finanzierung von Buy-outs, wo die ehemals vorherrschenden High Yield Bonds stark zurückgedrängt wurden. Demgegenüber befindet sich der Markt der mittelständischen Unternehmensfinanzierung mittels Mezzanine-Kapital erst am Beginn seiner Wachstumsphase und prägt die Mezzanine-Statistiken noch nicht wesentlich. Im folgenden Beitrag sollen die Gründe für die hohe Nachfrage nach Mezzanine-Kapital erläutert und zukünftige Entwicklungen aufgezeigt werden.

Mezzanine-Kapital ist längst zu einem eigenständigen Finanzierungsbaustein in Buy-out-Transaktionen geworden und hat damit seinen Ruf als ein teures Fremdkapitalsurrogat oder eine preiswerte Alternative zu Eigenkapital verloren. Durch den Einsatz von Mezzanine-Kapital kann die Finanzierung einer Transaktion enger an das Cash-flow-Profil des Targets angepaßt und der Leverage optimiert werden. Mezzanine Kapital ermöglicht damit die Strukturierung des Übergangs vom hochbesicherten, preiswerten Senior Debt zum risikotragenden, teuren Equity. Die Erzielung eines erhöhten Total Debt/EBITDA-Ratios bei Transaktionen mit Mezzanine-Kapital hat dazu geführt, daß Deals ohne Mezzanine-Tranche heute zumindest in der mittleren und gehobenen Größenklasse eine Seltenheit geworden sind.

ABB. 1: VOLUMEN VON BUY-OUT-MEZZANINE IN EUROPA



Lars Gehlhaar



Dr. Frank Golland

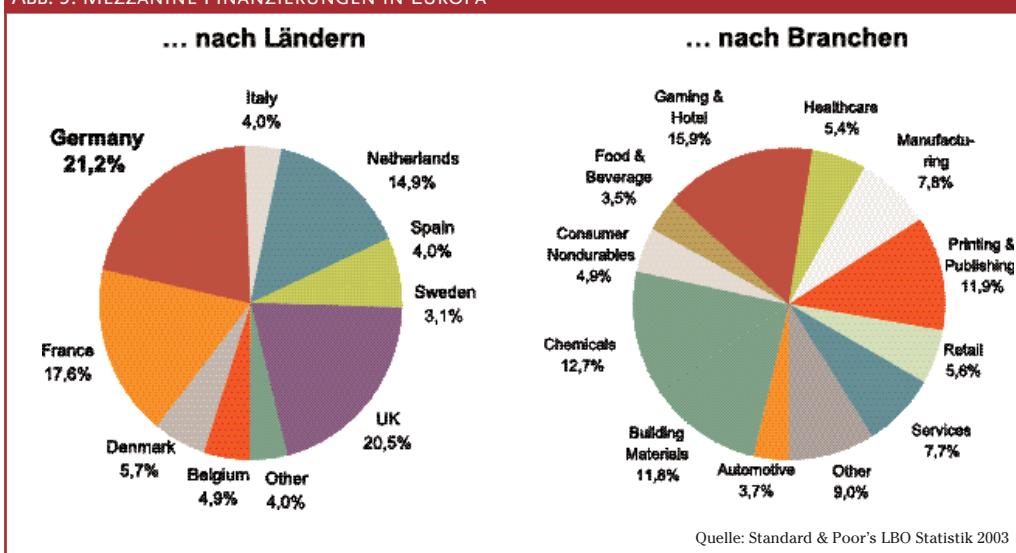
## Vorzüge gegenüber High Yield Bonds

Neben der Verfügbarkeit von Mezzanine-Kapital in Tranchen auch unterhalb von 100 Mio. Euro bietet vor allem die private Plazierung für das Finanzierungsobjekt und den Equity-Sponsor einige Vorteile, die zu einer wesentlichen Verdrängung der High Yield Bonds in Buy-out-Strukturen geführt haben. Die Möglichkeit der Verhandlung der Finanzierungskonditionen mit bekannten Investoren bzw. Fondsmanagern läßt eine flexiblere Gestaltung und eine genauere Anpassung der Tranchen an das Target zu. Auch im Fall späterer Krisensituationen können Mezzanine-Investoren eng in Restrukturierungsüberlegungen eingebunden werden, während die anonymisierten High Yield-Strukturen standardisierte Abläufe und Szenarien vorsehen. In vielen Transaktionen spricht zudem bereits die Notwendigkeit einer öffentlich zugänglichen Berichterstattung gegen den Einsatz von High Yield Bonds.

## Die Strukturierung von Mezzanine-Kapital im Buy-out

Mezzanine-Kapital verfügt in der Regel über drei verschiedene Elemente der Vergütung, welche im Einzelfall den Besonderheiten der Transaktion angepaßt werden:

ABB. 3: MEZZANINE-FINANZIERUNGEN IN EUROPA



- laufende Verzinsung (Basiszins und Marge)

- auflaufende, endfällige Verzinsung

- (Equity) Kicker am Laufzeitende

In Relation zum Finanzierungsrisiko ist die laufende Verzinsung, auf die in sehr stabilen und aggressiv strukturierten Transaktionen auch gelegentlich verzichtet wird, sehr preiswert. Hinzu kommt eine Steuerersparnis, die sich während der Laufzeit des Mezzanine-Kapitals durch die steuerliche Abzugsfähigkeit der auflaufenden Verzinsung ergibt. Damit ist die Mezzanine-Tranche in den ersten Jahren eine sehr preiswerte, aber risikotragende Komponente der Finanzierung. Die auflaufende Verzinsung wird erst am Ende der Laufzeit zahlungswirksam, wenn die Rückführung der Senior Debt-Geber bereits abgeschlossen ist und genügend Cashflow zur Bedienung des Mezzanine-Kapitals zur Verfügung steht. Schließlich führt in den meisten Fällen die dritte Vergütungskomponente, der (Equity) Kicker, dazu, eine risikoadäquate Rendite zu erzielen. Hier erfolgt – meist in Form von Options- oder Wandlungsberechten – eine Abbildung des unternehmerischen Erfolgs, und hiermit eine deutliche Annäherung des Mezzanine-Kapitals an das Eigenkapital. Wenngleich die meisten Mezzanine-Tranchen zum Zeitpunkt des Exits vollständig zurückgeführt werden und

der beschriebene Equity Kicker ausgelöst wird, ist der Mezzanine-Geber nicht zwingend auf einen Exit für das Unternehmen angewiesen. Infolge des vorhandenen Rückzahlungsanspruchs kann das Mezzanine-Kapital auch vollständig aus dem Cashflow oder durch eine Refinanzierung getilgt werden. Für diese Fälle können auch virtuelle Kicker vereinbart werden, welche einen Teil des Unternehmenserfolges an den Mezzanine-Geber auszahlen. Gerade die Möglichkeit der Rückführung ohne Exit macht Mezzanine-Kapital auch zu einem sehr geeigneten Instrument bei der Rekapitalisierung von Private Equity-Portfoliounternehmen einige Jahre nach einem Buy-out.

### Besonderheiten des deutschen Marktes

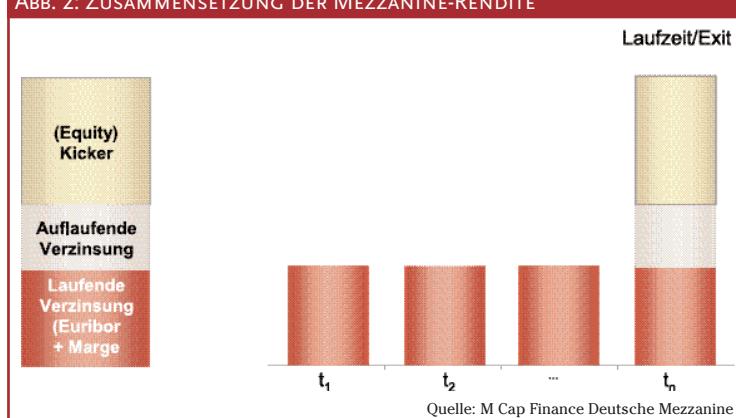
Der deutsche Markt hat im vergangenen Jahr das meiste Mezzanine-Kapital in Europa aufgenommen. Dies ist auf wenige sehr große Transaktionen zurückzuführen, die die Nachfrageseite in Deutschland geprägt haben.

Ein Vergleich der Größenklassen der Transaktionen mit dem Angebot an Mezzanine-Kapital zeigt, daß im Bereich der sehr zahlreichen kleineren Deals (bis 75 Mio. Euro) wenig Mezzanine-Tranchen verfügbar sind. Jüngste Entwicklungen lassen erwarten, daß der deutsche Markt vor einer deutlichen Professionalisierung der Finanzierung kleinerer Buy-outs steht.

### Fazit:

Mezzanine-Kapital konnte sich in der Vergangenheit gegen die High Yield Bonds bei der Finanzierung von Buy-outs erfolgreich etablieren. Das Angebot an Mezzanine-Kapital für große Transaktionen ist sehr hoch und die Professionalität der Finanzierung sehr gut. Demgegenüber steht Mezzanine-Kapital nun auch im kleineren Deal-Segment vor dem Durchbruch und verhilft der dortigen Finanzierung zu einer weiteren Professionalisierung.

ABB. 2: ZUSAMMENSETZUNG DER MEZZANINE-RENDITE



# Lücken schließen

*Mezzanine-Kapital als innovative Problemlösung*

*Von Karsten Hollasch, Direktor, Global Transaction Services,  
Deloitte & Touche GmbH*

*Vor dem Hintergrund einer nur schleppenden Konjunkturbelebung, einer immer restriktiveren Kreditvergabe der Banken, die sich vor dem Hintergrund von Basel II noch weiter verstärken wird, gestaltet es sich immer schwieriger, liquide Mittel zu beschaffen. Hierzu ist vor allem der deutsche Mittelstand mit seiner geringen Eigenkapitalausstattung betroffen. Dies führt zu einer wachsenden Bedeutung von Mezzanine-Kapital. Den Begriff hört man in letzter Zeit immer häufiger meist im Kontext von Buy-outs oder Wachstumsfinanzierungen, aber die Bedeutung von Mezzanine-Kapital ist vielfach unklar.*

## Was ist Mezzanine?

Mezzanine stammt aus dem italienischen „mezzanino“ und bezeichnet in der Architektur der Renaissance und des Barocks ein Zwischengeschoß inmitten zweier Hauptstockwerke. Der Begriff lässt sich auf die Unternehmensfinanzierung übertragen und bezeichnet hier Kapital, das zwischen echtem Eigenkapital und Fremdkapital rangiert. Mezzanine-Kapital stellt kein eigenständiges Finanzierungsinstrument dar, vielmehr ist es der Oberbegriff, unter dem verschiedene hybride Finanzierungsformen subsumiert werden.

## Modalitäten von Mezzanine-Kapital

Mezzanine-Kapital ist in erster Linie von Banken oder Spezialfonds zur Verfügung gestelltes Fremdkapital. Die typische Struktur einer Mezzanine-Finanzierung besteht aus einer Zinskomponente und einem Equity-Kicker. Bei der Zinskomponente sind bspw. Festzinsen, Nullcouponkonstruktionen und/oder an den Unternehmenserfolg gekoppelte Zinszahlungen möglich. Die erfolgsabhängige Komponente (Equity-Kicker) stellt eine Beteiligung am zukünftigen Unternehmenswert dar und kann durch Options- oder Wandelrechte ausgestaltet werden, wobei auch andere Formen denkbar sind. Durch den Equity-Kicker wird folglich der Mezzanine-Geber am Ende der Laufzeit durch den Kicker am Eigenkapital des Unternehmens beteiligt. Vereinzelt wird auch eine Einmalzahlung in Geld vereinbart, die an die Wertsteigerung der Zielgesellschaft geknüpft wird. Dies zeigt, daß Mezzanine-Finanzierungsinstrumente keine Standardware darstellen, sondern eine hohe Flexibilität aufweisen und so an die speziellen Bedürfnisse des Kapitalnehmers angepaßt werden können. Die Renditeforderungen der Mezzanine-Kapitalgeber rangieren zwischen 8 % und 25 % je nach Ausgestaltung des Instruments. Damit liegt der Preis für Mezzanine-Kapital deutlich über den üblichen Kreditkonditionen von Banken.

Mezzanine stellt jedoch, aufgrund seiner eigenkapitalnahen Stellung, für Unternehmen kein „teures Fremdkapital“, sondern „billiges Eigenkapital“ dar. Im Gegensatz zu einer direkten Beteiligung Dritter (z.B. durch einen Private Equity-Investor), steht



Karsten Hollasch

ABB. 1: STELLUNG VON MEZZANINE-KAPITAL IN DER BILANZ

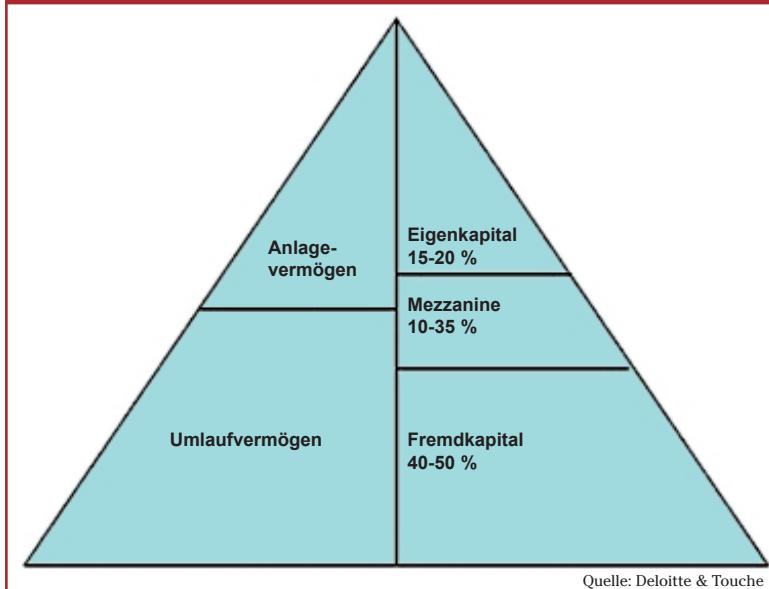


ABB. 2: MEZZANINE – KAPITALMARKTFÄHIGE INSTRUMENTE

	Bilanzierung nach HGB	Bilanzierung nach IAS	Bilanzierung nach US-GAAP
<b>Wandelschuldverschreibung</b>	Aufteilung in Eigen- und Fremdkapital	Aufteilung in Eigen- und Fremdkapital	Verbindlichkeit
<b>Optionsanleihe</b>	Aufteilung in Eigen- und Fremdkapital	Aufteilung in Eigen- und Fremdkapital	Aufteilung in Eigen- und Fremdkapital
<b>Genussscheine</b>	Ausreichende Haftungsqualität: Eigenkapital Ansonsten: Fremdkapital	Rückzahlungsverpflichtung: Verbindlichkeit Keine Rückzahlungsverpflichtung: Eigenkapital	Rückzahlungsverpflichtung: Verbindlichkeit Keine Rückzahlungsverpflichtung: Eigenkapital

Quelle: Deloitte & Touche

bei Mezzanine-Kapital i.d.R. nicht die Veräußerung (Trade Sale) an einen industriellen Investor oder ein Börsengang im Vordergrund. Vielmehr erfolgt eine Rückzahlung am Laufzeitende oder in Tranchen. Der Mezzanine-Nehmer muß also grundsätzlich keine Verwässerung seiner Anteilsstruktur befürchten.

### Wem kann geholfen werden?

Mezzanine-Kapital ist nicht für jeden geeignet bzw. steht nicht jedem zur Verfügung. Grundvoraussetzung für die Inanspruchnahme von Mezzanine-Kapital ist das Vorlegen einer detaillierten Finanzplanung, insbesondere Cashflow-Planung und einer klaren Unternehmensstrategie. Darüber hinaus sollte das Unternehmen über ein erfahrenes Management, eine starke Marktposition und über attraktive Renditeaussichten verfügen – ein besonderes Augenmerk liegt auf einem stabilen Cashflow. Bevorzugt sind Unternehmen aus nicht zyklischen Branchen wie bspw. Konsumgüter oder Industriegüterproduzenten, wohingegen IT-Unternehmen eher kritisch betrachtet werden.

### Alte Bekannte – unter neuem Namen

Aufgrund der vielfältigen Ausgestaltungsmöglichkeiten von Mezzanine-Kapital ist es sinnvoll, eine Klassifizierung vorzunehmen. In den nebenstehenden Tabellen werden die gängigsten Instrumente nach dem Kriterium der Handelbarkeit und der Bilanzierung (Privatplazierte/Kapitalmarktfähige Instrumente;

sein kann. Durch den Einsatz von Mezzanine verbessert sich die Eigenkapitalquote und das Rating. Dadurch ist es wiederum möglich, einfacher an Fremdkapital zu kommen und insgesamt die Kosten zu optimieren. Hauptnachteil dagegen ist, daß Mezzanine Kapital mit einer sehr hohen Zinsbelastung verbunden ist.

