

Politikberatung kompakt

38

Dorothea Schäfer • Alexander Fisher

**Die Bedeutung von Buy-Outs/Ins für
unternehmerische Effizienz, Effektivität
und Corporate Governance**

Berlin, 2008

IMPRESSUM

© DIW Berlin, 2008

DIW Berlin
Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung
Mohrenstraße 58
10117 Berlin
Tel. +49 (30) 897 89-0
Fax +49 (30) 897 89-200
www.diw.de

ISBN-10 3-938762-30-6
ISBN-13 978-3-938762-30-1
ISSN 1614-6921

Alle Rechte vorbehalten.
Abdruck oder vergleichbare
Verwendung von Arbeiten
des DIW Berlin ist auch in
Auszügen nur mit vorheriger
schriftlicher Genehmigung
gestattet.

DIW Berlin: Politikberatung kompakt 38

Dorothea Schäfer*
Alexander Fisher**

Die Bedeutung von Buy-Outs/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Corporate Governance

Im Auftrag des Bundesverbands
Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK)

Berlin, Januar 2008

* DIW Berlin, Abteilung Innovation, Industrie, Dienstleistung, dschaefer@diw.de

** DIW Berlin, Geschäftsführer des DIW Berlin, afisher@diw.de

Executive Summary (Zusammenfassung der Studie)

- Die Auswirkungen von LBOs werden von der Mehrheit der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung positiv bewertet und als wesentliche Triebkraft für Wert erhöhende Entwicklungen in den Unternehmen eingestuft. Das gilt gleichermaßen für historische wie moderne Buy-Outs. Auswirkungen durch eine verstärkte Buy-Out-Aktivität in Deutschland, die vom Normalbereich im negativen Sinne abweichen, sind daher nicht zu erwarten.
- Kompatibel mit dieser Einschätzung ist die Tatsache, dass die USA im Anschluss an die Buy-Out- und Take-Over-Welle der 80er Jahre in den 90er Jahren wieder einen Vorsprung beim Wachstum der Arbeitsproduktivität gegenüber der Eurozone gewinnen konnte.
- Anders als in den USA ist die Entwicklung des Buy-Out-Marktes in Deutschland maßgeblich vom Umbruch in der Unternehmensfinanzierung, dem partiellen Rückzug von Banken als aktiver Investor und der Neuorientierung der Banken im direkten Kreditgeschäft mit den Unternehmen beeinflusst.
- Hinzu kommt als wesentliche Triebkraft vermutlich ein starker Bedarf nach Instrumenten, die das „Matching“ zwischen Nachfragern (potenzielle Verkäufer der Unternehmen) und Anbietern (Buy-Out-Fonds) verbessern. Dem entsprechen auch die starke mittelständische Komponente des deutschen Buy-Out-Geschehens, die Bedeutung des Nachfolgeproblems für Privatunternehmer und der hohe Marktanteil der Buy-Outs, die auf den Verkauf von Konzernteilen zurückzuführen sind.

Die zentralen Schlussfolgerungen über die Rolle des Buy-Out-Marktes im deutschen Finanzsystem lauten:

- Der deutsche Buy-Out-Markt füllt Lücken auf dem Finanzmarkt, die der Bankensektor nicht ausfüllen kann bzw. durch die eigene Neuorientierung neu hinterlassen hat.
- Als Arrangeure von Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen im Paket nehmen Buy-Out-Firmen eine Komplementärfunktion zum Bankensektor ein. Das bewirkt eine zusätzliche Aktivierung von Fremdkapital, vermindert Finanzierungsbeschränkungen und beschleunigt die Restrukturierung im Unternehmenssektor.
- Der Buy-Out-Markt erweitert die Palette der zur Verfügung stehenden Finanzierungsalternativen. Das trägt zur Kompletierung des deutschen Finanzmarktes bei und erhöht den Wettbewerb um die besten Finanzierungslösungen.
- Ein leistungsfähiger Buy-Out-Markt muss – auch wegen der demographischen Entwicklung – als eine wichtige Säule des hiesigen Finanzstandortes eingestuft werden.

- Leistungs- und Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Buy-Out-Branche in internationaler Hinsicht sind davon abhängig, ob gleiche Spielregeln für alle Wettbewerber geschaffen werden. Noch ist keine solche Gleichheit der Spielregeln vorhanden und deutsche Buy-Out-Fonds müssen gegenüber ihren internationalen Konkurrenten Wettbewerbsnachteile in Kauf nehmen.

Inhaltsverzeichnis

Begriffserklärungen	1
Projektauftrag, Ziel, Aufbau der Untersuchung und zentrale Ergebnisse	4
1 Abgrenzung und Erklärung von Buy-Outs	7
1.1 Buy-Outs, Private Equity-(PE), Venture Capital- und Hedgefonds – Abgrenzung	7
1.2 Die Funktionsweise von Buy-Outs.....	8
1.3 „Zahlt sich das Zielunternehmen selbst“?	11
1.4 Syndizierung und Sekundärmarkt für Buy-Out-Kredite	12
2 Das Buy-Out-Geschehen in Deutschland und Europa.....	14
3 Ökonomische Rationalität eines Marktes für Leveraged Buy-Outs.....	22
3.1 Befreiung von Klumpenrisiken	22
3.2 Wiederherstellung von Eigentum und Kontrolle.....	23
3.3 Rückkehr zur Spezialisierung.....	24
3.4 Überwindung von Finanzierungsbeschränkungen.....	25
3.5 Warum ein hoher Leverage?	26
3.5.1 Verschuldung als Corporate Governance Mechanismus	26
3.5.2 Optimierung in steuerlicher Hinsicht	27
3.5.3 Optimierung der Kapitalkosten	27
3.5.4 Verfügbarkeit von Fremdkapital	27
3.6 Nutzen und Kosten des Leverage in Buy-Outs	28
4 Buy-Outs als Triebkräfte der Restrukturierung der US-Wirtschaft in den 80er Jahren	31
4.1 Ergebnisse der Restrukturierungswelle	34
4.1.1 Einzelwirtschaftliche (Mikro-)Ebene	34
4.1.1.1 Kursgewinne.....	35
4.1.1.2 Verbesserung der wirtschaftlichen Leistung	35
4.1.1.3 Einsparungen bei den Kosten	35
4.1.1.4 Effizienzgewinne versus pure Vermögensumschichtungen	36
4.1.2 Volkswirtschaftliche (Makro-)Ebene	38
4.2 Historischer US-Markt versus moderner deutscher Buy-Out-Markt – wesentliche Unterschiede	40
5 Buy-Outs als Ausdruck eines grundlegenden Wandels in der Unternehmensfinanzierung in Deutschland	45
6 Werttreiber oder Wertvernichter? Neuere empirische Evidenz zu Buy-Outs	50
6.1 Kurs- und Renditeeffekte	50
6.2 Auswirkungen auf die Effizienz der Zielfirmen.....	51
6.3 Beschäftigungseffekte	51
7 Zusammenfassung und Schlussfolgerung – Buy-Out-Markt und Finanzstandort Deutschland	53

Anhang 1	59
Exemplarischer Verlauf eines Buy-Outs	59
Anhang 2	63
Fundraising für und Investitionen von Buy-Out-Fonds	63
Literatur	64

Verzeichnis der Tabellen

Tabelle 2-1	Die 5 größten Buy-Outs/Buy-Ins im Jahre 2006.....	17
Tabelle 2-2	Deutsche Buy-Outs/Buy-Ins nach Ursprung.....	18
Tabelle 7-1	Finanzvermögen der Privaten Haushalte.....	55
Tabelle 7-2	Sparquote der Haushalte und Nettoinvestitionsquote in Deutschland	56
Tabelle A 1-1	Exemplarischer Buy-Out – Ausgangsdaten	59
Tabelle A 1-2	Exemplarische Strukturierung eines Buy-Outs	59
Tabelle A 1-3	Exemplarischer Verlauf eines Buy-Outs – Unternehmenswert, Wert von Fremd- und Eigenkapital.....	61

Verzeichnis der Abbildungen

Abbildung 1-1	Struktur eines Leveraged Buy-Outs (LBOs).....	9
Abbildung 2-1	Gesamtwert und Anzahl der von Buy-Out-Fonds erworbenen Unternehmen zwischen 1997 und 2006 – Deutschland im Vergleich zum kontinentaleuropäischen und zum britischen Markt	15
Abbildung 2-2	Große versus kleine Buy-Outs – Deutschland im Vergleich zum britischen Markt.....	16
Abbildung 2-3	Deutsche Buy-Outs/Buy-Ins nach Ursprung – Veränderungen zwischen 1997 und 2006.....	19
Abbildung 2-4	Gesamtwert der von PE-Fonds erworbenen Unternehmen (Buy-Out- Volumina) in % des Bruttosozialprodukts zwischen 1996 und 2005 – Deutschland im Vergleich zu Großbritannien.....	19
Abbildung 2-5	Aufgebrachte Mittel für Buy-Out-Fonds nach Land des Managements und nach dem Herkunftsland	20
Abbildung 2-6	Investitionen von einheimischen Buy-Out-Fonds versus im Heimatland investierte Mittel – Deutschland im Vergleich zu Großbritannien	21
Abbildung 3-1	Anzahl der beantragten Insolvenzverfahren in Deutschland.....	30
Abbildung 4-1	Anzahl und Finanzierungsstruktur von US-MBOs zwischen 1980 und 1989	33
Abbildung 4-2	Produktivitätswachstum in den USA und im Euroraum im Zeitablauf.....	39
Abbildung 4-3	Marktkapitalisierung ausgewählter Länder im Vergleich 1988-2004: Aggregierte Börsenwerte der gelisteten Unternehmen als Prozentsatz des Bruttosozialprodukts	40
Abbildung 4-4	Eigenkapitalquote in Leveraged Buy-Outs in Europa und Nordamerika (1997- 2006) mit einem durchschnittlichen Transaktionsvolumen von mehr als einer Mrd. US-Dollar	41
Abbildung 4-5	Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen 1994-2004	42
Abbildung 4-6	Verschuldung zu EBITDA in Buy-Outs in Europa und den USA 1997-2006.....	43
Abbildung 4-7	Verschuldung zu EBITDA in deutschen Unternehmen 1997-2004.....	43
Abbildung 5-1	Kreditvergabe an Nichtbanken im Inland 1997-2005	47
Abbildung 5-2	Ist der Zugang zur Finanzierung ein Hindernis?.....	47
Abbildung A 2-1	In Buy-Out-Fonds investierte Mittel (oben) und von Buy-Out-Fonds investierte Mittel (unten) – absolut und in % des gesamten Private Equity- Volumens für Deutschland.....	63

Begriffserklärungen

Carried Interest: Gewinnbeteiligung des vollhaftenden Gesellschafters (Managementgesellschaft: **General Partners** bzw. Komplementär) und ihrer Teilhaber am Erfolg der von ihr verwalteten Private Equity-Fonds. Üblicherweise erhält der Komplementär 20% des Gewinns aus dem Kapitaleinsatz und die Investoren 80%. Häufig wird der Carried Interest erst fällig, nachdem eine vorher vereinbarte Mindestverzinsung (**Hurdle Rate**) des Investorenkapitals erreicht wurde. Diese Mindestverzinsung schwankt in der Praxis zwischen 6% und 8% pro Jahr. Der Komplementär haftet gegenüber den Investoren für das Erreichen der Mindestverzinsung mit seinem Gewinnanspruch.

CLOs (collateralized loan obligations): Forderungsbesichertes Wertpapier, mit dem Ansprüche auf ein Portfolio aus Krediten mit festen Laufzeiten und Zinskonditionen verbrieft sind. Das Risiko der Kredite im Portfolio ist auf unterschiedliche Tranchen verteilt: „senior tranche“ mit einem tripple A-Rating, „mezzanine tranches“ mit einem Rating zwischen AA und BB und „equity tranches“. Letztere haben kein Rating und verbleiben in der Regel beim Erzeuger (originator) des Portfolios. Verluste werden umgekehrt zur Seniorität (Rang) zugeteilt. Das höhere Verlustrisiko impliziert unmittelbar, dass die nachgeordneten Tranchen mit einem höheren Zins versehen sind.

Commercial Papers: Schuldverschreibungen, die zur Beschaffung kurzfristiger Gelder ausgegeben werden.

Corporate Governance: Das Gesamtsystem von Methoden und Instrumenten zur Leitung und Überwachung des Managements eines Unternehmens.

Covenants: Vertragliche Zusicherungen des Kreditnehmers, während der Laufzeit des Kredites bestimmte Pflichten einzuhalten. Dazu gehört beispielsweise das Einhalten bestimmter finanzwirtschaftlicher Relationen. Ein Abweichen von den vereinbarten Kennziffern ermöglicht den Kreditgebern eine Anpassung der Kreditkonditionen.

Delisting: Ein Unternehmen wird von der Börse genommen.

Desinvestment: Verkauf von Unternehmensteilen mit anschließender Ausschüttung des Verkaufspreises an die Kapitalgeber.

Diversifikation: Risikostreuung, durch Zusammenfassung unterschiedlicher Arten von geschäftlichen Aktivitäten.

Equity Cure: Nachschuss von Eigenkapital durch den Private Equity-Fonds um Verletzungen von Covenants zu verhindern.

EVCA: European Private Equity & Venture Capital Association.

Exit: Ausstieg des Buy-Out-Fonds durch Verkauf oder Abschreibung.

Fundraising: Einwerben von Anlegerkapital für Fonds wie z.B. für Buy-Out-Fonds oder Venture Capital-Fonds

General Partners: Vollhaftende Gesellschafter in einer Limited Partnership. Diese Gesellschaftsform ist mit der deutschen Kommanditgesellschaft (KG) vergleichbar, in der die Komplementäre mit ihrem Vermögen, die Kommanditisten jedoch nur mit ihrer Einlage haften.

High-Yield Bonds: Nachrangige Unternehmensanleihen mit Ratings unterhalb des „Investment Grade“. Der „Investment Grade“-Ratingbereich reicht von AAA bis BBB (Systematik der Rating Agentur Standard & Poor's). Die Bonds zählen in Europa zu den mezzaninen Finanzierungsinstrumenten. Die amerikanische Variante der Bonds ist in den 80er Jahren des vergangenen Jahrhunderts unter dem Namen „junk bonds“ bekannt geworden.

Hurdle Rate: Vereinbarte Mindestverzinsung der Kommanditisten eines Private Equity-Fonds ehe ein Carried Interest-Anspruch der General Partners entsteht.

Lead Arranger: Häufig eine Großbank, die als Lead Arranger für die Zusammenstellung des Finanzierungskonsortiums zuständig ist.

Leverage: Fremdfinanzierungsgrad einer Investition.

Loan: Darlehen.

Mezzanine Finanzierung: „Zwischenstock“-Finanzierung, die haftungsbezogene Charakteristika sowohl von Fremd- als auch von Eigenkapital besitzt.

Newco (New Company): „Neue Gesellschaft“, die eigens zum Zwecke des Erwerbs der Zielgesellschaft gegründet wird.

Public-to-Private-Transactions (PTP): Buy-Out eines börsennotierten Unternehmens mit dem Ziel, die Börsennotierung zu beenden (Delisting).

Rekapitalisierung: Umfinanzierung einer Kapitalstruktur, oft verbunden mit an veränderte Marktbedingungen angepassten Kapitalrelationen.

Relationship Banking: Enge Bank-Firmenbeziehung, in Deutschland üblicherweise als Hausbankbeziehung bezeichnet.

Second lien: Nachrangiges Darlehen

Secondary Buy-Out: Der Finanzinvestor verkauft erneut an einen Finanzinvestor.

Shareholder: Eigentümer eines Unternehmens, z.B. Aktionäre.

Stakeholder: Anspruchsberechtigter gegenüber einem Unternehmen oder einer Institution. Dazu gehören z.B. Beschäftigte, Lieferanten, Gläubiger und Aktionäre.

Syndizierung: Präsenz eines Zusammenschlusses von mehreren Banken und/oder Private Equity-Gesellschaften zur Übernahme der Eigen- und Fremdkapitalbestandteile der Buy-Out-Finanzierung.

Take-Over: Übernahme eines Unternehmens entweder durch einen Buy-Out-Fonds oder durch ein Unternehmen.

Trade Sale: Der Finanzinvestor verkauft an ein Unternehmen.

Turn-Around-Finanzierung: Finanzierung von Maßnahmen zur Überwindung einer Unternehmenskrise.

Underwriter: Häufig eine Großbank, welche die Garantie für die Bereitstellung des Fremdkapitals übernimmt.

Projektauftrag, Ziel, Aufbau der Untersuchung und zentrale Ergebnisse

Das Ziel der vorliegenden Studie ist die Evaluierung der Bedeutung des deutschen Buy-Out-Marktes für

- die Sicherung der Finanzierung deutscher Unternehmen, insbesondere die Schließung von Finanzierungslücken im Mittelstand,
- die Optimierung der Finanzierungsstruktur von Unternehmen,
- die Effizienz, Effektivität und Corporate Governance von Unternehmen und
- die Entwicklung sowie nachhaltige Wettbewerbsfähigkeit des Finanzstandorts Deutschlands.

Die Evaluierung stützt sich auf

- die Untersuchung von Entwicklung und Struktur des deutschen Buy-Out-Geschehens sowie auf
- eine systematische Aufarbeitung der einschlägigen nationalen und internationalen wirtschaftswissenschaftlichen Forschung.

Ausdrücklich wird nicht auf den Einzelfall abgestellt, sondern es wird ein möglichst breit fundiertes Evaluierungsergebnis über die Funktionen und die Bedeutung von Buy-Out-Finanzierungen in Deutschland angestrebt. Selektionsverzerrungen, also die Verzerrungen der Schlussfolgerungen durch eine gezielte Auswahl von Einzelfällen werden so weitgehend vermieden.

Der Titel der Studie „Die Bedeutung von Buy-Outs/Ins für unternehmerische Effizienz, Effektivität und Corporate Governance“ legt nahe, dass die hier vorgenommene Evaluierung in erster Linie auf die Unternehmensebene und die Beziehung zwischen Unternehmen und Private Equity-Gesellschaft abzielt. Das bedeutet, dass die betriebswirtschaftliche Analyse der Fondsrenditen und der Strategien von Fundraising und Investition an dieser Stelle nicht notwendig sind. Des Weiteren bleiben Regulierungsfragen außen vor, welche die Verbriefung von Krediten durch Banken und die Weitergabe an den Kapitalmarkt betreffen. Schließlich gehört auch die Analyse der Details von steuerlichen und rechtlichen Rahmenbedingungen für Buy-Outs nicht zum unmittelbaren Untersuchungsgegenstand dieses Auftrages.

Der Grundansatz der Studie mittels Zusammenschau der einschlägigen Literatur zu einem möglichst breit fundierten Urteil über die Rolle des Buy-Out-Marktes zu gelangen, ist nicht neu. Die Originalität der Studie speist sich vielmehr aus der Strukturierung der Befunde und den daraus gezogenen Schlussfolgerungen für den Finanzstandort Deutschland. Neu sind insbesondere die folgenden Merkmale dieser Studie:

- Gängige Vorurteile über die Aktivitäten der Buy-Out-Branche werden in einen finanzwirtschaftlichen Kontext gestellt und in diesem auf ihre Stichhaltigkeit hin überprüft.
- Die Vorgehensweise ist darauf ausgerichtet zu evaluieren, inwiefern sich die deutsche Unternehmensfinanzierung gewandelt hat und ob die Buy-Out-Branche eine Lücke füllt, die Banken aufgrund ihres Geschäftsmodells nie füllen konnten oder die sie aufgrund veränderter Rahmenbedingungen (Basel II) und der Entwicklung auf den internationalen Kapitalmärkten nicht mehr ausfüllen wollen.
- Die Bedeutung des Buy-Out-Geschehens wird stärker als bisher üblich in einem gesamtwirtschaftlichen Kontext gesehen.

Um die gängigen Vorurteile gegenüber Buy-Outs finanzwirtschaftlich überprüfen und die Bedeutung von Buy-Outs für die Unternehmensfinanzierung besser einbetten zu können, nimmt die vorliegende Studie in Kapitel 1 zunächst eine Abgrenzung gegenüber anderen Formen der Private Equity-Finanzierung sowie gegenüber Hedgefonds vor. Daran schließt sich eine Beschreibung der prinzipiellen Struktur und des Verlaufs eines Buy-Outs an. Rekapitalisierung und Leverage gehören zu jenen Merkmalen einer Buy-Out-Transaktion, die in der öffentlichen Diskussion häufig negativ kommentiert werden. Vor diesem Hintergrund geht es in dem Abschnitt auch darum, die finanzwirtschaftlichen Prinzipien der Durchführung von Buy-Outs zu reflektieren. Dabei wird klar, dass Buy-Outs eine Investition im üblichen Sinne darstellen.

Kapitel 2 liefert einen Überblick des deutschen Buy-Out-Geschehens und stellt den Vergleich zum britischen und zum gesamteuropäischen Buy-Out-Markt her. Zum einen wird – relativ zum britischen Markt – die Struktur dargestellt, zum anderen werden die jüngsten Entwicklungen aufgezeigt. Hier geht es auch darum zu beleuchten, wodurch das deutsche Buy-Out-Geschehen geprägt ist. Es zeigt sich, dass spektakuläre Großtransaktionen kein prägendes Merkmal darstellen. Die Entwicklung hierzulande speist sich vor allem aus einer Vielzahl kleinvolumiger Käufe von mittelständischen Unternehmen und aus der Abspaltung von Konzernteilen.

In Kapitel 3 werden anhand gängiger wirtschaftswissenschaftlicher Konzepte die verschiedenen Triebkräfte für die Durchführung von Leveraged Buy-Outs herausgearbeitet und diskutiert.

Kapitel 4 evaluiert die Bedeutung der einzelnen Triebkräfte für die Buy-Out-Welle der 80er Jahre des vergangenen Jahrhunderts in den USA. Dabei wird klar, dass die Befunde der empirischen Forschung zu diesen historischen LBOs überwiegend positiv sind. US-Unternehmen haben im Durchschnitt von den Buy-Outs und den eingeleiteten Restrukturierungen profitiert. Ein Vergleich des Wachstums der Arbeitsproduktivitäten zwischen den USA und der Eurozone im Zeitverlauf ist im Einklang mit den positiven Befunden der empirischen Forschung. Um einschätzen zu können, welche Bedeutung die Befunde zu den historischen Buy-Outs für die Beurteilung der heutigen Situation in Deutschland haben, werden zum Abschluss des Kapitels die wesentlichen Unterschiede zwischen historischen Buy-

Outs in den USA und modernen Buy-Outs in Deutschland herausgearbeitet. Es zeigt sich, dass in Deutschland andere Kräfte das Buy-Out-Geschehen treiben als dies in den USA der Fall war. Zudem wird klar, dass moderne Buy-Outs im Durchschnitt eine konservativere Finanzierungsstruktur aufweisen und damit auch weniger anfällig sein dürften als es die Buy-Outs der 80er Jahre waren.

Kapitel 5 liefert eine Einschätzung der wichtigsten Triebkräfte für das deutsche Buy-Out-Geschehen. Hier wird insbesondere die Rolle der Buy-Out-Gesellschaften als komplementärer Akteur zu, und als Kunde von, Banken herausgearbeitet. Vieles spricht dafür, dass gegenwärtig ein umfassender Wandel in der deutschen Unternehmensfinanzierung stattfindet und Buy-Out-Fonds eine Lücke im deutschen Finanzsystem füllen.

In Kapitel 6 werden die neuen Forschungsergebnisse zu modernen Buy-Outs diskutiert. Auch in der jüngsten Forschung setzt sich die prinzipiell positive Beurteilung der Buy-Out-Aktivität fort. Bei aller Vorsicht angesichts fehlender Daten und Befunde für den deutschen Markt lässt sich aus der vorhandenen Evidenz der Schluss ziehen, dass mit der Etablierung eines starken deutschen Buy-Out-Marktes keinesfalls die in der öffentlichen Diskussion häufig beschworenen adversen wirtschaftlichen Konsequenzen verbunden sind.

Kapitel 7 schließlich fasst die Quintessenz der vorhergehenden Analyseschritte zusammen. Darauf aufbauend wird die Bedeutung eines gut funktionierenden Buy-Out-Marktes für den Finanzstandort Deutschland eingeschätzt. Es wird klar, dass ein funktionsfähiger Buy-Out-Markt – auch wegen der demographischen Entwicklung – ein unverzichtbarer Bestandteil des hiesigen Finanzstandortes ist. Der Buy-Out Markt wird in seiner Bedeutung noch zunehmen, wenn sich die globalen Finanzierungsstrukturen so weiterentwickeln wie bisher. Die Funktionsfähigkeit und stärkere Einbindung in die globalen Finanzierungsstrukturen hängen jedoch in erster Linie davon ab, ob heimische Buy-Out-Fonds als Wettbewerber gegenüber internationalen Fonds bestehen können. Dafür sind gleiche Spielregeln für alle Wettbewerber notwendig (equal level playing field). Noch ist keine solche Gleichheit der Spielregeln vorhanden. Daher müssen deutsche Buy-Out-Fonds gegenwärtig gegenüber ihren internationalen Konkurrenten Wettbewerbsnachteile in Kauf nehmen. Es muss davon ausgegangen werden, dass dem Finanzstandort Deutschland diese Wettbewerbsungleichheit schadet.

1 Abgrenzung und Erklärung von Buy-Outs

1.1 Buy-Outs, Private Equity-(PE), Venture Capital- und Hedgefonds – Abgrenzung

Bis in die jüngste Zeit waren diejenigen wissenschaftlichen Abhandlungen, die sich mit dem deutschen Private Equity-(PE)-Markt beschäftigten, vorwiegend auf Risikokapitalfinanzierung bzw. Venture Capital (VC) konzentriert. Buy-Outs fanden in dieser Zeit in der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung kaum Beachtung. Obwohl sich die Situation mittlerweile grundlegend gewandelt hat, werden PE und VC zumindest in der öffentlichen Diskussion, aber auch gelegentlich in der Forschung, synonym verwendet. In jüngster Zeit hat es sich auch eingebürgert, Private Equity- und Hedgefonds in einem Atemzug zu nennen. Die synonyme Verwendung birgt die Gefahr der undifferenzierten Beurteilung der einzelnen Klassen von Investitionen. Um diese zu vermeiden, beginnt diese Studie zunächst mit einer genauen Abgrenzung der einzelnen Investmentklassen.

Bei einer VC-Transaktion werden Anteile an einer – sich üblicherweise im frühen Entwicklungsstadium ihres Lebenszyklus befindenden – Zielfirma ausschließlich mit Eigenkapital finanziert. Demgegenüber erwirbt der PE-Investor beim Buy-Out die Mehrheit an der Zielfirma mit Hilfe einer Mischung aus Eigen- und Fremdkapital (European Commission 2006). Aufgrund des klaren Übergewichts der Fremdkapitalfinanzierung wird eine solche Transaktion als Leveraged Buy-Out (LBO) bezeichnet. Unter dem Begriff Leverage („Hebel“) wird die Aufnahme von Fremdkapital zum Zwecke der Steigerung der Rendite des eingesetzten Eigenkapitals verstanden.

Geschieht der Erwerb nicht zusammen mit dem alteingesessenen, sondern einem fremden Management, handelt es sich um einen (Management-)Buy-In. Im Rahmen dieser Studie werden jedoch beide Formen, Leveraged-Buy-Out und -Buy-In, unter dem Oberbegriff LBO zusammengefasst. Bei beiden Formen ist das Management üblicherweise am Eigenkapital beteiligt.

Der Investitionshorizont eines Buy-Out-Fonds liegt bei ca. 10 Jahren, auch wenn die tatsächliche Investitionszeit in das konkrete Portfoliounternehmen zwischen 3 und 7 Jahren liegt. Cao und Lerner (2006) ermitteln für eine Stichprobe von 496 US-amerikanischen Buy-Outs, die später wieder an die Börse gebracht wurden, eine durchschnittliche Investitionszeit von 6,87 Jahre.¹

Marktberreinigung, Erhöhung von Eintrittsbarrieren, Errichtung eines vertikalen Monopols oder Sicherung des Ressourcenzugangs – Ziele also, die man bei strategischen Investoren wie z.B. Konkurrenzfirmen oder auch Staatsfonds vermuten mag – gehören üblicherweise nicht zu den Motiven der Aktivität von Finanzinvestoren. Die Zielsetzung der Manager von PE-Fonds wird über spezifische Anreize

¹ Der Median zwischen Durchführung des LBO und Exit-Zeitpunkt lag bei 3,55 Jahren.

wie eine umfangreiche Beteiligung am Investitionskapital und eine variable Gewinnbeteiligung (Hurdle Rate, Carried Interest) auf das Erreichen einer wettbewerbsfähigen Rendite ausgerichtet. Das bedeutet auch, dass ein Buy-Out-Fonds jedes Portfoliounternehmen einzeln steuert (Berg und Gottschalg 2003). Quersubventionierungen zwischen den Einzelunternehmen, wie sie z.B. bei Holding-Gesellschaften üblicherweise vorkommen, sind wegen der spezifischen Anreizstruktur ausgeschlossen. Während die synonyme Verwendung der Begriffe VC und PE seltener wird, nimmt die Gewohnheit, Private Equity- und Hedgefonds in einem Atemzug zu nennen, zu. Tatsächlich ist die Schnittmenge von Hedgefonds und Buy-Out-Fonds jedoch eher gering. Zwar besteht eine der bekannteren Spielarten aus der umfangreichen Palette von Hedgefonds-Strategien darin, unterbewertetes Eigenkapital aufzuspüren (Schäfer 2004a). Hedgefonds sind aber im Gegensatz zu Buy-Out-Fonds auf die Ausnutzung von Volatilitäten in Märkten ausgerichtet. Sie benötigen für ihre Aktivitäten ausgereifte Märkte für Eigen- und Fremdkapital. Vorwiegend wird in beide Richtungen des Marktes auf vergleichsweise rasch zu erzielende Kursgewinne spekuliert. Um Kursänderungen umgehend ausnutzen zu können, ist der Investitionshorizont von Hedgefonds üblicherweise kurzfristiger als der von Buy-Out-Fonds (OECD 2007). Treten Hedgefonds als „Shareholder Aktivisten“ in Erscheinung, so zielt dieses Verhalten ausschließlich darauf ab, den Kurs des Zielunternehmens kurzfristig in eine für den Hedgefonds günstige Richtung zu verändern.

