

5. Buy-out-Strategien

STEFAN CONSTANTIN / HELGE RAU

*Wirklich innovativ ist man nur dann, wenn einmal etwas danebengegangen ist.
(Woody Allen)*

5.1 Innovative Geschäftsideen und neue Finanzierungsquellen

Die New Economy ist in die Jahre gekommen. Insbesondere die weitere Ausbreitung des Internets und der Fortschritt von Telekommunikationstechnologien bieten zwar neue Mittel und Wege für Kommunikation und Information, jedoch nur wenig wirklich innovative Geschäftsideen. Flexible Netzwerke und situative Partnerschaften haben auch in der Vergangenheit Wettbewerbsvorteile gegenüber starren Organisationen geschaffen.

In dieser New Economy wurden in hohem Tempo neue Märkte geschaffen und bestehende Märkte neu definiert. Im Internet entstanden und entstehen neue, ebenso globale wie transparente Marktplätze für Waren, Dienstleistungen und Informationen. Basis für die Ausbreitung und die Erweiterungen der Anwendungsfelder des Internets ist die Entwicklung neuer Hard- und Softwaretechnologien. Mit Hilfe des Internets definieren Unternehmen darüber hinaus ihre gesamten Prozessketten – vom Einkauf über die Leistungserstellung bis zum Kunden – inklusive der entsprechenden Schnittstellen neu unter Nutzung dieses "Tools" zur Informationsgenerierung, -aufnahme und -verteilung. Die Entwicklung in den Jahren 2000 und 2001 hat jedoch gezeigt, dass sich die Finanzierungsarten und -quellen für derartige Unternehmen verändern. Neben den typischen Vertretern der New Economy – jungen Start-up-Unternehmen mit Wagniskapitalfinanzierungen – treten in zunehmendem Maße auch traditionelle Unternehmen auf diesen Märkten auf.

Nachfolgend wird gezeigt, wie Bereiche der New Economy, die heute einen Entwicklungsstand erreicht haben, der die Finanzierung mit Hilfe von Venture Capital weit übersteigt, in den nächsten Stufen finanziert werden könnten. Ins Blickfeld rückt hier die Finanzierung über Private Equity durch professionelle Later-stage-Finanzinvestoren (oder sogenanntes "Corporate Private Equity" von Unternehmen wie *Bertelsmann, Daimler/Chrysler*), die sich in der jüngeren Vergangenheit zunehmend an größeren Unternehmen der "New Economy" beteiligen.

Einen Schwerpunkt bildet hierbei die Transaktionsform des Management Buy-Out, der nicht zuletzt dem Umstand Rechnung trägt, dass die einzelnen Managementpersönlichkeiten und deren Beteiligung am Unternehmenserfolg für die finanzielle Entwicklung des Unternehmens eine wichtige Rolle einnehmen. Hierbei zeigt sich, dass für einige Manager die Entscheidung zwischen der eingeräumten "Stock Option" des Start-Ups (die in vielen Fällen Ihren Wert gezehntelt oder gehundertelt hat) und dem Einsatz von eigenen Mitteln zum

Erwerb von Geschäftsanteilen an dem vom Finanzinvestor gekauften Unternehmen in Richtung einer MBO-Beteiligung getroffen wird.

5.2 Finanzinvestoren/Kapitalbeteiligungsgesellschaften und Buy-Outs

Die häufigste und traditionelle Form des Buy-Out ist der Management-Buy-Out (MBO), bei dem sich das Management am Eigenkapital des von ihm geführten Unternehmens beteiligt. Der Erwerb der Anteile und die Finanzierung des Kaufpreises erfolgen dabei meist zusammen mit Finanzinvestoren.