Die in Deutschland am häufigsten angewandten Produktvarianten von Mezzanine-Kapital sind das Nachrangdarlehen, die Stille Beteiligung bzw. atypisch Stille Beteiligung sowie Genusscheine. Mittlerweile bieten fast alle großen Banken und Spezialfonds Mezzanine-Kapital für Mittelständler an.

### Einsatzmöglichkeiten

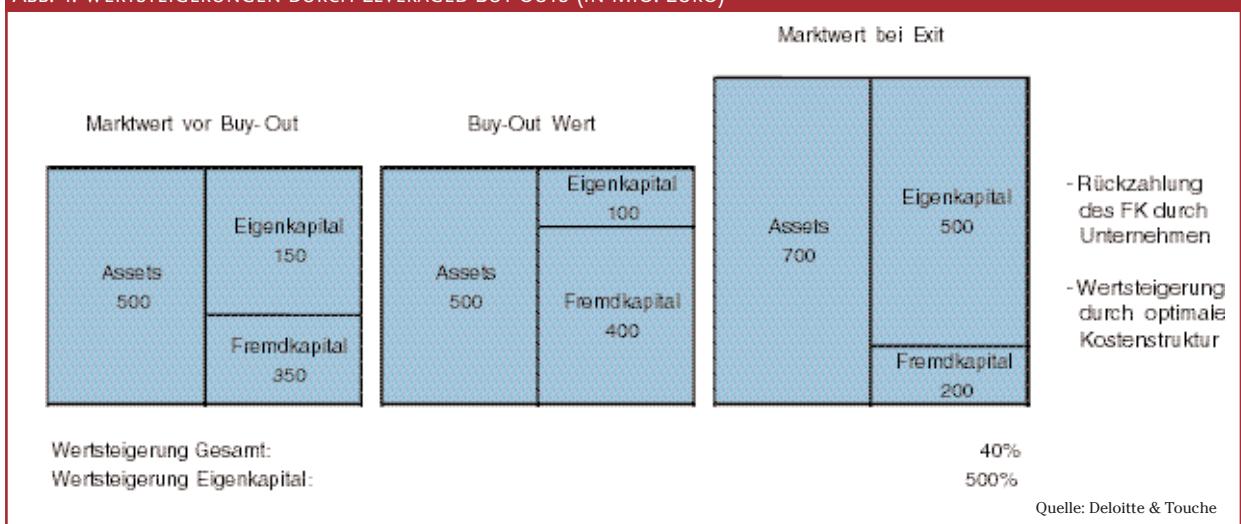
Mezzanine Finanzierungen werden im allgemeinen bei Unternehmen mit einem gewissen Reifegrad angewandt.

ABB. 3: MEZZANINE – PRIVAT PLAZIERTE INSTRUMENTE

	Bilanzierung nach HGB	Bilanzierung nach IAS	Bilanzierung nach US-GAAP
<b>Nachrangdarlehen</b>	Verbindlichkeit	Verbindlichkeit	Verbindlichkeit
<b>Partiarisches Darlehen</b>	Verbindlichkeit	Verbindlichkeit	Verbindlichkeit
<b>Verkäuferdarlehen</b>	Verbindlichkeit	Verbindlichkeit	Verbindlichkeit
<b>Typische und atypische stille Gesellschaft</b>	Typisch als Verbindlichkeit Atypisch als Sonderposten im EK	Rückzahlungsverpflichtung: Verbindlichkeit Keine Rückzahlungsverpflichtung: Eigenkapital	Rückzahlungsverpflichtung: Verbindlichkeit Keine Rückzahlungsverpflichtung: Eigenkapital

Quelle: Deloitte & Touche

ABB. 4: WERTSTEIGERUNGEN DURCH LEVERAGED BUY-OUTS (IN MIO. EURO)



Typische Finanzierungsformen sind Expansions- und Wachstumsfinanzierungen, Gesellschafterneuordnungen, Projektfinanzierungen oder Management Buy-outs/Buy-ins (MBO/MBI) sowie Leveraged Buy-outs (LBO). Insbesondere bei Leveraged Buy-outs schließt Mezzanine eine eventuell auftretende Lücke zwischen „herkömmlichem“ Fremdkapital und der Eigenkapitalbeteiligung eines Finanzinvestors. Im Rahmen von LBO-Transaktionen werden Finanzinvestoren aller Regel nach den Versuch unternehmen, eine maximale Rendite bzw. Internal Rate of Return (IRR) zu erreichen. Dies wird in der Praxis häufig durch die Optimierung der Kostenstruktur des betreffenden Unternehmens erreicht. Genauso wesentlich ist jedoch die Finanzierungsstruktur der Transaktion im Rahmen der Beteiligung. Da die Kosten für Fremdkapital im Vergleich zu Eigenkapital sehr viel niedriger sind, ist es das Ziel eines Finanzinvestors, den Kaufpreis für das Unternehmen mit soviel Fremdkapital wie möglich zu realisieren. Die folgende Graphik zeigt die übliche Finanzierungsstruktur eines LBOs sowie die Wertsteigerung bei einer Transaktionsfinanzierung durch ein besonders hohes Maß an Fremdkapital (sh. Abb. 4).

### Wertsteigerungen durch LBOs

Wie in oben stehender Graphik erkennbar, ist ein LBO durch ein hohes Maß an Fremdkapital gekennzeichnet. Besonders im Hintergrund der restriktiven Kreditvergabe deutscher Banken stellt die Fremdkapitalbeschaffung eine besondere Herausforderung an Finanzinvestoren dar. Neben der bereits zuvor beschriebenen Möglichkeiten Mezzanine Finanzierungsinstrumente als Eigenkapital

in der Bilanz auszuweisen ist die zurückhaltende Kapitalvergabe der Kreditinstitute sicherlich ein weiterer Grund für die große Aufmerksamkeit, die Mezzanine-Finanzierungen derzeit erhalten. Dennoch bietet Mezzanine für Finanzinvestoren nicht nur Vorteile. Zwar kann hierdurch eine bestehende Finanzierungslücke geschlossen werden. Durch die in der Regel sehr hohen Zinsbelastungen von Mezzanine-Kapital leidet jedoch die Rendite, die der Finanzinvestor durch eine spätere Desinvestition erreichen möchte. Dennoch, Mezzanine-Kapital wird weiter an Bedeutung gewinnen. Im Rahmen der im Winter 2003 durch Deloitte & Touche durchgeföhrten Private Equity Confidence Survey erwarteten 72 % der befragten Private Equity-Manager, daß Mezzanine-Kapital im Rahmen von Unternehmenstransaktionen zukünftig an Bedeutung zunehmen wird. Als Fazit bleibt es daher interessant zu beobachten, inwieweit jüngste Bestrebungen verschiedener Banken und auf Mezzanine spezialisierte Investmentfonds die Private Equity-Branche beeinflussen werden.

#### Fazit:

Da die Verwendung von Mezzanine-Kapital derzeit das Top-Thema der Unternehmensfinanzierung ist, hat Deloitte sich in Kooperation mit Raupach & Wollert-Elmedorff intensiv mit den rechtlichen, steuerlichen und finanziwirtschaftlichen Aspekten von Finanzierungen mit Mezzanine-Kapital auseinandergesetzt und dazu eine Studie erstellt.\* Derzeit wird an einer zweiten Auflage gearbeitet, die Mitte August erscheinen wird.

\* Die Publikation kann bei Karsten Hollasch (khollasch@deloitte.de) bezogen werden.



# Mezzanine: Private Equity für Risikoscheue

*Alternative Anlageform für institutionelle Investoren*

**Von Jeremy P. Golding, Geschäftsführender Partner, Golding Capital Partners, München**

Für Investoren wie für Unternehmer wird es Zeit, über Mezzanine-Finanzierungen nachzudenken. Denn Mezzanine bringt Unternehmern eigenkapitalähnliche Mittel, ohne daß sie ihre unternehmerische Eigenständigkeit verlieren. Und Investoren sichern sich eine den Private Equity-Anlagen ähnliche Rendite – bei geringerem Risiko und regelmäßigen Kapitalrückflüssen. Mezzanine ist also Finanzierungs- und Anlagevehikel zugleich, eine Zwischenform, die aktuellen Bedürfnissen von Unternehmen und Investoren in gleichem Maße entgegenkommt.

## Finanzierungsprobleme des deutschen Mittelstandes

Mittelständische Unternehmen in Deutschland gelten als unterkapitalisiert. Über Jahrzehnte haben Banken großzügig Kredite vergeben, und Unternehmer hatten es nicht nötig, sich um eine stärkere Eigenkapitalbasis zu kümmern. Jetzt sinken die Kreditlinien dramatisch, und die Mittelständler geraten in die Klemme. Eigenkapitalgeber stehen sie dennoch skeptisch gegenüber, denn wer das Eigenkapital Dritter in sein Unternehmen holt, der verliert ein Stück unternehmerische Gestaltungsfreiheit – unvorstellbar für viele Mittelständler. Doch selbst wenn sie sich Eigenkapitalgebern mehr öffnen würden, wäre das kaum die Lösung aller Finanzierungsfragen. Denn auch den Hauptfinanziers von Eigenkapital (Institutionelle) sind bei der Anlageentscheidung Grenzen gesetzt. Zwar versprechen Eigenkapitalengagements wie zum Beispiel in Private Equity- oder Venture Capital-Fonds attraktive Renditen. Aber ihr Risikoprofil läßt sich oft nicht mit der Anlagepolitik der Investoren vereinbaren, auch wegen der langen Kapitalbindung solcher Anlagen.



## Nachrangige Darlehen als Zwischengeschoß

Mezzanine-Finanzierungen führen nun die Interessen von Investoren und Unternehmern zusammen. Finanzarchitekten haben den Begriff „Mezzanine“ ihren Kollegen aus der Baukunst abgeschaut. Er steht für das „Zwischengeschoß“. Das sitzt ähnlich zwischen Lobby und Obergeschoß eines Hauses wie die Mezzanine-Finanzierung zwischen Eigen- und Fremdkapital in der Bilanz. Und zwar in Form nachrangiger Darlehen. Die müssen im Fall einer Insolvenz oder Liquidierung des Unternehmens erst dann zurückgezahlt werden, wenn die Ansprüche aus den vorrangigen Darlehen erfüllt sind – jedoch bevor Ansprüche aus dem Eigenkapital befriedigt werden. Mezzanine-Finanzierungen waren über Jahrzehnte eine Domäne der Banken, bis sich auch andere Kapitalgeber für diese Finanzierungsform interessierten begannen und entsprechende Fonds auflegten: Den ersten Transaktionen der 1950er Jahre (USA) sind erst 30 (USA) und 40 (Europa) Jahre später die ersten Mezzanine-Fonds gefolgt. Dadurch wurden breitere Investorenkreise für diese Finanzierungsform erschlossen.

## Attraktive Anlage für Investoren

Heute gibt es in Europa und den USA zusammen gut 150 dieser Fonds mit einem Volumen von über 11 Mrd. Euro – recht wenig im Vergleich zu anderen alternativen Anlageformen. Das müßte nicht so sein, denn für die Investoren dieser Fonds hat sich Mezzanine bereits als sehr attraktive Anlageform erwiesen: Sie erhalten wegen der Nachrangigkeit des Darlehens zunächst höhere laufende Zinsen, als sie mit herkömmlichen Bankdarlehen oder verzinslichen Kapitalanlagen zu erzielen sind. Für Institutionelle, die auf solche laufenden Erträge besonders angewiesen sind, ist Mezzanine eine Alternative zu anderen



Jeremy P. Golding

**Forschungsreihe  
des Deutscher Investor Relations  
Kreis (DIRK) e.V.**

**Band 3**

Sonja Leise, How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities, 112 Seiten, broschiert, 29,- Euro



Anlageformen, in denen das investierte Kapital länger gebunden ist. Das Ergebnis: Als Anlageklasse konnte Mezzanine-Kapital in den vergangenen 15 Jahren eine Netto-Rendite von etwa 12 % jährlich erzielen – weitgehend unabhängig vom Aktienmarkt. Die Risiken sind dabei begrenzt: Frühzeitige Zinszahlungen senken die Kapitalbindung, und zugunsten der Kapitalgeber werden zusätzliche Sicherheiten vertraglich vereinbart: eine Art Private Equity für Risikoscheue sozusagen.

**Günstiges Umfeld**

Das Umfeld für Investitionen in Mezzanine-Kapital ist weiter günstig. Gerade in Rezessionszeiten haben Mezzanine-Investitionen überdurchschnittliche Renditen erzielt. Weiter sinkende Kreditzusagen und strengere Richtlinien für die Kreditvergabe überhaupt (Basel II) verschärfen den Druck auf Unternehmen, sich innovativen Finanzierungsformen zu öffnen. Vielen Unternehmen bleibt gar nichts anderes übrig, denn die oft propagierte Alternative, selbst Anleihen zu begeben, lohnt sich meist erst ab Volumina über 150 Mio. Euro. Die Nachfrage der Unternehmen wird also weiter steigen. Auch werden immer mehr Buy-out-Transaktionen mit Mezzanine-Kapital hinterlegt. Das Volumen der Buy-out-Transaktionen mit einer Mezzanine Tranche hat sich von 1,28 Mrd. Euro nahezu verdreifacht auf 3,05 Mrd. Euro. Fast ein Viertel aller europäischen Buy-outs setzte 2003 eine Mezzanine-Komponente ein; im Vorjahr waren es noch 17 %.

**Fazit:**

Es ist zu wünschen, daß Mezzanine-Anlagen unter institutionellen Investoren eine breitere Basis finden. So können Dachfonds helfen, die Schwelle für den Einstieg in eine junge und sich entwickelnde Anlageklasse zu senken. Über Dachfonds erhalten die „Pioniere“ Zugang zu einem noch engen Markt und verteilen ihr Risiko mit einer einzigen Investition auf zehn bis 15 Mezzanine-Fonds. Gerade Dachfonds könnten damit der Mezzanine-Idee auf die Sprünge helfen: Leichterer Zugang und Risikodiversifizierung bringen mehr Nachfrage nach Mezzanine-Fonds. Fließt mehr Kapital in diese Fonds, wird es zwangsläufig seinen Weg verstärkt in die Unternehmen finden. Deren Kapitalsituation wird sich verbessern – was letztlich für die gesamte Volkswirtschaft von Nutzen ist.

**JA, Bestellcoupon**  
ICH BESTELLE ZZGL.  
3,50 EURO VERSANDKOSTEN

SONJA LEISE  
How Behavioural Finance can be used for Key Account focused Investor Relations Activities  
DIRK Forschungsreihe,  
Band 3, 29,- Euro

.....  
Name/Vorname

.....  
Postleitzahl/Ort

.....  
Straße/Nr.

.....  
Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:  
GoingPublic Media AG  
Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen  
Tel. 0 8171-419650  
[www.goingpublic.de/buecher](http://www.goingpublic.de/buecher)

**FAX-ORDER  
08171-419656**

# Mittelstandsfianzierung: Allheilmittel Mezzanine?

*Alternativen jenseits der Mischformen aus Eigen- und Fremdkapital*

Von Benedikt Freiherr von Schröder, Augusta & Cie.\*

*„Handwerklich unzureichend“ ist das Prädikat, das die Finanzierung zahlreicher mittelständischer Unternehmen verdient: nicht marktgerechte Konditionen, zu kurze Laufzeiten, kein adäquater Mix möglicher Finanzierungsinstrumente. Eine optimale Finanzierung erfordert das Erwägen aller Finanzierungsalternativen. Da ist auch das scheinbare Universalinstrument „Mezzanine“ nicht immer die richtige Wahl – so sehr auch dieses Modewort zuletzt ungezählte Konferenzen und Presseartikel dominiert hat. Fraglos müssen inzwischen auch mittelständische Unternehmen ihre Finanzierung überdenken, denn hier vollzieht sich derzeit ein tiefgreifender Paradigmenwechsel. In der Vergangenheit war Finanzierung kein wesentlicher strategischer Faktor. Dagegen bedroht die unzureichende Finanzierung mittlerweile den Bestand zahlreicher Unternehmen. Sowohl ein nicht ausreichender Umfang als auch ein nicht mit der notwendigen Laufzeit ausgestatteter Finanzierungsrahmen haben sich zu entscheidenden strategischen Nachteilen entwickelt.*

## Erosion der Hausbankfunktion

Die Gründe sind hinreichend bekannt. Die in vielen Fällen symbiotische Hausbankbeziehung ist weitestgehend zerbrochen oder zumindest in Auflösung begriffen. Eine große Zahl der Geschäftsbanken hat ihr Exposure gegenüber dem Mittelstand zurückgefahren und ist nicht willens, zusätzliches Risiko zu übernehmen. Im Gegenteil, die Geschäftspolitik zielt in den meisten Fällen darauf ab, die Bilanz frei zu machen für Neuengagements mit geringerem Risiko. Damit wird die Daseinsberechtigung der so berühmten Hausbankfunktion praktisch ad absurdum geführt. Denn es war doch die langjährige enge Geschäftsbeziehung, das intime Wissen um die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Verhältnisse, die es der Hausbank erlaubten, die oft erheblich Risiken mitzutragen und damit das Wirtschaftswunder der Nachkriegszeit überhaupt erst finanziert zu machen.