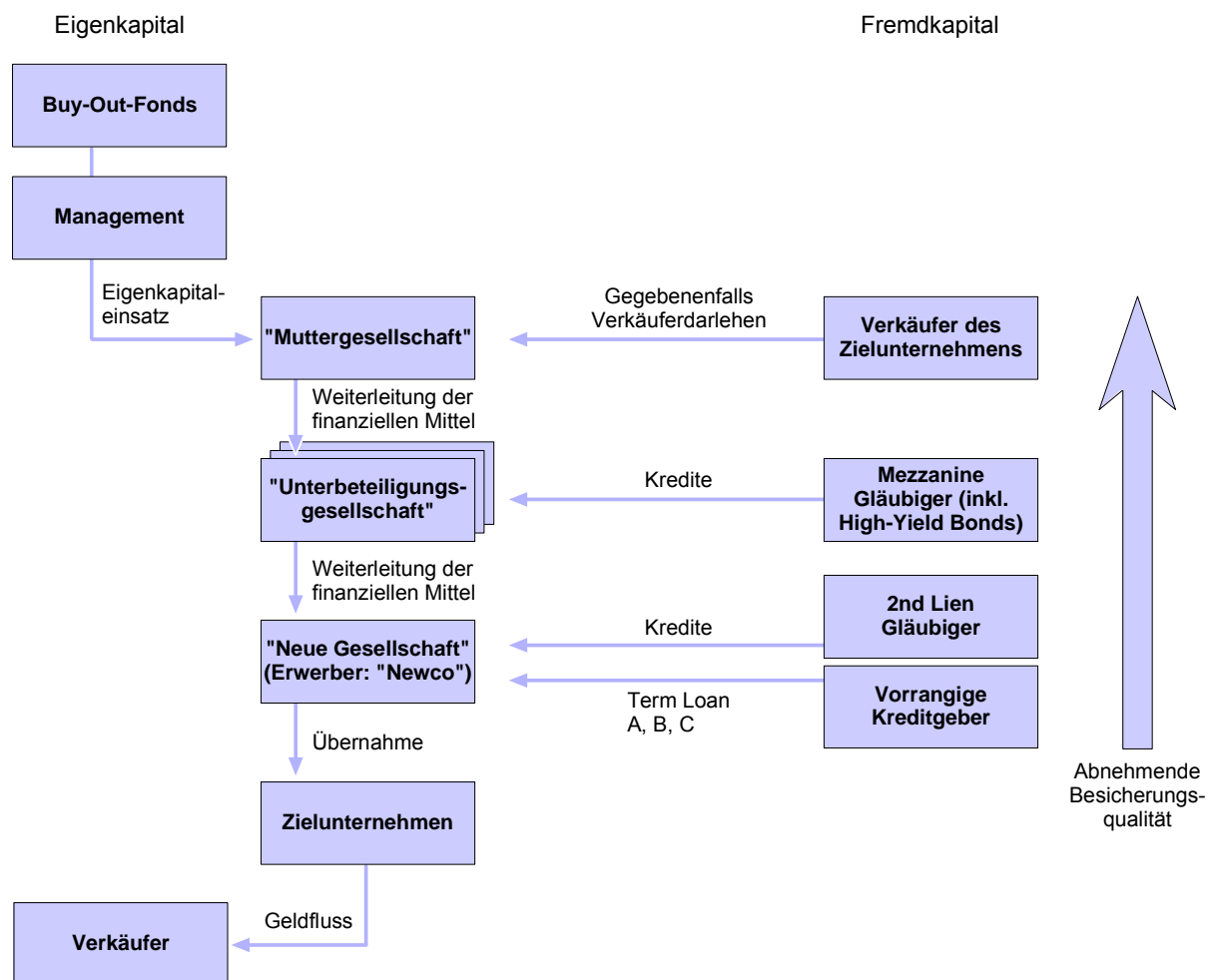
Auf der Fremdkapitalseite spielen Hedgefonds vor allem als Investoren in liquide kapitalmarktnahe Instrumente (z.B. Commercial Papers) eine Rolle. Ein wichtiger Unterschied besteht auch darin, dass sich Hedgefonds auf Fondsebene verschulden, wohingegen bei PE-Fonds die Verschuldung auf der Ebene der Portfoliounternehmen geschieht.

In jüngster Zeit ist allerdings eine gewisse Ausdehnung des Investitionshorizonts von Hedgefonds zu beobachten. Dies schlägt sich z. B. darin nieder, dass Hedgefonds vermehrt Beteiligungsbesitz auch mittelfristig halten oder sich als langfristige Fremdkapitalgeber oder Mezzanine-Finanzierer an Buy-Out-Transaktionen beteiligen. Auch gibt es einige Akteure auf dem Markt (z.B. Carlyle und Blackstone Group), die sowohl Hedgefonds als auch Buy-Out-Fonds betreiben. Dennoch sind hinsichtlich Mechanik, Rationalität und Auswirkungen der Transaktionen die Grenzen zwischen PE und Hedgefonds hinreichend klar, um bei der hier angestrebten Aufarbeitung der einschlägigen Forschungsergebnisse zu LBOs die Hedgefonds von der Betrachtung ausschließen zu können.

1.2 Die Funktionsweise von Buy-Outs

Aufgrund der großen Komplexität jedes einzelnen Buy-Outs gleicht kaum eine Transaktion der anderen. Dennoch haben sich gemeinsame Grundstrukturen herausgebildet, die bei aller Komplexität der einzelnen Transaktion nicht schwer zu erfassen und auch abbildbar sind. Abbildung 1-1 zeigt den prinzipiellen Aufbau einer Buy-Out-Transaktion.

Abbildung 1-1
Struktur eines Leveraged Buy-Outs (LBOs)



Quelle: DIW Berlin.

Der Finanzinvestor (Private Equity-Investor) bzw. ein Konsortium aus mehreren Beteiligungsgesellschaften, das Management und gegebenenfalls auch Alteigentümer bringen ihre Mittel in eine neu gegründete Muttergesellschaft ein.² Die Bildung von Finanzierungskonsortien auf Eigenkapital- und Fremdkapitalseite wird als Syndizierung bezeichnet. Sie dient vorwiegend der Risikostreuung und der Erweiterung der finanziellen Möglichkeiten der einzelnen Beteiligungsgesellschaften. Ein weiterer Aspekt der Syndizierung ist die Bündelung von spezialisiertem Know-how, welches bei umfangreichen und komplexen Transaktionen notwendig sein kann.

² Die übliche gesellschaftsrechtliche Struktur zur Bündelung der Gelder der Investoren sieht eine Fondsgesellschaft vor, die selbst nicht unternehmerisch tätig ist. Die Verwaltung der zusammengefassten Mittel wird von einer Managementgesellschaft übernommen, über welche die Fondsverwalter für Ihre unternehmerische Tätigkeit ihre Gehälter meist auf der Basis von Hurdle Rate und Carried Interest beziehen.

Die Muttergesellschaft gründet ihrerseits eigens zum Zwecke des Erwerbs der Zielgesellschaft eine „neue Gesellschaft“ („Newco“), deren Anteile in der Regel zu 100 % von der Muttergesellschaft gehalten werden. Zur Finanzierung des Kaufpreises der Zielgesellschaft erhält die „Newco“ einerseits Eigenkapital von der Muttergesellschaft. Andererseits nimmt sie Fremdkapital in Form von Darlehen unterschiedlichen Ranges und mezzaniner Finanzierung auf. Dabei wird der mezzanine Bestandteil häufig über eine spezielle Untergesellschaft in die „Newco“ eingebracht.

Neben der komplementären Finanzierung aus Eigen- und Fremdkapital gehört die Etablierung einer erfolgsabhängigen Entlohnung für das Management zu den typischen Charakteristika eines Buy-Outs-Fonds. Erwerberin der Zielgesellschaft und Auszahlerin des Preises an den Verkäufer ist die „Newco“. Nach Abschluss des Kaufs werden „Newco“ und Zielunternehmen miteinander verschmolzen, wobei das Zielunternehmen „wirtschaftlich untergeht“. Es wird als Vermögen in der Bilanz der „Newco“ aktiviert.³ Die Eigentümerin der „Newco“ wird zur Eigentümerin der Zielgesellschaft. Das eingebrachte Eigenkapital der Muttergesellschaft und die Kredite der Fremdkapitalgeber werden auf der bilanziellen Passivseite der konsolidierten Gesellschaft abgebildet. Die Besicherung der Kredite erfolgt über das Vermögen der „Newco“ sowie Gesellschaftergarantien. Die „Newco“ übernimmt dann die Bedienung des Fremdkapitals. Bei einer am Kapitalmarkt gelisteten Aktiengesellschaft geht der Buy-Out regelmäßig mit einer Beendigung der Börsennotierung einher. Solche als „Public-to-Private-Transactions“ bezeichneten Buy-Outs finden sich besonders häufig in den angelsächsischen Ländern, da dort Unternehmen weitaus häufiger börsennotiert sind als hierzulande (CMBOR 2006, Toms und Wright 2005).

In Anhang 1 ist der Verlauf eines Buy-Outs exemplarisch dargestellt. Die Fremdfinanzierung besteht typischerweise zum Großteil aus endfälligen vorrangigen Darlehen. Nur ein geringer Teil der vorrangigen Verschuldung ist amortisierend und wird über die Laufzeit zurückgezahlt. Nachrangige, endfällige Kredite (second lien und mezzanine Finanzierung) sind schlechter besichert als die im Falle einer Insolvenz vorrangig zu bedienenden Gläubigerforderungen. Dies schlägt sich in einer höheren Risikoprämie und damit in einem höheren Abstand (Spread) zum Basiszinssatz nieder.

Zum Typus der mezzaninen Finanzierung werden in Europa in der Regel auch die High-Yield Bonds gezählt.⁴ Es handelt sich dabei um nachrangige Unternehmensanleihen mit Ratings unterhalb des „Investment Grade“. Der „Investment Grade“-Ratingbereich reicht von AAA bis BBB. High-Yield Bonds sind in europäischen LBOs den erstrangigen Krediten auch strukturell nachgeordnet, da sie nicht von der gleichen Gesellschaft aufgenommen werden wie die Seniortranchen.⁵ Der Vorteil von endfälligen

³ Eine Verschmelzung der „Newco“ auf das Zielunternehmen ist ebenfalls möglich. In diesem Falle geht die „Newco“ wirtschaftlich unter.

⁴ High-Yield Bonds sind auch unter dem Namen „junk bonds“ bekannt.

⁵ Wird bei mezzaninen Finanzierungsinstrumenten die jährliche Vergütung entweder endfällig ausgezahlt oder Teile davon in Anteile am Unternehmen umgewandelt, spricht man häufig auch von „Payment in kind“-Instrumenten.

Langläufern für das Unternehmen liegt im fehlenden Zinsdienst während der Laufzeit und der Tatsache, dass zum Exit-Zeitpunkt die Ablösung der Darlehen zwangsweise in das Verkaufskonzept des Eigenkapitalinvestors einbezogen werden muss.

Teile des Fremdkapitals können auch durch Desinvestition, das heißt durch Verkauf von Unternehmensteilen und anschließender Ausschüttung an die Fremdkapitalgeber zurückgeführt werden. Ein solcher Verkauf kann durch Motive wie Realisierung von Spezialisierungsgewinnen, Ausnutzen günstiger Marktkonditionen oder rasche Rückführung der Verschuldung gesteuert sein.

Ist der Investitionshorizont des Buy-Out-Fonds kürzer als die Laufzeit von Darlehen, werden die Halter dieser Darlehen beim Weiterverkauf zu Altgläubigern. Deren Forderungen können in das strukturierte Finanzierungskonzept des Neueigentümers einbezogen werden, können aber auch durch den Neueigentümer im Rahmen einer Neustrukturierung der Finanzierung des Kaufobjektes frühzeitig zurückgezahlt werden. Die Bundesbank geht davon aus, dass in Deutschland solche Altschulden vom neuen Eigentümer abgelöst werden (Deutsche Bundesbank 2007).⁶ Häufig sind Banken auch explizit durch spezielle Vereinbarungen im Kreditvertrag abgesichert. Diese so genannten Covenants schreiben eine Ablösung des Kredits für den Fall eines Kontrollwechsels fest.

Findet vor dem geplanten endgültigen Ausstieg ein Teil-Exit statt, spricht man von einer Rekapitalisierung. Hier wird Eigenkapital durch Fremdkapital ersetzt, um die ursprüngliche Zielkapitalstruktur wiederherzustellen, die durch das Unternehmenswachstum in Richtung Eigenkapital verschoben worden war. Bei einer Rekapitalisierung handelt es sich somit lediglich um einen Vorzieheffekt. Dementsprechend kleiner fällt der Erlös für den Buy-Out-Fonds aus, wenn dann der endgültige Ausstieg durch den Verkauf des Unternehmens stattfindet.⁷

1.3 „Zahlt sich das Zielunternehmen selbst“?

Bei einem überdurchschnittlichen Wachstum des Unternehmens oder mehrmaliger Rekapitalisierung erhält der Finanzinvestor die eingesetzte Investitionssumme unter Umständen bereits vor seinem eigentlichen Exit zurück. In manchen wirtschaftspolitischen Veröffentlichungen zum Thema Buy-Outs wird die frühzeitige Rückzahlung des Eigenkapitaleinsatzes bei gleichzeitiger Bedienung des Fremdkapitals gelegentlich mit den kritisch gemeinten Worten „das Unternehmen bezahlt sich selbst“ kommentiert (Krieger 2006).

Aus finanzwirtschaftlicher Sicht unterscheidet sich ein LBO freilich nicht wesentlich von anderen mischfinanzierten Investitionsprojekten, wie z. B. dem Kauf einer vermieteten Wohnung mittels 30 %

⁶ Laut OECD (2007) sind Anleihegläubiger in PTP Buy-Outs in jüngster Zeit verstärkt dem Risiko einer Herabstufung des Ratings ihrer Altansprüche ausgesetzt, wenn die Firmen sich stärker verschulden. Diese Form des Buy-Outs ist in Deutschland jedoch selten (vgl. Tabelle 2-2).

⁷ Zu einem tatsächlich realisierten (Zins-)Gewinn wird der vorzeitige Exit-Erlös nur, wenn die Verzinsung der Ausschüttung höher ist als der Fremdkapitalzins für den Ersatzkredit.

Eigenkapital und 70 % Fremdkapital.⁸ Auch bei dem Wohnungskauf ist der Fremdkapitalgeber über das Kaufobjekt abgesichert. Die Mieteinnahmen bedienen das Fremdkapital und zahlen das eingesetzte Eigenkapital im Laufe der Zeit zurück. Die gekaufte Mietwohnung „bezahlt sich selbst“ mittels ihrer Erträge, analog zur Funktionsweise eines Buy-Outs. Die Rückzahlung des Einsatzes durch die Rückflüsse aus dem Objekt liegt in der Natur jeder Investition. Würde sie nicht stattfinden, gäbe es keinen Anreiz, eine Investition durchzuführen.

1.4 Syndizierung und Sekundärmarkt für Buy-Out-Kredite

Bei hohen Volumina wird die Finanzierung in der Regel syndiziert. Das bedeutet für die Kreditfinanzierung, dass die vom Private Equity-Fonds als Lead Arranger ausgesuchte Bank ein Konsortium von Banken zur Finanzierung des Fremdkapitals zusammenstellt. Interessanterweise gehören neben den Banken auch institutionelle Investoren immer häufiger zum Konsortium der Fremdkapitalgeber (European Central Bank 2007). Üblicherweise übernimmt der Lead Arranger als so genannter Underwriter auch die Garantie für die Bereitstellung der gesamten Fremdfinanzierung. Allerdings verbleibt meist nur ein geringer Anteil der zugesagten Kredite beim Underwriter selbst, der Hauptteil der unterschiedlich risikobehafteten Kredittranchen wird nach Abschluss des Kaufs der Zielgesellschaft an die Syndikatsmitglieder verteilt.

Bis in die 90er Jahre des zwanzigsten Jahrhunderts galten langfristige Unternehmenskredite in der internationalen Finanzbranche als extrem illiquide Investments seitens der Banken (Diamond und Dybvig 1983). Kredite wurden aktiviert und verblieben bis zur Fälligkeit in den Bilanzen der Banken. Der Kreditgeber trug demzufolge meist für die gesamte Laufzeit das Ausfallrisiko zu 100 %. Hauptursache für die Illiquidität war vor allem das Fehlen von Märkten und Marktpreisen für Unternehmenskredite.

Die Einführung des Euro hat jedoch einer Reihe von Finanzinnovationen zum Durchbruch verholfen und damit einer grundlegenden Wandlung der Unternehmensfinanzierung den Weg bereitet.⁹ Mittels spezifischer Emissionsgesellschaften (so genannten „conduits“) können Kredite verbrieft und in fungible Wertpapiere (z.B. Commercial Papers) umgewandelt werden. Als solche werden sie in Tranchen von unterschiedlichem Risikogehalt interessierten Anlegern wie zum Beispiel Hedgefonds oder anderen institutionellen Investoren zum Kauf angeboten. Auf diese Weise ist in Europa ein einheitlicher und hochliquider Sekundärmarkt für Unternehmenskredite entstanden, der den Kreditinstituten ein breites Spektrum an Diversifikationsmöglichkeiten für deren Risiken eröffnet. Banken mit Klumpenrisiken – solche entstehen z. B. wenn der Geschäftsschwerpunkt in einer bestimmten Branche oder Region liegt – können seither ihre Risiken über Syndizierung und/oder den Sekundärmarkt breit streuen.

⁸ Beim Wohnungskauf liegen die Eigenkapitalquoten üblicherweise deutlich darunter.

⁹ Der Euro wurde 1999 zunächst nur als Buchgeld und 2002 auch als Bargeld in Umlauf gebracht.

Allein im Bereich der Kredite an kleine und mittelständische Unternehmen ist das Volumen der Verbriefungen in Europa von 13,8 Mrd. im Jahr 2000 auf 36 Mrd. Euro 2006 gestiegen.¹⁰

Am Buy-Out-Markt aktive Banken bedienen sich auch dann des Sekundärmarktes, wenn trotz Syndizierung ein aus der Sicht der Bank zu hohes Volumen der Buy-Out-Kredite in den eigenen Büchern verbleibt. Häufig werden die Kredite verbrieft und mittels forderungsbesicherter Wertpapiere (CLOs) an den Markt weitergegeben.¹¹ Üblicherweise halten Banken nur Tranchen mit Vorrang und geringem Risiko bis zum Endfälligkeitstermin. Dazu gehört z.B. das bereits beschriebene, mit Term loan A bezeichnete amortisierende Darlehen. Laut einer gemeinsamen Umfrage der Deutschen Bundesbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unter den 22 auf dem Buy-Out-Markt aktivsten deutschen Banken konnten bei den größten Transaktionen schon nach ca. 3 Monaten ungefähr 80 % der eingegangenen Kreditrisiken durch Syndizierung und Verbriefung an den Markt weitergereicht werden (Deutsche Bundesbank 2007).¹²

Die Entwicklung der letzten Jahre auf dem Buy-Out-Markt und der Wettbewerb der Banken um die Finanzierung hat den Private Equity-Gesellschaften zu einer stärker werdenden Marktstellung auf den internationalen Finanzmärkten, aber auch in Deutschland, verholfen. Durch die Auswahl des Lead Arrangers kann erheblicher Einfluss auf die Syndizierung und Strukturierung der Kredite genommen werden.

Als Resultat haben nicht nur die aktiven Banken, sondern auch die PE-Branche erhebliches Expertenwissen im Bereich des Financial Engineerings angesammelt (Berg und Gottschlag 2003, Cotter und Peck 2001). Das illustriert auch der Befund aus einer Befragung der EVCA zur Unternehmensnachfolge. Dort wurde die Strukturierung der Finanzierung als wichtigster Beitrag des PE-Fonds im Verkaufsprozess genannt (EVCA 2005). Im Zuge der Zusammenarbeit hat die Buy-Out-Branche zudem auch erhebliches Reputations- und Beziehungskapital aufgebaut, welches in der Form bei Unternehmen, aber auch vielen Banken nicht vorhanden ist. So stellte die Europäische Zentralbank in ihrem Report zu europäischen LBOs jüngst fest, dass ein erheblicher Teil der LBO-Transaktionen „beziehungsgetrieben“ ist:

„Relation-driven transactions were very often based on direct contacts between the bank and the ‘customer’, the private equity fund manager, as well as on past transactions and history.“ (European Central Bank 2007).

¹⁰ http://www.kfw.de/DE_Home/Kreditverbriefung/Europaeischer_Verbrieftungsmarkt/Mittelstandsverbriefungen_in_Europa/

¹¹ Unter CLOs (collateralized loan obligations) versteht man ein forderungsbesichertes Wertpapier, mit dem Ansprüche auf ein Portfolio aus Krediten mit festen Laufzeiten und Zinskonditionen verbrieft sind (siehe auch die Begriffserklärungen).

¹² Ähnliche Zahlen werden auch für Großbritannien veröffentlicht (Financial Services Authority 2006, OECD 2007).

2 Das Buy-Out-Geschehen in Deutschland und Europa

Im Prinzip hat Deutschland eine lange Tradition in der Eigenkapitalfinanzierung aufzuweisen. In der Wilhelminischen Zeit spielten so genannte Aktienbanken eine entscheidende Rolle in der eigenkapitalorientierten Unternehmensfinanzierung und trieben damit die Umwandlung des deutschen Reiches vom Agrar- zum Industriestaat wesentlich voran. Diese Tradition ist allerdings zwischen den Kriegen und erst recht nach dem 2. Weltkrieg weitgehend verloren gegangen (Hertz-Eichenrode 2004, Tilly 2003).

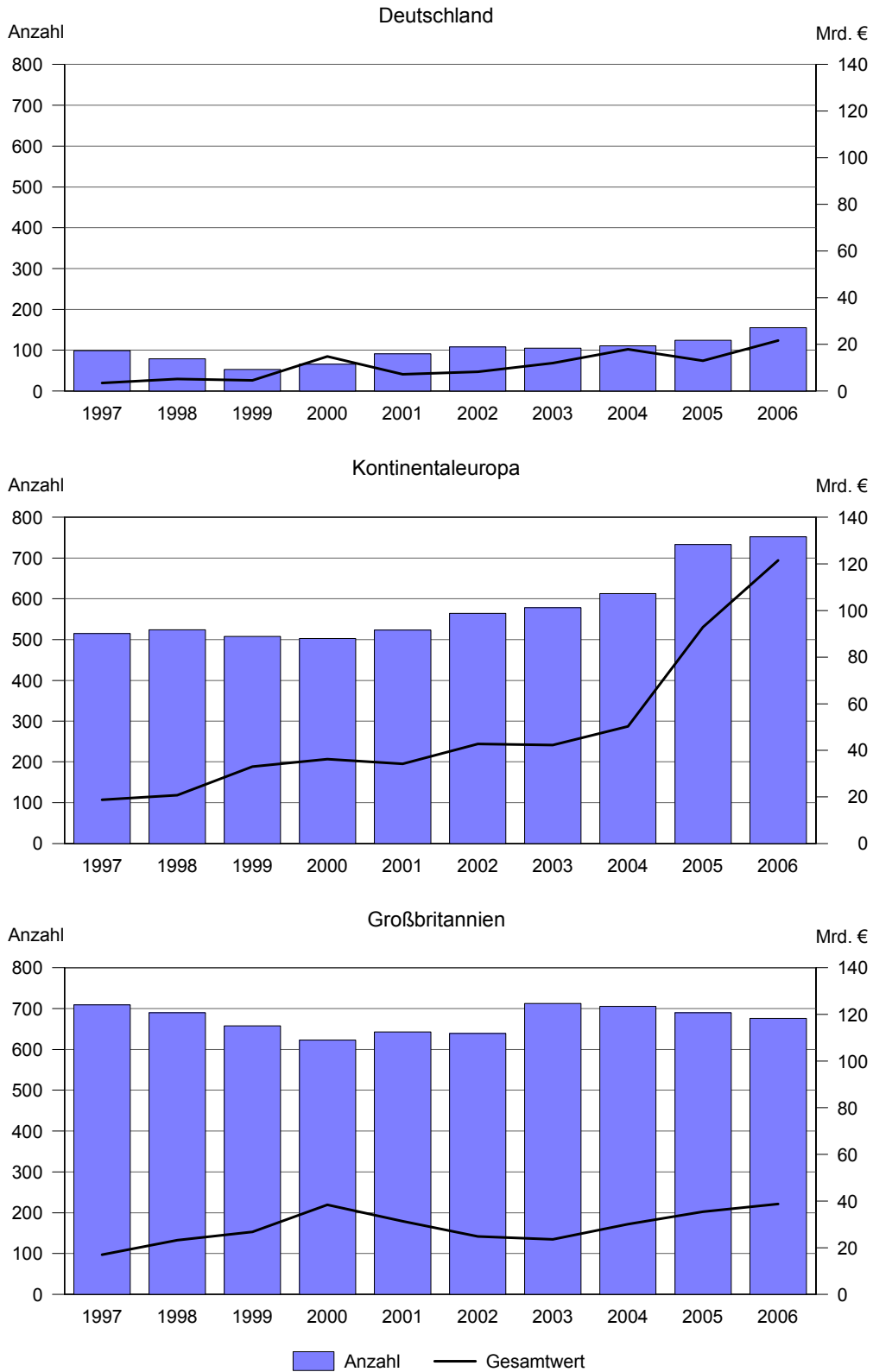
Erst in den Jahren nach 1990 hat die deutsche Beteiligungsbranche wirklich Tritt gefasst. Wurde das Wachstum des Beteiligungsmarktes in den 90er Jahren vor allem vom Venture Capital getragen, so schob sich nach der Jahrtausendwende – insbesondere nach Einführung des Euro – das Buy-Out-Geschäft verstärkt in den Vordergrund. Innerhalb weniger Jahre entwickelte es sich zum bedeutendsten Segment des Private Equity-Sektors sowohl in Deutschland als auch in Europa. Im Jahr 2005 belief sich der Anteil der Buy-Out-Fonds am europäischen PE-Fundraising auf 80 %, 2006 waren es 75 % (EVCA Jahrbuch 2007). Diese Zahlen zeugen von einer hohen Bedeutung des Buy-Out-Bereichs gerade für institutionelle Investoren, die Quelle für den größten Teil der PE-Mittel sind. Laut EVCA wurden im Jahr 2005 68,2 % aller Mittel der europäischen PE-Branche in Buy-Outs investiert. 2006 betrug der Buy-Out-Anteil bereits 70,7 %.¹³

Im Jahr 2006 betrug der Wert der in Deutschland mittels Buy-Out erworbenen Unternehmen die Rekordsumme von 21,6 Mrd. Euro (CMBOR 2006). Über die Hälfte davon entfiel auf die 5 größten Verkäufe (Tabelle 2-1). Die Zahl der Transaktionen ist auf 155 gestiegen. Die Wertsteigerung der Transaktionen, gemessen am Volumen, betrug gegenüber dem Vorjahr 66,9 %. Die Anzahl der Buy-Outs hat um 25 % zugenommen. In Deutschland wurden damit ca. 20,6 % der 752 kontinentaleuropäischen Buy-Outs realisiert. Dennoch ist diese Zahl im Vergleich zu Großbritannien niedrig. Dort lag die Anzahl der Buy-Outs im Jahr 2006 bei 676 (Abbildung 2-1). Allerdings beginnt sich bei den großen Buy-Outs die Lücke zwischen Deutschland und Großbritannien zu schließen (Abbildung 2-2: Gesamtwert Große Buy-Outs). 2004 lagen die Buy-Out-Werte bereits einmal gleichauf. Nach einem Absinken 2005 nähern sich die Verkaufsvolumina erneut an.