Bei solchen Finanzinvestoren bzw. Private-Equity-Häusern handelt es sich um Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die in der Regel Beteiligungsfonds auflegen, an denen sich z. B. Banken, Versicherungen, Pensionskassen (vor allem in den USA und Großbritannien) oder Stiftungen beteiligen. Die Mittel dieser Fonds werden anschließend in Unternehmensbeteiligungen nicht börsennotierter (Private-Equity)-Unternehmen investiert. Die Haltedauer der Beteiligungen bei Private-Equity-Häusern liegt ca. zwischen 3 und 5 Jahren. Ziel der Fonds ist in erster Linie, die Beteiligungen am Ende der Haltedauer über einen Verkauf der Anteile mit einer hohen Internal Rate of Return (IRR) zu veräußern. Die durchschnittliche Verzinsung sollte dabei je nach Fonds mindestens zwischen 20 % und 35 % p. a. liegen.

Hierbei ist selbstverständlich auch eine Dividendenrendite in der angegebenen Höhe p. a. möglich, der praxisrelevantere Fall ist – insbesondere vor dem Hintergrund der Finanzierung des Unternehmens mittels Aufnahme von hohem Fremdkapital (auch Leveraged Buy-Out (LBO)) – jedoch der Exit. Dies belegt auch eine Umfrage des BVK e.V. (Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V.) aus dem Jahr 2000 (Abgänge aus den Portfolios der deutschen Kapitalbeteiligungsgesellschaften im BVK insgesamt in Höhe von EUR 1,28 Mrd.

Formen dieses Exits sind:

- der sogenannte „Trade Sale“, d. h. der Verkauf der Beteiligung an einen strategischen /industriellen Investor (39,0 % der Abgänge)
- der Börsengang (9,2 % der Abgänge + 3,2 % nach Lock-up)
- der Verkauf an einen anderen Finanzinvestor mit dem Ziel einer Refinanzierung („Secondary Buy-Out“)
- der („Shareholder) Buy-Back“, d. h. Rückkauf der Unternehmensanteile durch den oder die Altgesellschafter bzw. die Mitgesellschafter (MBO/MBI-Manager). Hier besteht jedoch das Problem, dass in der Regel der bei den Erwerbern entstehende Finanzierungsbedarf sehr hoch ist.

Neben dem MBO sind als weitere wichtige Formen des Buy-Outs der Management-Buy-In (MBI), bei dem ein externes Management die Anteile des Unternehmens gemeinsam mit dem Finanzinvestor erwirbt und der Buy-In-Management-Buy-Out (BIMBO) zu nennen, eine Mischform, bei der das zu beteiligende bestehende Management beispielsweise durch

einen Manager mit Erfahrung bei der Integration weiterer zu akquirierender Unternehmen ergänzt wird.

Weitere Sonderformen, die jedoch häufig nicht klar abgrenzbar sind oder in Mischformen vorkommen, sind der sogenannte EBO (Employee Buy-Out) und der OBO (Owners Buy-Out) (Betsch/Groh/Lohmann, 1998, S. 238). Der EBO, der bspw. in Sanierungsfällen kleiner und mittelgroßer Unternehmen auftritt und gegebenenfalls auch in der sich konsolidieren New Economy eine größere Rolle spielen wird, wurde früher in erster Linie zur Abwehr feindlicher Übernahmen genutzt.

Der OBO dient in erster Linie der Nachfolgeregelung und wird meist so ausgestaltet, dass sich der Alteigentümer an einer Erwerbengesellschaft beteiligt, der er die Anteile überträgt.

Auf die Ausgestaltung eines solchen Buy-Out soll im **Abschnitt 4.4** eingegangen werden.

5.3 Anlässe für Buy-Outs in der New Economy

In der zweiten Hälfte der 60er Jahre wurden die ersten Venture-Capital-Gesellschaften und Private-Equity-Häuser von Banken und privaten Investoren gegründet. Der erste Boom Ende der 80er Jahre wurde von amerikanischen Häusern wie *Kohlberg/Kravis/Roberts* (KKR), *Clayton Dublier & Rice* (CD&R) und *The Blackstone Group* mit hoch fremdfinanzierten Transaktionen, teilweise unter Ausgabe von Junk-Bonds, geprägt (Allen, 1999, S. 709). Daraus resultierte ein starkes Wachstum der Kapitalbeteiligungsbranche auch in Deutschland in den späten 80er und frühen 90er Jahren.