## Mittelstandsfianzierung zu kurzatmig

Neben dem Mangel an ausreichenden Kreditvolumina und der mangelnden Bereitschaft der Banken, Wachstumsrisiken zu finanzieren, hat sich die erhebliche Kurzatmigkeit der mittelständischen Finanzierung zu einer nicht zu unterschätzenden Konjunkturbremse ent-

wickelt. Diese Kurzatmigkeit resultiert aus dem unsäglichen Zusammenspiel der Bereitschaft der Banken, langfristige Kapitalbindungen kurzfristig zu finanzieren, und den gewerbesteuerlichen Bestimmungen, die das Geltendmachen von Zinskosten auf Langfristschulden nur teilweise zulassen. Das Ergebnis ist ein Mittelstand mit in großen Teilen inadäquaten Kapitalstrukturen und fehlender Verschuldungskapazität, um Wachstum zu finanzieren.



Benedikt Freiherr von Schröder

## Umdenken im Mittelstand

Vor diesem Hintergrund vollzieht sich langsam ein fundamentales Umdenken zumindest im gehobenen Mittelstand. Dies geht oft einher mit dem Ersatz des traditionell auf Controlling, Auftragskalkulation, Recht und die Verbindung zu den Banken focussierten kaufmännischen Leiters durch einen Chief Financial Officer angelsächsischer Prägung. Corporate Finance heißt das Gebot der Stunde. Damit beginnen nun auch in Deutschland alternative Finanzierungsformen in größerem Stil Platz zu greifen.

## Mezzanine ist kein Allheilmittel

Mezzanine heißt das neue Schlagwort in aller Munde. Es wäre allerdings illusorisch anzunehmen, daß Bankkredite in jeder Situation durch Mezzanine Kapital substituiert werden können. Ein gestandener Mittelständler muß erst einmal verdauen, daß Finanzierung, die ihn bis dato 5 bis 6 % gekostet hat, auf einmal 16 bis 18 % kosten soll. Dennoch kann Mezzanine Kapital ein für Mittelständler durchaus adäquates und interessantes Finanzierungsin-

\* Benedikt Freiherr von Schröder ist Partner der Augusta & Co. plc. in London und Geschäftsführer der Augusta & Cie. GmbH in Frankfurt.

strument sein, da es langfristig (i.d.R. für 7 bis 10 Jahre), endfällig, nachrangig (zum Teil mit Eigenkapitalcharakter) und ohne Sicherheiten oder nur mit zweitrangigen Sicherheiten vergeben wird. Gegenüber Eigenkapital hat es den wichtigen Vorteil, im Normalfall nicht die Kontrolle über das Unternehmen zu verwässern. Die Konditionen lassen sich meist recht flexibel gestalten, so daß eine auf die Bedürfnisse des Unternehmens zugeschnittene Finanzierung bereitgestellt werden kann. Am Londoner Finanzplatz wurden im letzten Jahr mehrere Mezzanine-Fonds neu aufgelegt, und auch in Deutschland sprießen neue Mezzanine-Fonds derzeit wie Pilze aus dem Boden.

### Alle Verbindungen nutzen – auch international

Aber mit Blick auf die heute im internationalen institutionellen Kapitalmarkt (auch Nicht-Banken Kapitalmarkt genannt) zur Verfügung stehenden Mittel, stellt Mezzanine-Kapital nur einen relativ kleinen Ausschnitt dar. Das Gesamtvolumen an Private Debt, welches in 2003 investiert wurde, umfaßte allein am Londoner Finanzplatz in etwa 25 Mrd. GBP. Davon wurden nur ca. 6 Mrd. GBP in Mezzanine-Kapital investiert. Neben Mezzanine-Investoren gibt es eine Reihe von institutionellen Kapitalgebern (Private Debt-Investoren) wie z.B. Versicherungen, Pensionsfonds und Collateralized Debt Obligation (CDO)-Fonds, die sowohl in vorrangige Kredite als auch nachrangige Darle-

hen, High Yield Bonds oder Mezzanine Notes investieren. Die Palette der Instrumente ist sehr breit und ermöglicht die Strukturierung eines optimalen Finanzierungskleides.

### Private Debt in Deutschland bisher weitgehend ungenutzt

In den USA werden mittelständische Unternehmen schon seit den 80er Jahren und heute zu über 80 % aus dem Private Debt-Markt d.h. durch Nicht-Banken finanziert. Im Gegensatz zu den Banken verfolgen institutionelle Investoren eine Geschäftspolitik, die im englischen mit „playing the yield curve“ umschrieben wird. Diese Investoren sind bereit, solange das Verhältnis von Risiko und Ertrag stimmt, zusätzliches Risiko für mehr Ertrag einzugehen. Dies wird ihnen meist durch ein sehr intelligentes Risikomanagement ermöglicht.

### Günstige Finanzierungs-Alternativen

Die Kosten anderer Private Debt-Instrumente sind häufig sehr viel günstiger. So können heute High Yield Bonds oder Mezzanine Notes bereits mit einem Zins von 8 bis 11 % begeben werden. Allerdings spielt das Volumen der Finanzierung und damit die angenommene Liquidität der Emission eine wesentliche Rolle. Während Mezzanine-Kapital schon in Größenordnungen von 5-10 Mio. Euro vergeben wird, lassen sich privat plazierte High Yield Bonds erst ab einer Größenordnung von deutlich über 50 bis 75 Mio. Euro plazieren.

### Neue Instrumente mit Bankkredit kombinierbar

In Zukunft wird auch in Deutschland eine immer größere Anzahl mittelständischer Unternehmen die Möglichkeiten des institutionellen Privat Debt-Marktes nutzen. Dabei wird die Bankfinanzierung allerdings nicht von der Bildfläche verschwinden, da die längerfristigen Private Debt-Instrumente i.d.R. unterhalb einer kurz- und mittelfristigen Bankfinanzierung angesiedelt werden. Des Weiteren werden sich mittelständische Unternehmer gegenüber den Spielregeln des Private Debt-Marktes öffnen müssen. Positive Cashflows und Transparenz der Finanz- und Plandaten spielen allerdings eine ganz wesentliche Rolle. Mit der Kombination der geeigneten Finanzierungsinstrumente kann es gelingen, den Mittelstand solide, angemessen und zu adäquaten Konditionen zu refinanzieren. Eine Öffnung gegenüber dem Kapitalmarkt ist dafür jedoch unabdingbar.



# Fördergelder für die Nachfolge

## Finanzielle Unterstützung durch Bund, Länder oder KfW

Weil es in Familienunternehmen immer häufiger an geeignetem Nachwuchs mangelt, hat das Interesse an externen Nachfolgeregelungen in Deutschland deutlich zugenommen. Doch trotz der aktuell günstigen Unternehmensbewertungen haben potentielle Käufer Probleme, das für einen Buy-out notwendige Kapital aufzubringen. Mit Hilfe öffentlicher Förderprogramme könnten Finanzierungsengpässe in vielen Fällen überwunden werden.

### Öffentliche Mittel stehen bereit

In Fragen der Finanzierung steht der Käufer eines Unternehmens vor ähnlichen Chancen und Risiken wie jeder andere Gründer. Aus der Differenz zwischen Kaufpreis und dem vorhandenen Eigenkapital resultiert die Finanzierungslücke, und die muß geschlossen werden: Das kann durch Kredite und Beteiligungskapital geschehen, aber auch mit Hilfe öffentlicher Gelder. Zwar gibt es für Buy-out-Modelle keine besonderen Förderprogramme. „Doch die Nachfolge über einen Buy-out ist eine spezielle Form der Existenzgründung und deshalb greifen hier auch die gleichen Förderprogramme“, sagt Holger Schwabe von der KfW Mittelstandsbank.

### Mix aus Darlehen und Eigenkapital

Auch Nachfolger, die ein Unternehmen im Zuge eines Buy-outs übernehmen, können deshalb das seit März neu angebotene KfW-Programm „ERP-Kapital für Gründung“ in Anspruch nehmen. Hier winken in den ersten zwei Jahren der Nachfolgetransaktion sogenannte mezzanine Finanzierungen in Form langfristiger Nachrangdarlehen. Diese sind im ersten Jahr zinsfrei und müssen erst ab dem siebten Jahr getilgt werden. Vor allem aber: Die Darlehen gelten aus Sicht der Banken als Eigenkapital und schonen daher das Kreditpotential des Unternehmens. Ebenso stärkt der im Insolvenzfall nachrangige Anspruch der KfW gegenüber anderen Gläubigern den Spielraum für die zusätzliche Aufnahme von Fremdkapital. Der Antragsteller muß darüber hinaus keine Sicherheiten stellen. Und er kann bei einer Bank oder Sparkasse, ohne deren Unterstützung in Sachen Förderdarlehen gar nichts geht, leichter mit Zustimmung rechnen als bei einem herkömmlichen Kredit. Denn die KfW haftet gegenüber den Kreditinstituten für die vollständige Rückzahlung des Darlehens. Allerdings: Dieses Geld aus dem Unternehmerkapital-Programm gibt es nur, wenn der Nachfolgeunternehmer selbst für 15 % der gesamten Investitionssum-

### AUSGEWÄHLTE ADRESSEN MIT INFOS ZUR NACHFOLGEFÖRDERUNG:

- 1) Internetportal der Initiative Unternehmensnachfolge „nexxt“  
[www.nexxt.org](http://www.nexxt.org)
- 2) Unternehmensportal der Internetplattform für Nachfolge und Existenzgründung  
[www.change-online.de](http://www.change-online.de)
- 3) Programme der KfW-Mittelstandsbank  
[www.kfw-mittelstandsbank.de](http://www.kfw-mittelstandsbank.de)
- 4) Förderdatenbank des Bundeswirtschaftsministeriums incl. Hinweisen zur Förderung der Länder und der EU  
[www.bmwa.bund.de](http://www.bmwa.bund.de)
- 5) KMU-Förderberatung des Bundesministeriums für Bildung und Forschung (insbes. mit Hinweisen zur Projektförderung)  
[www.kmu-info-bmbf.de](http://www.kmu-info-bmbf.de)

me aufkommt. In diesem Fall kann das ERP-Gründerkapital-Darlehen dann bis zu 25 % der Investition oder maximal 500.000 Euro der Gesamtsumme betragen.

### Kredite zu Sonderkonditionen

Alternativ oder gegebenenfalls auch zusätzlich können Nachfolger von Unternehmen mit einem Jahresumsatz von höchstens 500 Mio. Euro den „Unternehmerkredit“ der KfW Mittelstandsbank abrufen. Bei einer maximalen Kreditsumme von 5 Mio. Euro und einer Laufzeit von bis zu 20 Jahren sind hier bei günstigen und fest vereinbarten Zinsen die ersten drei Jahre tilgungsfrei. Der Käufer muß – anders als beim Unternehmerkapital-Förderprogramm – zwar keine Eigenmittel in das mit dem Kredit finanzierte Vorhaben einbringen. Allerdings kann die Hausbank je nach Beurteilung des Kredits die von ihr gewünschten Sicherheiten fordern. Häufig jedoch greift die Förderung allein deshalb nicht, weil schon die Hausbank den Antrag ablehnt. „Die Kreditinstitute verdienen an

den Förderkrediten nur mit relativ geringen Margen und müssen selbst einen bestimmten Teil der Haftung übernehmen“, so Markus Neuner von der IHK für München und Oberbayern über die Gründe für das oft restriktive Verhalten der Banken. Um so wichtiger ist auch beim Antrag auf geförderte Finanzmittel eine gründliche Vorbereitung auf das Kreditgespräch. Bei größeren Buy-outs steigen die Chancen auf Fremdfinanzierung, wenn der Unternehmer im Zuge der Nachfolgeregelung eine Beteiligungsgesellschaft mit ins Boot holt. „Hilfreich kann zudem die Einbindung von Bürgschaftsprogrammen der Länder sein“, rät IHK-Experte Neuner. Spezielle Bürgschaftsbanken bürgen dabei gegenüber den finanzierten Geldhäusern mit einem Anteil von bis zu 80 % für den Kreditausfall. Ebenfalls über die Hausbank können bei der KfW ergänzende Kredite aus dem ERP-Regionalförderprogramm abgerufen werden. Sie sind für Unternehmenskäufe in den neuen Bundesländern und Berlin sowie in den strukturschwachen C-Fördergebieten relevant.

## Länderprogramme einbeziehen

Grundsätzlich ist es ratsam, die KfW/ERP-Fördermittel mit den Angeboten der einzelnen Bundesländer zur Gründungs- und Mittelstandsfinanzierung zu vergleichen. Auch hier sind die Programme zur Finanzierung der Unternehmensnachfolge in der Regel identisch mit den Programmen für Gründer. Bei der LfA Förderbank in



Bayern beispielsweise können im Falle fehlender Sicherheiten dabei auch Haftungsfreistellungen in Höhe von 70 % beantragt werden. Grundsätzlich ist bei der LfA jeder aktivierbare Finanzierungsaufwand förderfähig. Nicht finanziert werden allerdings Zahlungen an Eltern oder Schwiegereltern.

### Fazit:

In vielen Fällen wird es möglich sein und sich lohnen, Fördermittel von Bund und Ländern zu kombinieren. Mitunter allerdings können sich einzelne Maßnahmen auch gegenseitig ausschließen. Insgesamt darf die Förderung nie über 75 % der Bemessungsgrundlage hinausgehen. Eigenkapital oder zusätzliche Kredite von Banken oder Sparkassen müssen also auf jeden Fall vorhanden sein.

Norbert Hofmann

Anzeige

# Buy-out – warum nicht?

## Ein Weg in die Selbständigkeit

Nach der Anzahl der durchgeführten Buy-outs liegt Deutschland im Jahr 2003 hinter Frankreich in Kontinentaleuropa auf dem 2. Platz. Und verteidigt diese Position trotz wirtschaftlicher Schwierigkeiten schon seit einigen Jahren. Dennoch wächst der Buy-out-Markt hierzulande deutlich langsamer als er könnte, weil bei weitem nicht alle potentiell für einen Buy-out geeigneten Unternehmer tatsächlich den Schritt in die Selbständigkeit wagen. Wichtigste Grundvoraussetzung für einen erfolgreichen Management Buy-out (MBO) ist die Überzeugung, mehr aus dem jetzigen Arbeitgeber machen zu können als die derzeitigen Eigentümer. Wenn es dann noch gelingt, einen Kapitalgeber für die Transaktion zu finden, sind die größten Hürden bereits genommen. Wie Sie diese Aufgabe bewältigen und einige andere Punkte, die Sie unbedingt vor einem Buy-out beachten sollten, erfahren Sie in diesem Beitrag.

### Knackpunkt Unternehmensbewertung

Wie bei jedem Geschäft möchte der Verkäufer einen möglichst hohen Preis für sein Unternehmen erzielen und der Käufer möglichst wenig für die Übernahme bezahlen. Bei mittelständischen Buy-outs gibt der Alteigentümer aber häufig sein Lebenswerk an den Käufer ab, so daß die subjektive Wertschätzung für das aufgebaute Unternehmen in diesen Fällen – nicht selten unbewußt – in die Preisvorstellung mit einfließt. Hierdurch darf sich der Kaufinteressent nicht unter Druck bringen lassen, sondern sollte mit Unterstützung von unabhängigen Wertgutachten, Einfühlungsvermögen und Verhandlungsgeschick auf einen fairen Transaktionspreis hinarbeiten. Schließlich hat er auch zu berücksichtigen, daß nach der Übernahme weitere Investitionen nötig sein könnten, beispielsweise zur Modernisierung des Maschinenparks. Somit sichert das neue Firmenoberhaupt durch einen angemessenen Kaufpreis nicht nur seine eigene Zukunft, sondern auch die des Unternehmens: Eine der häufigsten Ursachen für Insolvenzen nach einem Buy-out ist ein extern finanziertes zu hoher Kaufpreis, dessen Refinanzierung aus den nach der Übernahme erzielten laufenden Überschüssen mißlingt.