Der Verkauf der KION Group durch Linde an den Finanzinvestor Kohlberg Kravis Roberts (KKR) war mit 4 Mrd. Euro der größte Buy-Out in Deutschland (siehe Tabelle 2-1).

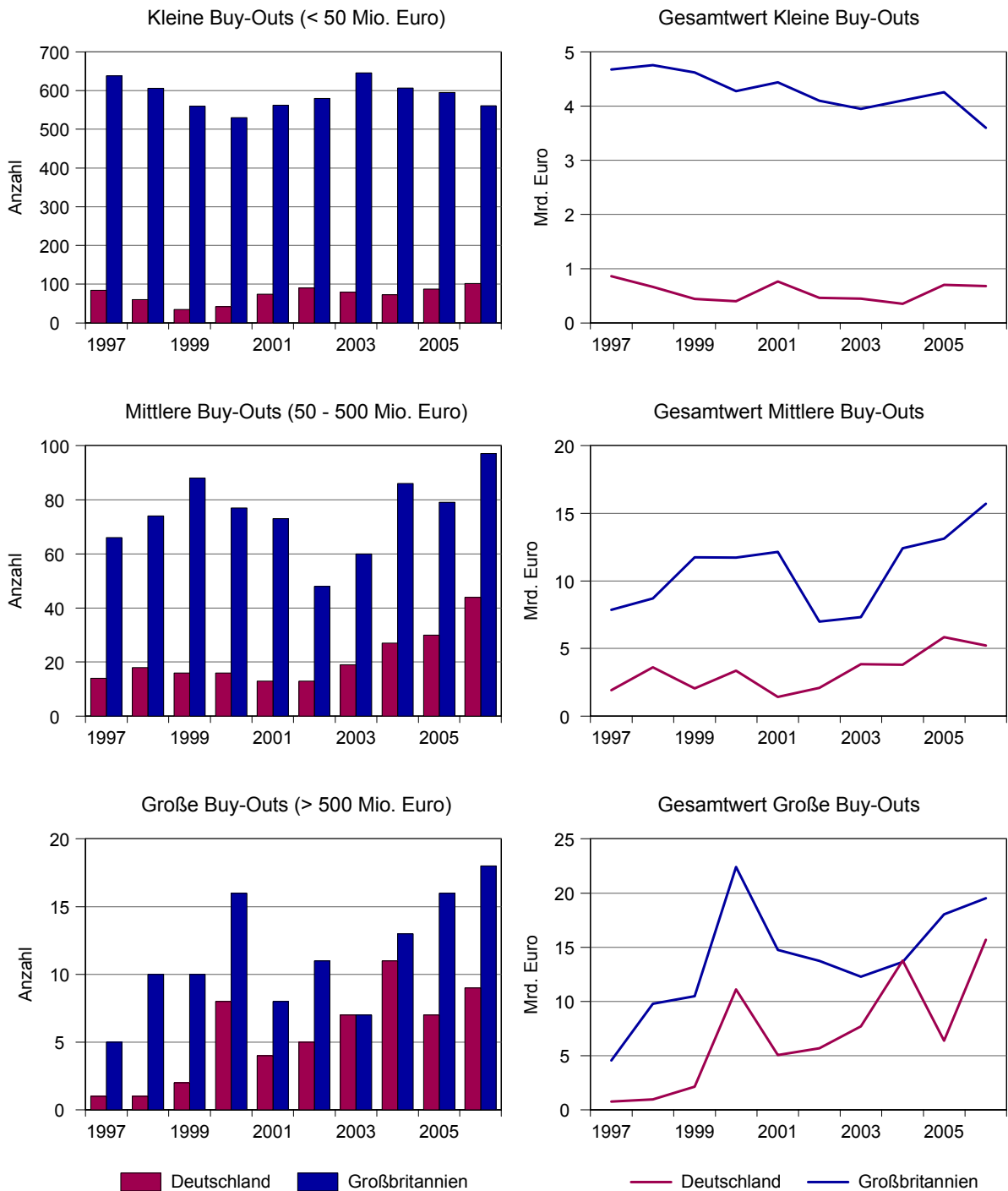
¹³ Im Anhang 2 (Abbildung A 2-1) finden sich die äquivalenten Zahlen für die Mitgliedsunternehmen des BVK-eV. (ohne paneuropäische Fonds), aus denen sich die EVCA Statistiken für Deutschland speisen.

Abbildung 2-1
 Gesamtwert und Anzahl der von Buy-Out-Fonds erworbenen Unternehmen zwischen 1997 und 2006 – Deutschland im Vergleich zum kontinentaleuropäischen und zum britischen Markt



Quelle: CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte

Abbildung 2-2
 Große versus kleine Buy-Outs – Deutschland im Vergleich zum britischen Markt



Quelle: CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte.

Tabelle 2-1
Die 5 größten Buy-Outs/Buy-Ins im Jahre 2006

Name	Geschäftsfeld	Gesamtwert (Mrd. Euro)	Verkäufer
Stille & Linde/Kion	Gabelstapler	4,0	Linde
Brenntag	Distributionspartner in der Chemieindustrie	3,5	Secondary Buy-out
Kabel Deutschland	Kommunikation	2,1	Secondary Buy-out
MTU Friedrichshafen GmbH	Großdieselmotore, Antriebssysteme	1,6	Daimler Chrysler
Kabel Baden-Württemberg/KBW	Kommunikation	1,3	Secondary Buy-out
		12,5	

Quelle: CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte.

Das Wachstum des Marktes verteilt sich auf alle drei Größensegmente (Abbildung 2-2). In der Größenklasse bis 50 Mio. fanden gemessen an der Zahl der Transaktionen die meisten Buy-Outs statt. Das deutsche Buy-Out-Geschehen weist eine starke mittelständische Komponente auf. 87 der 102 Unternehmen im untersten Buy-Out-Größensegment wechselten zu einem Preis von weniger als 10 Mio. Euro den Eigentümer (CMBOR 2006).

Bei der überwiegenden Anzahl der deutschen Buy-Outs handelt es sich um den Verkauf von Tochterunternehmen eines eingessenen Unternehmens oder um den Verkauf von Unternehmen in Privat- und Familienbesitz (Tabelle 2-2). 2001 gingen allein 60,4 % der Transaktionen auf den Verkauf von Unternehmensteilen durch einheimische Muttergesellschaften zurück. Das illustriert deutlich den Wunsch der deutschen Unternehmen nach Konzentration auf das Kerngeschäft und stärkerer Spezialisierung. Der Rückgang auf 34,2 % im Jahre 2006 zeigt, dass diese Art der Strukturbereinigung im deutschen Unternehmenssektor bereits relativ weit fortgeschritten ist. Public-to-Private-Transactions (PTP), also die Beendigung von Börsennotierungen mittels Erwerb des Aktienkapitals, finden hingegen bisher ausgesprochen selten in Deutschland statt. Auch hier unterscheidet sich das deutsche vom britischen und vom US-amerikanischen Buy-Out-Geschehen ganz wesentlich.

Bei einem Teil der Buy-Outs handelt es sich um Sanierungen von insolventen Firmen. Dieser LBO-Typ hat zwar nach einem Boom in den Jahren 2002 und 2003 wieder an Bedeutung verloren, bleibt aber dennoch bedeutsamer als z.B. die PTP-Transaktion. Prinzipiell muss davon ausgegangen werden, dass die Wahrscheinlichkeit einer Unternehmenssanierung größer wird, wenn die Anzahl von potenziellen Interessenten für die Übernahme zahlungsunfähiger Unternehmen steigt. Folglich ist zu erwarten, dass es umso eher zu Sanierungen von Not leidenden Unternehmen kommt, je stärker sich der Sektor entwickelt und je mehr Private Equity-Fonds sich auf spezielle Segmente, wie z.B. Turn-Around-Finanzierungen, spezialisieren.

Tabelle 2-2
Deutsche Buy-Outs/Buy-Ins nach Ursprung

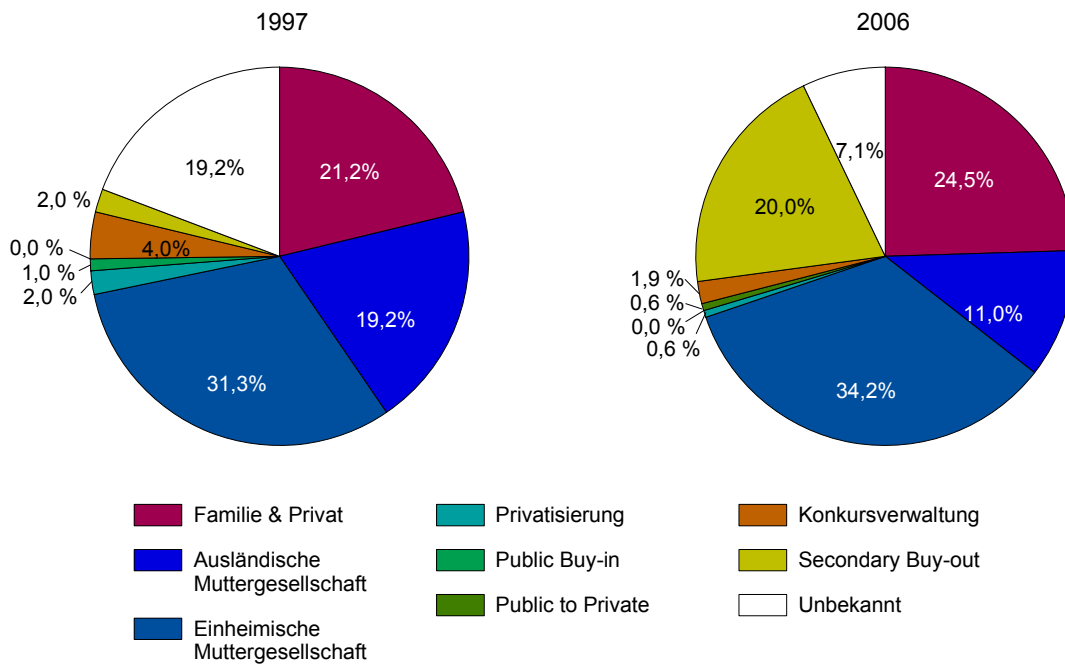
Typ	1997		1998		1999		2000		2001	
	Anzahl	%	Anzahl	%	Anzahl	%	Anzahl	%	Anzahl	%
Familien- & Privatunternehmen	21	21,2	23	29,1	9	17,0	10	15,2	5	5,5
ausländische Muttergesellschaft	19	19,2	11	13,9	12	22,6	13	19,7	17	18,7
einheimische Muttergesellschaft	31	31,3	25	31,6	19	35,8	27	40,9	55	60,4
Privatisierung	2	2,0	1	1,3	0	0,0	1	1,5	0	0,0
Public Buy-In	1	1,0	0	0,0	0	0,0	3	4,5	1	1,1
Public to Private	0	0,0	1	1,3	2	3,8	4	6,1	2	2,2
Sanierung/Insolvenz	4	4,0	2	2,5	1	1,9	1	1,5	1	1,1
Secondary Buy-Out	2	2,0	7	8,9	4	7,5	2	3,0	2	2,2
Unbekannt	19	19,2	9	11,4	6	11,3	5	7,6	8	8,8
Gesamtzahl	99	100,0	79	100,0	53	100,0	66	100,0	91	100,0

Typ	2002		2003		2004		2005		2006	
	Anzahl	%	Anzahl	%	Anzahl	%	Anzahl	%	Anzahl	%
Familien- & Privatunternehmen	19	17,6	9	8,6	14	12,6	27	21,8	38	24,5
ausländische Muttergesellschaft	18	16,7	16	15,2	17	15,3	24	19,4	17	11,0
einheimische Muttergesellschaft	47	43,5	42	40,0	49	44,1	48	38,7	53	34,2
Privatisierung	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	1	0,6
Public Buy-In	0	0,0	1	1,0	0	0,0	2	1,6	0	0,0
Public to Private	1	0,9	2	1,9	1	0,9	1	0,8	1	0,6
Sanierung/Insolvenz	15	13,9	12	11,4	5	4,5	5	4,0	3	1,9
Secondary Buy-Out	2	1,9	14	13,3	18	16,2	12	9,7	31	20,0
Unbekannt	6	5,6	9	8,6	7	6,3	5	4,0	11	7,1
Gesamtzahl	108	100,0	105	100,0	111	100,0	124	100,0	155	100,0

Quelle: CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte.

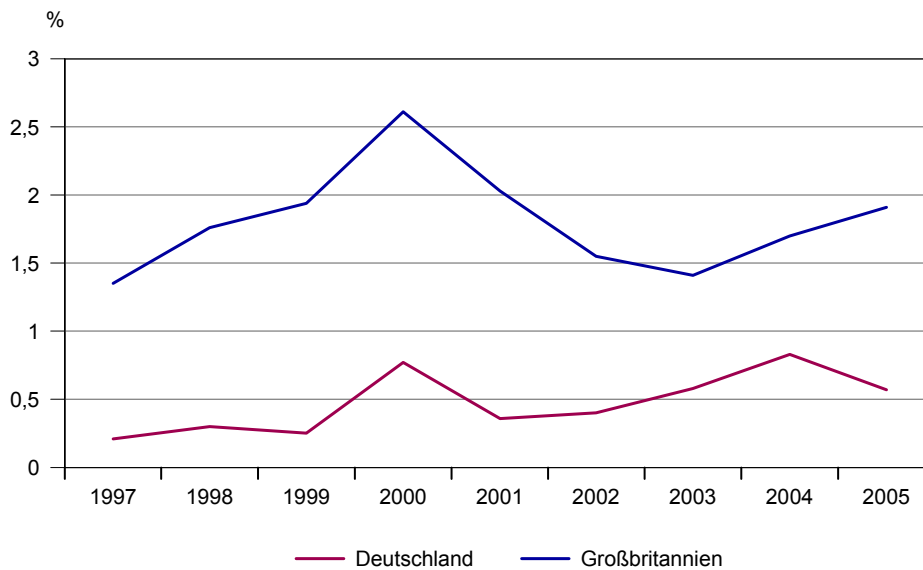
Abbildung 2-3 vermittelt ein genaueres Bild von den strukturellen Veränderungen des Buy-Out-Geschehens in Deutschland zwischen 1997 und 2006. Auffallend ist insbesondere der stark gestiegene Anteil der Secondary Buy-Outs. Vermutlich handelt es sich dabei um ein temporäres Phänomen, das auf die günstige Liquiditätssituation der Buy-Out-Fonds in den letzten Jahren zurückzuführen ist. Wegen der günstigen Finanzierungssituation wurden Buy-Out-Fonds als Bieter wettbewerbsfähig. Die positive Entwicklung der deutschen Unternehmen in den letzten zwei Jahren und der Fortschritt in der Bereinigung der eigenen Strukturen dürfte dem Trade Sale als wichtigem Exit Kanal und Alternative zum Secondary Buy-Out wieder mehr Auftrieb verleihen. Neben den Secondary Buy-Outs haben auch die Buy-Outs von Familien- bzw. Privatunternehmen sowie die Spin-offs von einheimischen Muttergesellschaften an Bedeutung gewonnen, während der Kauf von Tochtergesellschaften ausländischer Unternehmen an Bedeutung verloren hat.

Abbildung 2-3
 Deutsche Buy-Outs/Buy-Ins nach Ursprung – Veränderungen zwischen 1997 und 2006



Quelle: CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte.

Abbildung 2-4
 Gesamtwert der von PE-Fonds erworbenen Unternehmen (Buy-Out-Volumina) in % des Brutto-sozialprodukts zwischen 1996 und 2005 – Deutschland im Vergleich zu Großbritannien



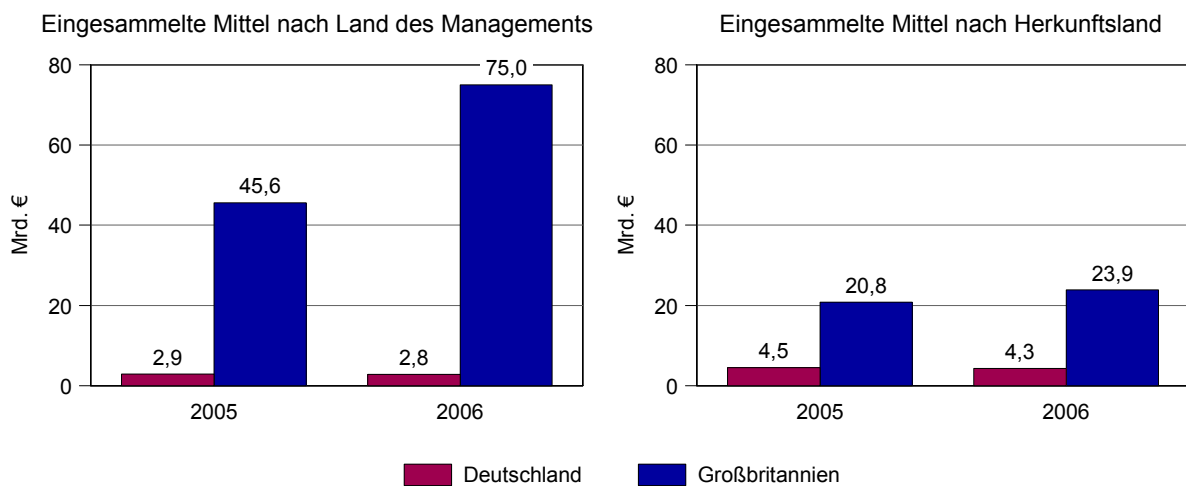
Quelle: CMBOR/Federal Reserve/WDI.

Um Aussagen über den relativen Entwicklungsstand des deutschen Marktes treffen zu können, bietet es sich an, die absoluten Volumina mit einer geeigneten Größe zu skalieren und als Vergleichsmaßstab den stark entwickelten Markt Großbritanniens heranzuziehen. Für die Skalierung wird das Bruttozi-alprodukt (Abbildung 2-4) benutzt. Deutlich illustriert die Kennzahl *Gesamtwert des Buy-Out-Volumens/Bruttozialprodukt* die geringe Bedeutung der außerbörslichen Eigenkapitalfinanzierung in Deutschland.

Ein weiteres Indiz für den Entwicklungsstand des deutschen Buy-Out-Sektors liefert der Vergleich von Quelle und Management der Buy-Out-Volumina in Deutschland und Großbritannien. 2005 betru-gen die insgesamt aus Deutschland stammenden Mittel die vergleichsweise geringe Summe von 4,5 Mrd. Euro. Trotz des bescheidenen Volumens werden nicht alle Mittel hier verwaltet. Das unter deut-schem Management stehende Buy-Out-Volumen belief sich auf nur 2,9 Mrd. Euro. Demgegenüber verwalten britische Manager 75 Mrd. Euro. Das ist mehr als dreifache der im Inland aufgebracht Mittel (Abbildung 2-5). Ein ähnliches Bild zeigt sich im Jahr 2006. Deutschland ist folglich Exporteur von Buy-Out-Mitteln, die netto zu etwa 35 % an internationale Fonds gehen, wohingegen Großbritan-nien ein Importeur ist.

Abbildung 2-5

Aufgebrachte Mittel für Buy-Out-Fonds nach Land des Managements und nach dem Herkunfts-land

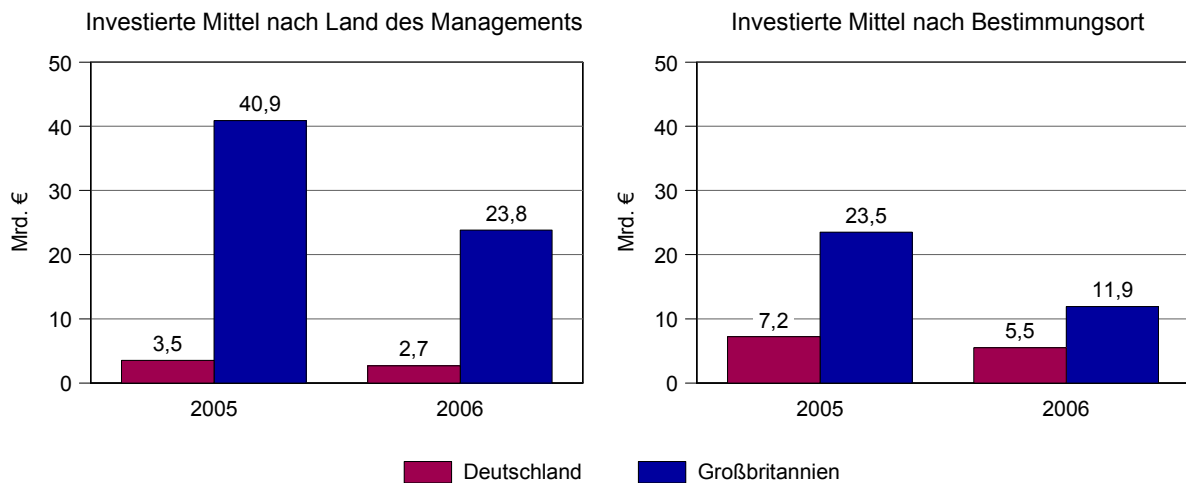


Quelle: EVCA Barometer 2006 und 2007.

Die Ursache für den Nettoabfluss aus Deutschland liegt mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht an einem Mangel von lohnenden Investitionsgelegenheiten. Dies legt jedenfalls ein gleichzeitiger Blick auf die investierten Mittel nahe (Abbildung 2-6). Auch hier ist die Situation in Großbritannien spiegelbildlich zu der in Deutschland. Von den insgesamt in Deutschland investierten Mitteln von 7,2 Mrd. Euro kamen netto nur knapp die Hälfte von einheimischen Buy-Out-Fonds. Das lässt auf eine relativ hohe Att-

raktivität deutscher Buy-Out-Ziele schließen. Die Gesamtinvestitionen britischer Fondsmanager betrugen 2005 und 2006 40,9 Mrd. Euro bzw. 23,8 Mrd. Euro. In Großbritannien selbst wurden jedoch nur 23,5 bzw. 11,9 Mrd. investiert. Im Gegensatz zu deutschen investieren britische Fondsmanager offenbar gehäuft im Ausland.

Abbildung 2-6
Investitionen von einheimischen Buy-Out-Fonds versus im Heimatland investierte Mittel – Deutschland im Vergleich zu Großbritannien



Quelle: EVCA Barometer 2006 und 2007.

Die geringen Volumina in Verbindung mit dem Nettoexport von Mitteln und dem relativ niedrigen Anteil heimischer Fonds an den inländischen Buy-Out-Investitionen deuten auf zweierlei hin. Zum einen weist der deutsche Buy-Out-Markt einen vergleichsweise geringen Entwicklungsstand auf. Zum anderen war Deutschland als Standort für PE-Fonds offensichtlich bislang relativ unattraktiv. Wenn jedoch die Hauptakteure auf dem heimischen Markt ihren Sitz im Ausland haben, ist sowohl die Reichweite einer zukünftigen Regulierung der Branche als auch die Partizipation des deutschen Fiskus an dem von Buy-Out-Fonds generierten Steueraufkommen stark begrenzt.

3 **Ökonomische Rationalität eines Marktes für Leveraged Buy-Outs**

Die Entwicklungen der jüngsten Vergangenheit haben eine intensive öffentliche Debatte über den Wert eines gut entwickelten Marktes für Leveraged Buy-Outs ausgelöst. Das trifft vor allem für Deutschland zu, gilt aber auch für andere europäische Länder (The Economist 2006, Financial Services Authority 2006, Goodman 2006). Skeptiker argumentieren, Buy-Outs seien lediglich ein Vehikel, das Finanzinvestoren den Zugriff auf vorhandene Unternehmenswerte ermöglicht. Mit realen Wertzuwächsen könne dabei nicht gerechnet werden. Die relevanten ökonomischen Konzepte sprechen freilich eine andere Sprache. Sie deuten darauf hin, dass Buy-Out-Märkte entstehen, weil Anbieter und Nachfrager Effizienzgewinne erzielen können.

3.1 **Befreiung von Klumpenrisiken**

Die Möglichkeit zur Vermeidung von Klumpenrisiken gehört zu den wesentlichen Vorteilen der Aktiengesellschaft. Investoren können sich bereits mit geringen Mitteln am Eigenkapital einer Unternehmung beteiligen und so durch Streuung das Gesamtrisiko ihres investierten Vermögens reduzieren (Markovitz 1952).

Familienunternehmern steht diese Option in der Regel aus den verschiedenen Gründen nicht offen. Externe Finanzierungsbeschränkungen und der für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) kaum vorhandene Zugang zur Börsennotierung zwingen Unternehmerfamilien häufig zur Konzentration – nicht nur der persönlichen Arbeitskraft, sondern auch des persönlichen Vermögens im eigenen Unternehmen. Damit einher geht eine Toleranz gegenüber Klumpenrisiken, die durch Marktunvollkommenheiten aufgezwungen ist und oft nicht der Risikoeinstellung der Familienmitglieder entspricht. Insbesondere in Ländern, in denen die Diversifikationsmöglichkeiten in Form eines Börsenganges besonders rar sind, weil zum Beispiel die Aufnahmefähigkeit der Börsen gering und die Schwellen für KMUs sehr hoch sind, ist davon auszugehen, dass Risikopräferenzen von Familienunternehmern und tatsächliches finanzielles Engagement im eigenen Unternehmen nicht selten auseinanderklaffen.

Auf individueller Ebene ist eine Abnahme der Risikotoleranz und damit Zunahme der Risikoaversion mit zunehmendem Alter empirisch belegt (Dohmen, Falk, Huffmann, Schupp, Sunde und Wagner 2005). Daraus ergibt sich, dass Unternehmensgründer mit steigendem Alter ein immer größeres Bedürfnis nach Streuung ihres persönlichen Vermögens haben. Es ist zudem nahe liegend, dass Risikotoleranz eine zeitliche Dimension auch über die Generationen hinweg aufweist. Je länger in einer Unternehmerfamilie ein Klumpenrisiko bereits toleriert wurde, desto geringer wird vermutlich die Bereitschaft sein, dieses auch weiterhin zu tolerieren. Eine solche „Erschöpfung“ der Risikotoleranz impliziert, dass Nachfolgenerationen weit weniger bereit sind, die Vermögenskonzentration im eigenen

Unternehmen hinzunehmen als dies die Gründerfamilien taten. Auch die Entscheidung gegen das Antreten der Unternehmensnachfolge und die Präferenz für einen Verkauf mögen zum Teil Ausdruck einer nachlassenden Toleranz gegenüber Klumpenrisiken auf der Leistungs- und Kapitalseite sein.

Übernimmt nach dem Ausscheiden der Gründergeneration ein externes Management die Leitung, verstärken sich die mit der Vermögenskonzentration verbundenen Risiken. Zum Klumpenrisiko gesellt sich dann noch das Delegationsrisiko. Personelle Trennung von Eigentum und Kontrolle lässt den Einfluss der Eignerfamilie auf die Geschicke des Unternehmens sinken. Das vor allem im Zusammenhang mit der modernen Aktiengesellschaft bekannt gewordene Problem (Berle und Means 1932, siehe auch Abschnitt 3.2) tritt im kleineren Maßstab auch bei Familienunternehmen mit fremdem Management auf.

Beide Faktoren zusammen, altersabhängige Risikoaversion des Gründers und generationenabhängige Risikotoleranz sind geeignet, gerade in Ländern mit einem hohen Besitz an Familienunternehmen ein starkes Bedürfnis nach Handelbarkeit dieser Risiken zu wecken. Funktionsfähige Buy-Out-Märkte sind geeignet, diese Nachfrage zu befriedigen. In sehr viel stärkerem und passgenauerem Maße als dies über die traditionellen Plattformen des Finanzsystems herstellbar wäre, eröffnet ein gut funktionierender Buy-Out-Markt Familienunternehmen die Möglichkeit, ihre Risikopräferenzen und ihre finanzielle Beteiligung am Unternehmen in Übereinstimmung zu bringen und durch einen Teil- oder Komplettverkauf das familiäre Klumpenrisiko zu beseitigen.

3.2 Wiederherstellung von Eigentum und Kontrolle

In ihrem größten Vorteil, der Eröffnung einer Plattform zur Streuung des Investorenvermögens, ist gleichzeitig auch die größte Schwäche der Publikumsaktiengesellschaft angelegt: die extreme Trennung von Eigentum und Kontrolle. Berle und Means (1932) lenken die Aufmerksamkeit erstmals auf die Probleme, die aus einer solchen Trennung für die Eigentümer der Unternehmung entstehen. Vor dem Hintergrund einer starken Tendenz zur Börsennotierung und zur Bildung von Konglomeraten vor allem in reifen, cash-flow-trächtigen Branchen greifen namhafte US-amerikanische Ökonomen wie Manne (1965), Williamson (1967) und Jensen und Meckling (1976) Jahrzehnte später diese Debatte wieder auf. Sie betonen dabei vor allem die verzerrten Anreize und die weit reichenden diskretionären Spielräume des Managements der in den 60er und 70er Jahren geformten großen US-amerikanischen Gesellschaften. Wegen der breiten Streuung und der Anonymität des Eigenkapitals sei das Management in der Lage, ohne nennenswerte Sanktionen, persönliche Ziele wie das Streben nach Macht, Einkommen, Prestige, Sicherheit und „Empire-building“ zum Schaden der Aktionäre zu verfolgen.