Zu Beginn der 90er Jahre bildeten sich im deutschsprachigen Raum erste Spezialisten für den Erwerb und die Finanzierung von Early-Stage Technologie-Unternehmen (erste "New-Economy" Welle) sowie für MBO/MBIs. Das Wachstum der Private Equity Branche in den vergangenen 5 Jahren von einem Gesamtportfolio aller vom BVK erfaßten Finanzinvestoren in Deutschland in Höhe von EUR 2,86 Mrd. in 1995 auf rund EUR 9,71 Mrd. in 2000 zeigt neben dem stark wachsenden Fondsvolumen auch einen hohen Anteil von Neuinvestitionen im Jahr 2000 in Höhe von EUR 3,78 Mrd. Dabei dominierten im Jahr 2000 Early stage-Finanzierungen mit 35,9 % und Expansionsfinanzierungen mit 35,1 % (Fromann, 2001). Es ist davon auszugehen, dass ein Großteil dieser Investitionen auf New Economy Unternehmen entfiel, allein 54 % waren Computer-, Kommunikations-, Bio- und Medizintechnologie-orientiert. **Abbildung 1**: Europäische Buy-Outs (1997–1999) (Becker, 2000, S. 19):

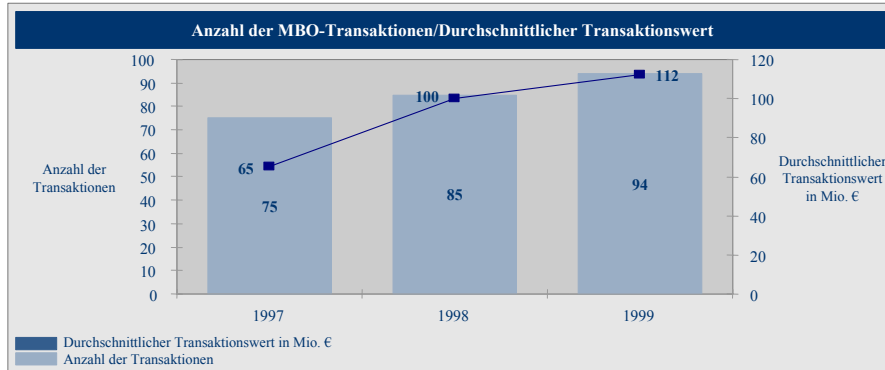


Abbildung 1: Anzahl der MBO-Transaktionen/Durchschnittlicher Transaktionswert (Quelle: Becker, 2000, S. 18)

Vor diesem Hintergrund und im Hinblick auf die höheren Renditeerwartungen von Investoren, wendeten sich traditionelle Finanzinvestoren zunehmend auch risikoreicheren Engagements in wachstumsstarken New Economy Unternehmen zu (Wright/Burrows/Loihl, 2000). Dieser Trend ist jedoch aufgrund der Markt- und Börsenentwicklung eher rückläufig. Die Nachfolgeregelung bildet bei Unternehmen der New Economy aufgrund des Alters der Gesellschafter eher selten den Grund für einen Buy-Out, daher rücken im Wesentlichen drei andere Anlässe für Buy-Outs in der New Economy ins Blickfeld:

Der Wechsel vom Venture Capitalisten zum Finanzinvestor, der Spin-off aus einem Konzern oder der Rückzug von der Börse (Taking Private).