### Keine Angst vor externer Beratung

Da normalerweise die Eigenmittel der Käufer nicht für den geplanten Buy-out ausreichen, müssen weitere Ka-



pitalgeber gewonnen werden: Durch eine geschickte Mischung von Eigen- und Fremdkapital lassen sich die Kapitalkosten optimieren und die Rendite der Eigenkapitalgeber maximieren. Staatliche Subventionen, die meist gewährt werden, um Arbeitsplätze zu sichern oder einen gesellschaftspolitisch besonders fördernswerten Unternehmenszweck zu unterstützen, können das Finanzierungskonzept abrunden. Alle externen Investoren verlangen in der Regel einen Businessplan, in dem der oder die Käufer herausarbeiten, wie sie das Unternehmen nach der Übernahme führen wollen. Neben der Finanzierung des Kaufpreises ist eine realistische Planung von Umsatz und Ergebnis essentiell. Sofern die Buy-out-Manager für diese Planung nicht über ausreichend eigene Expertise verfügen, sollten auch bei kleineren Deals die für externe Beratung anfallenden Kosten nicht gescheut werden. Schließlich können so später vielleicht existenzbedrohende Fehler im Vorfeld vermieden werden.

### Kommunikation offen gestalten

Ein weiterer Fallstrick neben Fehlern bei der Finanzierung ist eine mangelnde Planung der Übergabephase: Idealerweise sollte das neue Management-Team vom bisherigen Firmeninhaber eingeführt und zumindest Schlüsselkunden vorgestellt werden. So läßt sich das Risiko minimieren, daß Umsätze nach der Übergabe wegbrechen, weil den Abnehmern das Vertrauen in die ihnen unbekannte, neue Führungsriege fehlt. Auch soll-

ten wichtige Mitarbeiter rechtzeitig in die Verhandlungen über den Buy-out eingebunden werden, um abzuklären, ob sie das neue Konzept und den Führungswechsel mittragen. Ein plötzlicher Weggang von Kompetenzträgern könnte den Businessplan der neuen Führungsmannschaft sonst schnell ins Wanken bringen.

#### Fazit:

Ein erfolgreicher Buy-out erfordert umfangreiche Planung, ein solides Finanzierungskonzept und Unterstützung von vielen Seiten. Gleiches gilt aber auch für jeden anderen Weg in die Selbständigkeit. Auch im Falle



eines fehlenden Nachfolgers aus der Unternehmerfamilie kann ein Buy-out eine sinnvolle Lösung sein, die bisher aber noch zu selten genutzt wird. Ein Buy-out ist somit zweifelsohne ein hartes Stück Arbeit für das Management, die Investoren und die Mitarbeiter – zahlt sich aber nicht selten auch für alle Beteiligten aus.

Andreas Uhde

Anzeige

## DEUTSCHLANDS ERSTES MAGAZIN FÜR



- PRIVATE EQUITY
- BUY-OUTS
- M&A
- FINANZIERUNG
- WACHSTUM
- GRÜNDERKULTUR

**Starten Sie Ihr Abonnement jetzt, und Sie erhalten die große Sonderausgabe „Mittelstandsfinanzierung 2004“**

(132 Seiten, ca. 50 Fachbeiträge und Interviews, Einzelpreis 14,80 Euro) **gratis** dazu!



## KENNENLERN-ABONNEMENT

Ja,

ich möchte das monatliche VentureCapital Magazin gerne testen und nehme Ihr Kennenlern-Abo auf. Ich sende Ihnen mir die kommenden zwei Ausgaben sowie die Sonderausgabe „Mittelstandsfinanzierung 2004“ zum attraktiven Sonderpreis von 10,- Euro (statt 39,80 Euro) zu. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich das VentureCapital Magazin anschließend zum Preis von 14,- Euro pro Jahr (12 Ausgaben zzgl. einer bis zwei Sonderausgaben jährlich). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abo bis zwei Wochen nach Erhalt der zweiten Ausgabe, und mir entstehen keine weiteren Verpflichtungen.

Name, Vorname: .....

Postfach/Straße: .....

PLZ, Ort: .....

Telefon: ..... Fax: .....

eMail-Adresse: .....

Ort und Datum: ..... 1. Unterschrift: .....

Widerrufsgarantie: Dieser Auftrag kann binnen zwei Wochen widerrufen werden. Rechtzeitiges Absenden genügt.

Ort und Datum: ..... 2. Unterschrift: .....

Buy-outs

**Coupon bitte einsenden an:**

GoingPublic Media AG · Bahnhofstr. 26 · 82515 Wolfratshausen  
Telefon: 08171-419650 · Fax-Order: 08171-419656  
oder online unter [www.venturecapital.de/abo](http://www.venturecapital.de/abo)

## Case-Study: MBO

### Billerbeck – Schlafkultur im Aufbruch

Entstanden aus zwei vor über 80 Jahren gegründeten Familienbetrieben wird Familitentradition beim Bettwarenhersteller Billerbeck groß geschrieben. Kerngeschäft sind hochwertige Zudecken und Kopfkissen aus Federn, Daunen, Edelhaaren wie Kaschmir oder Kamelhaar und Markenfasern sowie Nackenstützkissen. Mit Niederlassungen in Deutschland, der Schweiz und Ungarn zählt die Billerbeck-Gruppe zu den führenden Herstellern der Branche in Europa. 1993 schloß sich das Unternehmen dem international führenden Hersteller für Bettwaren, der Slumberland Group, Schweiz, an. Acht Jahre später stand erneut ein Wechsel an: Der schwedische Konzern Hilding Anders AB erwarb Slumberland und damit auch die Billerbeck-Gruppe, um sein Kerngeschäft Matratzen zu einer umfassenden „Bettgeschichte“ auszubauen.

#### Zwei ungleiche Bettpartner

Der Lustgewinn währte allerdings nur kurz: In 2002 entschied Hilding Anders, sich wieder auf sein Kerngeschäft zu focussieren und den Bettwarenhersteller, der 2002 mit seinen 500 Mitarbeitern rund 50 Mio. Euro Umsatz erzielte, im Rahmen eines Management Buy-outs ziehen zu lassen. „Das Bettwarengeschäft war kein Herzstück von Hilding Anders“, erklärt Friedrich Ermert, Geschäftsführer von Billerbeck Deutschland. Das hierfür notwendige Marketingfaible gehörte nicht gerade zu den Stärken der eher in Produktionskategorien denkenden Schweden. Zusammen mit Paul Konrad, langjährigem Geschäftsführer von Billerbeck Schweiz, griff der Schwiegersohn des ehemaligen Inhabers zu und kaufte die Unternehmensgruppe zu einem Preis von 15 Mio. Euro zurück.

#### Anknüpfen an die Familitentradition

Als Finanzinvestor gewannen beide die DZ Equity Partner GmbH, eine Tochter der Frankfurter DZ Bank AG, die 30 % der Anteile erwarb. 65 % der Anteile sind durch Familie Ermert quasi wieder in Familienbesitz, 5 % hält Management-Partner Konrad. Das notwendige Fremdkapital in Höhe von 8,5 Mio. Euro stellte die Neue Aargauer Bank, die „Hausbank“ von Billerbeck Schweiz, zu „ausgesprochen moderaten und günstigen Zinssätzen“ zur Verfügung, so Ermert. Möglich war dies, da im Zuge der Übernahme die diversen Gesellschaften in einer neuen Struktur geordnet wurden und die Billerbeck Schweiz AG als Käufer der übrigen Gruppengesellschaften agierte.



#### Marktführerschaft ausbauen

Illusionen über rasante Umsatzsprünge macht sich Ermert aufgrund der derzeitigen Konsum-Unlust und des harten Verdrängungswettbewerbs nicht. „Langfristig auf allen Handelsschienen breitflächig präsent sein“, lautet das erklärte Unternehmensziel. Im Visier steht vor allem der deutsche Markt, in dem Billerbeck seinen Marktanteil erheblich erweitern und sich als Marktführer im oberen Mittelfeld positionieren will. Eine zentrale Rolle spielt hier das in 2003 implementierte Shop-in-Shop-Konzept, durch das dem Handel ein professionelles Vermarktungspaket zur Verfügung gestellt wird. Über 50 dieser Läden wurden bereits installiert, weitere 50 sollen in diesem Jahr neu hinzukommen. Wachstumsimpulse gehen auch durch die bereits realisierte Expansion in neue Export-Märkte aus, wobei hier vor allem die GUS-Staaten sowie Japan den Umsatz ankurbeln. In der Schweiz ist geplant, die marktführende Position zu halten, in Ungarn soll die Marktposition ausgebaut werden. Zudem ist die Gründung einer neuen Niederlassung in Rumänien angedacht. Trotz der von beiden Seiten attestierten „angenehmen und kooperativen Partnerschaft“ steht für die neuen Partner der Zeithorizont für ihre Trennung bereits fest. „Zielsetzung ist der Verkauf unserer Anteile an die Familie innerhalb der nächsten fünf Jahre“, erklärt Olivier Weddrien, Geschäftsführer von DZ Equity Partner. Daß es klappt, daran hegt „Familienunternehmer“ Ermert keinen Zweifel.

Herta Paulus



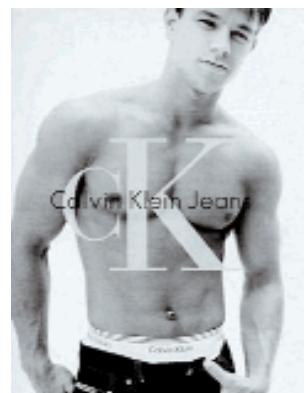
## Case Study: Owner's Buy-out

### *Calvin Klein: Kurs nehmen auf internationale Märkte*

*Parfums, Jeans oder Unterwäsche: Das Designerlabel Calvin Klein zählt im internationalen Mode-Business unbestritten zu den großen Trendsettern mit Kult-Charakter. Im vergangenen Jahr trennte sich der 60-jährige Unternehmer Calvin Klein, der gemeinsam mit seinem Partner Barry Schwartz die Modefirma im Jahr 1968 mit nur 10.000 US-\$ gegründet hatte, zum Teil von seinem Lebenswerk. Er verkaufte das Designerlabel Calvin Klein Inc. für 430 Mio. US-\$ an Phillips-Van Heusen, den größten Hemdenhersteller der Welt mit Sitz in New York. Strukturiert hat den Deal das Münchener Team von Apax Partners. Wenige Monate nach Abschluß des Deals erklärte Calvin Klein seinen Rückzug aus dem aktiven Designergeschäft. Finanziell verbunden bleibt er dem Unternehmen dennoch. Zum einen re-investierte er einen Teil des Erlöses in PVH-Aktien und ist damit einer der größten Privatinvestoren; zum anderen ist er bis 2018 an den Umsatzerlösen beteiligt. Christian Näther, Partner, Apax Partners: „Das war für uns wichtig, um sein Interesse an der weiteren Stärke der Marke am Leben zu halten.“*

#### **Käufer Phillips-Van Heusen: Lizenzen als Wachstumsmotor**

Im Unterschied zu Calvin Klein sind Herrenhemden mit dem Etikett Van Heusen oder Geoffrey Beene in Deutschland nur modischen Insider ein Begriff. Dito der Name des Herstellers, das unter dem Kürzel PVH an der Börse notierte US-Textilunternehmen Philips-Van Heusen. Anders in den USA, wo sich das New Yorker Unternehmen mit einem Marktanteil von über 40 % als führender Player für Hemden und Sportswear im Kauf- und Warenhaussektor etabliert hat. Stärke zeigt PVH zudem in einem weiten Absatzkanal. Mit über 700 Factory-Outlets der Marken IZOD, einem klassischen Sportswear-Label, sowie Van Heusen, Bass und Geoffrey Beene hält PVH auch außerhalb der großen Städte die uneingeschränkte Marktführerschaft in diesem Segment. Konsequent hatte das in den 20er Jahren gegründete Unternehmen bekannte Marken unter seine Fittiche genommen und Umsatz und Ertrag mit Hilfe dieser Mehrmarken-Strategie kontinuierlich gesteigert. So wurden etwa in 1998 Lizenzvereinbarungen mit dem Designer-Label Donna Karan (DKNY) im Hemden-Bereich geschlossen, in 2000 kamen mit der im mittleren Preissegment angesiedelten Marke Arrows sowie Kenneth Cole erneut zwei Marken ins Portfolio.



#### **Merger mit Transformerqualität**

Um weiteres Wachstum zu sichern, griff das PVH-Management im Februar 2003 erneut zu und setzte dabei entscheidende Weichen für den Schritt in den internationalen Modemarkt: Zum Kaufpreis von 430 Mio. US-\$ übernahm PVH das weltbekannte Top-Designerlabel Calvin Klein Inc. zu 100 %. Calvin Klein war dabei längst nicht der einzige Übernahme-Kandidat, den Apax Partners im Auftrag von PVH unter die Lupe nahm. Die Hauptgründe für den Zuschlag: zum einen der globale Bekanntheitsgrad und die weltweit hervorragende Positionierung der Lifestyle-Marke, die einen Außenumsatz von 1,7 Mrd. US-\$ erwirtschaftete und über großes internationales Lizenzierungs-Know-how verfügt. Hinzu kam das Potential der Marke, in neue Segmente vorzudringen und weiteres Wachstum zu generieren. „Die Übernahme stellt für PVM einen transformierenden Schritt dar“, ist Näther überzeugt.

#### **Ungewöhnliche Finanz-Partnerschaft**

Allein konnte PVH trotz der gegenüber dem Jahr 1999 mehr als halbierten Bewertung des Übernahmekandidaten (Calvin Klein und sein Partner Barry Schwartz forderten damals rund 1 Mrd. US-\$) die Transaktion nicht stemmen. Eine Kapitalerhöhung über die Börse schied sowohl aufgrund der desolaten Börsenlage wie auch der damit verbundenen Öffentlichkeit aus. Denn klar war: Sollten die Kaufpläne öffentlich werden, würde dies sofort Wettbewerber auf den Plan rufen, die den Kaufpreis in die Höhe treiben oder PVH ganz aus dem Rennen werfen. „Die

Herausforderung bestand darin, unter strengster Geheimhaltung eine Finanzierungsstruktur zu finden, die keine Kapitalerhöhung über die Börse notwendig machte, PVH aber auch nicht mit übermäßigen Krediten belastete“, fasst Christian Näther die ihm bestens bekannten Herausforderungen zusammen. Denn mit den von seiner Gesellschaft beratenen Apax Fonds stand PVH ein für ein börsennotiertes Unternehmen eher ungewöhnlicher Finanzpartner zur Seite. Entscheidend für das Apax-Engagement war dabei zum einen die Stärke des Managements, das „in seinem ganzen Angang sehr strukturiert, systematisch und finanzwirtschaftlich getrieben ist“, zum anderen die stabilen, aufgrund des geringen Moderisikos zwar leicht aber kontinuierlich steigenden Erträge des Unternehmens.

### Die Finanzierungsstruktur

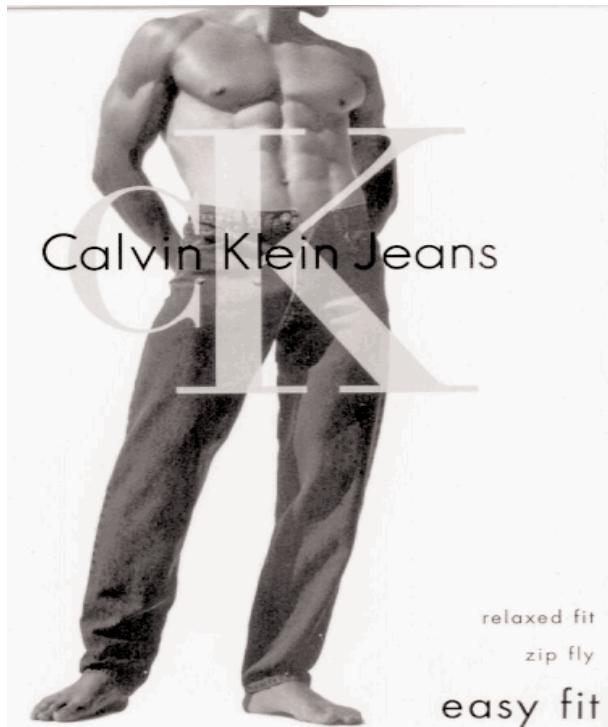
Rund 375 Mio. US-\$ investierten die beteiligten Apax Fonds in den neuen Partner. Davon wurden 250 Mio. US-\$ in Form einer Wandelschuldverschreibung (convertible loan) bereitgestellt, die zu einem Kurs von 14 US-\$ in

PVH-Vorzugsaktien umgewandelt werden kann. Diese Wandelschuldverschreibung wird mit 8 % auflaufend verzinst. Die Gesellschaft kann für jedes Jahr entscheiden, ob die Zinszahlung als Cash-Auszahlung erfolgen soll oder aber aufläuft, so daß flexibel je nach Liquiditätslage entschieden werden kann. Um eine schnelle und diskrete Abwicklung der Übernahme zu ermöglichen, wurden weitere 125 Mio. US-\$ als Brückenfinanzierung gewährt, die nach kurzer Zeit durch Bankkredite ersetzt wurden. „Eine hundertprozentige Finanzierung über die Apax Fonds wäre für PVH teurer geworden, da Bankkredite günstiger sind als das von uns zur Verfügung gestellte, strukturell nachrangige Eigenkapital“, erklärt Näther.