Da der „Kontrollertrag“ allen zugute kommt, die Kosten einer effektiven und damit aufwendigen Kontrolle jedoch nur dem *aktiven Investor* anheim fallen, lohnt sich der Kontrollaufwand für den individuellen Aktionär nicht. Diese als „Trittbrettfahrer“- oder „Free Rider“-Problem bekannte Situation be-

wirkt die Unterlassung jedweder Kontrollanstrengung und eröffnet so dem Management jene diskretionären Spielräume, die zur Verfolgung persönlicher, dem Shareholder-Value zumeist abträglicher Ziele genutzt werden können. Die auf Eigentümerkonzentration und direkte Beteiligung des Managements am Unternehmenserfolg ausgerichteten Buy-Outs interpretiert Jensen (1989, 1993) als Instrument zur Wiederherstellung der Einheit von Eigentum und Kontrolle und zur Verschränkung von Eigentümer- und Managerinteressen.

3.3 Rückkehr zur Spezialisierung

Börsennotierte Holdinggesellschaften sind häufig nicht nur durch eine starke Trennung von Eigentum und Kontrolle, sondern auch durch ein Nebeneinander von zahlreichen Geschäftszweigen unterschiedlichster Couleur charakterisiert. Neben einer eventuell vorhandenen Präferenz des Top-Managements für Größe sind die Hoffnung auf die Schaffung interner Kapitalmärkte, auf Synergieeffekte und auf eine bessere Streuung des Absatzrisikos wesentliche Triebkräfte beim Erwerb von Tochterunternehmen und der Etablierung einer divisionalen Holdingstruktur.

Nur selten jedoch erfüllen sich die Erwartungen.¹⁴ Bei zunehmendem Wettbewerb und ausbleibenden ökonomischen Vorteilen stellt sich unter Umständen eine Situation ein, in der die eigenen Präferenzen für „Empire-building“ in den Hintergrund treten und es sich für das Konzernmanagement lohnt, das Kerngeschäft wieder in den Mittelpunkt zu stellen. Für abseits liegende Konzerneinheiten bzw. Tochterunternehmen bedeutet die „strategische Neuausrichtung“ auf mittlere Sicht – bei Verbleib im Verbund – eine Einschränkung des Zugangs zum internen Kapitalmarkt und damit ein vermindertes Entwicklungspotential. Entweder aus einer solchen Situation heraus, oder einfach aus der Tatsache heraus, dass sich überlegene externe Kapitalmärkte gebildet haben, erwächst für beide Seiten, Mutter- und Tochterunternehmen, ein Anreiz, einen Buy-Out zu initiieren (Arbeitskreis Finanzierung 2005). Der verkaufte Unternehmensteil wird so von der Gefahr der mittelfristig drohenden Finanzierungs- und Ressourcenbeschränkung befreit. Gleichzeitig eröffnet sich für beide Seiten die Möglichkeit zur Ausnutzung von Spezialisierungsvorteilen.

In einer Stichprobe von 62 feindlichen Übernahmen, die zwischen 1984 und 1986 in den USA stattgefunden haben, identifizierten Bhagat, Shleifer und Vishny (1990) die Rückkehr zur Spezialisierung als eine der wesentlichen Triebkräfte für die Takeover-Welle der 80er Jahre des 20. Jahrhunderts in den USA. Der Strategiewechsel wurde dabei häufig erst vom Käufer initiiert. Nach der Übernahme wurde das Konglomerat aufgespalten und die einzelnen Tochterunternehmen in unabhängige Einheiten umgewandelt.

¹⁴ Prominentestes Beispiel der jüngsten Geschichte ist sicherlich die Rückkehr zum Kerngeschäft der ehemaligen Daimler-Chrysler AG, die seit der Hauptversammlung 2007 nun unter Daimler AG firmiert. Das Unternehmen hat einen ca. zwei Jahrzehnte dauernden und sehr kostenintensiven „Ausflug“ zum Technologiekonzern und später zur so genannten Welt AG hinter sich.

3.4 Überwindung von Finanzierungsbeschränkungen

Financiers haben nicht nur mit systematischen Risiken umzugehen, sondern sind auch diversen Verhaltensrisiken ausgesetzt. Ex ante kann der hochriskante Unternehmer seinen Informationsvorsprung gegenüber dem Geldgeber (asymmetrische Information) dazu nutzen, durch Verschleierung von Projektrisiken Zugang zu günstigen, für den Financier aber verlustbringenden Konditionen zu bekommen. Ex post mag die Nichtbeobachtbarkeit seiner Handlungen den Unternehmer zu Aktionen verleiten, die für ihn zwar gewinnbringend sind, aber zur Abwertung der vertraglichen Ansprüche des Financiers führen (moralisches Risiko – moral hazard). In der ökonomischen Forschung besteht weitgehend Einigkeit darüber, dass solche Phänomene die externen Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen einschränken. Bei Nichtbeobachtbarkeit von Risiken und Handlungen droht sowohl Rationierung durch Kreditgeber (Stiglitz und Weiss 1981), oder – falls das Unternehmen börsennotiert ist – auch Rationierung durch den Kapitalmarkt.

Mit den Ursachen für Finanzierungsbeschränkungen beschäftigt sich eine umfangreiche theoretische und empirische Literatur. Es ist unstrittig, dass Beschränkungen umso eher drohen, je „schwerer das Unternehmen zu durchschauen“ und je geringer die Haftungsmasse ist, auf welche potenzielle Financiers im Falle eines Scheiterns des Unternehmens zurückgreifen können. Als besonders intransparent gelten vor allem mittelständische Firmen, Privat- und Familienunternehmen. Zu den intransparenten Firmen zählen jedoch auch kleinere und mittlere gelistete Firmen, die keinem populären Index angehören oder sich in einem illiquiden Börsensegment befinden und daher nicht regelmäßig von Analysten verfolgt werden. Ein Ausspruch von Bill Ainscough, CEO von Wainhomes Plc, einer englischen Immobilienfirma, illustriert deutlich die Finanzierungsbeschränkungen, denen kleinere gelistete Unternehmen ausgesetzt sind. Wainhomes Plc war an der Londoner Börse notiert, ehe die Firma im Juni 1999 übernommen und das Listing beendet wurde.

“We feel unloved and unwanted. There has been a lack of investor appetite for small company shares over the last two or three years. This made it difficult to fund expansions and acquisitions through the issue of new shares, which is one of the main reasons for going public in the first place” (Financial Times, March 4, 1999, zitiert in Renneborg, Simons und Wright 2006).

Treffen Intransparenz und eine dünne Eigenkapitaldecke aufeinander, erhöht das die Wahrscheinlichkeit, von Finanzierungsbeschränkungen betroffen zu sein. Alternativen zur traditionellen Kreditfinanzierung und zum börsennotierten Eigenkapital können hier Abhilfe schaffen. Private Equity ist eine solche Alternative. Aus einer Reihe von Gründen ist zu erwarten, dass diese alternative Finanzierungsform zur Verminderung der Finanzierungsbeschränkungen beitragen kann. Erstens wirkt konzentriertes Eigentum und die Beteiligung des Managements daran grundsätzlich Verhaltensrisiken entgegen (siehe auch Abschnitt 3.2). Zweitens ist von Buy-Out-Spezialisten ein hoher Anreiz und gleichzeitig die Expertise zu erwarten, Informationsasymmetrien abbauen und die Investitionsrisiken korrekt ein-

schätzen zu können. Drittens ist das außerbörsliche Eigenkapital geeignet, die Haftungsmasse der Unternehmen zu stärken. Viertens schließlich lässt das Kooperationsmodell zwischen Banken und Private Equity-Gesellschaft vermuten, dass Buy-Out-Spezialisten in der Lage sind, Fremdkapital zu aktivieren, welches dem Zielunternehmen originär nicht offen gestanden hätte (European Central Bank 2007).

Im Zusammenhang mit eventuellen Finanzierungsbeschränkungen während des Engagements der Private Equity-Gesellschaft verdient auch ein wichtiges Ergebnis der Literatur zum Relationship Banking Beachtung. Dort wurde gezeigt, dass Banken sich bei notwendigen Unternehmenssanierungen engagieren, wenn die jeweilige Bank-Kundenbeziehung eng ist (Elsas und Krahen 1998). Wie bereits oben erwähnt, sind viele Transaktionen zwischen Banken und Private Equity-Gesellschaften beziehungsgetrieben (vgl. Zitat aus European Central Bank 2007 in Abschnitt 1.3). Vor dem Hintergrund der Relationship Banking-Literatur legt diese Beobachtung den Schluss nahe, dass gut vernetzte Private Equity-Gesellschaften bei einer notwendigen Sanierung mit Zugeständnissen der Banken rechnen können.

3.5 Warum ein hoher Leverage?

Wie aufgezeigt worden ist, sind die Diversifizierung des Unternehmerrisikos, die Befriedigung der Nachfrage nach effizienter Unternehmenskontrolle und die Realisierung von Spezialisierungsvorteilen Triebkräfte für die Entstehung des Marktes für Buy-Outs. Sie alleine können jedoch nicht den typischerweise hohen Leverage in den Transaktionen erklären. Die Ursachen dafür sind eher im Disziplinierungspotential von harten Budgetbeschränkungen, im Effizienzpotential von strukturierten Finanzierungen, in der Optimierung der Kapitalkosten und nicht zuletzt auch in der Verfügbarkeit von Fremdfinanzierung zu suchen.

3.5.1 Verschuldung als Corporate Governance Mechanismus

Unzureichende Kontrolle aufgrund des Free-Rider-Problems ist notwendige aber nicht hinreichende Bedingung für diskretionäre Spielräume des Managements. Die Verfolgung kostenintensiver eigener Ziele im Unternehmen setzt auch die Verfügbarkeit von entsprechenden Ressourcen voraus. Am ehesten sind diese Bedingungen in profitablen, am Markt erfolgreichen Unternehmen gegeben. Solche Unternehmen generieren stabile Cashflows, die oft höher sind als das Investitionsvolumen, welches man für die Projekte mit positivem Barwert benötigt.

Jensen (1986) bezeichnet eine hohe Verschuldung als eine Strategie von „Zuckerbrot und Peitsche“ zum Zwecke der Einschränkung diskretionärer Spielräume des Managements (siehe auch Peck 2004). Der hohe Fremdkapitalanteil ermöglicht die Konzentration des Eigentums und damit auch eine relativ hohe Beteiligung des Managements. Letzteres garantiert hohe Leistungsanreize bei der operativen

Verfolgung der Unternehmensziele („Zuckerbrot“). Zugleich wirkt die Verschuldung samt der darin enthaltenen Drohung, bei schlechter Leistung und Nichtbedienung des Fremdkapitals die eigene Position durch Insolvenz zu verlieren, wie ein harter Sanktionsmechanismus („Peitsche“), der das Management zur Verfolgung strikt rentabilitätsorientierter Unternehmensziele treibt, was den Bestand der Unternehmen nachhaltig sichert.

3.5.2 Optimierung in steuerlicher Hinsicht

Zinsen auf Fremdkapital sind Aufwand und vermindern die Steuerschuld, während die Ausschüttung an Eigenkapitalgeber als Gewinnverwendung gilt und daher auf Unternehmensebene voll versteuert werden muss. Aus steuerlicher Sicht kann es sich daher lohnen, Eigenkapital durch Fremdkapital zu ersetzen, solange der hohe Fremdkapitalanteil keine anderweitigen negativen Effekte zeitigt (vgl. z.B. Kruschwitz 2005).

3.5.3 Optimierung der Kapitalkosten

Liegt der Fremdkapitalzins unter der erwarteten Gesamrendite des Buy-Outs, treibt ein höherer Verschuldungsgrad die Eigenkapitalrendite in die Höhe. In dem in Anhang 1 exemplarisch dargestellten Buy-Out liegt die erwartete Rendite der Gesamtinvestition bei $r_{bo} = 8\%$. Der gewichtete durchschnittliche Fremdkapitalzins beträgt im ersten Jahr $r_f = 6,6\%$. Ein Verhältnis von Fremdkapital (F) und Eigenkapital (E) von 50 zu 50 ergäbe dann eine Eigenkapitalrendite von $r_e = r_{bo} + F/E (r_{bo} - r_f) \rightarrow 8\% + 1 (8\% - 6,6\%) = 9,4\%$. Demgegenüber bewirkt der im Beispiel angenommene, nicht unübliche, Start-Leverage von 70/30 bereits eine Eigenkapitalrendite von 11,3%. Bei einer Finanzierungsstruktur von 75/25 würde die EK-Rendite auf 12,2% steigen.

Umgekehrt sinkt die EK-Rendite, wenn sich das Verhältnis beider Finanzierungsarten zugunsten des Eigenkapitals verschiebt. Im Beispiel ist dies für alle Perioden nach dem Einstieg des Finanzinvestors der Fall. Üblicherweise wird eine solche Konstellation durch eine Rekapitalisierung beseitigt.

Nur wenn der Fremdkapitalzins über der Wachstumsrate liegt, hat die Triebkraft des Leverage eine Kehrseite. Bei einer solchen Konstellation leistet ein hoher Leverage einer negativen Rendite und einem beschleunigten Verzehr des Eigenkapitals Vorschub.

3.5.4 Verfügbarkeit von Fremdkapital

Eine jüngst durchgeführte Studie zu 153 großen europäischen und nordamerikanischen Buy-Outs aus den Jahren 1997 bis 2006 lässt vermuten, dass die durchschnittliche Relation von Fremd- zu Eigenkapital eng mit der vorhandenen Liquidität im Bankensektor zusammenhängt. Axelson, Jenkinson, Strömberg und Weisbach (2007) finden eine enge Beziehung zwischen den Kreditkosten und dem Leverage der Transaktion. Zudem erklären sich die Buy-Out-Preise in signifikanter Weise durch den Le-

verage. Je größer der jeweilige Leverage ist, desto höher sind auch die Preise. Die wahrscheinlichste Erklärung für diese Befunde liegt darin, dass die Verfügbarkeit von Bankkrediten und Darlehen den Preis und als Folge davon auch den Leverage der Buy-Outs bestimmt. Steigen die für die Transaktion bereitgestellten Kreditvolumina stärker als das von den PE-Fonds geforderte minimale Eigenkapitalengagement, mündet die angestiegene finanzielle Verfügungsmasse nicht nur in einen stärkeren, den Preis in die Höhe treibenden Bieterwettbewerb, sondern erhöht auch den Leverage.

3.6 Nutzen und Kosten des Leverage in Buy-Outs

Disziplinierung des Managements, Vermeidung von Gewinnsteuern und Optimierung der Kapitalkosten mittels Fremdkapital sind für ein Unternehmen nicht kostenlos zu haben. Auf der Sollseite stehen die Gefahr der Überschuldung und ein möglicher Anreiz für Management und Eigentümer zur Verfolgung übermäßig riskanter Strategien (von Thadden 1990).

Ein Unternehmen ist überschuldet, wenn der generierte Cashflow vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen nicht mehr ausreicht, um die fälligen Zins- und Tilgungszahlungen zu leisten. Die Überschuldung geht allerdings nicht zwangsweise mit Insolvenz einher. Ob das Unternehmen Konkurs anmelden muss, hängt in dieser Situation vom Potential und vom Willen der Eigentümer ab, die notwendigen Mittel für die Bedienung des Fremdkapitals nachzuschießen und das Unternehmen durch eine Erhöhung des Eigenkapitals mittel- bis langfristig zu sanieren. Mehrere Gründe sprechen dafür, dass die Insolvenzgefahr bei Buy-Outs im Vergleich zu herkömmlichen Unternehmen mit ähnlicher Cashflow- und Finanzierungsstruktur geringer ist.

Zum einen kann fast immer vorausgesetzt werden, dass der Mehrheitseigentümer, sprich die Private Equity-Gesellschaft, genügend wirtschaftliche Potenz besitzt, um gegebenenfalls in weiteren Finanzierungsrunden nachschießen zu können. Zum anderen ist davon auszugehen, dass die PE-Gesellschaft einen hohen Anreiz besitzt, Insolvenzen von eigentlich gesunden, aber durch Liquiditätsmangel bedrohten Portfoliounternehmen zu verhindern. Schließlich ist bei einer Insolvenz die Wahrscheinlichkeit hoch, dass die eigene Investitionsrendite aufgezehrt wird oder gar negativ ausfällt. Die Vergütungsstruktur des Fonds-Managements (General Partners) garantiert ebenfalls einen hohen Anreiz zur Insolvenzvermeidung. Die General Partners sind voll haftende Gesellschafter. Sie haften für das Kapital der Investoren inklusive der garantierten Mindestverzinsung (Hurdle Rate). Die Gewinnbeteiligung von in der Regel 20 % greift erst, wenn der Ertrag abzüglich Rückführung der ursprünglich in den Fonds investierten Mittel abzüglich Mindestverzinsung und Managementgebühren positiv ist.

Ein Buy-Out stellt für PE-Gesellschaften eine permanent wiederkehrende Transaktion dar, für die sie jeweils von neuem auf den Markt für syndiziertes Fremdkapital zurückkehren müssen. PE-Gesellschaften sind folglich darauf angewiesen, Reputation als Käufer von Unternehmen und verläss-

licher Vertragspartner der Banken aufzubauen bzw. unnötige Reputationsverluste zu vermeiden.¹⁵ Dem entspricht auch die Beobachtung von stark beziehungsgetriebenen Transaktionen (European Central Bank 2007). Die Verweigerung einer ökonomisch sinnvollen Sanierung durch Einschuss von zusätzlichem Eigenkapital bewirkt mit hoher Wahrscheinlichkeit eine nachhaltige Schädigung der Reputation. Da dies einer Vernichtung des Geschäftsmodells der betroffenen Buy-Out-Gesellschaften gleichkommen kann, wird die Verweigerung einer möglichen Sanierung mittels Aufstockung des Eigenkapitals die absolute Ausnahme sein. Die mittlerweile gebräuchlichen Nachschüsse von Eigenkapital (*equity cure*) bei drohender Verletzung von Covenants zeugen von der ausgeprägten Bereitschaft der PE-Gesellschaften zur Vermeidung finanzieller Notlagen. Covenants sind vertragliche Zusicherungen des Kreditnehmers, während der Laufzeit des Kredites bestimmte Pflichten einzuhalten.¹⁶

Die Ursache für den zweiten Kostenfaktor, die Gefahr einer wert mindernden Risikoliebe, liegt in der Ertrags- und Risikostruktur, die sich für den Eigentümer aus einer hohen Fremdfinanzierung ergibt. Einerseits bewirkt die Fremdfinanzierung eine weit reichende Immunisierung gegenüber dem Verlustrisiko. Dieses wird in hohem Maße von den Gläubigern getragen. Andererseits aber kann der Eigentümer vom Unternehmenserfolg nur profitieren, wenn der Ertrag die Verpflichtungen aus der Verschuldung übersteigt. Da bei hohen Lasten aus der Verschuldung nur sehr riskante Investitionsstrategien die Chance auf einen ausreichend hohen Ertrag eröffnen, induziert Fremdfinanzierung beim Entscheidungsträger „Risikoliebe“. Dies führt zur Bevorzugung der riskanteren Strategie selbst in Situationen, in der eine alternative, stärker auf Sicherheit setzende Strategie einen höheren Gesamtwert des Unternehmens erwarten ließe.

Dieses als Risikoanreizproblem der Fremdfinanzierung bekannte Phänomen ist in der Finanzierungsliteratur hinreichend beschrieben (z. B. Schmidt und Terberger 2006) und als solches unbestritten. Inwieweit es jedoch bei LBOs zum Tragen kommt, hängt davon ab, ob die Eigentümer vor den (eventuellen) negativen Folgen übermäßig riskanter Strategien tatsächlich geschützt sind. Auch hier lässt das Geschäftsmodell der Buy-Out-Gesellschaften und der Zwang zur ständigen Rückkehr auf den Fremdkapitalmarkt einen Disziplinierungseffekt erwarten. Da Reputationsverluste im Verbund mit der Vollhaftung der General Partners die Immunisierung gegenüber dem Verlustrisiko verhindern, kann nicht davon ausgegangen werden, dass das Management von Buy-Out-Fonds einen Anreiz hat, „übermäßig“ riskante Entscheidungen zu treffen.

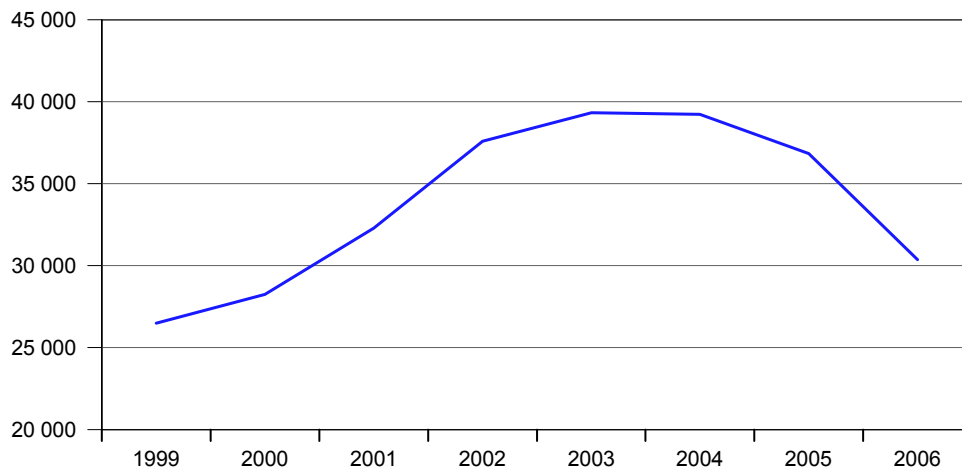
Zur Normalität des Wirtschaftsgeschehens gehört es allerdings, dass ein gewisser Anteil der Unternehmen in Konkurs geht. Abbildung 3-1 zeigt den Verlauf der beantragten Insolvenzverfahren von Unternehmen in Deutschland. Zwischen 2000 und 2006 lag der Anteil der Insolvenzen an allen Unter-

¹⁵ Zu Reputation als Anreizmechanismus siehe Diamond (1989).

¹⁶ Dazu gehört beispielsweise das Einhalten bestimmter finanzwirtschaftlicher Relationen in der Bilanz. Ein Abweichen von den vereinbarten Bilanzrelationen kann eine außerordentliche Kündigung durch den Kreditgeber nach sich ziehen.

nehmen zwischen 0,97 % (2000) und 1,34 % (2003). In welchem Maße Buy-Outs von der Insolvenzgefahr betroffen sind, lässt sich aufgrund des Mangels an entsprechenden Daten kaum quantifizieren.

Abbildung 3-1
Anzahl der beantragten Insolvenzverfahren in Deutschland



Quelle: Statistisches Bundesamt, Wiesbaden 2007

Da High-Yield Bonds zu den gebräuchlichen Finanzierungsinstrumenten in Buy-Outs zählen, werden gelegentlich auch deren Ausfallraten als Indikator für das Insolvenzrisiko von Buy-Outs herangezogen. Die faktische Ausfallrate der High-Yield Bonds in Europa lag über mehrere Jahre bei nahezu null, ehe sie im Jahr 2006 auf knapp 2 % angestiegen ist. Der jüngste Anstieg der Spreads in diesem Bereich signalisiert zwar, dass hier in Zukunft mit höheren Ausfällen gerechnet wird. Eine Erhöhung des Insolvenzrisikos von Buy-Outs lässt sich daraus jedoch nicht ableiten, da die Verwendung dieser Anleihen vielfältig ist. Zum Beispiel nutzen auch „gewöhnliche“ Unternehmen High-Yield Bonds zur Finanzierung.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass trotz einiger bekannt gewordener Fehlinvestitionen (z.B. Bundesdruckerei und Fairschild Dornier) zurzeit keine Anzeichen für ein „überhöhtes“ Insolvenzrisiko von Buy-Outs vorhanden sind.

4 Buy-Outs als Triebkräfte der Restrukturierung der US-Wirtschaft in den 80er Jahren

Die Verstetigung der Cashflows war in den 60er und 70er Jahren zentrales Ziel der Wachstumsstrategie von US-Unternehmen (Toms und Wright 2005, Jensen 1989 und 1993). Zu diesem Zweck wurde verstärkt diversifiziert. Immer neue Geschäftszweige wurden eröffnet und ausgebaut oder auch hinzugekauft. Anfang der 80er Jahre brachten es manche Unternehmen auf weit über 100 einzelne Geschäftszweige und hunderte von Tochterunternehmen (Toms und Wright 2005). Prägendes Merkmal der US-Wirtschaft jener Zeit waren riesige Konglomerate mit stabilen Einnahmen, einem breit gestreuten Eigentum sowie einer schwachen Kontrolle des Managements. Dieses Szenario bezeichnete Jensen (1991) als „complacent corporate America“.

Mit Beginn der 80er Jahre allerdings veränderte sich das Bild. Es kam zu einer großen Restrukturierungswelle, die vor allem durch eine Vielzahl von feindlichen Übernahmen gespeist wurde. Mitchell und Mulherin (1996) schätzen, dass zwischen 1982 und 1989 57 % aller gelisteten Firmen in den USA Ziel von Übernahmeversuchen waren. LBOs trugen einen substantiellen Anteil zur Restrukturierungswelle bei. Ausgehend von nur vier Transaktionen (Gesamtvolumen von 1,7 Mrd. US-Dollar) im Jahre 1981 nahm die LBO-Aktivität in den kommenden Jahren kontinuierlich zu. Im Spitzenjahr 1988 wurden 410 LBOs im Gesamtwert von 188 Mrd. US-Dollar durchgeführt.¹⁷ Insgesamt kauften Buy-Out-Firmen zwischen 1981 und 1989 mehr als 2.540 gelistete Unternehmen mit einem Marktwert von 297 Mrd. US-Dollar (Wiersema und Liebeskind 1995).¹⁸ LBOs repräsentierten 7,5 % aller Übernahmen und 17 % des wertmäßigen Transaktionsvolumens. Für das längere Zeitfenster 1979-1999 beziffern Toms und Wright (2005) den Anteil von LBOs an der Gesamtzahl der Übernahmen mit 32 %.

Die LBO-Aktivität der 80er Jahre konzentrierte sich vorwiegend auf reife, stabile und kapitalintensive Branchen. Easterwood, Seth und Singer (1989) untersuchten eine Stichprobe mit LBOs, deren Verkaufspreis über 100 Mio. US-Dollar lag. Sie fanden überproportional viele Transaktionen in der Verarbeitenden Industrie, im Lebensmittelsektor und in der Textil- und Bekleidungsindustrie. Diese Branchen werden häufig auch als Sektoren mit geringem Wachstumspotential und geringem Innovationsbedarf charakterisiert.

Die Hochzeit der LBOs von nicht börsennotierten Unternehmen lag eher in den Jahren 1982 bis 1986. Hingegen ging in den späten 80er Jahren vor allem die Zahl der Public-to-Private-Transaktionen in die Höhe (Renneborg und Simons 2005). Zwischen den Jahren 1984 und 1990 wurden wertmäßig mehr Unternehmen von der Börse genommen als durch Neuemissionen hinzukamen (Holmström und Kap-

¹⁷ Securities Data Corporation.

¹⁸ Opler und Titman (1993) gehen im Zeitraum zwischen 1979 und 1989 von 2000 LBOs im Gesamtwert von 200 Mrd. US-Dollar aus.

lan 2001). Gleichzeitig bildeten sich neue Märkte zur Unternehmensfinanzierung heraus, wie zum Beispiel der für High-Yield Bonds. Obwohl ein Großteil der Fremdfinanzierung in LBOs von Geschäftsbanken kam, waren High-Yield Bonds eine der wesentlichen Voraussetzungen für die erfolgreiche Durchführung der LBOs. Erst sie ermöglichten eine starke Differenzierung im Risikogehalt der Fremdfinanzierung. Die niedrige Absicherung verlieh den Anleihen Eigenkapitalcharakter und erhöhte so die Fremdfinanzierungskapazität der Transaktionen (Gaughan 2002).

In den frühen 80er Jahren waren die meisten Zielunternehmen vergleichsweise stabile Unternehmen mit hohen Reserven (Kaplan und Holmström 2001). Kaplan und Stein (1993) untersuchten 124 große US-Buy-Outs, die zwischen den Jahren 1981 und 1989 durchgeführt wurden und fanden interessanterweise in der zweiten Hälfte der 80er Jahre einen starken Rückgang bei den kaufpreisbezogenen Kennzahlen. So sank das Verhältnis EBITDA zum Kaufpreis von 16,30 % im Jahr 1981 auf 10,81 % im Jahr 1987.¹⁹ Getrieben wurde diese Entwicklung vor allem durch den Preisanstieg. Dieser zog nach 1985 auch eine weitere Zunahme des ohnehin schon hohen Leverage nach sich (Jensen 1991). Im LBO-Rekordjahr 1988 lag der durchschnittliche Eigenkapitalbeitrag in einem LBO bei 9,7 %. Bereits ein Jahr später ging die Anzahl der Transaktionen stark zurück. Parallel dazu wurde die Finanzierungsstruktur wieder konservativer (Andrade und Kaplan 1993, Kaplan und Stein 1993, Cotter und Peck 2001).