5.3.1 Der Wechsel vom Venture Capitalist zum Finanzinvestoren

Die der anglo-amerikanischen Definition entsprechenden "klassischen Venture Capitalists" (im folgenden VCs), stellen jungen Unternehmen in einem sehr frühen Stadium (Seed und Start-up-Financing) Finanzmittel zur Verfügung. Für das Risiko, das sie hierbei eingehen, erwarten diese VCs eine entsprechend hohe Verzinsung des eingesetzten Kapitals bzw. für einen festgesetzten Betrag, der meist per Kapitalerhöhung in das Unternehmen eingebracht wird, einen hohen Anteil am Eigenkapital des Unternehmens.

Nachdem die ersten Phasen durchschritten sind (Bspw. Entwicklung eines Prototypen; Klinische Tests des Biotech-Medikaments) tritt in der Regel die erste Wachstumsphase (Expansionsstade I) mit weiterem Kapitalbedarf ein. Dies kann beispielhaft wie folgt dargestellt werden: Das Produkt des New-Economy-Unternehmens wird am Markt lanciert, eine Vertriebsorganisation soll aufgebaut werden oder der bereits im Inland generierte – noch geringe – Umsatz soll durch gezielte Marketingaktivitäten im benachbarten Ausland ausgebaut werden. Hierzu sind hohe Investitionen seitens der Gesellschaft notwendig, sei es in Personalsuche und Aufbau, in Aufbau des Working Capital oder in zusätzliche "Produktionskapazitäten".

An dieser Stelle bewegt sich die New Economy in bekannten Gefilden, das Wachstumskapital des Automobilzulieferers für die Spritzgussanlage in der Nähe des VW Werkes in Sao Paulo unterscheidet sich finanztechnisch nur unwesentlich von der Herstellung eines Sattlennetzes zur Erschließung neuer Märkte in der Internet-Telephonie. Beiden ist der zunächst negative Free Cash Flow ebenso gemein, wie die Anlaufverluste und der Fehlerbehebung in der Testphase.