### Nach dem Merger

Die Wachstumsstrategie geht auf. Bereits ein Jahr nach dem Merger konnten wesentliche Ziele erreicht werden. So wurden auf der Ausgabenseite die Kosten deutlich reduziert, da der gesamte Verwaltungsaufwand von Calvin Klein aufgelöst und in die PVM-Plattform integriert wurde. Unverändert beibehalten wurden nur die Bereiche Design und Marketing. „Allein dadurch konnten Einsparungen von über 10 Mio. US-\$ erzielt werden“, berichtet Näther. Aber auch was die Chance auf künftige Mehrumsätze betrifft, sind erste Etappenziele bereits erreicht. „Bislang ist die Gesellschaft komplett im Plan“, so Näther. Mehr als ein Dutzend Calvin Klein Factory-Outlets wurden bereits gelauncht, rund 100 sind USA-weit geplant. Als weiterer Umsatzbringer wurde eine neue Damen-Sportswear Kollektion eingeführt, die vorerst schwerpunktmäßig in den USA von einem Lizenzpartner hergestellt und vertrieben wird. Die strategische Neupositionierung wurde an der Börse prompt honoriert, der PVH-Kurs ist seit der Übernahme deutlich gestiegen. Auch für deutsche Unternehmen weist die bei PVH realisierte Form der Expansionsfinanzierung interessante Facetten auf. Für im MDax oder SDax gelistete Unternehmen ist über viele Branchen hinweg organisches Wachstum kaum zu realisieren. „Gerade jetzt, wo die Börse nicht so überhitzt ist, bieten sich günstige Akquisitionsgelegenheiten. Hier können wir die derzeit fehlende Unterstützung der Kapitalmärkte ersetzen“, ist Näther überzeugt.

*Herta Paulus*



# Case Study: Owner's Buy-back

## ZS Verlag – Individualist mit Erfolgsrezept

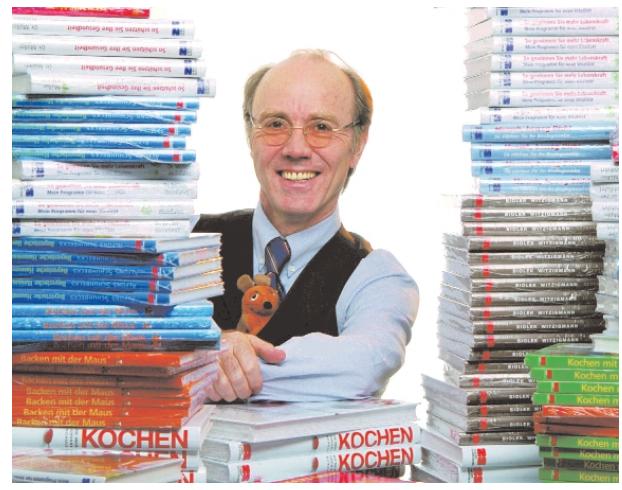
Deutsche Buchverlage haben schon bessere Zeiten erlebt. Die Konsumzurückhaltung der Verbraucher schlägt voll auf die Branche durch. Seit Jahren sind die Umsätze trotz immer zahlreicherer Neuerscheinungen rückläufig. Konnte im Jahr 2000 noch ein Umsatz von rund 12 Mrd. Euro erzielt werden, waren es im Jahr 2002 nur noch 9,224 Mrd. Euro, ein Minus von 2 % gegenüber dem Vorjahr. Die Marktkonzentration schreitet dabei zügig voran, bereits 1999 teilten sich rund 7 % der Verlage fast 90 % der Umsätze. Übernahmen und Zusammenschlüsse prägen seit Jahren die Verlagslandschaft.

### Rückkehr in die Unabhängigkeit

Der Münchener Sachbuch Verlag ZS Zabert Sandmann schlug im Januar 2003 den umgekehrten Weg ein. Nach 12 Jahren „Fremdbestimmung“ wurde Verlagsgründer Friedrich-Karl Sandmann wieder „Herr im eigenen Haus“. Eine stille Beteiligung der BayBG in Höhe von 1 Mio. Euro ermöglichte es ihm, alle GmbH-Anteile seines im Jahr 1984 gemeinsam mit Arnold Zabert gegründeten Verlags zurückzukaufen. Denn nach Ausscheiden Zaberts im Jahr 1991 hatte der noch inhabergeführte Heyne Verlag 74 % der ZS-Anteile übernommen. Zum damaligen Zeitpunkt eine gute Entscheidung: „Wir waren verlegerisch unabhängig, konnten aber von den Vertriebsstarken Heynes enorm profitieren“, berichtet Sandmann. In 2000 änderte sich die Situation: Der Heyne Verlag wurde vom Axel Springer Verlag übernommen. Was vorher stimmig war, paßt nun nicht mehr zusammen. „In einem solchen Konzern herrscht eine völlig andere Kultur, ein anderes Klima. Die Konstellation, daß der Geschäftsführer gleichzeitig geschäftsführender Gesellschafter ist, paßt hier einfach nicht“, begründet „Individualist“ Sandmann.

### Klare Positionierung

Bis Investor BayBG grünes Licht gab, den Sandmann als einzige ernsthafte Option in Erwägung gezogen hatte, vergingen rund zwei Monate. „Diese Zeit ist einfach erforderlich, um die notwendigen Prüfungen vorzunehmen“, erklärt BayBG Investmentmanager Kurt Herbst. Die hausintern durchgeführte Due Diligence zeigte durchweg positive Ergebnisse: Mit Autoren wie Fernsehkoch Alfred Biolek, Alfons Schuhbeck und dem „deutschen Weinpapst“ Jens Priewe im Bereich Essen und Trinken sowie „Bayern-Doc“ Müller-Wohlfahrt und Pater Kilian Saum im Gesundheitsbereich verfügte der



Friedrich-Karl Sandmann

Verlag über Bestsellerlisten-Autoren. Komplettiert wird das Verlagsangebot durch die Koch- und Backbücher der Fernseh-Kultfigur „Die Maus“. Zudem beeindruckte Sandmanns Stärke im Bereich Marketing, die er etwa durch eine Kooperation mit der Deutschen Bahn unter Beweis stellt: Seit November letzten Jahres kocht die Bahn in ihren ICE-Speisewagen nach Rezepten der ZS-Autoren Biolek und Witzigmann. Das dazugehörige Kochbuch wird auch im DB-Shop vertrieben.

### Umsatzplus trotz Marktschwäche

Die Entwicklung des letzten Jahres bestätigt Herbst in seiner Einschätzung: „Auch bei schwieriger Marktlage können gute Geschäfte gemacht werden, wenn die Produktattraktivität und vor allem das Management stimmen.“ Mehr als 8 Mio. Euro Umsatz erzielte der ZS Verlag in 2003, gegenüber dem Vorjahr ein Zuwachs von 30 %. Denn auch der Vertrieb steht mittlerweile wieder auf eigenen Beinen, wobei eine künftige Vertriebskooperation mit dem ähnlich positionierten Verlag Freiderking&Thaler zusätzliche Umsätze bringen soll. Und auch neue verlegerische Aktivitäten sind schon in trockenen Tüchern. Der Glaube an die Zukunft kleiner, unabhängiger Verlage ist bei Sandmann ungebrochen. Zusammen mit seiner Frau gründete er jüngst einen weiteren Verlag. Der Schwerpunkt hier: Anspruchsvolle illustrierte Bücher zu Kunst-, Literatur- und Musikgeschichte.

Herta Paulus

# Case Study: BIMBO

## DMS Dynamic Micro Systems Semiconductor Equipment GmbH – Stabwechsel in der Halbleiterindustrie

Gleicher Name, neue Eigentümer: Seit Juli letzten Jahres hat das Radolfzeller Halbleiterunternehmen DMS Dynamic Micro Systems Semiconductor Equipment GmbH drei neue Besitzer. Im Rahmen eines Management Buy-in/Management Buy-out, in Fachkreisen als BIMBO bezeichnet, erwarben die Brockhaus Private Equity Fonds, Frankfurt, 75 % der Anteile. Die restlichen 25 % hält das neue Managementduo, das mit verbesserter Technik und einer Ausweitung der Vertriebsaktivitäten eine weltweit führende Position bei Reinigungsgeräten, Managementsystemen für Fotomaschen und Zubehör für die Halbleiterproduktion anstrebt.

### Typische Ausgangslage für Mittelständler

Die Ausgangslage ist typisch für viele mittelständische Unternehmen, und daher für Brockhaus PE-Manager Uwe Steinbacher „ein Paradebeispiel für die Herausforderungen, die der Verkauf eines kleinen bis mittleren Unternehmens darstellt“. Das Eigentümerehepaar wollte das 1985 gegründete Halbleiterunternehmen aus Altersgründen verkaufen, da eine familiäre Nachfolge ausschied. Lutz Rebstock, langjähriger Vertriebsleiter des Unternehmens, zeigte Interesse, begab sich zusammen mit den Alteigennern aktiv auf die Suche nach Investoren. Fündig wurde er bei Brockhaus PE, die ihre Investitionsbereitschaft in das „kleine, feine und profitable Unternehmen“ an eine Stärkung des Managements in den Bereichen Organisation und Administration knüpfte. Doch wie in vielen mittelständischen Unternehmen war bei DMS mit seinen 25 Mitarbeitern eine zweite Führungsebene mit geeigneten Kandidaten für einen Management Buy-out praktisch nicht vorhanden. „Es war klar, daß die Führungsstruktur durch einen externen Manager ergänzt werden mußte“, erläutert Steinbacher. Gerade dies erweist sich für kleine Unternehmen aber als oft unüberwindbare Hürde. „Um einen externen Manager zu gewinnen, braucht das Unternehmen eine kritische Größe, die per se attraktiv ist“, weiß Steinbacher.

### Erfahrenes Management

Als „ideale Ergänzung“ stieg Peter Jelich ins Boot. Der 51-jährige Ex-Thyssen Krupp HiServ Geschäftsführer besaß als ehemaliger Leiter eines Halbleiterequipment-Unternehmens Branchenerfahrung, kannte das Unternehmen und er kannte Rebstock, da beide jahrelang in einem Unternehmen zusammengearbeitet hatten. „Ich wollte unternehmerisch tätig werden und ich wollte wieder in die Halbleiterbranche“, begründet Neu-Geschäftsführer



Jelich, der 15 % der Anteile übernahm, seinen Einstieg. Zur Finanzierung des Kaufpreises, über den sämtliche Beteiligte Stillschweigen wahren, konnte die Karlsruher L-EigenkapitalAgentur (L-EA) Mittelstandsfonds gewonnen werden, die Kapital in Form einer Mezzanine-Finanzierung zur Verfügung stellte. Zusätzlich gewährte die Baden-Württembergische Bank AG ein vorrangiges Fremdkapitaldarlehen.

### Strategische Neupositionierung

Die Fußstapfen des Alteigentümers will das neue Management nicht verlassen. Akquisitionen sind ebenso wenig geplant wie eine strategische Neupositionierung, das operative Geschäft finanziert sich voll aus dem Cashflow. Durch technische Weiterentwicklungen soll vielmehr das Potential der drei DMS-Produktlinien voll ausgeschöpft werden. Dazu gehören zum einen Reinigungsanlagen für Behälter, die bei der Fertigung von Halbleitern verwendet werden, Managementsysteme für Fotomaschen sowie der Behälterbau selbst. Durch die bereits realisierte Vollautomatisierung der Managementsysteme und der Reinigungsanlagen rückt das Ziel, in diesem Bereich Marktführer zu werden, bereits ein gutes Stück näher. Oberste Priorität besaß zudem der selektive Austausch und vor allem die Erweiterung der externen Vertriebsorganisation, so daß DMS nun in sämtlichen relevanten Märkten vertreten ist. Zweistellig wachsen, heißt die Devise für die nächsten Jahre. „Wir werden in diesem Jahr den Umsatz sicherlich um 50 % steigern können“, erklärt Jelich.

Herta Paulus

# Komplexe Unternehmenstransaktionen in der Praxis

## Aktuelle Rechtsfragen des Management Buy-out

Von Dr. Thomas Zwissler und Bernt Paudtke,  
Zirngibl Langwieser Rechtsanwälte\*

*Der Management Buy-out gehört zu jenen komplexen Unternehmenstransaktionen, die eine große Menge von Rechtsfragen aufwerfen. Einige dieser Fragen sollten jedem der an einem MBO beteiligten Akteure zumindest als Problemfeld bekannt sein.*

### Initiative und Verhandlungsführung

Bei einem MBO kommt dem Management der Zielgesellschaft eine besondere Bedeutung zu. Einerseits sind es die Geschäftsführer, die das Zielunternehmen wenn nicht ganz, dann doch zumindest teilweise erwerben wollen. Andererseits sind sie in die gesellschaftsrechtliche Ordnung des Zielunternehmens eingebunden und in dieser Funktion in der Regel auch als Wahrer der Interessen des Verkäufers in der Verantwortung. Aus dieser Situation heraus entsteht notwendigerweise ein Interessenkonflikt, der für MBO-Transaktionen geradezu kennzeichnend ist. Die aus dem Interessenkonflikt abzuleitenden Rechtspflichten lassen sich mangels abschließender gesetzlicher Regelungen oder gar einschlägiger Rechtsprechung nur in den Eckpunkten fixieren. So ist dem Manager keineswegs verboten, Eigeninteressen zu verfolgen. Er muß diese jedoch stets mit den Interessen der Zielgesellschaft und des Verkäufers abgleichen. Praktisch bedeutet dies, daß die Überwachungsorgane der Zielgesellschaft informiert werden müssen, sobald der Entschluß zum MBO gefaßt ist. Darüber hinaus muß der Manager stets um Neutralität bemüht sein, etwa gegenüber anderen Erwerbsinteressenten. Er darf Geschäftsgeheimnisse nicht an Dritte verraten und sollte sich jeder Art von In-sich-Geschäften enthalten. Bewährt haben sich in der Praxis Vereinbarungen, in denen die Beteiligten die Stellung und die Pflichten des Managements während der Verhandlungsphase definieren. Zumindest die Aufsichtsorgane bzw. der Verkäufer sollten auf eine derartige Vereinbarung dringen. Verstößt der Manager gegen seine Pflichten gegenüber dem Zielunternehmen und/oder dem Verkäufer, so macht er sich schadensersatzpflichtig. Auch die Abberufung aus dem Geschäftsführeramt ist denkbar. Insoweit muß der Manager stets im Auge behalten, daß jede Transaktion scheitern kann und die Verhandlungen so geführt werden sollten, daß eine Zusammenarbeit auch in Zukunft möglich bleibt.



Dr. Thomas Zwissler



Bernt Paudtke

### Optimierung der Transaktionsstruktur

Bei Buy-out-Transaktionen mit Fremdfinanzierungsanteil wird das Zielunternehmen üblicherweise über eine neu zu gründende Zwischenholding erworben (siehe Schaubild). In der Regel kommt hierbei die Rechtsform der GmbH zum Einsatz, die aufgrund ihrer Flexibilität Vorteile gegenüber der AG aufweist. In jüngerer Zeit ist vermehrt die Frage aufgetreten, ob nicht auch ausländische Rechtsformen als Zwischenholding in Betracht kommen. Hierbei ist zu unterscheiden: Sind ausländische Investoren an der Transaktion beteiligt, kann die Wahl einer im Ausland ansässigen Zwischenholding sinnvoll sein. Eine andere Frage ist hingegen, ob das ausländische Rechtskleid nicht auch für eine in Deutschland ansässige Zwischenholding genutzt werden kann. Hintergrund für diese Frage ist die Entwicklung der Rechtsprechung zur Anerkennung ausländischer Gesellschaften mit Verwaltungssitz in Deutschland. Wurde diesen Gesellschaften früher die Haftungsbegrenzung verweigert, ist es heute durchaus denkbar, die Rechtsform einer englischen Limited oder einer holländischen B.V. in Deutschland zu nutzen. Diesen Gesellschaftsformen eilt der Ruf voraus, größere Flexibilität und geringere Anforderungen bei der Kapitalauf-

\* Dr. Thomas Zwissler ist Rechtsanwalt und Partner, Bernt Paudtke ist Rechtsanwalt in der Sozietät Zirngibl Langwieser, München.

bringung und -erhaltung zu bieten. Tatsächlich ist jedoch Vorsicht geboten. Die Wahl einer ausländischen Rechtsform bedeutet für das künftige Management, daß die Gesellschaft auch nach den ausländischen Regeln für die Corporate Governance geführt werden muß. Zudem droht die Begründung eines ausländischen Gerichtsstandes. Die Nachteile der ausländischen Rechtsformen dürften daher – zumindest zum jetzigen Zeitpunkt – überwiegen.