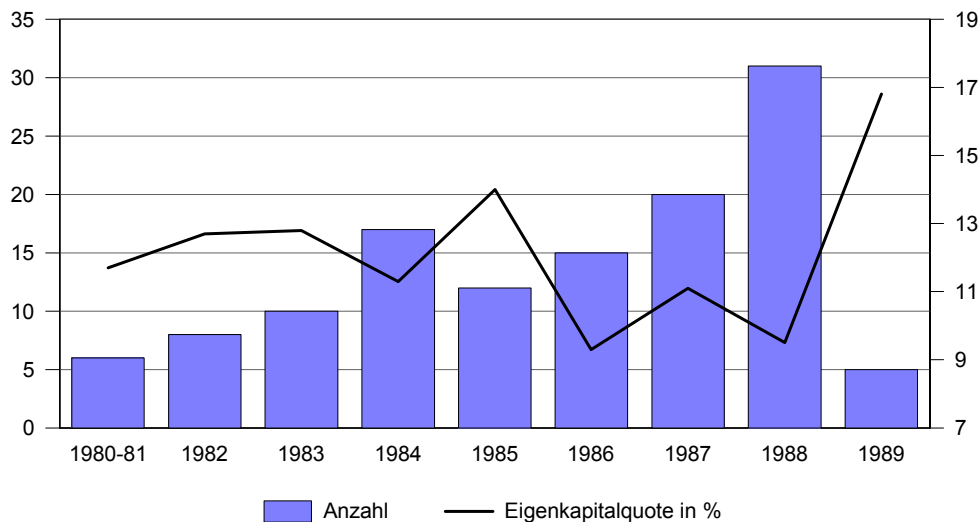
Die Tendenz zur Zunahme des Leverage in den LBOs spiegelte sich auch im Anstieg des Emissionsvolumen von Anleihen mit Ratings unterhalb des "Investment Grades" wider. Betrug das Volumen Anfang der 80er Jahre noch weniger als 0,25 % der US-Marktkapitalisierung, so lag es zwischen 1986 und 1989 konstant über einem Prozent (Holmström und Kaplan 2001). Wegen des hohen geplanten Leverage musste mancher Altgläubiger bei Ankündigung eines LBOs mit einer Herabstufung des Ratings und dementsprechender Abwertung seiner Ansprüche rechnen. Als Reaktion darauf bestanden in den 90er Jahren immer mehr Gläubiger auf dem Recht, den ausstehenden Kreditbetrag im Falle eines LBOs komplett zurückverlangen zu können (Gaughan 2002).

Kaplan und Stein (1993) berichteten, dass mehr als 30 % der in den späten 80er Jahren durchgeführten LBOs bis Mitte der 90er Jahre in eine finanzielle Notlage gerieten. Aufgrund des stark auf Reorganisation ausgerichteten US-amerikanischen Insolvenzrechts (Chapter 11) hielten sich die realen Folgen der Insolvenzen für die Eigentümer dennoch oft in Grenzen. Die Folgen von Insolvenzen für die Eigentümer waren so gering, dass in den 90er Jahren nicht nur in der ökonomischen Forschung eine intensive Diskussion zu den Anreizwirkungen von Chapter 11 entstand. In der Literatur setzte sich der Begriff der "strategischen Insolvenz" durch. Strategische Insolvenzen sind absichtlich herbeigeführte Insol-

¹⁹ EBITDA: Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen.

venzen zum Zwecke der Erringung von Zugeständnissen der Gläubiger (Bester 1994 und Schäfer 2002).

Abbildung 4-1
Anzahl und Finanzierungsstruktur von US-MBOs zwischen 1980 und 1989



Quelle: Kaplan und Stein (1993), Eigene Berechnungen des DIW Berlin.

Andrade und Kaplan (1998) sprachen daher in ihrer Untersuchung von notleidenden US-Firmen mit hohem Leverage auch von liquiditätsbedingter – nicht realwirtschaftlich bedingter – Insolvenz („financial (not economic) distress“). Jensen (1989) erklärte die milden Folgen von Insolvenzen für den Wert des Unternehmens durch die „kleine Distanz bis zur Überschuldung“ selbst bei ertragsstarken Unternehmen. Der Zwang zu Gegenmaßnahmen bereits bei vergleichsweise geringen Ertragsschwächen verhindere eine Auszehrung und den Verbrauch der vorhandenen Vermögenswerte. Diese Gefahr drohe hingegen bei ertragsarmen Unternehmen mit einer hohen Eigenkapitalquote.

Mit steigender Anzahl der Insolvenzen nahm jedoch der öffentliche Widerstand gegen Übernahmen im Allgemeinen und LBOs im Besonderen zu (Shleifer and Vishny 1991). Ein neues, übernahme-feindliches Gesetz, politischer Druck, der Kreditengpass infolge der Sparkassenkrise und der durch den Zinsanstieg und den Rückzug von institutionellen Investoren herbeigeführte Zusammenbruch des Marktes für hochriskante Anleihen brachten Ende der 80er Jahre die Übernahme- und LBO-Welle zum Erliegen. Erst Mitte der 90er Jahre nahm der LBO-Markt in den USA wieder vergleichbare Fahrt auf, ohne allerdings jemals wieder die hohen Verschuldungsquoten der 80er Jahre zu erreichen.

Die Lektion, welche negative Folgen adverse Entwicklungen für das eigene Geschäft haben können, wurde gelernt. Im Jahre 2000 lag der durchschnittliche Eigenkapitalbetrag in US-LBOs wieder bei

38 % (Guo, Hotchkiss und Song 2007).²⁰ Der Leverage ist zwar in den vergangenen Jahren erneut angestiegen (siehe Abbildung 4-4). Eine Rückkehr zu den extrem hohen Werten der späten 80er Jahre ist dennoch auch in den USA nicht wahrscheinlich. Neben den Lehren, die LBO-Spezialisten und Fremdkapitalgeber aus den Krisen Ende der 80er Jahre gezogen haben, tragen dazu auch die jüngste Entwicklung an den weltweiten Kapitalmärkten und der damit einhergehende Anstieg der Risikoprämien bei.

4.1 Ergebnisse der Restrukturierungswelle

Als wesentliche Treiber der Restrukturierungswelle in den USA in den 80er Jahren gelten

- eine unzureichende corporate governance infolge von Streubesitz,
- das Vorherrschen von multidivisionalen Holdingstrukturen, auch M-Form genannt, und
- die damit zusammenhängende Unterbewertung an den Börsen (Toms und Wright 2005, Thompson und Wright 1995).

Lassen sich durch LBOs Effizienzgewinne der in Kapitel 4 beschriebenen Art erzielen, so sollten sich

- die effizientere Kontrolle und Steuerung durch konzentrierte Eigentümerschaft,
- die verbesserte Managementleistung durch den Disziplinierungseffekt der Verschuldung und
- die Spezialisierungsvorteile durch Aufspaltung der M-Form,

mit Hilfe adäquater unternehmensspezifischer Erfolgsindikatoren auch empirisch nachweisen lassen. Bei börsennotierten Unternehmen sollten sich die erwarteten Effizienzgewinne zudem in den Kursen der Zielunternehmen nach Ankündigung des LBOs widerspiegeln.

Die Restrukturierungswelle der 80er Jahre in den USA war ein starkes, singulär auftretendes Phänomen, dem Kontinentaleuropa nichts Vergleichbares entgegenzusetzen hatte. Eventuelle makroökonomische Wirkungen sollten sich daher im Vergleich mit dem Euro-Wirtschaftsraum zeigen lassen.

4.1.1 Einzelwirtschaftliche (Mikro-)Ebene

Nahezu alle Studien, die sich mit den Auswirkungen der US-LBOs in den 80er Jahren auseinandersetzen, konzentrieren sich auf die Mikroebene. Zu den bereits relativ früh ins Visier der Forscher geratenen Indikatoren zählen die Kurs-, die Ertrags- und die Produktivitätsentwicklung der Zielunternehmen bei der LBO-Ankündigung und in den Anfangsjahren der Halteperiode durch den Buy-Out-Fonds.

²⁰ S&P / Portfolio Management Data.

4.1.1.1 Kursgewinne

In einer Reihe von Studien haben DeAngelo, DeAngelo und Rice (1984), Kaplan (1989), Lehn und Poulsen (1989), Marais, Shipper und Smith (1989) die Reaktion des Kurses auf LBO-Transaktionen untersucht. Die Befunde lauten übereinstimmend auf große positive Kursprünge bei den Zielunternehmen. Kaplan (1989) findet in einer Stichprobe von 76 US-Buy-Outs zwischen 1980 und 1986 durchschnittliche abnorme Kursgewinne von 42 %, weit mehr als bei Übernahmeofferten durch Unternehmen (corporate raiders) auftraten. Ein potenzieller Kursverlust beim Bieter kann bei der Untersuchung des Effektes von LBOs ignoriert werden, da die PE-Gesellschaften in der Regel nicht börsennotiert waren.

4.1.1.2 Verbesserung der wirtschaftlichen Leistung

Die Untersuchungen zu den frühen US-LBOs liefern unisono eine substantielle Verbesserung der durchschnittlichen Werte bei diversen, die Ertrags- und Liquiditätssituation abbildenden Kennzahlen der Zielunternehmen (z.B. Kaplan 1989, Muscarella und Vetsuypens 1990, Kaplan und Stein, 1993). Opler (1992) findet bei später durchgeführten LBOs zwar immer noch eine positive, aber doch substantiell geringere Zunahme der Kennzahl Cashflow zu Umsatz. Smart und Waldfogel (1994) argumentieren, dass der pure Vergleich der Erfolgsindikatoren ein Jahr zuvor und drei Jahre nach dem LBO keine saubere Identifikation des LBO Effektes ermöglicht, da die untersuchten Indikatoren nicht um den reinen Firmeneffekt, also die Entwicklung, die das Unternehmen ohne LBO genommen hätte, bereinigt wurden. Den Firmeneffekt berücksichtigend, schätzen die Autoren für die Mehrzahl der LBOs eine mindestens 30 %ige Zunahme beim Erfolgsindikator Gewinn zu Umsatz.

Kaplan (1989) und Smith (1990) identifizieren die Verbesserung von Liquiditäts- und Kreditmanagement als wesentliche Quellen der verbesserten Erfolgsbilanz. Liebeskind, Wiersema und Hansen (1992) führen den Anstieg in den Ertrags- und Liquiditätskennzahlen vorwiegend auf den Verkauf von Unternehmensteilen zurück.

Auf Basis einer Stichprobe von 12.000 Betrieben des Verarbeitenden Gewerbes gehen Lichtenberg und Siegel (1990) der Frage nach, wie sich der LBO auf die durchschnittliche Produktivität in den drei Jahren nach dem Ereignis auswirkt. Sie schätzen, dass die Produktivität von 2 % über dem zugehörigen Branchendurchschnitt im Jahre 1981 auf 8,3 % darüber im Jahre 1986 zunimmt. Allerdings berichten sie auch von starken Schwankungen zwischen den Jahreskohorten. Die höchsten Zuwächse entfallen auf jene LBOs, die sich gegen Ende des Beobachtungszeitraumes ereignet haben.

4.1.1.3 Einsparungen bei den Kosten

Der hohe Leverage von LBO erzwingt üblicherweise eine Reduktion der Investitionen. Gemäß Free Cashflow Hypothese (Jensen 1986) impliziert das in reifen und innovationsarmen Branchen lediglich

die Nicht-Durchführung von konsumtiv orientierten, eher dem Wohl des Managers als dem Wohl der Eigentümer dienenden Projekten. Insofern sollten Kostenreduktionen mit Wertzuwächsen einhergehen. Wenn sich das Management allerdings wegen der Fremdkapitalbedienung zum Verzicht auf lohnende Investitionsprojekte genötigt sieht, trifft das Gegenteil zu.

Die Befunde für die USA zeigen in der Mehrheit eine Reduzierung der Investitionstätigkeit nach dem LBO, auch im Bereich der Forschung und Entwicklung (F&E). Allerdings kommen Smith (1990), Lichtenberg und Siegel (1990) und Long und Ravenscraft (1993) zum Ergebnis, dass sich der Rückgang bei den F&E-Aufwendungen nicht signifikant auf die Leistung der analysierten Unternehmen auswirkt. Beschäftigungskürzungen werden überwiegend in „nicht-produktiven“ Bereichen festgestellt (Bhagat, Shleifer und Vishny 1990). Beides ist kompatibel mit Jensens (1986) Free Cashflow Hypothese.

4.1.1.4 Effizienzgewinne versus pure Vermögensumschichtungen

Die LBOs der 80er Jahre wurden in Politik und Öffentlichkeit der USA ähnlich kontrovers diskutiert wie dies momentan in Deutschland und anderen europäischen Ländern der Fall ist. Der größte Widerstand kam vom „Business Roundtable“, einer Vereinigung von Managern großer Unternehmen, den Gewerkschaften und der Politik (Jensen 1991). Ein zentraler Streitpunkt war dabei die Frage der Effizienzgewinne. Befürworter einer restriktiven Regulierung von LBOs sahen die Gewinne auf der Eigentümerseite durch viel höhere Verluste bei anderen – mit dem Unternehmen in Verbindung stehenden – Akteuren als „zu teuer erkaufte“ an. Eine Reihe von empirischen Untersuchungen zu LBOs beschäftigte sich daher auch mit der Frage, ob die Vermögenszuwächse auf der Eigentümerseite nur durch Transfers von anderen Gruppen zustande kamen.

Ähnlich wie heute in der deutschen Diskussion stand dabei die Frage nach den Folgen für das Beschäftigungs- und Lohnniveau im Mittelpunkt der öffentlichen Debatte. Die Befunde hierzu sind nicht ganz eindeutig. Opler (1992), Kaplan (1989) und Smith (1990) finden keine Arbeitsplatzverluste bei LBO-Firmen. Allerdings bauen die LBO-Firmen in den Stichproben von Kaplan (1989) und Smith (1990) Arbeitsplätze langsamer auf als es dem Branchendurchschnitt entspricht. Lichtenberg und Siegel (1990) ermitteln einen Beschäftigungsabbau von 8,5 % über einen Dreijahreszeitraum im administrativen Bereich. Auch werden nach einem LBO Tätigkeiten in der Produktion im Vergleich zu administrativen Tätigkeiten besser entlohnt.

Die Abwertung der Ansprüche von Altgläubigern wegen der zusätzlichen Verschuldung im Rahmen eines LBOs galten in der öffentlichen Debatte in den USA als zweite wichtige Quelle für mögliche Transfers an die Eigentümer. Auch hier sind die wissenschaftlichen Befunde differenziert. Während eine Reihe von Untersuchungen, die sich auf LBOs der frühen 80er Jahre und davor konzentrierten (Marais, Schipper und Smith 1989, Lehn und Poulsen 1988), keine oder eher vernachlässigbare Folgen

für die Altgläubiger feststellen, finden Warga und Welch (1993) sowie Asquith und Wizman (1990) Evidenz für Verluste. Letztere ermitteln einen durchschnittlichen Rückgang des Marktwertes der Fremdkapitaltitel von 2,8 % infolge des LBOs. Die Verluste konzentrierten sich jedoch vorwiegend auf jene Altgläubiger, deren Ansprüche nicht durch Covenants abgesichert waren. Insgesamt deutet wenig darauf hin, dass die Gewinne auf Eigentümerseite mit den Verlusten der Altgläubiger "erkauft" wurden (siehe auch Palepu 1990).

Schließlich konzentrierte sich die Debatte als dritte Variante darauf, dass die LBO-Gewinne möglicherweise „auf Kosten des Steuerzahlers“ erzielt worden sein könnten. Die Veränderung der Kapitalstruktur zugunsten von Fremdkapital zieht zusätzlichen Aufwand nach sich, welcher Steuer reduzierend wirkt, sofern vor Steuern und Zinszahlungen Gewinne erwirtschaftet werden. Zudem vermindern sich die Dividendeneinkünfte, da nach LBO üblicherweise keine Dividenden an die Eigentümer mehr gezahlt werden. Beides reduziert die auf Unternehmens- und Individualebene anfallende gegenwärtige und zukünftige Steuerschuld. Diesen Einbußen stehen mögliche zusätzliche Steuerzahlungen auf der Fremdkapitalseite sowie bei neuen und alten Eigentümern gegenüber. Der Gesamteffekt hängt somit auch davon ab, wie hoch die marginalen Steuersätze der beteiligten Parteien sind. Da entsprechende Daten i. d. R. fehlen, ist es schwierig, den Nettoeffekt empirisch zu bestimmen.

Kaplan (1989) sowie Schipper und Smith (1988) haben dennoch versucht, die steuerlichen Effekte zu quantifizieren. Sie errechnen, dass ein gewisser Teil der LBO-induzierten Wertzuwächse tatsächlich auf Steuerersparnisse zurückzuführen ist. Demgegenüber steht eine von Jensen, Kaplan und Stiglin (1989) mittels einiger vereinfachender Annahmen (z.B. über den Steuersatz der LBO-Fremdkapitalgeber) durchgeführte Schätzung des steuerlichen Gesamteffekts aus der LBO-Aktivität. In dem von den Autoren als realistisch angesehenen Szenario errechnen sie für den durchschnittlichen LBO Steuermehreinnahmen von 194 % der ausgelösten fiskalischen Verluste. In einem zweiten Szenario, das die Autoren als konservativ bezeichnen, fällt die steuerliche Gesamtbilanz immer noch leicht positiv aus. Die Kalkulation wird auf Basis des durchschnittlichen LBOs aus einer Stichprobe von 48 großen US-Transaktionen der Jahre 1979 bis 1985 durchgeführt. Jedes der Unternehmen war vor dem Buy-Out börsennotiert. Die Annahmen über die Steuersätze der beteiligten Parteien richten sich an den Sätzen aus, die nach der US-Steuerreform von 1986 (Tax Reform Act of 1986) gültig waren.

Zwar schreiben Jensen, Kaplan und Stiglin (1989) dem durchschnittlichen LBO eine Verminderung der Steuereinnahmen

- durch den Abzug von zusätzlichen Zinsausgaben vom operativen Ergebnis und
- durch das Ausbleiben von Dividendenzahlungen nach dem LBO

zu. Demgegenüber sehen sie auf der Aktivseite der gesamtwirtschaftlichen Steuerbilanz jedoch

- zusätzliche Kapitalertragssteuern bei den Aktionären,
- Mehreinnahmen durch eine verbesserte operative Leistung des Unternehmens,
- Mehreinnahmen aus der Besteuerung von Gewinnen, die auf eine effizientere Nutzung des Kapitals zurückgehen,
- Steuern auf zusätzliche Zinseinnahmen bei den Fremdkapitalgebern,
- zusätzliche Steuereinnahmen beim Verkauf von Unternehmensteilen und schließlich
- zusätzliche Einnahmen durch die Besteuerung des Nettokapitalgewinnes beim Exit.

Insgesamt lässt sich der Tenor der vorwiegend auf die Mikroebene konzentrierten empirischen Untersuchungen wie folgt zusammenfassen. Ein Teil der Bruttoerträge aus der Restrukturierungsaktivität kann auf Transfers zurückzuführen sein. Die Hauptquelle der Erträge bilden jedoch die erzielten Effizienzgewinne.

4.1.2 Volkswirtschaftliche (Makro-)Ebene

Holmström und Kaplan (2001) schreiben den strukturellen Umwälzungen der 80er Jahre und dem – mittels Take-Overs und LBOs – grundlegend neu gestalteten System der Unternehmenskontrolle und -steuerung (corporate governance) auch langfristig positive ökonomische Auswirkungen zu. Ähnlich argumentiert Jensen (1991). Tatsächlich ist bereits Anfang der 90er Jahre evident, dass sich wichtige makroökonomische Indikatoren der US-Wirtschaft wie totale Faktorproduktivität, Arbeitskosten, Kapitaleinsatz, Lohnentwicklung, Arbeitslosenrate und Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) in den 80er Jahren positiv entwickelt haben. Insbesondere der Anstieg der F&E-Ausgaben ist ein starkes Indiz dafür, dass – entgegen der vielfach geäußerten Befürchtungen – die Kostenreduktionen nach LBOs zu keiner Störung der nachhaltigen Entwicklung der Unternehmen geführt haben (Jensen 1991). Vielmehr ist davon auszugehen, dass im Zuge der flächendeckenden Restrukturierungen Kapital freigesetzt wurde, das in neue produktivere Verwendungen fließen konnte.

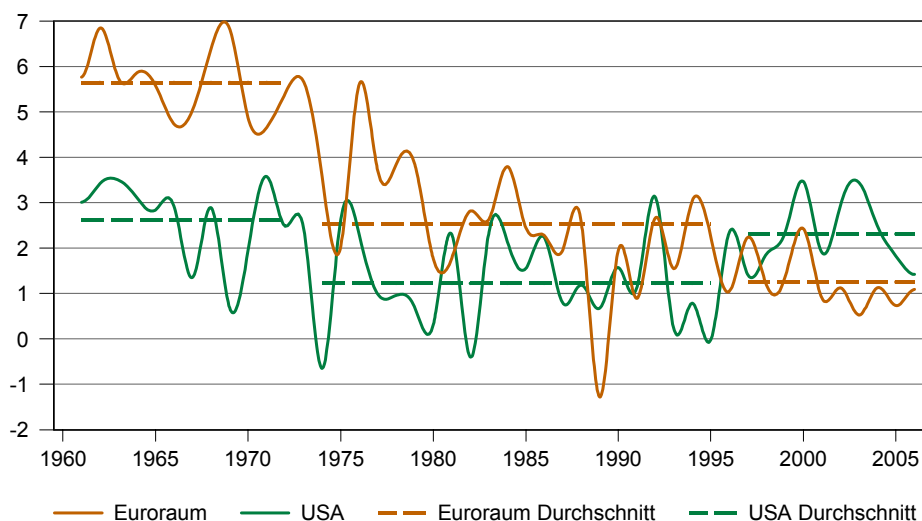
Obwohl makroökonomische Einzelindikatoren die Richtung weisen können, für eine robuste Identifikation des separaten Einflusses der Restrukturierungsaktivität auf die Gesamtwirtschaft sind sie freilich nicht hinreichend. Dafür ist unabdingbar, die USA mit einem Wirtschaftsraum, in dem das Phänomen nicht oder nur im geringen Ausmaß stattfand, zu vergleichen. Solche, auf eine direkte Kausalanalyse hinzielenden Studien zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Take-Over- und LBO-Aktivität, existieren bislang kaum.²¹ Ein Vergleich der Entwicklung der Arbeitsproduktivitäten in den

²¹ Finn und Hodgsen (2005) bestätigen zwar in ihrer empirischen Analyse den kausalen Zusammenhang zwischen Take-Over-Aktivität und makroökonomischen Indikatoren (Zinssatz, Ausrüstungsinvestitionen und Produktion) den positiven und eigenständigen Einfluss der Take-Over-Aktivität. Ihre Analyse ist jedoch nicht ländervergleichend angelegt. Die Befunde beschränken sich ausschließlich auf den australischen Markt.

USA und im Euroraum mag jedoch einen groben Hinweis auf die langfristigen Folgen der gravierenden realwirtschaftlichen Veränderungen im Unternehmenssektor der USA geben.

Abbildung 4-2 zeigt einen jahrzehntelang währenden und meist großen Vorsprung der Eurozone beim Wachstum der Arbeitsproduktivität. Ende der 80 Jahre allerdings beginnt der Vorsprung zu bröckeln und ab Mitte der 90er Jahre ist er vollends verschwunden. Im Durchschnitt der Jahre 1995 bis 2005 liegt die Zunahme des Bruttosozialprodukts pro geleistete Arbeitsstunde in den USA gar um 85 % über dem in der Eurozone. Getrieben wird die jüngere Entwicklung bei den Arbeitsproduktivitätszuwächsen durch beide Komponenten des Indikators. Die USA erzielt in dem betrachteten Zeitraum ein größeres Wirtschaftswachstum und hat zudem einen geringeren Zuwachs bei den eingesetzten Arbeitsstunden zu verzeichnen (siehe auch Trichet 2007).

Abbildung 4-2
Produktivitätswachstum in den USA und im Euroraum im Zeitablauf
In %



Durchschnitte der Jahre 1961-1973, 1974-1995 und 1996-2006.

Quelle: Groningen Growth and Development Centre and the Conference Board, Total Economy Database, January 2007, <http://www.ggdc.net>.

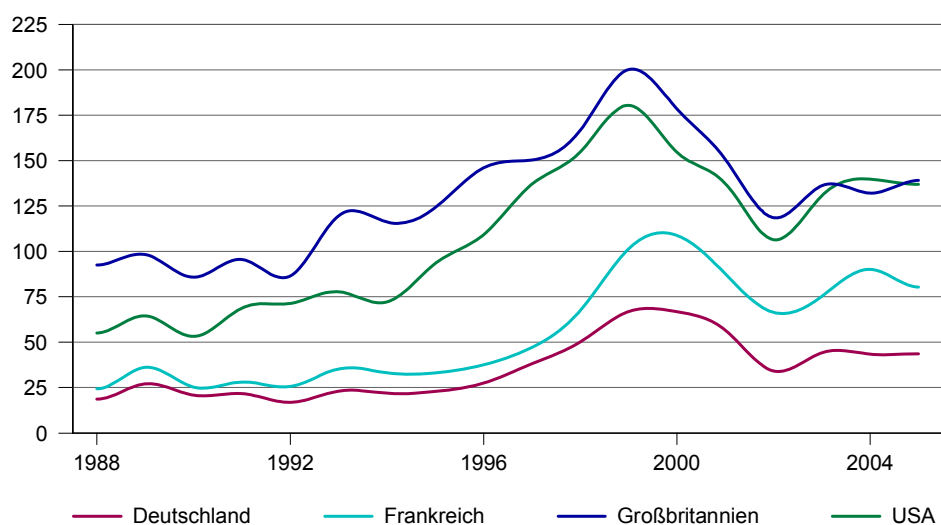
Können diese Fakten als Evidenz für langfristige gesamtwirtschaftliche Effizienzgewinne durch die Restrukturierungswelle in den 80er Jahren gewertet werden? Endgültig lässt sich diese Frage nur mittels einer mehrdimensionalen ökonometrischen Analyse beantworten, in der neben der LBO- und Restrukturierungswelle auch andere potenzielle Einflussgrößen auf die Arbeitsproduktivitäten berücksichtigt werden. Der Vergleich des Wachstums der Arbeitsproduktivitäten ist jedoch ein starkes Indiz für positive makroökonomische Wirkungen der Take-Over- und LBO-Aktivität.

4.2 Historischer US-Markt versus moderner deutscher Buy-Out-Markt – wesentliche Unterschiede

Als wesentliche Triebkraft für die Vielzahl der LBO-Offerten in den USA ist von Ökonomen übereinstimmend die Beseitigung der Ineffizienzen aus der breiten Streuung des Eigentums börsennotierter Konglomerate identifiziert worden. Folglich ist die starke LBO-Aktivität in den 80er Jahren untrennbar mit der hohen Marktkapitalisierung in den USA verbunden. Das lässt sich auch an der hohen Zahl von Public-to-Private-Transaktionen ablesen. Der vergleichsweise große Anteil von feindlichen Übernahmen resultiert vermutlich ebenfalls aus der Dominanz börsennotierter Zielunternehmen. Für den Erfolg der Übernahme war entscheidend, ob 50 + x % der Aktionäre zum Verkauf bewegt werden konnten, und weniger ob das alteingesessene Management kooperierte.