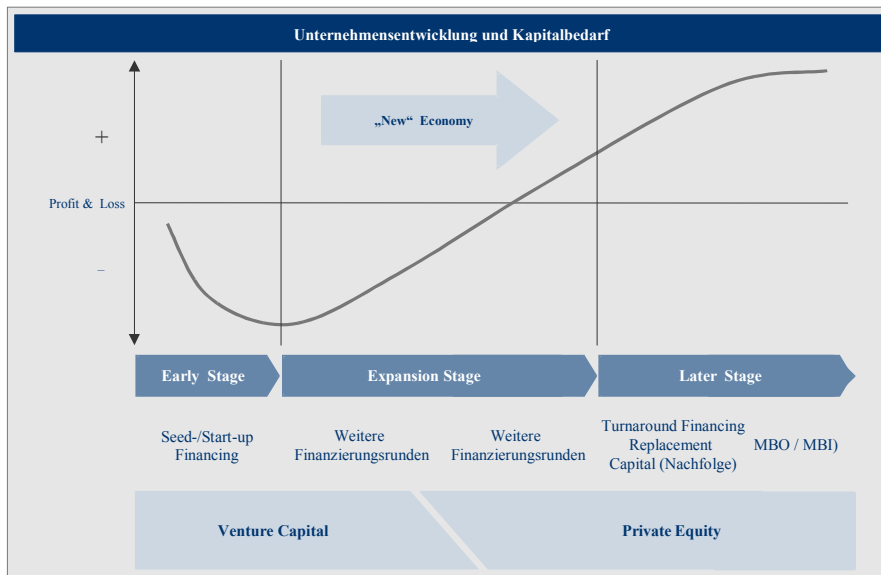


Abbildung 2: Unternehmensentwicklung und Kapitalbedarf

Der nächste Finanzierungsschritt im Rahmen der Beteiligung von Finanzinvestoren kann die sogenannte „Bridge“ oder „Pre-IPO“ Finanzierung sein. Diese Überbrückungsfinanzierung, bei der einem Unternehmen Kapital zur Vorbereitung eines Börsenganges oder zur Überwindung von Wachstumsschwellen vor dem Trade Sale zur Verfügung gestellt wird, ist im Rahmen des Börsenganges vieler New Economy Unternehmen inzwischen eine Standardfinanzierungsform geworden. Vor dem Hintergrund der Entwicklung des Kapitalmarktes innerhalb der Jahre 2000/2001 kann jedoch davon ausgegangen werden, dass auch diese Bridge-Finanzierung immer häufiger erst erfolgen wird, wenn der Break-even bereits erreicht wurde und somit die Bridge-Finanzierung definitionsgemäß eher als Later-stage Finanzierung bezeichnet werden müsste.

Zu diesen Later-stage Finanzierungen gehört auch das sogenannte Replacement Capital. Um die Basis einer dem Marktwachstum angepassten Investitionsentwicklung zu schaffen und/oder zu stärken, werden die Altgesellschafter vom Finanzinvestor ausgekauft. Dieser Gedanke liegt auch in einigen Fällen dem „Turn-around-Financing“ zugrunde, welches im Rahmen der Finanzierung von Unternehmen nach einer Verlust-/oder Sanierungsphase ebenfalls zur Nachholung notwendiger Investitionen mit anschließenden Wachstum genutzt werden sollte (Schefczyk, 2000, S. 23).

Über die Finanzierung hinaus bringen Finanzinvestoren in der Regel auch Know-how über externe Berater, Aufsichtsratsmitglieder oder Unternehmer anderer Portfolio-Unternehmen ein. Selbstverständlich verfügen viele der renommierten Kapitalbeteiligungsgesellschaften über umfangreiche Netzwerke die von der Finanzierungsseite bis zum Audit einen Wertzuwachs für das Unternehmen schaffen können. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass junge Unternehmen der New Economy in der sich an die Gründung und den Markteintritt anschließenden Wachstumsphase operativ überfordert waren¹. Erfahrungen aus der "Old Economy", die die Finanzinvestoren und ihr Netzwerk in der Regel mitbringen, können hier sehr wertvoll sein.

5.3.2 Taking Private

Bei vielen der Unternehmen, die in der Vergangenheit an die NASDAQ bzw. in den letzten 2½ Jahren an den europäischen jungen Börsen Neuer Markt, Nouveaux Marche und Techmark ihren Börsengang (Initial Public Offering oder IPO) durchgeführt haben, handelt es sich um klassische New-Economy- Unternehmen. Eine Betrachtung der Entwicklung der Kurse dieser Unternehmen und damit der gesunkenen Marktkapitalisierungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Buches, bestätigt die Vermutung, dass neben den bereits viel beschriebenen "Internet Dot-Gones" auch alle anderen Bereiche der New Economy unter der TIMES-Krankheit (wie z. B. hohe Anfangsverluste nach Börsengang, keine oder nur niedrige Free Cash Flows, widerrufen Forecasts und Gewinnwarnungen, zu hohe Kaufpreise für kleine Akquisitionen) leiden. Die Aktienkurse dieser stark risikobehafteten Unternehmen unterliegen – schon ausgehend von ihren Geschäftsmodellen - einer hohen Volatilität. Selbst bei reinen Old-Economy-Unternehmen hat sich in den letzten 30 Jahren die Volatilität verdoppelt (Borison, 2001, S. 5). Aufgrund dieser hohen Volatilität und der derzeit niedrigen Marktkapitalisierung sind die börsennotierten New-Economy-Unternehmen potenzielle Ziele für sogenannte „Taking privates“ durch Finanzinvestoren. Geht die Initiative zu einem Rückzug von der Börse vom Vorstand des Unternehmens aus, wird vom sogenannten „Going Private“ gesprochen.