### **Erwerbsverträge und Garantien**

Kern eines jeden Vertrages über den Erwerb eines Unternehmens sind die Gewährleistungen und Garantien. Dabei sieht das Gesetz als Grundregel vor, daß der Erwerber keine Rechte aus Umständen herleiten kann, die ihm bei Vertragsabschluß bekannt waren. Gleichzeitig sieht das Gesetz Regeln vor, die eine Zurechnung von fremdem Wissen begründen. Ist z.B. der Manager bei Vertragsabschluß bereits Geschäftsführer der Erwerbergesellschaft, so muß sich diese nach den gesetzlichen Regeln die Kenntnisse des Managers zurechnen lassen, was zu einer gravierenden Aushöhlung der Gewährleistungsrechte des Erwerbers führen würde. Hier ist durch geeignete vertragliche Bestimmungen gegenzusteuern. Das Management sollte zudem nach Möglichkeit erst dann in Geschäftsführerpositionen bei der Erwerbergesellschaft einrücken, wenn der Erwerbsvertrag abgeschlossen ist.

### **Finanzierungsverträge**

Bei MBO-Transaktionen mit Fremdfinanzierungsanteil stellt sich regelmäßig die Frage, welche Sicherheiten gestellt werden können. Üblich ist die Besicherung der Akquisitionsfinanzierung durch die Anteile der Zwischenholding am Zielunternehmen (vgl. Schaubild). Oftmals werden jedoch zusätzliche Sicherheiten der Zielgesellschaft etwa in Form von Bürgschaften verlangt. Hier ist darauf zu achten, daß derartige Sicherheitenbestellungen einer Tochtergesellschaft zugun-

sten der Zwischenholding als Muttergesellschaft gegen die gesellschaftsrechtlichen Kapitalerhaltungsvorschriften verstößen und im Extremfall sogar als sog. „existenzgefährdender Eingriff“ gewertet werden können mit der Folge, daß die verantwortlichen Personen persönlich in die Haftung geraten.

### **Lizenz- und Dienstverträge mit dem Veräußerer**

Nicht selten bleibt auch nach dem MBO eine Verbindung zwischen der Zielgesellschaft und dem Verkäufer erhalten. So werden z.B. Infrastrukturleistungen oder Dienstleistungen auch nach dem MBO auf der Basis entsprechender Verträge vom Verkäufer bezogen (z.B. Miete von Geschäftsräumen, Personalbuchhaltung, etc.). In den Grenzen der Steuergesetze ergibt sich hierdurch die Möglichkeit, die Gegenleistung zumindest teilweise über die Verpflichtung zum Bezug von Leistungen vom Käufer abzudecken und auf diesem Wege den Finanzierungsbedarf des Erwerbs positiv zu beeinflussen. Selbstverständlich müssen die Vertragskonditionen einem Drittvergleich standhalten, da sonst der Tatbestand einer verdeckten Gewinnausschüttung gegeben ist.

### **Betriebsübergang und die Folgen**

Eine MBO-Transaktion geht regelmäßig mit einem Betriebsübergang i.S. von § 613a BGB einher. Dies hat zur Folge, daß zahlreiche Anstellungsverhältnisse kraft Gesetzes auf den Erwerber bzw. die Erwerbergesellschaft übergehen. Während jedoch die individualrechtlichen Folgen in der Regel von Anbeginn im Visier der Beteiligten sind, werden die weiteren Folgen häufig übersehen oder unterschätzt. Gerade bei Großunternehmen existieren oftmals kollektivrechtliche Vereinbarungen (insbes. Betriebsvereinbarungen), die für die nach dem MBO entstehende, möglicherweise kleinere Einheit nicht mehr angemessen und in ihren finanziellen Folgen auch nicht mehr darstellbar sind. Vor allem dieser Aspekt muß im Rahmen der Due Diligence sowie der vertraglichen Vereinbarungen stets mitberücksichtigt werden.

Abb. 1: BEISPIEL EINER TYPISCHEN MBO-TRANSAKTION (ASSET DEAL)



#### **Fazit:**

Wer eine Buy-out-Transaktion plant, sollte frühzeitig die rechtlichen Parameter einbeziehen. Nicht zuletzt die Transaktionskosten geraten schnell aus dem Ruder, wenn sich die beabsichtigten Strukturen der Transaktionen in einem fortgeschrittenen Stadium als un durchführbar oder rechtlich nachteilig erweisen. Das Management sollte zudem an die Haftungsrisiken denken und sein Handeln so lenken, daß bei Scheitern der Transaktion auch die Fortsetzung der bisherigen Tätigkeit möglich bleibt.

# Steuerliche Aspekte bei der Durchführung eines Buy-outs

*Gestaltungsspielräume erfolgreich nutzen*

*Jürgen Fahrenberg, Steuerberater und Partner,  
Haarmann Hemmelrath & Partner, München*

*Erfolg und Mißerfolg eines Buy-outs hängen neben den unternehmerischen und betriebswirtschaftlichen Parametern ganz entscheidend von der steuerlichen Strukturierung der Transaktion ab. Geeignete steuerliche Gestaltungsmaßnahmen, die dazu beitragen, daß nach der Übernahme eines Unternehmens durch das Management und/oder Finanzinvestoren für einen gewissen Zeitraum zunächst eine Steuerpause eintritt oder die Ertragssteuerbelastung zumindest deutlich reduziert werden kann, haben häufig entscheidenden Anteil daran, den Buy-out zum Erfolg zu führen, insbesondere dann, wenn ein wirtschaftlich angeschlagenes Unternehmen übernommen wird oder der Erwerb des Targets stark „geleveraged“, d.h. mit Fremdkapital finanziert wird.*

## **Umwandlung des Kaufpreises in Abschreibungs volumen**

An erster Stelle ist stets zu klären, ob aufgrund der Rechtsform des zu erwerbenden Unternehmens der zu zahlende Kaufpreis in steuerminderndes Abschreibungs volumen umgewandelt werden kann. Während Anteile an Aktiengesellschaften oder GmbHs nur in Fällen dauernder Wertminderung einer Abschreibung zugänglich sind (die sich darüber hinaus in Abhängigkeit von der Rechtsform des Erwerbers nur zur Hälfte oder sogar überhaupt nicht steuermindernd auswirken würde), führt der Erwerb von Anteilen an Personengesellschaften dazu, daß die stillen Reserven in den Wirtschaftsgütern, die sich im

Betriebsvermögen der Personengesellschaft befinden (einschließlich eines Geschäfts- oder Firmenwertes), für steuerliche Zwecke in einer sog. Ergänzungsbilanz aktiviert und über die Restnutzungsdauer steuerwirksam abgeschrieben werden können (sog. „Step-up“). Die nach früherer Rechtslage gegebene Möglichkeit, auch im Fall des Erwerbs von Aktiengesellschaften oder GmbHs einen Step-up dadurch zu realisieren, daß nach dem Erwerb die AG oder GmbH in eine Personengesellschaft (typischerweise GmbH & Co. KG) umgewandelt wird, besteht nach den Änderungen durch das sog. Steuersenkungsgesetz nicht mehr.



Jürgen Fahrenberg

## **Besonderheiten von Personengesellschaften**

Lediglich in den Fällen, in denen das zu erwerbende Unternehmen bereits zum Zeitpunkt des Erwerbs in der Rechtsform einer Personengesellschaft besteht, hat der Erwerber folglich die Möglichkeit, die erworbenen stillen Reserven über die Restnutzungsdauer der betreffenden Wirtschaftsgüter steuermindernd abzuschreiben. Der Erwerb von Anteilen an Personengesellschaften hat jedoch in der Regel für den Veräußerer den Nachteil, daß dieser mit dem Veräußerungsgewinn in vollem Umfang der Einkommensteuer bzw. Körperschaftsteuer unterliegt und darüber hinaus unter Umständen auf Ebene des zu erwerbenden Unternehmens auf den Veräußerungsgewinn auch noch Gewerbesteuer anfällt. Da der Veräußerer typischerweise eine Betrachtung der Nachsteuerrendite anstellt, wirkt sich diese volle Steuerpflicht regelmäßig kaufpreiserhöhend aus. Besteht das Unternehmen bereits in der Rechtsform der Personengesellschaft, so bieten sich dem veräußerungswilligen Alt-Gesellschafter je-



doch ohnehin wenig Alternativen, will er nicht auf die Veräußerung zunächst ganz verzichten. Die Umwandlung der Personengesellschaft in eine Kapitalgesellschaft (AG oder GmbH) nützt dem Veräußerer jedoch im Regelfall nichts. Zwar ist im Grundsatz die Veräußerung von AG- oder GmbH-Anteilen steuerlich günstiger, da der Veräußerungsgewinn nur zur Hälfte der Einkommensteuer unterliegt oder für den Fall, daß es sich beim Veräußerer selbst um eine Kapitalgesellschaft handelt, zu 95 % von der Besteuerung ausgenommen ist. Wandelt der veräußerungswillige Alt-Gesellschafter jedoch sein Unternehmen vor dem Verkauf in eine Kapitalgesellschaft um, so hat er eine 7-jährige Sperrfrist abzuwarten, bevor er die günstige Besteuerung des Veräußerungsgewinns in Anspruch nehmen kann. Während der Sperrfrist wird er hingegen so behandelt, als habe er nicht Anteile an einer Kapitalgesellschaft, sondern eine Beteiligung an einer Personengesellschaft veräußert. Nur in den Fällen, in denen es sich beim Veräußerer um eine natürliche Person handelt und dieser das 55. Lebensjahr überschritten hat (oder im sozialversicherungsrechtlichen Sinne dauernd berufsunfähig ist), ist auch die Veräußerung von Perso-

nengesellschaftsanteilen steuerlich begünstigt: Bis zu einem Veräußerungsgewinn in Höhe von 5 Mio. Euro (pro veräußerndem Gesellschafter) kann der sog. halbe Steuersatz auf den Veräußerungsgewinn in Anspruch genommen werden. In diesen Fällen kann es sich auch rentieren, ein in der Rechtsform der Kapitalgesellschaft bestehendes Unternehmen vor der Veräußerung in eine Personengesellschaft umzuwandeln, da sich für den Veräußerer hieraus keine wesentliche Mehrbelastung in der Besteuerung des Veräußerungsgewinns ergibt; der Erwerber hat in diesem Fall jedoch die Möglichkeit, einen steuerwirksamen Step-up vorzunehmen.

### Abzugsfähigkeit der Finanzierungskosten

Ein weiterer wesentlicher Punkt ist in den Fällen eines Leveraged Buy-out die Sicherstellung der steuerlichen Abzugsfähigkeit der Fremdfinanzierungszinsen. Durch die Neuregelung des § 8a Körperschaftsteuergesetz durch das sog. Steuervergünstigungsabbaugesetz II (auch „Korb II“ genannt) ist die früher nur in Fällen grenzüberschreitender Fremdfinanzierung anwendbare Regelung nunmehr auch für rein innerdeutsche Sachverhalte relevant

Anzeige

## DAS KAPITALMARKTMAGAZIN FÜR PROFESSIONALS



**JETZT 3 AUSGABEN GRATIS TESTEN!**

### Monatlich

- Alle Börsengänge,
- IPO-Trends international
- Being Public/Investor Relations
- M&A
- Tax & Legal
- Kapitalmarkt-Trends

zzgl. 2 bis 3 Sonderausgaben jährlich!

## KENNENLERN-ABONNEMENT

Ja,

ich möchte das **GoingPublic Magazin** gerne kennenlernen und nehme Ihr kostenloses Kennenlern-Abonnement an. Bitte senden Sie mir die kommenden drei Ausgaben an die untenstehende Adresse. Überzeugt mich die Qualität des Magazins, beziehe ich das GoingPublic Magazin anschließend zum Preis von 58,20 Euro pro Jahr (12 Ausgaben plus zwei bis drei Sonderausgaben). Andernfalls kündige ich mein Kennenlern-Abonnement bis zwei Wochen nach Erhalt der dritten Ausgabe und mir entstehen keine weiteren Verpflichtungen.

Name, Vorname: .....

Postfach/Straße: .....

PLZ, Ort: .....

Telefon: ..... Fax: .....

eMail-Adresse: .....

Ort und Datum: ..... 1. Unterschrift: .....

Widerrufsgarantie: Dieser Auftrag kann binnen zwei Wochen widerrufen werden. Rechtzeitiges Absenden genügt.

Ort und Datum: ..... 2. Unterschrift: .....

SABO

### Coupon bitte einsenden an:

GoingPublic Media AG · Bahnhofstr. 26 · 82515 Wolfratshausen  
Telefon: 08171-419650 · Fax-Order: 08171-419656  
oder online unter [www.goingpublic.de/abo](http://www.goingpublic.de/abo)



geworden. Die Vorschrift regelt – vereinfacht gesagt –, daß Zinsen, die auf Fremdkapital gezahlt werden, das ein wesentlich (d.h. > 25 %) beteiligter Gesellschafter dem Unternehmen zur Verfügung gestellt hat, steuerlich nicht abzugsfähig sind, sondern eine verdeckte Gewinnaus schüttung darstellen, wenn das vom Gesellschafter gegebene Fremdkapital das eineinhalbfache des anteilig auf diesen Gesellschafter entfallenden Eigenkapitals übersteigt. Dasselbe gilt, wenn das Fremdkapital nicht vom Gesellschafter zur Verfügung gestellt wird, sondern z.B. von einer Bank, die Bank aber ihrerseits Sicherungsrechte gegenüber dem Gesellschafter geltend machen kann (z.B. durch Verpfändung der Anteile am Unternehmen). Auch in diesem Fall ist folglich die Abzugsfähigkeit der an die Bank zu zahlenden Zinsen in Frage gestellt, wenn das so gesicherte Fremdkapital das eineinhalbfache des Eigenkapitals des Unternehmens übersteigt. Um Risiken in dieser Hinsicht zu vermeiden und bereits im Vorfeld geeignete Finanzierungsstrukturen aufzusetzen, ist in jedem Fall eine genaue Analyse der Finanzierungsstruktur vor Umsetzung des Buy-out dringend anzuraten. Lösungsmöglichkeiten bestehen hier u.a. im Einsatz doppelstöckiger Akquisitionsstrukturen, bei denen die Erwerbergesellschaft ihrerseits von einer Kapitalgesellschaft gehalten wird und zwischen beiden Gesellschaften eine ertragsteuerliche Organschaft errichtet wird.

## Vermeidung des Untergangs von Verlustvorträgen

Verfügt das zu übernehmende Unternehmen über steuerliche Verlustvorträge, so besteht ein weiterer bedeutender Aspekt darin, den Untergang dieser Verlustvorträge im Zuge der Unternehmensübernahme zu vermeiden. Die Regelung des § 8b Körperschaftsteuergesetz, die bei ihrer Einführung ursprünglich nur den Handel mit sog. Verlustmänteln verhindern sollte, ist in den vergangenen Jahren weitgehend verschärft worden, so daß sie mittlerweile auch in Fällen, in denen ein „lebendes“ Unternehmen erworben und fortgeführt wird, zum Untergang der in der Vergangenheit aufgebauten Verlustvorträge führen kann. Vereinfacht gesagt dürfen nach dieser Regelung Verlustvorträge nicht mehr verwertet werden, wenn mehr als 50 % der Anteile am Unternehmen veräußert werden und der Erwerber dem Unternehmen zusätzliches Betriebsvermögen in einem Umfang zuführt, das den Umfang des Betriebsvermögens im Zeitpunkt der Unternehmensübernahme übersteigt. Da nach einer Entscheidung des Bundesfinanzhofs als Zuführung neuen Betriebsvermögens unter Umständen auch Ersatzinvestitionen zählen, ist in den Fällen, in denen nach Übernahme des Unternehmens umfangreiche Investitionen anstehen, sehr sorgfältig zu prüfen, ob dies zu einem Untergang bestehender Verlustvorträge führen kann.

## „Vergünstigte“ Beteiligung des Managements

Von der Finanzverwaltung wird in Fällen, in denen ein oder mehrere Finanzinvestoren gemeinsam mit dem Management ein Unternehmen übernehmen und das Management zu vergünstigten Konditionen am Unternehmen beteiligt wird, regelmäßig überprüft, ob hier ein lohnsteuerpflichtiger geldwerte Vorteil an das Management gewährt wird. Da sich die Finanzinvestoren jedoch regelmäßig Vorzugsrechte im Fall der späteren Veräußerung oder Liquidation des Unternehmens ausbedingen, stellt sich bei näherer Betrachtung regelmäßig der angebliche geldwerte Vorteil als nicht vorhanden heraus. In diesem Punkt ist allerdings häufig noch schwierige Überzeugungsarbeit gegenüber den Finanzbehörden zu leisten. In vielen Fällen kann auch durch eine geeignete zeitliche Staffelung der Beteiligungen der Argumentation der Finanzverwaltung der Boden entzogen werden.