Abbildung 4-3

Marktkapitalisierung ausgewählter Länder im Vergleich 1988-2004: Aggregierte Börsenwerte der gelisteten Unternehmen als Prozentsatz des Bruttosozialprodukts
In %



Quelle: WDI (World Development Indicators).²²

Ein weiteres Indiz für den engen Zusammenhang zwischen Marktkapitalisierung und LBO-Aktivität in den 80er Jahren ist die Tatsache, dass etwa zeitgleich auch in Großbritannien eine LBO-Bewegung einsetzte, die ebenfalls mit einer fundamentalen Restrukturierung der heimischen Wirtschaft einher-

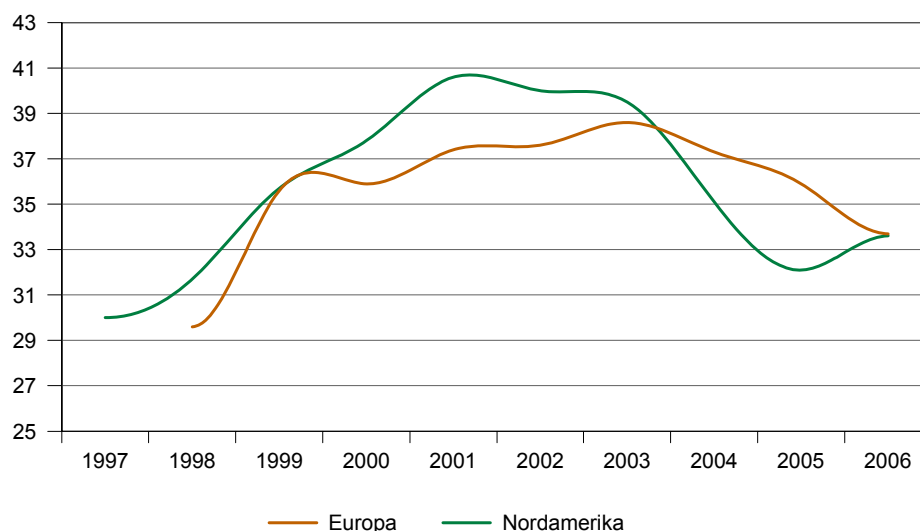
²² Die Marktkapitalisierung ist laut Weltbank wie folgt definiert: Marktkapitalisierung (auch bekannt als Marktwert) ist der Aktienkurs mal der Anzahl ausgegebener Aktien. Börsennotierte Gesellschaften sind die einheimischen Aktiengesellschaften, die auf dem einheimischen Aktienmarkt am Ende des Jahres notiert sind. Börsennotierte Unternehmen beinhalten weder Investment-Fonds, Anlage-Fonds, noch gemeinschaftliche Investitions-Vehikel (collective investment vehicles). Quelle: Standard & Poor's, Emerging Stock Markets Factbook and supplemental S&P data.

ging (Toms und Wright 2005). Auch Großbritannien weist als so genanntes marktbasierendes Finanzsystem (UK) – analog zu den USA – eine hohe Marktkapitalisierung auf (siehe Abbildung 4-3).

Demgegenüber konzentrierte sich die Unternehmensfinanzierung hierzulande seit dem zweiten Weltkrieg verstärkt auf Bankkredite. Entsprechend gering ist die Summe der Marktkapitalisierungen der börsennotierten Unternehmen und damit auch das Fundament für einen Buy-Out-Markt, der, wie bereits aufgezeigt, sein Potential zu Effizienzsteigerungen vorwiegend aus den Problemen der Trennung von Eigentum und Kontrolle speist. Dies spiegelt sich wider in der geringen Bedeutung der Public-to-Private-Transaktionen in Deutschland (siehe Tabelle 2-2) und der fast vollständigen Abwesenheit feindlicher Übernahmen. Auch der relativ hohe Anteil von Buy-Outs von Unternehmen, die sich vorher im Privat- oder Familienbesitz befanden, weist in diese Richtung. Das in Kontinentaleuropa und Deutschland als wesentliche Triebkraft von LBOs so wichtige Nachfolgeproblem (EVCA 2005) spielte in der öffentlichen, genauso wie in der wissenschaftlichen Diskussion über die US-LBOs der 80er Jahre keine nennenswerte Rolle.

Abbildung 4-4

Eigenkapitalquote in Leveraged Buy-Outs in Europa und Nordamerika (1997-2006) mit einem durchschnittlichen Transaktionsvolumen von mehr als einer Mrd. US-Dollar²³
In %



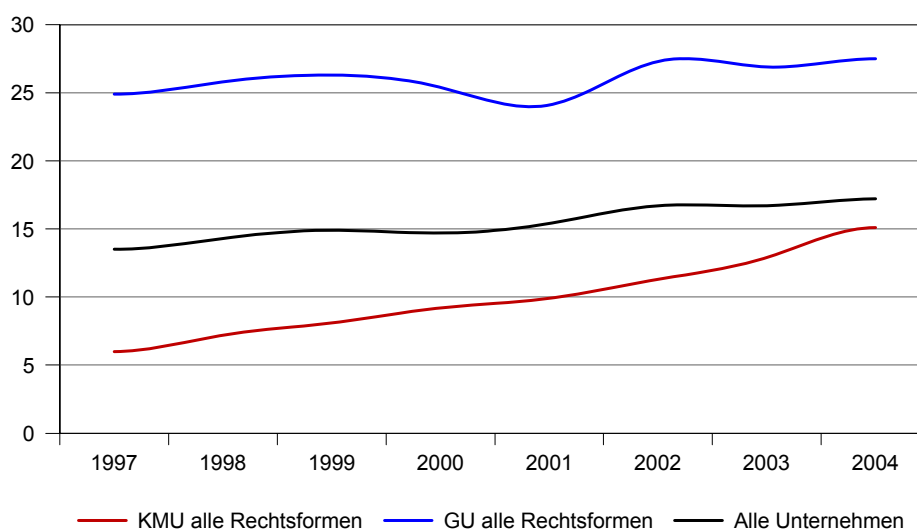
Quelle: Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., Weisbach, M., S. (2007): Leverage and pricing in Buy-Outs: An Empirical Analysis". University of Illinois.

Des Weiteren fällt beim Vergleich zwischen historischen und modernen Buy-Out-Märkten vor allem der Unterschied in der Eigenkapitalausstattung der LBOs auf. Während die historischen US-Buy-Outs üblicherweise Eigenkapitalquoten von unter 10 % aufwiesen (Abbildung 4-1), liegt die Eigenkapital-

²³ Die Stichprobe umfasst 78 nordamerikanische und 73 europäischen Buy-Outs.

quote moderner Buy-Outs in Europa – genauso wie in den USA – erheblich darüber. Abbildung 4-4 stellt die durchschnittlichen Eigenkapitalquoten der bereits oben zitierte Untersuchung von 153 großen europäischen und nordamerikanischen Buy-Outs zwischen 1997 und 2006 dar (Axelson, Jenkinson, Strömberg und Weisbach 2007). Zwar ist die Eigenkapitalquote in jüngster Zeit wieder gesunken, hat aber nach der Jahrtausendwende weder in Europa noch in Nordamerika die Marke von 30 % unterschritten.

Abbildung 4-5
Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen 1994-2004
In %



Abkürzungen: KMU: Kleine und mittlere Unternehmen, NKGS: Nichtkapitalgesellschaften, KGS: Kapitalgesellschaften, GU: Großunternehmen.

Quelle: Deutsche Bundesbank (2006), Zur Wirtschaftlichen Situation kleiner und mittlerer Unternehmen in Deutschland seit 1997. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Dezember 2006, Frankfurt/M.

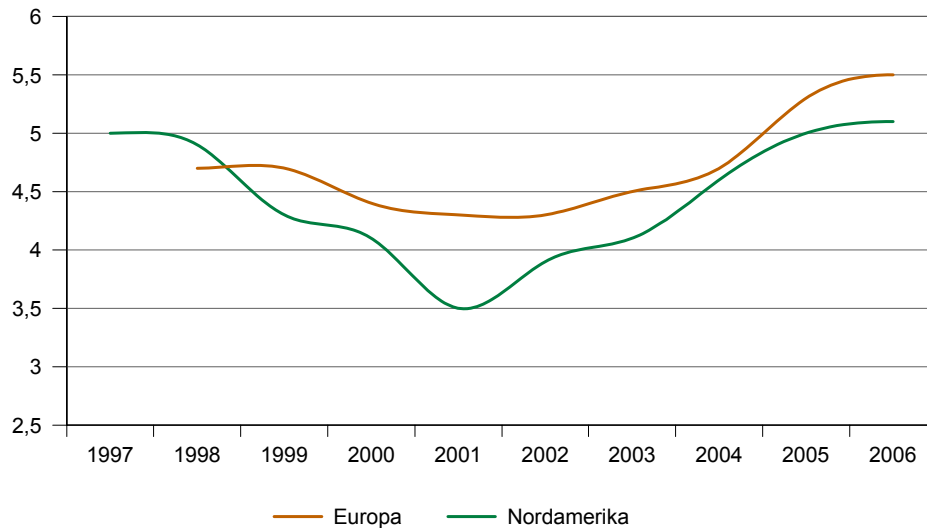
Beim Vergleich der LBO-Eigenkapitalquoten aus Abbildung 4-4 mit den Eigenkapitalquoten der deutschen Unternehmen zwischen 1997 und 2004 (Abbildung 4-5) wird deutlich, dass die Finanzierungsstrukturen moderner LBOs keinesfalls „exotischen“ Charakter haben. Ein hoher „Leverage“ ist auch in deutschen Unternehmen ein durchaus normales Phänomen. Das gilt für alle Größenklassen trotz der Unterschiede im Niveau.

Besonders zu beachten ist, dass Rekapitalisierungen in deutschen Unternehmen nicht unbekannt sind. Einzelunternehmen und Personengesellschaften haben einen gewissen Spielraum bei der Zurechnung von Vermögenswerten. Aus steuerlichen Gründen ist es häufig attraktiv, Finanzanlagen und Immobilien ins Privatvermögen zu übernehmen. Ebenso besteht wegen der Abzugsfähigkeit der Sollzinsen ein starker Anreiz, Kreditaufnahmen der betrieblichen Sphäre zuzuordnen (Deutsche Bundesbank 2006). Eine solche Neuordnung der Kapitalstruktur ist ökonomisch gesehen einer Rekapitalisierung nicht un-

ähnlich. Die formalen Eigenkapitalquoten in den Bilanzen sind auch hier in Bezug auf die Verfügbarkeit von Haftungsmasse und die Nachschussmöglichkeiten nur bedingt aussagekräftig.

Abbildung 4-6

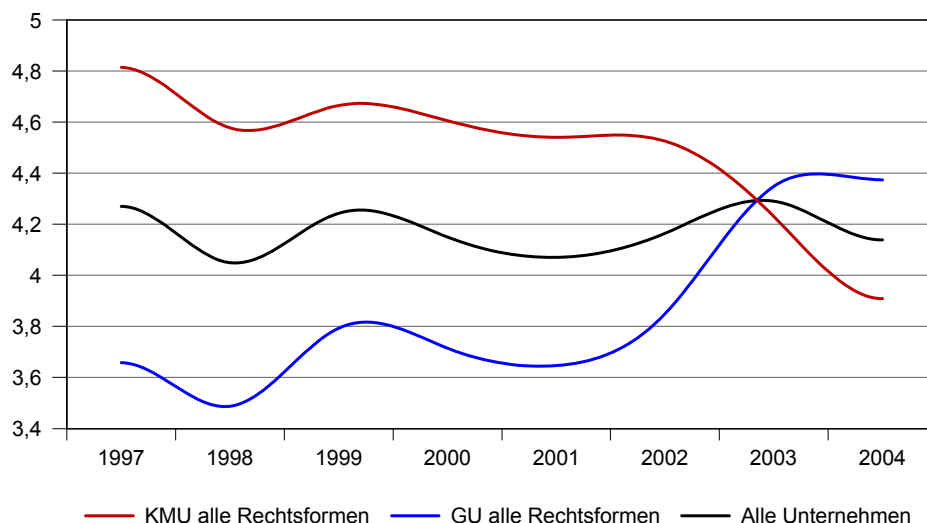
Verschuldung zu EBITDA in Buy-Outs in Europa und den USA 1997-2006



Quelle: Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., Weisbach, M., S. (2007): Leverage and pricing in Buy-Outs: An Empirical Analysis, University of Illinois.

Abbildung 4-7

Verschuldung zu EBITDA in deutschen Unternehmen 1997-2004



Abkürzungen: KMU: Kleine und mittlere Unternehmen, NKGS: Nichtkapitalgesellschaften, GU: Großunternehmen.

Quelle: Deutsche Bundesbank (2006): Monatsbericht Dezember 2006 – Zur wirtschaftlichen Situation kleiner und mittlerer Unternehmen in Deutschland seit 1997.

Der Eindruck von nicht unüblichen Finanzierungsstrukturen bei modernen Buy-Outs verfestigt sich, wenn von den Eigenkapitalquoten auf die in der Buy-Out-Branche gebräuchlichere Größe *Verschuldung* zu *EBITDA* gewechselt wird (Abbildung 4-6 und Abbildung 4-7). In den letzten Jahren ist zwar erkennbar, dass sich die Schere zwischen Unternehmen und LBOs in Bezug auf diese Kennzahl öffnet. Die Fortsetzung dieses Trends ist jedoch eher mit einem Fragezeichen zu versehen.

Die erhebliche Differenz in der Marktkapitalisierung zwischen USA bzw. Großbritannien einerseits und Deutschland andererseits wirft in Verbindung mit den zumindest für hiesige Verhältnisse nicht ungewöhnlichen Finanzierungsstrukturen von modernen LBOs die Frage nach den Triebkräften hierzulande auf.

5 Buy-Outs als Ausdruck eines grundlegenden Wandels in der Unternehmensfinanzierung in Deutschland

Über Jahrzehnte war das deutsche System der Unternehmensfinanzierung durch eine stabile Tendenz zur verstärkten Kreditfinanzierung geprägt. Sichtbares Zeichen dieser Entwicklung sind die niedrigen Eigenkapitalquoten in deutschen Unternehmen (Abbildung 4-5). Zu den hervorstechenden Merkmalen des deutschen Finanzsystems gehörte bis in die jüngste Zeit die enge Beziehung zwischen Hausbank und Unternehmen (Schäfer 2003). Hausbankbeziehungen boten in der Vergangenheit eine Reihe von Vorteilen. So deutet die Mehrzahl der Studien zur Bank–Firmenbeziehung z.B. darauf hin, dass Unternehmen mit engen Beziehungen weniger unter Finanzmittelknappheit leiden als andere Firmen und Krisensituationen besser überstehen (Berger und Udell 1995, Elsas und Krahn 1998, und Ongena und Smith 2000).

In den letzten Jahren allerdings hat sich das Umfeld der Unternehmensfinanzierung grundlegend gewandelt (Sachverständigenrat 2005). Der zunehmende nationale und internationale Wettbewerb zwingt Banken zu einer größeren Risikoorientierung bei der Kreditvergabe. Bankaufsichtsrechtliche Regelungen zur Eigenkapitalunterlegung (Basel II) verstärken diesen Zwang und erhöhen zudem die Kosten der Kreditvergabe bei Schuldnern mit schlechter Bonität (Sachverständigenrat 2005, Schäfer 2004b). Aus steuerlichen und aus Gründen des Wettbewerbs haben deutsche Banken in den letzten Jahren ihre ehemals vergleichsweise hohen Beteiligungen an deutschen Unternehmen reduziert. Seit dem Jahr 2002 sind Gewinne aus Beteiligungsveräußerungen von Aktiengesellschaften steuerfrei. Der Verkauf von Beteiligungen durch die Banken wird gelegentlich auch als „Entflechtung der Deutschland AG“ bezeichnet (Streeck und Höpner 2003). Im Zuge dieser Umwälzungen ist auch das Hausbankprinzip von mehreren Seiten unter Druck geraten.

Banken haben mit ihrem Rückzug aus den umfangreichen Beteiligungen ihre vormalige Rolle als aktive Investoren (Petersen und Rajan 1994 und 1995, Gorton und Schmid 2000, Hellwig 2000) teilweise aufgegeben und damit eine Lücke in der Unternehmenskontrolle hinterlassen. Zum Schließen dieser Lücke kann Streubesitz naturgemäß wenig beitragen – wie unter anderem auch das Beispiel der USA gezeigt hat. Alle Erfahrungen mit der Corporate Governance von Unternehmen lehren, dass wirksame Unternehmenskontrolle nur über aktive Investoren erfolgen kann, die gegebenenfalls Druck auf das Management ausüben und Einfluss auf die Geschäftspolitik des Unternehmens nehmen können.

Risikoorientierung und Eigenkapitalunterlegungsvorschriften veranlassen Banken zunehmend, Unternehmenskredite zu verbrieften und an den Markt weiterzugeben. Steht die Bank weniger im Risiko, vermindert das den Anreiz sich im und für das Unternehmen zu engagieren. Damit verschwindet je-

doch die Besonderheit der Hausbankbeziehung und macht einer „normalen“, vor allem durch Marktkräfte geprägten Geschäftsbeziehung Platz.²⁴

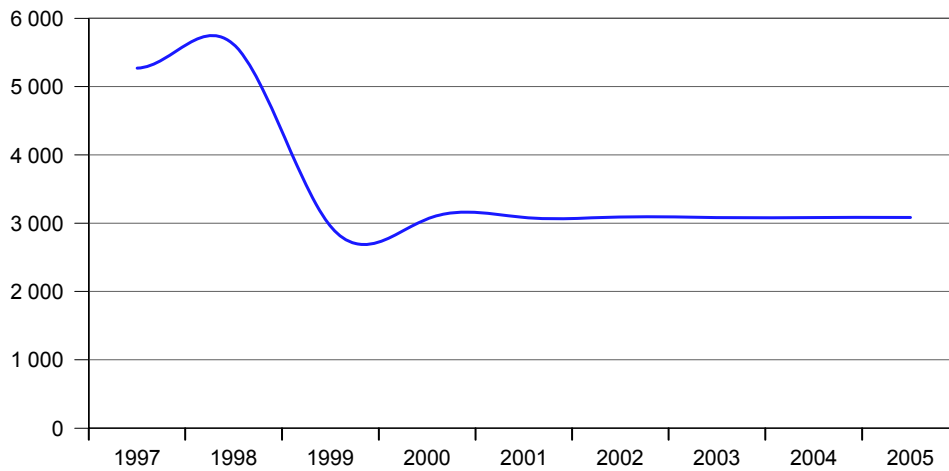
Eine funktionierende Beziehung zur Hausbank wirkt wie eine implizite Versicherung gegen eine Liquiditätskrise. In Verbindung mit den Steuervorteilen einer hohen Verschuldung entsteht daraus für die Unternehmen ein Anreiz zu niedrigen Eigenkapitalquoten. Ab einem bestimmten Verschuldungsniveau kann es freilich auch zu negativen Rückwirkungen auf die Beziehung zwischen Firma und Bank kommen, insbesondere wenn die Risikoorientierung der Hausbank gestiegen ist. Eine geringe Eigenkapitalquote vermindert als eine der wichtigsten Kennzahlen bei der Bonitätsbestimmung die Wahrscheinlichkeit, einen Kredit zu erhalten (Brunner, Krahen und Weber 2000, Härdle, Moro und Schäfer 2007). Kommt es dennoch zur Kreditvergabe, stellen Unternehmen mit einem niedrigen Rating einen erheblichen Kostenfaktor für die Bank dar, denn sie „verbrauchen“ einen vergleichsweise hohen Anteil des Eigenkapitals der Bank. Dies wiederum erhöht den Anreiz, den Unternehmenskredit an den Markt weiterzugeben.

Verstärkte Risikoorientierung bei den Banken, niedrige Eigenkapitalquoten bei vielen Unternehmen und der Wandel der Hausbankbeziehung lassen die direkte Finanzierung der Unternehmen über Kredite an ihre Grenzen stoßen. Damit stellt sich die Frage nach Alternativen, die einen partiellen Rückzug der Kreditinstitute bei der direkten Unternehmensfinanzierung ausgleichen können.

Die geringe Marktkapitalisierung in Deutschland ist ein Indiz dafür, dass der Börsengang als Alternative zur Bankfinanzierung für die meisten deutschen Unternehmen entweder nicht offen steht oder zu teuer ist (Abbildung 4-3). Zudem steht selbst in den Fällen, in denen ein Listing möglich ist, der Aufbesserung der Eigenkapitalquote häufig das Desinteresse der Investoren entgegen. Die Bereitschaft, in das Unternehmen im Rahmen einer Kapitalerhöhung zu investieren, ist im Allgemeinen auch von der Liquidität des Börsensegmentes abhängig. Unspektakuläre Börsensegmente werden von Investoren selbst in einem marktorientierten System wie dem britischen häufig gemieden (siehe auch der Kommentar in Abschnitt 3.4). Beide Komponenten, die spürbare Neuorientierung auf der Bankenseite und der nur eingeschränkt mögliche Zugang zu börsennotiertem Eigenkapital, sind geeignet, die finanzielle Bewegungsfreiheit bei vielen deutschen Unternehmen spürbar einzuschränken, insbesondere wenn die Unternehmen dem Mittelstand angehören.

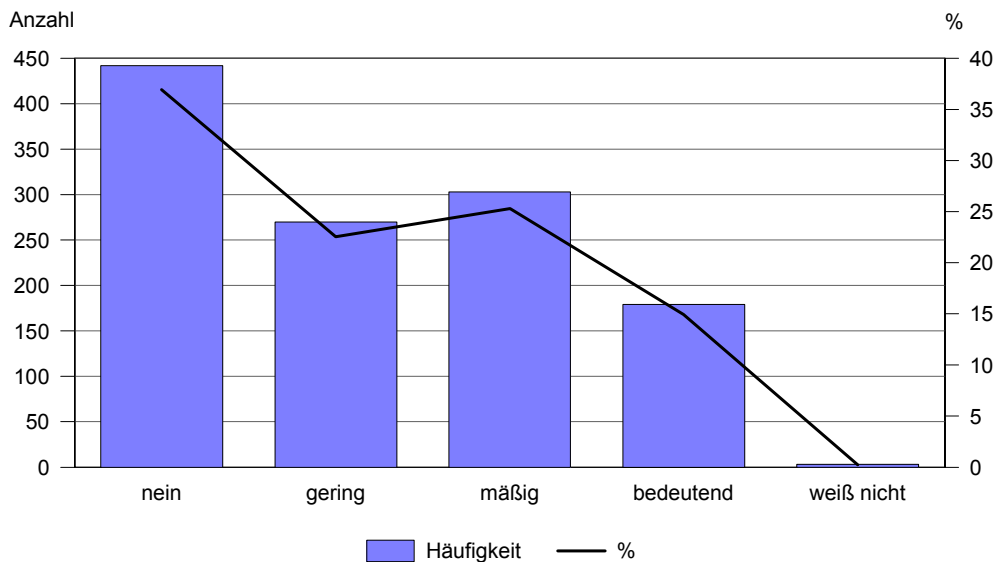
²⁴ In den wenigen theoretischen Konzepten, die dazu bislang existieren, wird zwar argumentiert, dass der Wert der Kredite von der weiteren Betreuung der Schuldner durch die kreditgebende Bank abhängt (Krahen 2006). Dennoch ist davon auszugehen, dass die Anreize zum Engagement als Hausbank geringer sind, wenn das Ausfallrisiko nicht mehr von der kreditgebenden Bank getragen wird.

Abbildung 5-1
Kreditvergabe an Nichtbanken im Inland 1997-2005
In Mrd. Euro



Quelle: Deutsche Bundesbank (2006): Zur Wirtschaftlichen Situation kleiner und mittlerer Unternehmen in Deutschland seit 1997. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Dezember 2006, Frankfurt/M.

Abbildung 5-2
Ist der Zugang zur Finanzierung ein Hindernis?



Quelle: Business Environment and Enterprise Performance Survey (BEEPS), Main Questionnaire 2005, Eigene Berechnungen des DIW Berlin.

Auf eine stärkere Zurückhaltung der Banken bei der Investition in heimische Unternehmen deutet der in den vergangenen Jahren feststellbare Rückgang bzw. Stagnation bei der Kreditvergabe an Nicht-

banken hin (Abbildung 5-1). Dem entspricht auch die Wahrnehmung der Unternehmen selbst, wie eine Befragung von 1197 deutschen Unternehmen aus dem Jahr 2005 illustriert (Abbildung 5-2).²⁵ Den Zugang zur externen Finanzierung stuften nur gut 35 % der Befragten als kein Hindernis ein.

Insofern kann der Aufschwung auf dem deutschen Buy-Out-Markt – der ja eine starke Mittelstandskomponente aufweist wie die hohe Anzahl an Buy-Outs im Segment unter 10 Mio. Euro eindeutig belegt (Abschnitt 2) – auch als sichtbarer Ausdruck von Verschiebungen in der Struktur der Unternehmensfinanzierung gewertet werden: weg von den traditionellen Kanälen, hin zu Finanzierungen, bei denen aktive Eigenkapitalinvestoren strukturiertes Fremdkapital gleichermaßen im „Paket“ mitliefern.

Dabei ist die Tatsache bemerkenswert, dass auch die sich neu herausbildenden Finanzierungsstrukturen – den traditionellen Strukturen durchaus nicht unähnlich – ein starkes Beziehungselement beinhalten. Ob Buy-Out-Transaktion und Finanzierung zustande kommen, ist auch von der Reputation des Buy-Out-Fonds und der Qualität der Beziehung zwischen Finanzinvestor und Fremdkapitalgebern abhängig (vgl. Zitat aus European Central Bank 2007 in Abschnitt 1.3).

Wie die vorherigen Abschnitte gezeigt haben, spricht vieles für die These, dass die Entwicklung des Buy-Out-Marktes Ausdruck eines grundlegenden Wandels in der bisher stark kreditzentrierten Unternehmensfinanzierung in Deutschland ist. Einschränkungen beim Zugang zu Krediten sprechen ebenso wie die Probleme bei Firmennachfolge und Vermögensdiversifikation dafür, dass die Entwicklung des Buy-Out-Geschehens in Deutschland zum erheblichen Teil nachfragegetrieben ist und somit einem Bedarf auf Unternehmensseite nach Etablierung alternativer Finanzierungskanäle entspricht. Damit kompatibel ist auch das Ergebnis einer Studie zur Unternehmensnachfolge, die von CMBOR im Auftrag der EVCA durchgeführt wurde. Der Verkauf an einen Private Equity-Fonds wurde von den teilnehmenden Unternehmern als bevorzugte Option eingestuft, gefolgt von einem Verkauf an das Management mit Unterstützung eines Private Equity-Fonds (EVCA 2005).²⁶

Diese grundsätzlichen Unterschiede zur Entwicklung in den USA, die aufgezeigten strukturellen Unterschiede zwischen historischen und modernen LBOs und die Lernprozesse, die in der PE-Branche seither stattgefunden haben, werfen verstärkt die Frage nach der Bedeutung der früheren US-Befunde für die gegenwärtige LBO-Aktivität in Deutschland auf. Eine Möglichkeit sich dieser Frage zu nähern, ist der Rückgriff auf empirische Befunde zu den Auswirkungen moderner LBOs.

²⁵ Die Unternehmen im BEEPS werden zufällig aus den nationalen Unternehmensregistern ausgewählt. Die Gewichte der unterschiedlichen Branchen im Sample entsprechen den prozentualen Anteilen der Branchen am nationalen Brutto sozialprodukt. Unternehmen aus regulierten Sektoren und solche mit mehr als 10 000 Beschäftigten wurden nicht berücksichtigt. Auch die Unternehmensbefragung 2006 unter Federführung der KfW Bankengruppe weist trotz Entspannungstendenzen Schwierigkeiten beim Kreditzugang insbesondere für kleinere mittelständische Unternehmen aus (KfW Bankengruppe 2006).

²⁶ European Private Equity-and Venture Capital Association

Dabei stellt sich das Problem, dass das Wissen um die Auswirkungen von LBOs für die betroffenen Portfoliounternehmen speziell für Deutschland besonders unterentwickelt ist. Dies ist in erster Linie auf das Fehlen entsprechender Daten zu Buy-Outs und Portfoliounternehmen zurückzuführen. Um die vorhandenen Wissenslücken in Zukunft schließen zu können, ist es aus Sicht der empirisch orientierten wirtschaftspolitischen Forschung dringend geboten, eine Datenbasis mit Mikrodaten zu den Transaktionen und den Portfoliounternehmen aufzubauen und Forschungseinrichtungen zugänglich zu machen. Solange diese Datenbasis für deutsche LBOs nicht verfügbar ist, muss auf internationale Studien zurückgegriffen werden. Dieser Weg wird im Folgenden besprochen.

6 Werttreiber oder Wertvernichter? Neuere empirische Evidenz zu Buy-Outs

6.1 Kurs- und Renditeeffekte

Ähnlich wie bei den historischen Vorgängern lassen sich auch für die jüngsten LBOs positive abnorme Kursgewinne bei Public-to-Private-Transaktionen feststellen. So finden Renneborg, Simons und Wright (2006) für britische Buy-Outs zwischen 1997-2003 abnorme durchschnittliche Kursgewinne von knapp 30 %. Die ökonometrische Analyse identifiziert Steuerersparnisse, Neuausrichtung von Anreizen, verbesserte Unternehmenskontrolle, Reduzierung des Free Cashflows, Unterbewertung und Vermögenstransfers als die wesentlichen Quellen dieser Gewinne. Zu ähnlichen Ergebnissen kommen Andres, Betzer und Weir (2006). Sie analysieren die Effekte von 115 europäischen LBOs mit anschließendem Delisting. Die durchschnittlichen abnormen Kursgewinne werden auf ca 24 % taxiert. Als Hauptursache werden vormalige Corporate Governance Probleme und Unterbewertung identifiziert.