Eine Untersuchung einer britischen Investmentbank ergab hierzu, dass institutionelle Anleger dazu tendieren, sich von „Small Caps“ mit einer Marktkapitalisierung, die unter € 150 Mio. liegt, zu trennen, da aus ihrer Sicht Unternehmen einer solchen Größe nicht an die Börse, sondern wieder zurück in "private Hände" gehören. Damit wird sich der in den USA und in UK schon lange anhaltende Trend der Delistings auch auf dem europäischen Kontinent durchsetzen. Das Delisting oder der "Börsenweggang" soll kurz an einem Beispiel dargestellt werden:

Der für diese Darstellung von uns erfundene Internet Solution Provider "New ECO" AG notiert im August des Jahres 2001, d. h. 2 Jahre nach dem Börsengang in 1999 bereits 40 % unter dem Emissionskurs und weist eine Börsenkapitalisierung in Höhe von nur noch

¹ Symptomatisch hierfür sind die Probleme, die Internet-Retailer wie z. B. die mittlerweile in Konkurs gegangene *E-Toys*, bei der termingerechten Auslieferung von bestellten Artikeln zu Weihnachten hatten.

€ 40 Mio. auf. Der Free-Float des Unternehmens beläuft sich auf 65 %, die Gründungsgesellschafter (nicht mehr im Management) sind mit 35 % am Unternehmen beteiligt.

Der Private Equity Fonds "BUYIT" valuiert das New Economy Unternehmen auf Basis einer Analyse des Marktes, der Erfolgsaussichten und einer eingehenden Discounted Cash Flow- (DCF-) Betrachtung mit einer Eigenkapitalbewertung von € 70 Mio. An der Aktie besteht nur sehr wenig Interesse und die Volumina sind seit Mitte des Jahres 2000 gering. Das Unternehmen muss in eine neue Technologie investieren, würde aber im Rahmen einer Kapitalerhöhung nicht die notwendigen Mittel zur Verfügung gestellt bekommen. Nun wird BUYIT den Altgesellschaftern einen Vorschlag unterbreiten, der wie folgt lautet:

Die Paketaktionäre verpflichten sich, in einem sogenannten Lock-up-Vertrag ihre Anteile an BUYIT mit einer festgesetzten Prämie (Premium) über dem derzeitigen Börsenkurs zu verkaufen, wenn im Rahmen des darauffolgenden öffentlichen Übernahmeangebots an die freien Aktionäre BUYIT erfolgreich die erforderlichen Anteile erwerben kann. Das Premium auf den aktuellen Börsenkurs kann sich bei einer solchen "freundlichen" Übernahme zwischen 20 % und 35 % bewegen. Sollte die Übernahme feindlich, das heißt gegen den Vorstand des Unternehmens erfolgen, kann durchaus mit einem Kontrollerwerbsagio von 50 % gerechnet werden.

So die Paketaktionäre zustimmen, werden im Anschluss die Aktien des Unternehmens erworben. Sind die für einen solchen Vorgang erforderlichen Aktien im Besitz des Finanzinvestors, wird das Unternehmen "delisted", d. h. die Börsennotierung wird aufgehoben und das Unternehmen in ein "Privat"-Unternehmen umgewandelt.

Im nächsten Schritt wird im Falle der freundlichen Übernahme der Investor das einzubindende Management am Eigenkapital der neugegründeten Erwerber-Holding beteiligen. Auf die Möglichkeiten der Ausgestaltung dieser Beteiligung soll in **Abschnitt 4.4.3** eingegangen werden.