# Aktive Begleitung von Unternehmen

*Mehrwert durch Coaching vor und nach dem Buy-out*

*Von Irmgard Schade, Investment Director und Partner,  
Finatem Beteiligungsgesellschaft*

Zwei Herren in dunklen Anzügen, weißen Hemden und nicht ganz dezenten Krawatten betreten das Firmengebäude der Buy-out GmbH (es könnte auch eine Frau dabei sein; nicht typisch, aber möglich). Sie haben einen Termin mit Herrn Buy-out, der das Unternehmen vor 33 Jahren gegründet hat und nun den Verkauf an einen Finanzinvestor in Erwägung zieht, der das Unternehmen unabhängig fortführen soll, geleitet von der jetzigen 2. Managementebene. Der gerünte Müller hat sich über einen branchenfremden Umweg im Angestelltenverhältnis selbstständig gemacht und möchte nun sein metallverarbeitendes Unternehmen mit Produktion und Absatzmärkten präsentieren. Die dunklen Anzüge hören aufmerksam zu und stellen schließlich Fragen bezüglich der EBIT-Marge und des Working Capital. Herr Buy-out fühlt sich mißverstanden und überlegt, ob er den möglichen strategischen Käufer vielleicht doch vorziehen soll. Der versteht wenigstens was vom Geschäft. Ein Klischee?

## Unterschiedliche Konzepte von PE-Gesellschaften

Schon in der Phase der Kontaktaufnahme mit dem Unternehmen trennen sich die Konzepte, die Private Equity-Gesellschaften anwenden, um sich dem Ziel zu nähern: Da gibt es diejenigen, die sich dem Unternehmer als reiner Finanzinvestor präsentieren und den betreffenden Markt nicht gut kennen. Eben Finanzleute. Leichter hat es da jemand, der zum einen selbst Managementerfahrung in operativen Einheiten hat, die Branche nicht nur aus der Sicht des Investors kennt und zum anderen auch im Lebensalter dem Unternehmer, der sein Lebenswerk nun realisieren möchte, näher steht. Er spricht die Sprache der Unternehmer. Viele Private Equity-Gesellschaften argumentieren mit ihrem Branchen-Know-how, das weit über das eines normalen Finanzinvestors hinausgehe. Die tatsächliche Stärke zeigt sich jedoch meist erst nach dem Kauf des Unternehmens. Insbesondere im kleineren Mittelstand ist das Unternehmen hinsichtlich Management oft nicht optimal aufgestellt, wenn der Firmengründer, auf den schließlich alles zugeschnitten war, die Zügel abgibt. Hier gilt es dann, schnellstmöglich Lücken zu schließen.

## Die Einbindung operativer Partner

Aber wie soll man das angehen, wenn man als Investor niemanden hat, der tatsächlich täglich im Unternehmen ist? Meines Erachtens ist ein Beirats- oder

Aufsichtsratsmandat des Investors nicht ausreichend, um die neue Denke zu implementieren. Auch die Möglichkeit, sich eines Managerpools zu bedienen, hilft nur, wenn der eingesetzte Manager wirklich „handverlesen“ und vorher gut bekannt ist, zum Beispiel als „Operational Partner“ des Private Equity-Hauses. Ein MBI-Manager kann häufig aus mangelnder Erfahrung nicht die strategischen Exitüberlegungen des Private Equity-Hauses realisieren. Mit Hilfe eines operativen Partners des Private Equity-Hauses ist es jedoch aufgrund des Vertrauens, das diesem wegen seiner Branchenkenntnis entgegengebracht wird, oft realistischer, einen hochmotivierten MBI-Manager zu finden. Die systematische aktive Einbindung operativer Partner nicht nur in der Akquisitions- und Due Diligence-Phase, sondern insbesondere während der Investition erfordert weitreichende Management- und Branchenerfahrung. Daher müssen dem Investor mehrere, sich ergänzende Partner zur Verfügung stehen, die eine enge Kommunikation auch untereinander pflegen und schließlich auch finanziell in die Engagements des Private Equity-Hauses eingebunden werden.

## Fazit:

Ein rundes Konzept zeichnet sich dadurch aus, daß die Operational Partner eines Private Equity-Hauses sowohl in die Deal Origination einbezogen als auch als Berater bei Investitionsentscheidungen beteiligt sind; sie sind Mitglieder des Investment Committees und begleiten schließlich die Beteiligungen bis zum Ausstieg des Finanzinvestors.



Irmgard Schade

# Steuerliche Fallstricke bei LBOs

## Auswirkungen der Neuregelung der Vorschrift zur Gesellschafterfremdfinanzierung

Von Anja Elisabeth Kloster, Leiterin der Steuerabteilung, Klein & Coll.

Die bisherige Vorschrift der Gesellschafterfremdfinanzierung (§ 8a KStG), die der Europäische Gerichtshof als europarechtswidrig einstuft, wurde mit Wirkung ab 01.01.2004 verschärft. Wie erwartet, führt die Neufassung in der Praxis zu erheblichen Auslegungsschwierigkeiten. Die Finanzverwaltung (BMF) hat ein Schreiben zu einigen Fragen des § 8a KStG angekündigt, dessen Entwurf den Verbänden zur Stellungnahme derzeit vorliegt. Die Unsicherheit der Rechtslage wurde damit freilich noch nicht beseitigt, wenngleich erste Leitlinien erkennbar sind. Auch typische Leveraged Buy-outs (LBO) bleiben von der Erweiterung des Anwendungsbereichs möglicherweise nicht verschont! Da schon die Unsicherheit, ob und ggf. inwieweit LBOs die Rechtsfolgen der Gesellschafterfremdfinanzierung auslösen, das Finden einer adäquaten Transaktionsstruktur deutlich erschwert, stehen viele – vor allem ausländische – Investoren zur Zeit mit beiden Füßen auf der „Transaktionsbremse“. Doch worum geht es im Einzelnen?

### Typische LBO-Struktur

Ein typischer Buy-out weist folgende Struktur auf: Die Beteiligungsgesellschaften gründen zusammen mit dem oder den MBO-Kandidaten ein Akquisitionsvehikel, welches die Anteile am Target erwerben soll. Die Beteiligungsgesellschaften halten mehr als 50 % der Anteile am Target, bei mehreren Beteiligungsgesellschaften beläuft sich ihr Anteil auf mehr als 25 %. Finanziell ausgestattet wird die NewCo neben Eigenkapital mit Mezzanine-Kapital, Gesellschafterdarlehen und Bankkrediten. Als Sicherheiten für die Kredite verlangen die Banken regelmäßig die Verpfändung der Anteile am Target oder an dessen Tochtergesellschaften. Das Mezzanine-Kapital und die Gesellschafterdarlehen übersteigen das Eigenkapital des Akquisitionsvehikels meist um ein Vielfaches.

### Regelungsbereich der Gesellschafterfremdfinanzierung in Kürze

Nach der Neuregelung des § 8a KStG gelten die in einem Bruchteil des Kapitals bemessenen Vergütungen für Fremdkapital als verdeckte Gewinnausschüttungen, wenn ein zu mehr als 25 % beteiligter Anteilseigner – unabhängig davon, ob er Inländer oder Ausländer ist – seiner Kapitalgesellschaft nicht nur kurzfristig Fremdkapital zur Verfügung stellt, welches das 1,5-fache des auf ihn

entfallenden Stammkapitals übersteigt. Einem wesentlich beteiligten Anteilseigner stehen dieser nahestehende Personen wie z.B. Mutter- oder – jedenfalls nach Auffassung des BMF – auch Tochtergesellschaften des Anteilseigners gleich, aber auch Dritte, die auf den wesentlich beteiligten Anteilseigner oder auf eine ihm nahestehende Person zurückgreifen können. Das Gesetz sieht lediglich eine Freigrenze für die (insgesamt) von der Gesellschaft an ihre wesentlich beteiligten Gesellschafter (oder diesen nahestehenden Personen oder Dritte mit Rückgriffsmöglichkeit) gezahlten Vergütungen von 250.000 Euro vor. Ein – nur selten zu führender – befreiender Drittvergleich dergestalt, ein Dritter (ohne Rückgriffsmöglichkeit) hätte der Gesellschaft das Darlehen zu gleichen Konditionen überlassen, bleibt der Gesellschaft erhalten.

### § 8a KStG bei LBOs

Bei typischen LBO-Strukturen stellt sich neben der hohen Fremdfinanzierung durch die Gesellschafter und der damit verbundenen Nichtabzugsfähigkeit der Zinsen auch die Nichtabzugsfähigkeit der an die Banken gezahlten Zinsen, wenn die Bankdarlehen durch das Target (bzw. dessen Tochtergesellschaften) besichert sind:

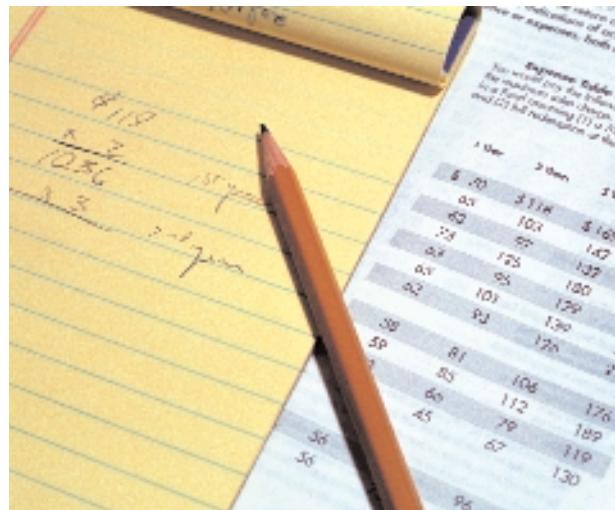
#### ◆ Rückgriff Dritter auf wesentlich beteiligte Anteilseigner

Nach § 8a KStG sind Darlehenszinsen an kreditgewährende Banken steuerlich nicht abzugsfähig, wenn die Gesellschafter (oder diesen nahestehende Personen) Sicherheiten gewähren. Da der Begriff „Sicherheiten“ gesetzlich nicht konkretisiert wird, fasste das BMF ursprünglich alle Arten von Sicher-



Anja Elisabeth Kloster

heiten (Verpfändung, Sicherungsübereignung, Bürgschaft, Garantieerklärung usw.) darunter. Eine so weite Deutung widerspricht jedoch dem Sinn der Rückgriffsregelung: Diese soll nämlich lediglich verhindern, daß eine direkte (steuerschädliche) Kreditgewährung durch die Gesellschafter dadurch umgangen wird, daß diese eine Einlage bei der Bank unterhalten, die wiederum das Darlehen an die Gesellschaft gewährt (back-to-back-Finanzierung). Nach dem Entwurf des BMF-Schreibens beabsichtigt die Finanzverwaltung deshalb nunmehr, Rückgriffsfälle auf back to-back-Finanzierungen zu beschränken. Das ist zwar durchaus begrüßenswert und entschärft die Situation für LBOs deutlich; nebulös bleibt aber zum einen, ob sich diese Sicht durchsetzt, zum anderen, welches back-to-back-Verständnis die Finanzverwaltung zugrunde legt. Kaum praxistauglich dürfte ferner die in LBO-Situationen sinnwidrige Nachweispflicht, daß die Vergütungen nicht mit Vergütungen für Einlagen in Zusammenhang stehen, deren Empfänger der Gesellschafter oder eine ihm nahestehende Person ist. Unabhängig von der Einschränkung der Rückgriffsmöglichkeit auf back-to-back-Finanzierungen müssen nach Auffassung der Finanzverwaltung die Zinsen an die Banken stets in die Berechnung der Freigrenze einbezogen werden.



#### ◆ Rückgriff Dritter auf nahestehende Personen eines wesentlich beteiligten Anteilseigners

Weiterhin ist unklar, ob die NewCo selbst, das Target oder dessen Tochtergesellschaften nahestehende Personen des Gesellschafters sind. Im Entwurf vertritt das BMF die Auffassung, daß Tochtergesellschaften der darlehensempfangenden Gesellschaft nahestehende Personen des Anteilseigners sein können. Es bleibt abzuwarten, ob das BMF wegen der starken und berechtigten Kritik an diesem Verständnis festhält.

#### Folgen aus der Umqualifizierung der Zinsen in verdeckte Gewinnausschüttungen

Durch die Umqualifizierung der Zinsen in verdeckte Gewinnausschüttungen sind die Zinsen dem Jahresüberschuß wieder hinzuzurechnen und erhöhen so die Steuerlast (KSt, GewSt, Solz) auf Ebene der NewCo. Dieser Mehraufwand an Steuern steht den Gesellschaftern nicht mehr zur Ausschüttung zur Verfügung. Die wesentlich beteiligten Gesellschafter erzielen anstelle der Zinsen verdeckte Gewinnausschüttungen (Zinsen für eigene Darlehen und für Banken), die jedoch lediglich mit 5 % der Besteuerung unterliegen. Ohne Umqualifizierung hätten die Gesellschafter selbst 100 % der Zinsen mit Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag zu versteuern. Durch die Verlagerung des Besteuerungssubjekts auf die NewCo tragen die Mitgesellschafter den Steueraufwand anteilig, den zuvor die wesentlich beteiligten Gesellschafter alleine getragen hätten.

#### Ausblick

Bis das BMF-Schreiben endgültig veröffentlicht wird – was für Ende Juni angekündigt wurde – sind LBO-Gestaltungen der Berater wohl erst auf Eis gelegt. Man kann nur noch hoffen, daß die Finanzverwaltung die deutlich kritischen Stellungnahmen der Verbände und aus der Fachliteratur beherzigt und das Gesetz einschränkend auslegt.



# Roulette oder gezielte Strategie?

Wie der geeignete Nachfolge-Kandidat zu finden ist

Von Maud v. Sayn-Wittgenstein und Helmut Hajek, omegacapital AG\*

Zwei Drittel aller Erwerbstätigen in Deutschland arbeiten in mittelständischen Unternehmen, in sogenannten Familienbetrieben, zu denen nicht nur unzählige kleine und mittlere Unternehmen zählen, sondern auch drei Viertel aller Weltmarktführer. Leider sind es aber auch gerade diese Familienbetriebe, von denen nur 50 % den Sprung in die zweite Generation schaffen und weniger als 10 % den Nachfolger der dritten Generation erleben. Die Einzigartigkeit jedes Familienbetriebes ist durch seine komplexen Verflechtungen zwischen Familie und Unternehmen einerseits sowie zwischen Eigentümer und Führungskräften andererseits definiert und wird als Unternehmenskultur in allen Bereichen und Belangen des Unternehmens gelebt. Genau diese Verflechtung erschwert die Gestaltung der Führungsnachfolge deutlich und kann sich existenzbedrohend auswirken. Wie können nun gewachsene Familienunternehmen den geeigneten Nachfolger auf dem Weg in die nächste Führungsgeneration finden?

## Alle Führungspositionen mit klaren Spielregeln besetzen

Der amerikanische Nobelpreisträger für Ökonomie, James Buchanan, formulierte den Erfolgsfaktor, der die Überlebensfähigkeit von Familienunternehmen maßgeblich bestimmt, so: „Good games depend on good rules, more than on good players“. Hierbei geht es nicht um edle Visionen und allgemeines Geplänkel, sondern um



Maud v. Sayn-Wittgenstein



Helmut Hajek

wenige konkrete, akzeptierte, verbindliche und vor allem gelebte Grundsätze der Entscheidungsfindung innerhalb der Unternehmerfamilie, der Gesellschafter sowie der Unternehmensführung. Im Wettbewerb um die besten Köpfe im Markt der Führungskräfte sind das strikte Regeln in Verbindung mit einem durchdachten Auswahl-, Förder- und Forderungs-System. Das Erhalten und Vermehren von Firmenvermögen kann nur dadurch sichergestellt werden, daß ausschließlich die Besten an der Spitze stehen, d.h. es muß bei der Unternehmensnachfolge mit größtmöglicher Fairness entschieden werden. Denn letztlich zählt nur die Kompetenz. Familieninteresse und Steuerrecht müssen unbedingt hinten anstehen. Denn sonst kommt eine Spirale der Inkompetenz in Gang, da II.-Wahl-Unternehmensführer sich meist für III.-Wahl-Mitarbeiter entscheiden.

## Nachfolger sicher beurteilen

Die Beurteilung der Managementkompetenz eines Nachfolgers ist eine komplexe Aufgabe. Dennoch erfolgt erfahrungsgemäß eine solche – wenn überhaupt – ausschließlich individuell und aus dem Bauch des Unternehmers heraus. Ob der Unternehmer überhaupt heute noch – auch in einer jüngeren Ausführung – als geeigneter Nach-



\* Maud v. Sayn-Wittgenstein ist Vorstand der omegacapital AG, Helmut Hajek Aufsichtsratsvorsitzender.

folger in Frage käme, soll mal dahingestellt bleiben. Zur Sicherung des Unternehmens ist es jedenfalls zwingend notwendig, daß diese intuitive Beurteilung durch eine Systematik untermauert wird, um eine nachvollziehbare Einschätzung des Nachfolgers zu ermöglichen. Zum einen greift man dabei auf viele Dokumente (CV, Zeugnisse, Referenzen, Beurteilungen, etc.) zurück, die potentielle Nachfolger oder auch führende Angestellte qualifizieren. Zum anderen werden immer neue, umfangreiche und formalisierte Modelle entwickelt, die den Faktor „Unternehmerspersönlichkeit“ zu beurteilen erleichtern suchen oder zumindest Anhaltspunkte bezüglich der Managementfähigkeiten liefern sollen. Diese stehen auf der Beliebtheitsskala von Kreditinstituten im Rahmen von Basel II-Ratings ganz oben. Bei all diesen Bewertungsmethoden wird jedoch der direkte Bezug zu den Anforderungen, die das Unternehmen in seiner individuellen Situation an das Management stellt, schlicht und ergreifend außer acht gelassen. Diese Anforderungen – die das spezielle Unternehmen an „seinen“ zukünftigen Unternehmer stellt – sind es jedoch, die es gilt bei einem potentiellen Nachfolger zu erkennen. Denn nur wenn diese erfüllt sind, kann die Zukunft des Unternehmens auch unter Führung der neuen Generation als umfassend gesichert betrachtet werden.