Einen kursunabhängigen Ansatz wählen Guo, Hotchkiss und Song (2007) und Nikoskalainen und Wright (2005). Während erstere sich auf 89 US-Buy-Outs der Jahre 1990-2006 stützen, analysieren letztere 321 britische Buy-Outs, bei denen die Investoren zwischen 1995-2004 den Exit vollzogen haben. Die US-Evidenz zeigt bei den solventen Unternehmen eine positive Veränderung der cash-flow-orientierten Kennzahlen sowie positive Kapitalwerte der LBO-Investition. Nikoskalainen und Wright (2005) ermitteln für die britischen MBOs im Durchschnitt eine interne Rendite von 22,2%. Der Median liegt allerdings bei -5,3 %. Letzteres weist auf eine erhebliche Bandbreite bei den Risiken in der Stichprobe und einen signifikanten Anteil von Gläubigerschutzbeantragungen hin (Receivership). Bei der Einschätzung dieser Resultate ist zu beachten, dass in Großbritannien weniger streng zwischen Buy-Out und Venture Capital-Segment unterschieden wird, als dies beispielsweise in den USA (Toms und Wright 2005) oder auch in Deutschland der Fall ist. Im Venture Capital-Bereich werden grundsätzlich Insolvenzquoten erwartet, die weit über dem Durchschnitt in der Gesamtwirtschaft liegen. Des Weiteren setzt auch das britische Insolvenzrecht analog zum amerikanischen Chapter 11 vergleichsweise starke Anreize zur frühen Beantragung von Gläubigerschutz. Zudem hat ein Teil der Exits in der starken Abschwungphase der Märkte nach 2001 stattgefunden.

Die Befunde zeigen einen tendenziell positiven Zusammenhang zwischen Rendite und Beteiligungsbesitz des Managements und für mittlere Buy-Outs auch einen positiven Leverage-Effekt. Auch die Anzahl von Syndikatsmitgliedern wirkt sich zugunsten eines Wertzuwachses aus, allerdings nur solange die Syndikate nicht zu groß sind. Letzteres deutet auf Koordinationsprobleme in zu umfangreichen Finanzierungskonsortien hin (Hubert und Schäfer 2002). Nikoskalainen und Wright (2005) fin-

den keinen Hinweis darauf, dass Ertragszuwächse auf externe Faktoren, wie z.B. Teilverkäufe oder auch den Erwerb von Firmen, zurückzuführen sind.

6.2 Auswirkungen auf die Effizienz der Zielfirmen

In Anlehnung an Lichtenberg und Siegel (1990) untersuchen Harris, Siegel und Wright (2005) 979 britische MBOs mit insgesamt 4 877 Betrieben, die zwischen 1994 und 1998 vollzogen wurden. Sie finden einen erheblichen Zuwachs in der Produktivität nach dem MBO in fast allen Branchen (im Durchschnitt +70.5 % und +90.3 % auf kurze bzw. lange Frist). Die Produktivitätsgewinne schreiben die Autoren den getroffenen Maßnahmen zur Reduzierung der Arbeitsintensität und zur Auslagerung von Produktion zu.

Innovationsfähigkeit ist eine entscheidende Vorstufe zur Produktivitätserhöhung. Studien, welche die Auswirkungen von modernen LBOs auf F&E-Ausgaben bzw. auf die Innovationsfähigkeit der Zielfirmen im Vergleich zu anderen Unternehmen untersuchen, und sich nicht – unausgesprochen – auf das Venture Capital-Segment beziehen (Cumming, Siegel und Wright 2007) sucht man jedoch vergebens. Das gilt sowohl für Deutschland als auch für das europäische Ausland (siehe auch der Überblick von Berg und Gottschalg 2003). Lediglich in einer rein konzeptionellen Arbeit argumentieren Wright et al. (2000), dass Buy-Outs von Unternehmensteilen im allgemeinen ein Mittel zur Reanimierung des unternehmerischen Geistes (entrepreneurial spirit) sind. Erst der Buy-Out ermögliche die Entwicklung von neuen Technologien, die vom Management der vormaligen Muttergesellschaft weder verstanden noch zum Kerngeschäft gezählt wurden.

6.3 Beschäftigungseffekte

Maßnahmen zur Reduzierung der Arbeitsintensität und zur Auslagerung von Produktion werden ähnlich wie in der US-Diskussion in den 80er Jahren in der heutigen wirtschaftspolitischen Debatte ambivalent gewertet. Während Protagonisten von LBOs beides als Ausdruck von Effizienzgewinnen und als Aufarbeitung der Fehler der Vergangenheit einschätzen, sehen Gegner darin lediglich ein Vehikel zur Verschlechterung der Position der Beschäftigten. Daher spielen bei der wirtschaftspolitischen Bewertung der LBO-Aktivität die Auswirkungen von LBOs auf die Belegschaften eine immer wichtigere Rolle. Auch hier muss aufgrund des weitgehenden Fehlens originär deutscher Daten und Studien auf die wenigen existierenden internationalen Analysen zurückgegriffen werden.

Der Befund einer rein britischen Studie (Amess und Wright 2007), in der 1350 LBOs und knapp 4000 jeweils „ähnliche“ Vergleichsfirmen untersucht werden, zeigt für die Beobachtungszeit 1999-2004 keinen signifikanten Einfluss von LBOs auf das Wachstum der Beschäftigung. Der Zuwachs bei der Entlohnung ist für LBOs signifikant geringer als für Nicht-LBO-Firmen. Interessanterweise ist für die

Beschäftigungsentwicklung die Form des Buy-Outs eine entscheidende Einflussgröße. Während MBOs hier im Durchschnitt über den Vergleichsfirmen liegen, trifft auf MBI das Gegenteil zu.

Demgegenüber wählen Bruining, Boselie, Wright und Bacon (2004) einen vergleichenden Ansatz. Sie untersuchen die Entwicklung der Position der Beschäftigten in 145 britischen und 45 niederländischen Buy-Outs der Jahre 1994-1997 bzw. 1992-1998. Die Befunde beruhen auf der Befragung des Managers/Eigentümers in den Jahren 1999 bis 2001 und werden von den Autoren als repräsentativ eingeschätzt. Der unterschiedliche institutionelle Kontext – shareholderbasierter Ansatz in Großbritannien versus stakeholder-basierter Ansatz in den Niederlanden²⁷ – zeigt sich vor allem in der Einschätzung der Gewerkschaftsaktivität. Holländische Manager/Eigentümer haben im Gegensatz zu ihren britischen Pendanten eine neutrale Einstellung gegenüber Gewerkschaften als Verhandlungspartner und gegenüber der Organisation der Belegschaft. Die Autoren finden für beide Länder positive Effekte der Buy-Outs auf Weiterbildung, Einbeziehung und Verantwortlichkeit der Beschäftigten, Beschäftigungs- und Lohnniveau sowie Mitarbeiterbeteiligung. Dabei sind die Effekte stärker für britische Buy-Outs. Letzteres spiegelt vor allem den im Vergleich zu den Niederlanden relativ geringen Institutionalisierungsgrad der Arbeitgeber/Arbeitnehmerbeziehung wieder.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass auch die neueren Studien LBOs überwiegend positive Effekte zuschreiben. Allerdings beruhen die Befunde mehrheitlich auf britischen LBOs. Dies impliziert die Einbettung in ein Finanz- und Rechtssystem, das sich deutlich vom deutschen System unterscheidet (La Porta et al. 2000). Dem deutschen Kontext am nächsten kommt die vergleichende Analyse von Bruining, Boselie, Wright und Bacon (2004). Ähnlich wie in den Niederlanden spielt der Stakeholder-Ansatz in Deutschland eine große Rolle im Umgang zwischen Management/Eigentümer und Beschäftigten. Insofern deutet diese, zuletzt zitierte, Untersuchung darauf hin, dass LBOs in unterschiedlichen institutionellen Kontexten ähnliche Wirkungen haben. Weitere vergleichende Studien, die den institutionellen Kontext mit einbeziehen, sind allerdings dringend geboten.

²⁷ Während das Shareholder-Value-Prinzip die Bedürfnisse und Erwartungen der Anteilseigner in den Mittelpunkt des Interesses stellt, versucht das Prinzip der Stakeholder das Unternehmen in seinem gesamten sozialökonomischen Kontext zu erfassen und die Bedürfnisse der unterschiedlichen Anspruchsgruppen in Einklang zu bringen.

7 Zusammenfassung und Schlussfolgerung – Buy-Out-Markt und Finanzstandort Deutschland

Die Quintessenz der vergangenen Abschnitte lässt sich in einigen zentralen Punkten zusammenfassen:

- Die Auswirkungen von LBOs werden von der Mehrheit der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung positiv bewertet und als wesentliche Triebkraft für Wert erhöhende Entwicklungen in den Unternehmen eingestuft. Das gilt gleichermaßen für historische wie moderne Buy-Outs. Auswirkungen, die vom Normalbereich im negativen Sinne abweichen, sind daher nicht zu erwarten.
- Kompatibel mit dieser Einschätzung ist die Tatsache, dass die USA seit Mitte der 90er Jahre gegenüber der Eurozone wieder einen Vorsprung beim Wachstum der Arbeitsproduktivität besitzt.
- Anders als in den USA ist die Entwicklung des Buy-Out-Marktes in Deutschland maßgeblich vom Umbruch in der Unternehmensfinanzierung und dem partiellen Rückzug von Banken als aktiver Investor und direkter Kreditgeber von Unternehmen beeinflusst.
- Hinzu kommt als wesentliche Triebkraft vermutlich ein starker Bedarf nach Instrumenten, die das „Matching“ zwischen Nachfragern (potenzielle Verkäufer der Unternehmen) und Anbietern (Buy-Out-Fonds) verbessern. Dem entsprechen auch die starke mittelständische Komponente des deutschen Buy-Out-Geschehens, die Bedeutung des Nachfolgeproblems für Privatunternehmer und der hohe Marktanteil der Buy-Outs, die auf den Verkauf von Konzernteilen zurückzuführen sind.

Daraus können folgende Schlussfolgerungen in Bezug auf die Funktion des Buy-Out-Marktes innerhalb des deutschen Finanzsystems gezogen werden.

- Der deutsche Buy-Out-Markt füllt Lücken auf dem Finanzmarkt, die der Bankensektor nicht ausfüllen kann bzw. durch die eigene Neuorientierung neu hinterlassen hat.
- Als Arrangeure von Eigen- und Fremdkapitalfinanzierungen im Paket nehmen Buy-Out-Firmen eine Komplementärfunktion zum Bankensektor ein. Das bewirkt eine zusätzliche Aktivierung von Fremdkapital, vermindert Finanzierungsbeschränkungen und beschleunigt die Restrukturierung im Unternehmenssektor.
- Der Buy-Out-Markt erweitert die Palette der zur Verfügung stehenden Finanzierungsalternativen. Das trägt zur Komplettierung des deutschen Finanzmarktes bei und erhöht den Wettbewerb um die besten Finanzierungslösungen.

Der deutsche Buy-Out-Markt hat zwar in den letzten Jahren in nahezu allen Marktsegmenten einen Boom erfahren, befindet sich aber dennoch erst in einer frühen Reifephase. Das zeigt nicht nur der vergleichsweise geringe Anteil der Buy-Out-Volumina am BIP, sondern auch die Bedeutung ausländischer Fonds beim Mittelzufluss und bei den hiesigen Investitionen. Auf der einen Seite ist Deutschland Exporteur von finanziellen Mitteln für Buy-Out-Transaktionen. Auf der anderen Seite wird ein nennenswerter Anteil von Buy-Out-Investitionen in Deutschland nicht von einheimischen, sondern von internationalen Fonds durchgeführt.

Jenseits des prinzipiell supranationalen Charakters des Buy-Out-Marktes deuten beide Merkmale auch auf Defizite im deutschen Markt hin. Einheimische Akteure auf dem Buy-Out-Markt bleiben sowohl bei der Verwaltung der Fonds als auch im Hinblick auf den Zugang und die Möglichkeiten zur Strukturierung der Transaktionen hinter den vorhandenen Möglichkeiten zurück. Aus einer Reihe von Gründen ist davon auszugehen, dass mit einer konsequenteren Ausschöpfung dieses Entwicklungspotentials durch einheimische Marktteilnehmer positive Konsequenzen für den Finanzstandort Deutschland verbunden wären.

Buy-Outs sind Investitionen, deren erfolgreiche Durchführung die Bündelung von umfangreichem finanzwirtschaftlichem Expertenwissen erfordert. Marktzutritte und Wachstum der existierenden einheimischen Buy-Out-Gesellschaften gehen daher mit der Schaffung von spezialisierten und hoch qualifizierten Arbeitsplätzen einher (Müller 2006, Schmidt und Steffens 2007). Die Ballung solcher Arbeitsplätze wirkt sich positiv auf die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems und die Innovationsfähigkeit im Finanzsektor aus (Blöchliger, Eichler, Grass, Koellreuter, Liechti und Roth 2004, sowie Schmidt und Grote 2005).

Einheimische Buy-Out-Gesellschaften sind besser als ausländische Akteure mit der hiesigen Mentalität vertraut und stärker in die existierenden deutschen Finanzzentren eingebunden. Daher ist zu erwarten, dass das „Matching-Problem“ geringer ist, wenn ein leistungsstarker Pool von einheimischen Gesellschaften vorhanden ist. Auch die positiven Effekte von Reputation und Beziehung kommen bei einheimischen Gesellschaften eher zum Tragen als dies bei ausländischen Fonds der Fall ist. Aufgrund der stärkeren Einbindung und der größeren Nähe zum, für den deutschen Buy-Out-Markt wichtigen, Mittelstand ist zudem davon auszugehen, dass die Impulse für die Entwicklung der deutschen Finanzzentren stärker sind, wenn sie von einheimischen PE-Gesellschaften ausgehen (HELABA 2006, Boyfield, Robinson und Mullally 2006).

Dabei ist allerdings zu beachten, dass starke und nachhaltige Impulse im Finanzbereich jeweils einer kritischen Masse von Impulsgebern bedürfen. Je mehr PE-Gesellschaften sich in deutschen Finanzzentren betätigen, desto attraktiver werden diese Finanzzentren für weitere PE-Gesellschaften und deren Geschäftspartner, und desto stärker und nachhaltiger fällt der Impuls aus. Dieser Zusammenhang ist in der Literatur auch als Cluster-Effekt bekannt.

Zahlreiche empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass die Qualität eines Finanzsystems einen positiven Einfluss auf Wohlstand und wirtschaftliches Wachstum hat (z.B. Beck und Levine 2001). Analog dazu wurde in einer Reihe von Forschungsarbeiten die Bedeutung von gut entwickelten Finanzzentren als lokaler Wirtschaftsfaktor nachgewiesen. Eine Studie zum Wachstum der Region Zürich im europäischen Vergleich schreibt beispielsweise der unterdurchschnittlichen Entwicklung des lokalen Finanzsektors und der unternehmensnahen Dienstleistungen zwischen 1996 und 2002 eine Wachstumseinbusse von 1.8 % zu (Blöchliger, Eichler, Grass, Koellreuter, Liechti und Roth 2004). Eine ähnliche Untersuchung zur Region Frankfurt-Rhein-Main zeigt, dass sich das lokale Bruttoinlandsprodukt (BIP) seit 1990 weitaus besser als das gesamtdeutsche BIP entwickelt hat. Auch hier werden als wesentliche Wachstumstreiber der Finanzsektor und die unternehmensnahen Dienstleistungen identifiziert (Müller 2006).

Der Entwicklung des Finanzsektors im Allgemeinen und des Private Equity-Sektors im Besonderen kommt auch aus demographischen Gründen eine zentrale Rolle zu. In Zukunft muss ein Teil der Alterssicherung durch Erträge von Finanzanlagen aufgebracht werden. Im Vergleich zu anderen Ländern ist die Möglichkeit deutscher Haushalte ihre Renten durch Erträge aus ihren eigenen Vermögensanlagen aufzustocken, bzw. Rentenlücken damit zu kompensieren, begrenzt. Die Finanzvermögen der deutschen privaten Haushalte betragen im Jahr 2007 circa 4 600 Mrd. Euro (ca. 200 % des BIPs). Dieser Wert entspricht ca. 14 % der Finanzvermögen von US-amerikanischen Haushalten im Jahre 2005 und knapp 80 % des Vermögens britischer Haushalte. Die entsprechenden Anteile am BIP lauten 261 % für die USA und 303 % für Großbritannien (siehe Tabelle 7-1). Dabei stellen Bankeinlagen nach wie vor das wichtigste Anlageprodukt für deutsche Haushalte dar (Deutsche Bundesbank 2007).

Tabelle 7-1
Finanzvermögen der Privaten Haushalte

	Mrd. Euro	% vom BIP ¹
Großbritannien (2007)	5 831,2 ²	302,53%
Deutschland (2007)	4 600,6 ²	199,79%
USA (2005)	32 432,3	260,84%
Frankreich (2006)	3 428,0	193,24%
Italien (2005)	3 387,5	239,03%

¹ Referenz ist das BIP aus 2006, für die USA und Italien 2005.

² Vermögen gemäß zweiten Quartals 2007.

Quellen: UK National Statistics, Deutsche Bundesbank, Monatsbericht September 2007, Destatis, Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, Banque de France, INSEE, Nationale Zentralbanken.

2006 betrug die Auszahlung der GKV 199 322 Mrd. Euro. Schätzungen gehen davon aus, dass zukünftig zwischen 25 % und 30 % der Rentenzahlungen über Anlagerenditen abzudecken sind. Schreibt

man die Rentensumme des Jahres 2006 fort, so ist bei einer angenommenen Verzinsung von 5 % dafür ein Kapitalstock von ca. 1 000 Mrd. bis 1 200 Mrd. Euro notwendig.²⁸

Ein leistungsfähiges Kapitaldeckungsverfahren als dritte Säule in der Alterssicherung erzwingt jedoch eine Umschichtung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – weg von der Dominanz der Kreditfinanzierung und hin zu stärker Risiko tragenden Finanzierungen wie Beteiligungen oder mezzaninen Produkten. Der bisher vorhandene Kapitalstock der privaten Rentenversicherungsträger beläuft sich nach Angaben der Initiative Finanzstandort Deutschland auf 600 Mrd. Euro (IFD 2007). Will man daher das Ziel von ca. 30 % der Rentenauszahlungen erreichen, müssen die Haushalte verstärkt bereit sein – direkt über Private Equity-Fonds oder indirekt über Versicherungen – in Risiko tragende Produkte zu investieren. Diese Bereitschaft ist vor allem von der erzielten Rendite und der Leistungsfähigkeit der Fonds abhängig.

Tabelle 7-2

Sparquote der Haushalte und Nettoinvestitionsquote in Deutschland

Jahr	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Sparquote (% des verfügbaren Einkommens der Haushalte)	9,5	9,2	9,4	9,9	10,3	10,4	10,6	10,6
Ersparnis absolut (Mrd. Euro)	122,7	123,2	130,9	139,3	147,4	151,9	156,9	159,5
Nettoinvestitionsquote (% des gesamtwirtschaftlichen verfügbaren Einkommens)	8,1	8,2	5,4	2,7	3,0	2,8	2,7	3,9
Nettoinvestition absolut (Mrd. Euro)	135,3	140,7	95,4	48,3	54,2	51,4	50,0	76,1

Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2007, DIW Berlin

Bei schrumpfender Bevölkerung ist davon auszugehen, dass die zur Alterssicherung dienenden, Risiko tragenden Anlageprodukte verstärkt international diversifiziert werden müssen, um die Gefahr des Wertverfalls („asset meltdown“) weitgehend zu eliminieren (Börsch-Supan, Heiss, Ludwig, Winter 2003). Ein solcher Verfall droht in einer geschlossenen Volkswirtschaft, wenn eine zahlenmäßig überlegene Rentnergeneration zur Deckung ihres Konsumbedarfs ihre Anlagen auflöst, diesem großen Angebot an Finanzanlagen aber wegen der zahlenmäßigen Unterlegenheit der aktiven Generation nur eine vergleichsweise geringe Nachfrage gegen übersteht. Dieser Situation kann mit einer breiten internationalen Streuung der Anlagen entgegen gewirkt werden. Folglich wird die Nachfrage nach den Dienstleistungen von Finanzintermediären mit Erfahrung und einem Erfolgsnachweis auf dem Gebiet der internationalen Unternehmensfinanzierung zunehmen.

²⁸ Zu diesem Ergebnis gelangt man, wenn man die Rentenauszahlung von 199,322 Mrd. Euro als ewige Rente auffasst, diese mit dem Kalkulationszinsfuß von 5 % diskontiert und den daraus resultierenden Kapitalbarwert (gleichbedeutend mit dem aufzubauenden Kapitalstock) mit dem geplanten Anteil multipliziert.

Schließlich muss in Deutschland vermehrt die in Zukunft im geringeren Ausmaß zur Verfügung stehende menschliche Arbeitskraft durch Kapital ersetzt werden. Starke Produktivitätszuwächse sind notwendig, um den wirtschaftlichen Auswirkungen einer schrumpfenden und alternden Gesellschaft zu begegnen. Dafür ist neben dem technischen Fortschritt auch die Erhöhung des volkswirtschaftlichen Kapitalstocks notwendig. Das Ausmaß der realisierten Erhöhung pro Jahr zeigt sich in der Nettoinvestitionsquote (gemessen als Prozentsatz des verfügbaren Einkommens). Diese ist in Deutschland seit einigen Jahren vergleichsweise gering (Tabelle 7-2). 2006 betrug sie 3,9 %.

Potenzielle Quellen zur Finanzierung von Investitionen sind die Ersparnisse der Haushalte und der Zufluss von Auslandskapital. Die einheimische Sparquote lag 2006 bei 10,6 % des verfügbaren Einkommens der Haushalte. Deutschland gehört jedoch seit 2002 zu den Exporteuren von Kapital, das heißt, ein Teil dieser Ersparnisse wird im Ausland investiert. In Zukunft könnte die Sparquote gar sinken, weil die ältere Generation ihre Ersparnisse auflöst, um ihren Lebensstandard aufrechtzuerhalten. Die Risikominimierung mittels internationaler Diversifizierung der Anlagen spricht zudem dafür, dass auch in Zukunft nur ein Teil der einheimischen Ersparnisse im Inland angelegt wird. Folglich ist Deutschland voraussichtlich auf den Zufluss von Auslandskapital angewiesen, will man die notwendigen Mittel für die Anhebung der Nettoinvestitionen aufbringen.

Als Quelle des Auslandskapitals rücken dabei auch die international tätigen Staatsfonds ins Blickfeld. Staatsfonds werden ca. 3 000 Mrd. US-Dollar an verwalteten Mitteln zugerechnet. Schätzungen gehen davon aus, dass diese Summe in den nächsten 10 Jahren auf mehr als 10 000 Mrd. US-Dollar steigen wird (Kern 2007).

In jüngster Zeit haben Staatsfonds einige spektakuläre Investitionen in US-amerikanische Private Equity-Gesellschaften getätigt. Demzufolge kann ein attraktiver Private Equity-Markt zusätzliches Investitionskapital ins Inland lenken, ohne dass dabei Missbrauch von einheimischen Unternehmen für strategische Ziele fremder Staaten befürchtet werden muss. Indirekte Unternehmensbeteiligungen via Buy-Out-Fonds lassen sich weit weniger als direkte Beteiligungen für renditefremde Ziele instrumentalisieren.

Im Zeitalter der Globalisierung stehen Finanzplätze und Finanzstandorte bei der Attrahierung von einheimischem und ausländischem Kapital in einem permanenten Wettbewerb zueinander. Aufgrund ihrer Bedeutung als lokale und nationale Wirtschaftsfaktoren ziehen Rückschläge im internationalen Wettbewerb mit hoher Wahrscheinlichkeit auch lokale und nationale Wachstumseinbußen nach sich. Für das Bestehen in diesem internationalen Wettbewerb und damit für die Attrahierung von zusätzlichem Kapital und zusätzlicher Nachfrage nach Finanzdienstleistungen ist die Schaffung von gleichen Spielregeln („equal level playing field“) für alle Finanzmarktakteure von entscheidender Bedeutung (Schäfer und Schrooten 2006). Ein solches „equal level playing field“ existiert für die im internationa-

len Wettbewerb stehenden einheimischen Buy-Out-Fonds derzeit nicht. Im Interesse des deutschen Finanzplatzes sollte es jedoch dringend geschaffen werden.

Die Herstellung von gleichen Spielregeln für deutsche Buy-Out-Fonds gegenüber ihren internationalen Wettbewerbern erfordert die Angleichung der rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen in Deutschland an die im internationalen Kontext für Buy-Out-Fonds geltenden Regeln (vgl. dazu auch CEFS et al. 2007). Das heißt insbesondere

- Steuerliche Transparenz für Fondsgesellschaften,
- Umsatzsteuerfreiheit für die Beziehung zwischen Fonds und Managementgesellschaft,
- Klärung der steuerlichen Regelung beim Carried Interest im Halbeinkünfteverfahren,
- Novellierung zur Nutzung von Verlustvorträgen.

Anhang 1

Exemplarischer Verlauf eines Buy-Outs

Um die Bedeutung und die Auswirkungen von Buy-Outs einschätzen zu können, ist es zweckmäßig sich eine genaue Vorstellung von der Funktionsweise dieser Investition zu verschaffen. Daher wird in diesem Abschnitt ein Buy-Out exemplarisch dargestellt. Tabelle A 1-1 zeigt die entsprechenden Ausgangsdaten.

Tabelle A 1-1
Exemplarischer Buy-Out – Ausgangsdaten

Basiszinssatz	0,04
Preis des Unternehmens	100,00
Finanzierung mit Fremdkapital	70,00
Wachstumsrate des Unternehmenswertes	0,08
Investitionshorizont der Private Equity-Gesellschaft	7 Jahre
Rekapitalisierung geplant	im 5. Jahr

Quelle: DIW Berlin.

Tabelle A 1-2
Exemplarische Strukturierung eines Buy-Outs

Tranche	Heutiger Wert/Auszahlung	Verschuldungsanteil (%)	Spread (%)	Zins (%)	Annuität ¹	Laufzeit in Jahren	Art des Darlehens
Term loan A	7,7	11,0	2	6	1,38	7	amortisierend
Term loan B	21,7	31,0	2,5	6,5		5	endfällig
Term loan C	21,7	31,0	3,0	7,0		7	endfällig
Vorrangige Kredite	51,1						
Second Lien	7,7	11,0	4,8	8,8		10	endfällig
Vorrangige Kredite + Second Lien	58,8						
Mezzanine (inklusive High-Yield Bonds)	11,2	16,0	5,0	9,0		10	endfällig
Verschuldung	70,0	100,0					
Eigenkapital	30,0						

¹jährliche Zinsverrechnung.

Quelle: DIW Berlin, Strukturierung des Fremdkapitals angelehnt an Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2007.

Im Beispiel wird von einer Zeitspanne von 7 Jahren zwischen Ein- und Ausstieg des PE-Investors ausgegangen. Für den Preis (Wert) des Zielunternehmens wird vereinfachend 100 Mio. Euro angenommen. Die Wachstumsrate wird auf jährlich 8 % gesetzt. Die Finanzierung des Kaufpreises erfolgt zu

30 % mit dem Eigenkapital der Muttergesellschaft und zu 70 % mit Fremdkapital. Das Fremdkapital ist mit den Vermögenswerten des Zielunternehmens abgesichert. Die Strukturierung der Buy-Out-Finanzierung ist exemplarisch in Tabelle A 1-2 dargestellt.

Die Fremdfinanzierung besteht typischerweise zum Großteil aus endfälligen vorrangigen Darlehen (Term loan B und C in unserem Beispiel). Nur ein geringer Teil der vorrangigen Verschuldung ist amortisierend und wird über die Laufzeit zurückgezahlt. Im Beispiel ist das amortisierende Darlehen, Term loan A, innerhalb von 7 Jahren zu tilgen. Term loan B muss nach 5 Jahren, und damit vor dem geplanten Ausstiegszeitpunkt des Private Equity-Investors zusammen mit den aufgelaufenen Zinszahlungen abgelöst werden.

Die jeweils zehn Jahre laufenden, nachrangigen Kredite (second lien und mezzanine Finanzierung) sind schlechter besichert als die im Falle einer Insolvenz vorrangig zu bedienenden Gläubigerforderungen. Dementsprechend erhält der Kreditgeber eine höhere Risikoprämie, die sich in dem höheren Abstand (Spread) zum Basiszinssatz niederschlägt.

Für Term loan A (amortisierend) im Beispiel wird angenommen, dass der Tilgungsbetrag mittels Desinvestition, also durch Ausschüttung eines Teils des Wachstums aufgebracht wird. Diese Ausschüttung verkleinert die Basis für das Unternehmenswachstum der jeweiligen Folgeperiode.²⁹ Demgegenüber wird beim frühzeitig fälligen Term loan B von einer Anschlussfinanzierung ausgegangen. Das Management ersetzt das im fünften Jahr mit einem Wert von 29,7 Mio. Euro in den Büchern stehende Darlehen (siehe Tabelle A 1-3) durch einen endfälligen zweijährigen Anschlusskredit mit einer jährlichen Verzinsung von 6 %.

Verläuft der Ausstieg (Exit) wie geplant, werden die Halter der nachrangigen Tranchen, Second lien und Mezzanine, nach 7 Jahren zu Altgläubigern. Die beiden dann noch 3 Jahre laufenden Tranchen können in das strukturierte Finanzierungskonzept des Neueigentümers einbezogen werden, können aber auch durch den Neueigentümer im Rahmen einer Neustrukturierung der Finanzierung des Kaufobjektes frühzeitig zurückgezahlt werden.

Der Wert des Fremdkapitals beläuft sich zum Zeitpunkt des Ausstiegs auf 102,6 Mio. Euro. Die Eigenkapitalquote beträgt 36,6 %. Das entspricht der Quote, die dem Private Equity-Investor und Alteigentümer vom Verkaufserlös von 161,7 Mio. Euro verbleibt. Der über den Wert des Eigenkapitals von 59,2 Mio. Euro hinausgehende Betrag muss zum einen zur Ablösung der zeitgleich mit dem Ausstieg fälligen Fremdkapitalbestandteile, Term loan C und zweijähriger Ersatzkredit für Term loan B, zum anderen zur Kompensation des Neueigentümers für die im Unternehmen vorhandenen Altschulden verwendet werden.

²⁹ Das realisierte Periodenwachstum des Unternehmens liegt unter dem Bruttowachstum von 8 %, da die Tilgung eine Desinvestition von Teilen des Unternehmenswachstums bedeutet.

Tabelle A 1-3

Exemplarischer Verlauf eines Buy-Outs – Unternehmenswert, Wert von Fremd- und Eigenkapital

	Ende des Jahres							
	0	1	2	3	4	5	6	7
	Werte beim Kauf							Werte bei Verkauf/Fälligkeit
Unternehmenswert brutto	100,0	108,0	115,6	123,9	132,6	142,1	152,2	163,0
Unternehmenswert abzüglich Tilgung		107,1	114,7	122,8	131,6	140,9	151,0	161,7
Fremdkapital FK								
-Term loan A	7,7	6,8	5,8	4,8	3,7	2,5	1,3	0,0
-Term loan B	21,7	23,1	24,6	26,2	27,9	29,7		
Rückzahlung B						-29,7		
-Ersatzdarlehen ³						29,7	31,5	33,4
-Term loan C	21,7	23,2	24,8	26,6	28,4	30,4	32,6	34,8
-Second Lien ¹	7,7	8,4	9,1	9,9	10,8	11,7	12,7	13,9
-Mezzanine ² (inklusive High-Yield Bonds)	11,2	12,2	13,3	14,5	15,8	17,2	18,8	20,5
Gesamtwert FK	70,0	73,7	77,7	82,0	86,6	91,6	96,9	102,6
Eigenkapital	30,0	33,4	37,0	40,8	44,9	49,3	54,1	59,2
Eigenkapitalquote	30,0	31,2%	32,3%	33,2%	34,2%	35,0%	35,8%	36,6%
Eigenkapitalrendite		11,3%	10,8%	10,4%	10,0%	9,7%	9,7%	9,4%
	Rekapitalisierung							
Vor Rekapitalisierung: Gesamtwert FK	70,0	73,7	77,7	82,0	86,6	91,6		
Eigenkapital	30,0	33,4	37,0	40,8	44,9	49,3		
Rekapitalisierung								
<i>Ausschüttung</i>						7,0		
<i>Ersatzdarlehen³</i>						7,0	7,4	7,9
Nach Rekapitalisierung: Gesamtwert FK						98,6	104,3	110,4
Eigenkapital						42,3	46,6	51,3
Eigenkapitalquote	30,0%	31,2%	32,3%	33,2%	34,2%	30,0%	31,0%	32,0%

^{1,2} Restlaufzeit 3 Jahre beim Exit der Private Equity-Gesellschaft.³ Laufzeit 2 Jahre, endfällig, Zinssatz 6 %.

Quelle: DIW Berlin.

Die Situation verändert sich geringfügig, wenn vor dem geplanten endgültigen Ausstieg ein Teil-Exit in Form einer Rekapitalisierung stattfindet. Eine solche Rekapitalisierung ist exemplarisch im unteren Teil der Tabelle A 1-3 dargestellt. Ist das Unternehmensvermögen nicht liquide genug, um die Ausschüttung durch einen Teilverkauf zu finanzieren, muss der ausgeschüttete Teil durch Fremdkapital

ersetzt werden. Dabei kommen häufig auch High-Yield Bonds zum Einsatz. Im Beispiel wird jedoch davon ausgegangen, dass ein endfälliger Kredit an die Stelle des ausgeschütteten Eigenkapitals tritt.

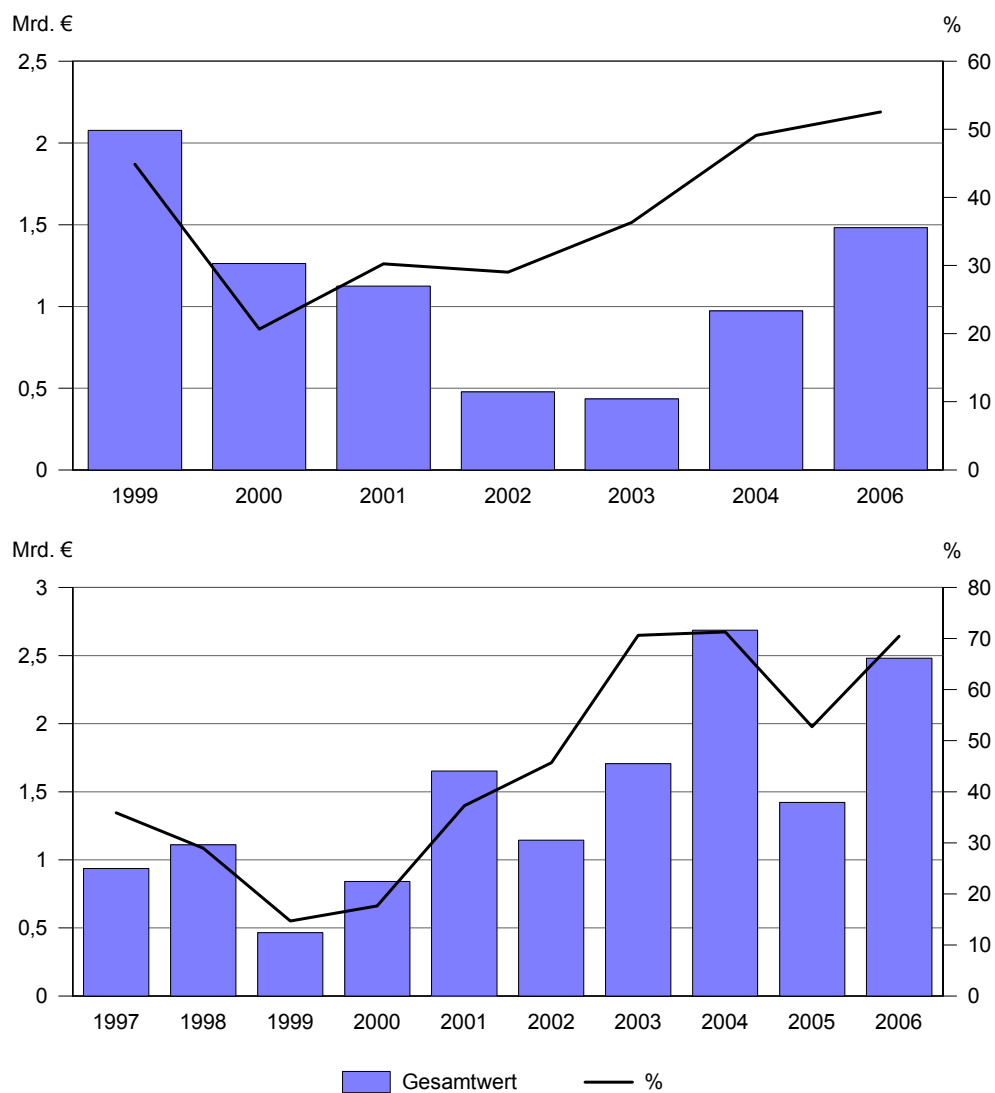
Der zusätzliche Kredit hat einerseits den Effekt, die alte Kapitalstruktur (Eigenkapitalquote von 30 %) wiederherzustellen. Diese war durch das Unternehmenswachstum in Richtung Eigenkapital verschoben worden. Andererseits bewirkt er naturgemäß, dass beim Verkauf (Exit) ein geringerer Teil des Unternehmenswertes bei dem Private Equity-Investor verbleibt. In unserem Beispiel erhält der PE-Investor nun 32 % (51,3 Mio. Euro) des gesamten Wertes. Der Rest des Verkaufserlöses geht an die Gläubiger bzw. kompensiert den Neueigentümer für die Altschulden. Der Erlös für den Buy-Out-Fonds beim endgültigen Ausstieg durch den Verkauf des Unternehmens fällt daher kleiner als ohne Rekapitalisierung.

Anhang 2

Fundraising für und Investitionen von Buy-Out-Fonds (Mitglieder des BVK-eV. ohne paneuropäische Fonds)

Abbildung A 2-1

In Buy-Out-Fonds investierte Mittel (oben) und von Buy-Out-Fonds investierte Mittel (unten) – absolut und in % des gesamten Private Equity-Volumens für Deutschland



Quellen: EVCA Jahrbücher; Eigene Berechnungen des DIW Berlin.

Literatur

- Amess, K., Wright, M.* (2007): The Wage and Employment Effects of Leveraged Buyouts in the UK. *International Journal of the Economics of Business*, Taylor and Francis Journals, vol. 14(2), pages 179-195.
- Andrade, G., Kaplan, S.* (1998): How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. *Journal of Finance* 53, 1443–1493.
- Andres, C., Betzer, A., Weir, C.* (2006): Shareholder Wealth Gains Through Better Corporate Governance – The Case Of European LBO-Transactions, *Financial Markets and Portfolio Management*, Forthcoming.
- Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.* (2006): Eine empirische Untersuchung zur Veräußerung von Konzernteilen an Private-Equity-Investoren. *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung*, Ausgabe 58, März 2006, S. 235-264.
- Asquith, P. and Wizman, T.* (1990): Event risk, wealth redistribution, and its return to existing bondholders in corporate buyouts. *Journal of Financial Economics*, pp. 195-213.
- Axelson, U., Jenkinson, T., Strömberg, P., Weisbach, M. S.* (2007): Leverage and pricing in Buyouts: an empirical analysis”. <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/files/2007/08/20070828-ajswaugust242007.pdf>.
- Axelson, U., Strömberg, P., Weisbach, M. S.* (2007): Why are Buyouts Leveraged? The Financial Structure of Private Equity-Funds. Swedish Institute for Financial Research (SIFR); Stockholm School of Economics. <http://ssrn.com/abstract=676546>.
- Beck, T., Levine, R.* (2001): Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter? Working Paper, World Bank, University of Minnesota.
- Berg, A., Gottschalg, O.* (2003): Understanding value creation . INSEAD Working Paper No. 2003/42/SM (Revised Version of 2003/26/SM).
- Berger, A., Udell, G. F.* (1995): Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business* 68, 351–381.
- Berle, A. A., Means, G. C.* (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace & World, 1968.
- Bester, H.* (1994): The Role of Collateral in a Model of Debt Renegotiation. *Journal of Money, Credit, and Banking* 26, 72-86.
- Bhagat, S., Shleifer, A., Vishny, R.* (1990): Hostile Takeovers in the 1980s: the Return to Corporate Specialization. *Brookings Papers on Economic Activity. Microeconomics*, Vol. 1990, 1-84.
- Blöchliger, H., Eichler, M., Grass, M., Koellreuter, M., Liechti, P., Roth, U.* (2004), Innovation und Wachstum. Studie von BAK Basel Economics im Auftrag der Züricher Kantonalbank, Züricher Kantonalbank.
- Börsch-Supan, A., Heiss, F., Ludwig, A., Winter, J.* (2003): Pension Reform, Capital Markets and the Rate of Return. *German Economic Review* 4, 151-181.
- Boyfield, K., Robinson, H., Mullally, L.* (2006): Selling The City Short? A Review Of The EU'S Financial Services Action Plan. http://www.openeurope.org.uk/research/fsap_summary.pdf.
- Bruining, H., Boselie, P., Wright, M., Bacon, N.* (2004): The Impact of Business Ownership Change on Employee Relations: Buy-outs in the UK and the Netherlands. ERIM Report Series Research in Management, 26-Mar-2004.
- Brunner A., Krahenen J. P., Weber M.* (2000): Information Production in Credit Relationships: On the Role of Internal Ratings in Commercial Banking. Working Paper Nr. 10, Center for Financial Studies.

- Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity- and Venture Capital Association e. V. (BVK)*: BVK Statistik – Das Jahr in Zahlen. Jahrgänge 1994-2006. Berlin.
- Cao J., Lerner, J.* (2006): The Performance of Reverse Leveraged Buyouts. Boston College. <http://ssrn.com/abstract=937801>.
- CMBOR (Centre for Management Buy-out Research)* (2007): European Management Buy-outs Jan-Dec 2006. Nottingham University Business School, Jubilee Campus, Wollaton Road University of Nottingham.
- CEFS (Center for Entrepreneurial and Financial Studies), Rechtsanwaltssozietät White &, Case und European Business School* (2007): Erwerb und Übernahme von Firmen durch Finanzinvestoren. Gutachten im Auftrag des Bundesfinanzministeriums.
- Cotter, J. F., Peck, S. P.* (2001): The structure of debt and active equity investors: The case of the buyout specialist. *Journal of Financial Economics* 59, 101-147.
- Cumming, D., Siegel, D. S., Wright, M.* (2007): Private equity, leveraged buyouts and governance. *Journal of Corporate Finance* 13, 439-460.
- DeAngelo, M., DeAngelo, L., Rice, E.* (1984): Shareholder wealth and going private. *Journal of Law and Economics* 27, 367-402.
- Deutsche Bundesbank* (2003): Monatsbericht Oktober 2003 - Zur Wirtschaftlichen Situation kleiner und mittlerer Unternehmen in Deutschland seit 1997. Monatsberichte der deutschen Bundesbank, Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank* (2006): Monatsbericht Dezember 2006 - Zur Wirtschaftlichen Situation kleiner und mittlerer Unternehmen in Deutschland seit 1997. Monatsberichte der deutschen Bundesbank, Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank* (2007): Monatsbericht April 2007 - Leveraged-Buyout-Transaktionen: die Rolle von Finanzintermediären und Aspekte der Finanzstabilität. Monatsberichte der deutschen Bundesbank, Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank* (2007): Monatsbericht Juni 2007 – Vermögensbildung und Finanzierung im Jahr 2006. Monatsberichte der deutschen Bundesbank, Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank* (2007): Monatsbericht September 2007 – Der private Konsum seit der deutschen Wiedervereinigung. Monatsberichte der deutschen Bundesbank, Frankfurt.
- Diamond, D. W.* (1989): Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy* 97, 828-862.
- Diamond, D. W., Dybvig, P. H.* (1983): Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *The Journal of Political Economy* 91, 401-419.
- Dohmen, T., Falk A., Huffman, D., Sunde, U., Schupp, J., Wagner, G. G.* (2005): Individual Risk Attitudes: New Evidence from a Large, Representative, Experimentally-Validated Survey. Discussion Papers of DIW Berlin 511, DIW Berlin.
- Easterwood, J. A., Seth, A., Singer, R.* (1989): The impact of leveraged Buy-Outs on strategic direction. *California Management Review*, 30-43.
- Elsas, R., Krahenen, J.-P.* (1998): Is Relationship Lending Special? Evidence from Credit-File Data in Germany. *Journal of Banking and Finance* 22, 1283-1316.
- European Central Bank* (2007): Large Banks and Private Equity-Sponsored Leveraged Buyouts in the EU. <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/largebanksandprivateequity200704en.pdf>.
- European Commission* (2006): Report of the Alternative Investment Expert Group – Developing European Private Equity. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/ucits/expert-group/comments/uni-europa.pdf.
- EVCA* (2005): Private Equity and Generational Change. An EVCA Buy-Out Committee Paper. http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_105_att_962.pdf

- EVCA (2006): EVCA Barometer June 06. http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_27_art_43_att_1000.pdf.
- EVCA (2007): EVCA Barometer June 07. http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_27_art_56_att_1147.pdf.
- EVCA *Jahrbücher* (Jahrgänge 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2007).
- Ewert, R., Schenk, G., Szczesny, A. (2000): Determinants of Bank-Lending Performance in Germany - Evidence from Credit File Data. *Schmalenbach Business Review* 52, 344-362.
- Feldstein, M. (2006): The Return of Saving. *Foreign Affairs* May/June 2006.
- Financial Services Authority (2006): Private equity: a discussion of risk and regulatory engagement. FSA discussion paper 06/6, Pub Ref: 2753.
- Finn, F., Hodgson, A. C. (2005): Takeover activity in Australia: endogenous and exogenous influences. *Accounting and Finance* 45, 375-394.
- Gaughan, P. A. (2002): *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, Wiley, Third Edition.
- Goodman, M. (2006): Pizza quick flip stirs up trouble. *The Sunday Times*, October 15, 2006.
- Gorton, G., Schmid, F. A. (2000): Universal Banking and the Performance of German Firms. *Journal of Financial Economics* 58, 29-80.
- Guo, S., Hotchkiss, E. S., Song, W. (2007): Do Buyouts (Still) Create Value? <http://ssrn.com/abstract=1009281>.
- Härdle, W., Moro, R., Schäfer, D. (2007): Estimating Probabilities of Default With Support Vector Machines. Mimeo, DIW Berlin und Humboldt-Universität zu Berlin.
- Harris, R., Siegel, D. S., Wright, M. (2005): Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from the United Kingdom. *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press 87, 148-153.
- HELABA, *Landesbank Hessen-Thüringen* (2006): Finanzplatz Frankfurt - Ein Standort bewegt sich. http://www.hessen-agentur.de/mm/Finanzplatz_2006.pdf. Frankfurt am Main.
- Hellwig, M. (2000): Banken zwischen Politik und Markt: Worin besteht die volkswirtschaftliche Verantwortung der Banken? *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 1, 337-356.
- Hertz-Eichenrode, A. (2004): Süßes Kreditgift. *Die Geschichte der Unternehmensfinanzierung in Deutschland*. Frankfurter Allgemeine Buch.
- Holmstrom, B., Kaplan, S. (2001): Corporate Governance and Merger Activity in the United States; Making Sense of the 1980s and 1990s. *Journal of Economic Perspectives* 15, 121-144.
- Hubert, F., Schäfer, D. (2002): Coordination Failure with Multiple Source Lending, the Cost of Protection against a Powerful Lender. *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 158, 256-275.
- IFD (*Initiative Finanzstandort Deutschland*) (2007): Bericht Nr. 3-2007. <http://www.finanzstandort.de/BaseCMP/documents/5000/finalIFDbericht060707.pdf>.
- Jensen, M. C. (1986): Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review* 76, 323-29.
- Jensen, M. C. (1989): Eclipse of the Public Corporation. *Harvard Business Review* (Sept.-Oct. 1989), revised 1997.
- Jensen, M. C. (1991): Corporate control and the politics of finance. *Journal of Applied Corporate Finance* 4, 13-33.
- Jensen, M. C. (1993): The modern industrial revolution: Exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48, 831-80.
- Jensen, M. C., Kaplan S., Stiglin, L. (1989): Effects of LBOs on tax revenues of the US Treasury. *Tax Notes* 42, 727-33.

- Jensen, M. C.; Meckling, W. H. (1976):* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Kaplan, S. (1989):* Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value. *The Journal of Finance* 44, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, New York. New York, December 28-30, 1988. (Jul., 1989), 611-632.
- Kaplan, S. (1989):* The effects of management buyouts on operating performance and value. *Journal of Financial Economics*, Elsevier 24, 217-254.
- Kaplan, S., Stein, J. C., (1993):* The evolution of buyout pricing and financial structure in the 1980s. *Quarterly of Economics* 108, 313-57.
- Kaplan, S., Stein, J. C. (1990):* How risky is the debt in highly leveraged transactions? *Journal of Financial Economics* 27, 215-245.
- Kern, S. (2007):* Sovereign wealth funds – state investment on the rise, DB Research September 2007.
- KfW Bankengruppe (2006):* Unternehmensbefragung 2006, Frankfurt am Main.
- Krahnen, J.-P. (2005):* Der Handel von Kreditrisiken: Eine neue Dimension des Kapitalmarktes. Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 152.
- Krieger, A. (2006):* Kann ein Unternehmen sich selbst kaufen? Hans Böckler Stiftung, Magazin Mitbestimmung 11/2006. http://www.boeckler.de/pdf/magmb_2006_11_krieger.pdf.
- Kruschwitz, L. (2005):* Investitionsrechnung. Oldenbourg, 10. Auflage, München 2005.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. W. (2000):* Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics* 58, 3-27.
- Lehn, K., Poulsen, A. (1988):* Leveraged Buyouts: Wealth created or wealth redistributed? Murray Weidenbaum and Kenneth Chilton (eds.). *Public Policy towards Corporate Takeovers*. New Brunswick, NJ.
- Lehn, K., Poulsen, A. (1989):* Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *The Journal of Finance* 44, No. 3, Papers and Proceedings of the Forty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association, New York. New York, December 28-30, 1988. (Jul., 1989), 771-787.
- Lichtenberg, F. R., Siegel, D. S. (1990):* The effects of leveraged buyouts on productivity and related aspects of firm behavior. *Journal of Financial Economics* 27, 165-194.
- Liebeskind, J., Wiersema, M., Hansen, G. (1992):* LBOs, corporate restructuring and the incentive-intensity hypothesis. *Financial Management* 2, 73-86.
- Long W. F., Ravenscraft, D. J. (1993):* LBOs, Debt and R&D Intensity. *Strategic Management Journal* 14, Special Issue: Corporate Restructuring. (Summer, 1993), 119-135.
- Manne, H. G. (1965):* Mergers and the Market for Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 1965, 110-120.
- Marais, L., Schipper, K., Smith, A. (1989):* Wealth effects of going private on senior securities. *Journal of Financial Economics* 23, 155-91.
- Markovitz, H. (1952):* Portfolio Selection. *The Journal of Finance* 7, 77-91.
- Mitchell, M., Mulherin, H. (1996):* The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity. *Journal of Financial Economics* 41, 193-229.
- Müller, U. (2006):* Wachstumsfaktoren für FrankfurtRheinMain. BAK Basel Economics im Auftrag der Wirtschaftsinitiative FrankfurtRheinMain.
- Muscarella, C., Vetsuypens, M. (1990):* Efficiency and organizational structure: a study of reverse LBOs. *Journal of Finance* 45, 1389-1413.
- Nikoskelainen, E., Wright, M. (2006):* The impact of corporate governance mechanisms on value increase in leveraged buyouts. *Journal of Corporate Finance* (forthcoming).

- OECD* (2007): The Implications Of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance: A Syntheses Of Research About Private Equity-Firms And "Activist Hedge Funds". OECD Steering Group on Corporate Governance. <http://www.oecd.org/dataoecd/60/28/39005553.pdf>.
- Ongena, S., Smith, D. C.* (2000): What determines the Number of Bank Relationships? Cross-Country Evidence, *Journal of Financial Intermediation* 9, 26-56.
- Opler, T., Titman, S.* (1993): The Determinants of Leveraged Buy-Out Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs. *The Journal of Finance* 48, 1985-1999.
- Opler, T. C.*, (1992): Operating performance in leveraged buyouts. *Financial Management* 2, 27-34.
- Palepu, K. G.* (1990): Consequences of Leveraged Buyouts. *Journal of Financial Economics* 27, 247-262.
- Peck, S. W.* (2004): The carrot versus the stick: The role of incentive compensation and debt obligations in the success of LBOs. *American Business Review* 22, 1-12.
- Petersen, M. A., Rajan, R. G.* (1994): The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data. *Journal of Finance* 49, 3-38.
- Petersen, M. A., Rajan, R. G.* (1995): The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships. *The Quarterly Journal of Economics* 110, 407-443.
- Rajan, R. G., Zingales, L.* (1995): What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Renneborg L., Simons, T.* (2005): Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs. ECGI - Finance Working Paper No. 94/2005. CentER Discussion Paper No. 2005-98.
- Renneborg L., Simons, T., Wright, M.* (2006): Why do public firms go private in the UK? Working Paper Series, verfügbar über SSRN: <http://ssrn.com/abstract=873673>.
- Rubinstein, D.* (2007): Die Finanzkrise ist für starke Private-Equity-Anbieter eine Chance zum Einstieg. Capital-Interview in der Ausgabe vom 14.08.2007.
- Sachverständigenrat* (2005): Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2005), Jahresgutachten: 2005/06, "Die Chance nutzen - Reformen mutig voranbringen", 7. Kapitel: Kapitalmarkt und Finanzintermediäre: Unternehmensfinanzierung im Wandel. www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/download/gutachten/ga05_vii.pdf.
- Schäfer, D.* (2003): Die "Geiselhaft" des Relationship-Intermediärs – Eine Nachlese zur Beinahe-Insolvenz des Holzmann-Konzerns. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 4, 65-84.
- Schäfer, D.* (2002): Restructuring Know-How and Collateral, *Kredit und Kapital* 35, 572-594.
- Schäfer, D.* (2004a): Hedge-Fonds – Eine gute Anlageform? *DIW-Wochenbericht* 32/2004, 463-468.
- Schäfer, D.* (2004b): The New Basel Accord and its Impact on Small and Medium-sized Companies, *Economic Bulletin* 40, 209-214.
- Schäfer, D., Schrooten, M.* (2006): Europäische Finanzmarktarchitektur, Vierteljahreshefte für Wirtschaftsforschung, DIW Berlin und Duncker & Humblot, Berlin.
- Schipper, K., Smith, A.*, (1988): Corporate Income Tax Effects of Management Buyouts. Working paper, University of Chicago, July.
- Schmidt R. H., Grote, M. H.* (2005): Was ist und was braucht ein bedeutender Finanzplatz? Working Paper Series: Finance & Accounting, No. 150, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main.
- Schmidt, P. G., Steffens, U.* (2007): Machbarkeitsstudie zur Entwicklung eines Systems von Indikatoren für ein datengestütztes Monitoring des Finanzplatzes Frankfurt am Main. Frankfurt School of Finance & Management im Auftrag des Hessischen Ministeriums für Wirtschaft, Verkehr und Landesentwicklung. Frankfurt am Main.
- Schmidt, R. H., Terberger, E.* (2006): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4. Auflage. Dr. Th. Gabler Verlag, Wiesbaden.

- Shleifer, A., Vishny, R. W.* (1991): The takeover wave of the 1980s. *Journal of Applied Corporate Finance* 4, 49-56.
- Smart, S. B., Waldfogel, J.* (1994): Measuring the Effect of Restructuring on Corporate Performance: The Case of Management Buyouts. *The Review of Economics and Statistics* 76, 503-511.
- Smith, A.* (1990): The effects of leveraged buyouts. *Business Economics* 25, 19-25.
- Stiglitz, J. E., Weiss, A.* (1981): Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *American Economic Review* 71, 393-410.
- Streeck, W., Höpner, M. (Hg.)* (2003): *Alle Macht dem Markt? Fallstudien zur Abwicklung der Deutschland AG*, Campus Verlag, Frankfurt/New York.
- Tett, G.* (2006): Leverage Multiples Reach record Levels. *The Financial Times*, Publication Date: 05/25/2006.
- Thadden v., E. L.* (1990): On the Efficiency of the Market for Corporate Control. *Kyklos* 43, 635–658.
- The Economist* (2006): Barbarians at the gates of Europe. Print edition, Feb, 16th 2006.
- Thompson, S., Wright, M.* (1995): Corporate Governance: The Role of Restructuring Transactions. *The Economic Journal* 105, 690-703.
- Tilly, R., H.* (2003): *Geld und Kredit in der Wirtschaftsgeschichte*. Steiner, Stuttgart.
- Toms, S., Wright, M.* (2005): Divergence and Convergence within Anglo-American Corporate Governance Systems: Evidence from the US and UK, 1950-2000. *Business History* 47, 267 – 295.
- Trichet, J.-C.* (2007): Productivity in the euro area and monetary policy. Special Lecture at the 22nd Annual Congress of the European Economic Association, Budapest, 27 August 2007.
- Warga, A., Welch, I.* (1993): Bondholder Losses in Leveraged Buyouts. *Review of Financial Studies*, Oxford University Press for Society for Financial Studies 6, 959-82.
- Wiersema, M. F., Porter Liebeskind, J.* (1995): The Effects of Leveraged Buyouts on Corporate Growth and Diversification in Large Firms. *Strategic Management Journal* 16, 447-460.
- Williamson, O. E.* (1967): Hierarchical Control and Optimal Firm Size. *Journal of Political Economy* 75, 123 – 138.
- Wright, M., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W., Dial, J.* (2000): Entrepreneurial Growth Through Privatisation: The Upside Of Management Buyouts. *Academy of Management Review*, Publication Date: 07/01/2000.