### **Den designierten zum erfolgreichen realen Nachfolger machen**

In der Übergangszeit entwickelt sich dann durch begleitetes, kontrolliertes, stetiges Coaching und gezielte Qualifizierung aus dem designierten ein selbständiger Nachfolger. Diese Übergangszeit wird außerdem zur Reorganisation der Unternehmensorganisation genutzt, um zukünftig bestehende und neue Mitarbeiterpotentiale besser einzusetzen und Prozesse zu verschlanken, um letztendlich die Produktivität des Gesamtunternehmens zu verbessern. Um für alle Beteiligten eine akzeptierte „Win-win-Situation“ zu schaffen, empfiehlt es sich während des gesamten Prozesses, auf die Unterstützung durch ein Experten- und Partner-Netzwerk zurückzugreifen. Denn moderne Nachfolgeberater verstehen die Gestaltung der Führungsnachfolge ganzheitlich und interdisziplinär. Das können ausschließlich Berater mit eigener langjähriger Erfahrung als Unternehmer und Personalberater, die, ein-



gebunden in ein breites Kompetenznetzwerk, über die Fähigkeiten und Infrastruktur verfügen, Lösungsszenarien zu entwickeln, objektiv zu beurteilen, eine Auswahl zu treffen und umzusetzen. Nur sie messen den emotionalen und irrationalen Faktoren sowie dem System- und Prozeßcharakter einer Unternehmensnachfolge ausreichend Bedeutung bei. Für das „Doing“ heißt das: Am Anfang steht eine umfassende Bestandsaufnahme der unternehmens- und personenbezogenen Faktoren und Perspektiven. Hat man sich daraufhin für ein Szenario entschieden, gilt es die Anforderungen – sogenannte „Musts“, „Nice to have“ und „Potentiale“ – zu analysieren, zu konkretisieren und als „Hard- und Soft-Facts“ zu formulieren, auf deren Grundlage dann mögliche Nachfolger identifiziert, angesprochen, realistisch beurteilt, ausgewählt, für die gemeinsame Sache begeistert und als Unternehmer etabliert werden können.

#### **Fazit:**

Die professionelle, übergreifende und komplexe Planung, Begleitung und Steuerung des Nachfolgeprozesses und damit der Sprung des Unternehmens in die nächste Generation wird maßgeblich dessen zukünftigen Erfolg oder Nicht-Erfolg bestimmen. Alfred Herrhausen formulierte einst so: „Letzten Endes sind alle Probleme der Wirtschaft Personalprobleme.“

# Psychosoziale Faktoren einer Unternehmensnachfolge

## Entscheidende Erfolgselemente

Von Dr. Hae Mong W. Freund, selbständiger Seminarleiter und Coach\*

Die wichtigste Aufgabe eines Unternehmers liegt darin, einen geeigneten Nachfolger für sich zu finden. Nur so kann er den Fortbestand des Unternehmens sichern. Diese Aufgabe tangiert wie keine andere seine Emotionalität: Ist er doch unübersehbar damit konfrontiert, daß er nun bald sein „Lebenswerk“ anderen Händen anvertrauen muß. Damit dies gelingen kann, ist eine ganzheitliche Betrachtung unerlässlich. Schließlich ist die persönliche Eignung des Nachfolgers wichtigster Erfolgsfaktor für die Unternehmensnachfolge, noch vor seiner fachlichen Kompetenz. Dies geht aus der Studie „Familieninterne Unternehmensnachfolge“ (Dr. Freund) hervor, die im Jahr 2000 erstmals in Deutschland die Persönlichkeitsprofile von Senioren und Junioren empirisch untersuchte. Somit ist also der persönliche Umgang zwischen Senior und Junior von entscheidender Bedeutung. Im folgenden werden die zentralen Ergebnisse der Studie – die Erfolgskriterien des Generationswechsels in Unternehmen – beleuchtet.

### 1. „Das Verhalten des Seniors war vorbildlich“:

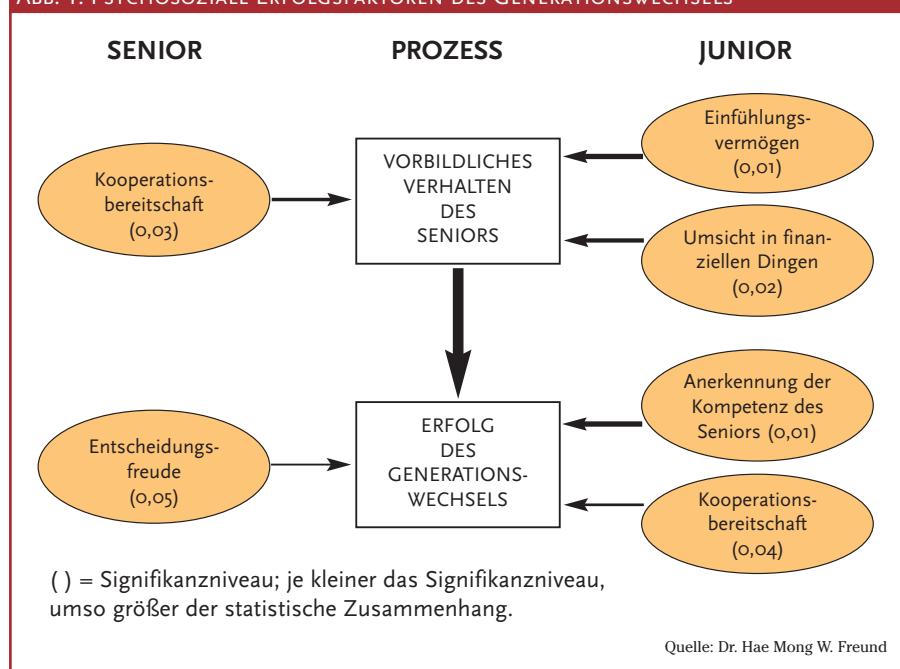
Es liegt in den Händen des Seniors, also in seinem Verhalten, rechtzeitig seine Nachfolge zu sichern. In den unter-

suchten Fällen, in denen dies besonders gut gelungen ist, zeichnet sich der Senior durch hohe Kooperationsbereitschaft aus. Er berücksichtigt die Interessen des Juniors, bezieht ihn in Entscheidungen mit ein und eröffnet ihm eigene „Spielfelder“, in denen er frei agieren kann. Dabei reagiert der Senior stark auf das Verhalten des Juniors. Der Junior muß „mit Feingefühl“ agieren und Person und Leistung des Seniors achten. Danach – an zweiter Stelle – kommt es auch auf die „Umsicht des Juniors bei finanziellen Entscheidungen“ an oder allgemein auf seine Fähigkeit, sein theoretisches Können erfolgreich in die Praxis umzusetzen.



Dr. Hae Mong W. Freund

ABB. 1: PSYCHOSOZIALE ERFOLGSFAKTOREN DES GENERATIONSWECHSELS



### 2. „Der Generationswechsel war ein voller Erfolg“:

Den Gesamterfolg des Generationswechsels fördert besonders die „Entscheidungsfreude“ des Seniors: Hierzu gehört, daß er frühzeitig die Schritte für die Übergabe plant, sich darin auch zeitlich festlegt und schließlich vollständig seinen Platz im Unternehmen aufgibt. Für den Junior liegt der bedeutendste Beitrag darin, daß

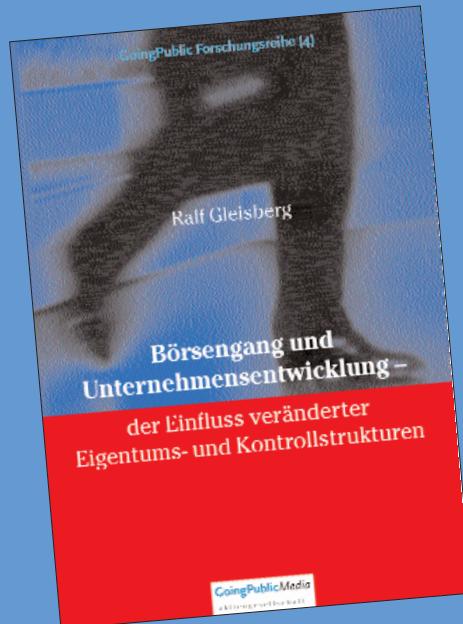
\* Dr. Hae Mong W. Freund berät seit mehr als 17 Jahren mittelständische Unternehmen und Ministerien primär zum Thema Unternehmensnachfolge. Seit etwa drei Jahren begleitet er Führungskräfte in seinen holistischen Seminaren und Coachings.  
eMail: hae-mong.freund@gmx.de

# GoingPublic

## Forschungsreihe

### Band 4

Ralf Gleisberg, Börsengang und Unternehmensentwicklung – der Einfluss veränderter Eigentums- und Kontrollstrukturen, 224 Seiten, broschiert, 39,-- Euro



er – obwohl selbst hervorragend ausgebildet – die längere Erfahrung und daher zumeist höhere Kompetenz des Seniors anerkennt. Dies zeigt sich unter anderem in kooperativem und dabei durchaus selbstbewußtem Verhalten des Juniors ohne Konkurrenz- und Wettbewerbsdenken gegenüber dem Senior.

#### Ausblick

Diese Ergebnisse beziehen sich primär auf die familieninterne Nachfolge, gelten aber grundsätzlich auch für eine Nachfolge von außerhalb. Der externe Nachfolger hat zwar deutlich weniger Berührungspunkte mit dem Senior, wird dafür aber um so sensibler von den Mitarbeitern und Geschäftspartnern – oft unbewußt – daraufhin überprüft, ob er die Tradition des Unternehmens, seine Kultur achtet, seine Stärken erhalten und ausbauen kann. Auch hierbei kommt den zuvor genannten psychosozialen Faktoren eine ähnliche hohe Bedeutung zu. In jedem Fall ist holistisches Coaching hilfreich, das durch die ganzheitliche Beachtung der physischen Handlungsebene, der emotionalen, der mentalen sowie der spirituell-energetischen Ebene in der Lage ist, überaus komplexe und „verstrickte“ Situationen zu begleiten. Dies erweitert die Perspektive der Beteiligten, lenkt emotionale Konflikte in konstruktive Bahnen und fördert tief greifende, sensibilisierende Lernprozesse. Vor allem Junioren nutzen diese Begleitung frühzeitig, um für sich – in sich – den besonderen Herausforderungen der Übergangsphase gewachsen zu sein und obendrein bereits wichtige Vorbereitung für die Zeit nach der Übergabe zu leisten.

#### Fazit:

Psychosoziale Faktoren leisten einen entscheidenden Erfolgsbeitrag zum Generationswechsel. Besonders wichtig sind für den Senior seine Entscheidungsfreude und Kooperationsbereitschaft, für den Junior sein Einfühlungsvermögen, seine Achtung gegenüber Person, Erfahrung und Lebenswerk des Seniors sowie sein umsichtiges Entscheidungsverhalten.

**JA,** Bestellcoupon  
ICH BESTELLE ZZGL.  
3,50 EURO VERSANDKOSTEN

**RALF GLEISBERG**  
**Börsengang und Unternehmensentwicklung –  
der Einfluss veränderter Eigentums- und  
Kontrollstrukturen**

**GoingPublic Forschungsreihe,  
Band 4, 39,-- Euro**

.....  
Name/Vorname

.....  
Postleitzahl/Ort

.....  
Straße/Nr.

.....  
Datum/Unterschrift

Bitte Coupon einsenden an:  
GoingPublic Media AG  
Bahnhofstraße 26, 82515 Wolfratshausen  
Tel. 0 8171-419650  
[www.goingpublic.de/buecher](http://www.goingpublic.de/buecher)

**FAX-ORDER  
08171-419656**

## Inserenten-Verzeichnis

<i>3I</i>	27
<i>BAADER WERTPAPIERHANDELSBANK</i>	69
<i>BERLINER WIRTSCHAFT</i>	35
<i>BLÄTTCHEN &amp; PARTNER</i>	49
<i>BUSE HEBERER FROMM</i>	39
<i>BUSINESS WIRE</i>	37
<i>CAPITON</i>	U2
<i>ConPAIR</i>	43
<i>DELOITTE</i>	31
<i>DZ EQUITY PARTNER</i>	U4
<i>ECM EQUITY CAPITAL MANAGEMENT</i>	19
<i>HAARMANN HEMMELRATH</i>	11
<i>KLEIN &amp; COLL.</i>	23
<i>RATINGAKTUELL</i>	73
<i>SCHÄFFER-POESCHEL</i>	U3
<i>ZETVISIONS</i>	9
<i>ZIRNGIBL LANGWIESER</i>	63

# VentureCapital

---

## Magazin

### Impressum

#### Sonderausgabe „Buy-outs“

5. Jahrgang 2004

**Verlag:** GoingPublic Media AG  
Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen  
Tel.: 08171-419650, Fax: 08171-419656  
eMail: info@goingpublic.de  
Internet: www.goingpublic.de

**Redaktion:** Karim Serrar (Chefredakteur), Markus Hofelich (Projektleiter), Mathias Renz, Birgit Wacker-Hadj Ammar  
**Mitarbeit an dieser Ausgabe:** Andrew Burrows, Jürgen Fahrenberg, Dr. Gunter Festel, Sebastian Frankenberger, Dr. Hae Mong W. Freund, Lars Gehlhaar, Jeremy P. Golding, Dr. Frank Golland, Alexander Gradow, Helmut Hajek, Norbert Hofmann, Bruno Hohmann, Karsten Hollasch, Dr. Gunter Kayser, Anja Elisabeth Kloster, Sebastian Knoll, Dr. Christian Näther, Bernt Paudtke, Herta Paulus, Thomas U. W. Pütter, Maud v. Sayn-Wittgenstein, Irmgard Schade, Benedikt Freiherr von Schröder, Bernd Schuler, Ralf Thielemann, Andreas Uhde, Dr. Klaus Weigel, Mike Wright, Dr. Thomas Zwissler

**Gestaltung:** Andreas Potthoff

**Anzeigen:** An den Verlag. Gültig ist Preisliste Nr. 9 vom 1. Dezember 2002

**Anzeigenleitung:** Karin Hofelich, Tel.: 08171-419636, Fax 08171-419656

**Erscheinungstermine 2004:** 30.07. (08/2004), 27.08. (09/2004), 24.09. (10/2004), 29.10. (11/2004), 26.11. (12/2004), 17.12. (01/2005)  
03.07. (SA Buy-outs), 13.11. (SA M&A)

**Preise:** Einzelpreis 14,80 Euro, Jahresabonnement (12 Ausgaben zzgl. ein bis zwei Sonderausgaben) 148,00 Euro (inkl. Versandkosten und 7 % Mehrwertsteuer)

**Abonnementverwaltung:** GoingPublic Media AG, Bahnhofstr. 26, 82515 Wolfratshausen, Tel.: 08171-419650, Fax: 08171-419656

**Druck:** Lindauer Druckerei Eschbaumer GmbH & Co, Lindau/Bodensee

#### Haftung und Hinweise:

Artikeln, Empfehlungen und Tabellen liegen Quellen zugrunde, welche die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit der Angaben kann allerdings nicht übernommen werden. Bei unaufgefordert eingesandten Beiträgen behält sich die Redaktion Kürzungen oder Nichtabdruck vor.

**Nachdruck:** © 2004 GoingPublic Media AG, Wolfratshausen. Alle Rechte, insbesondere das der Übersetzung in fremde Sprachen, vorbehalten. Ohne schriftliche Genehmigung der GoingPublic Media AG ist es nicht gestattet, diese Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen. Unter dieses Verbot fallen auch die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Internet und die Vervielfältigung auf CD-ROM.

ISBN 3-937459-09-X, ZKZ 53974

#### Kontakt: Feedback, Fragen und Anregungen

Das VentureCapital Magazin wird das Thema Buy-outs auch weiterhin redaktionell verfolgen. Feedback, Fragen und Anregungen werden erbeten an:

**Markus Hofelich, hofelich@goingpublic.de**