5.3.3 Spin-Off

Unter anderem durch die revolutionäre Entwicklung und den Einsatz des Internet entstanden und entstehen auch innerhalb traditioneller Unternehmen neue Geschäftsideen und – konzepte. Beispiele hierfür sind neben den "outgesourcten" Biotech-Einheiten der großen Pharmakonzerne professionelle Internet-Marktplätze², neue Softwareprodukte oder spezielle Logistik- und Beratungsdienstleistungen. Ursprünglich für den "Konzernbedarf" entwickelte Produkte und erworbenes Know-how lässt sich häufig auch extern vermarkten und ist im Gebilde des Großunternehmens auch durch die Nachfrage interner Konsumenten geprägt – und beschränkt. Daraus kann ein sogenannter Spin- Off entstehen, worunter die Abspaltung oder Verselbständigung von Unternehmensteilen verstanden wird. Eine Typologisierung des Spin-Off⁴ zur

² Beispiele hierfür sind "COVISINT" als Einkaufsplattform wesentlicher Automobilkonzerne wie DaimlerChrysler, General Motors, Renault/Nissan und Ford und "Cheop" als Chemiehandelsbörse der Metallgesellschaft.

- Trennung von „Nicht-Kern“ Bereichen, die nicht mehr zur Konzernstrategie passen;
- Externalisierung von Unternehmensfunktionen mit entsprechender Kostenreduzierung und/oder
- Vermeidung von Sozialplankosten

und einem „Entrepreneurial/ Pro-active Spin-Off“, getrieben meist durch eine oder mehrere Personen die ein neues Unternehmen auf der Basis des in einem Konzern oder im Institut einer Universität erworbenen Know-how gründen.

Wie in der Old-Economy können beim Spin-Off insbesondere die Kapazitäten für außerhalb des Unternehmensverbundes befindliche Kunden genutzt werden. Der Werkzeugmaschinenbauer im großen Maschinenbaukonzern, dessen hergestellte Werkzeuge im Konzern eingesetzt und unter Verrechnungspreisgestaltung von der Schwestergesellschaft erworben werden, würde mit seinem Know-how gerne auch den Wettbewerb bedienen. Ist er nach dem Spin-Off wirtschaftlich und rechtlich selbständig, können häufig Ressourcen besser alloziiert werden. Das gleiche gilt für den Internet-Einkaufs-Marktplatz des Automobilkonzerns, der die gleiche Plattform auch an Wettbewerber veräußern oder aber auf einen anderen Sektor übertragen könnte.

Liegen die betreffenden Aktivitäten außerhalb der Kernkompetenzen des betreffenden Unternehmens und wird ihnen keine strategische Bedeutung beigemessen, wird von einem Streamlining Spin-Off, häufig in Form eines MBO gesprochen. Der veräußernde Konzern muss für die Aktivität keine Ressourcen für das weitere Wachstum mehr zur Verfügung stellen und erhält darüber hinaus aus der Veräußerung finanzielle Mittel, die er in sein Kerngeschäft investieren kann.

5.4 Die Gestaltung eines Buy-Outs

5.4.1 Ablauf

Der idealtypischen Verlauf beim Buy-Out eines privaten (d. h. nicht börsennotierten) Unternehmens kann wie folgt dargestellt werden:

Zunächst wird einer der Transaktionsbeteiligten den ersten Prozessschritt einleiten. Dies können in der Regel (1) der potenzielle Finanzinvestor, (2) der Veräußerer oder (3) das Management(-team) bei MBO/MBI Transaktionen sein. Die zur Zeit noch relativ seltene Form ist die Direktansprache des Managements oder des Veräußerers durch den Investor (1). Es ist jedoch davon auszugehen, dass gerade im Zuge der zunehmenden Aktivitäten im oben dargestellten Bereich „Taking Private“ diese Form zunimmt, weil hier klar identifizierbare Ansprechpartner und erste Bewertungseinschätzungen den Prozessbeginn beschleunigen.

(2) Der Veräußerer kann, gegebenenfalls unter Zuhilfenahme eines Corporate-Finance-Beraters/einer Investmentbank, einen Prozess beginnen, bei dem er z. B. den zu veräußernden Teil des Unternehmens im Rahmen eines klassischen Parallelverfahrens oder einer (limitierten) Auktion potenziellen Käufern nach Unterzeichnung einer Vertraulichkeitserklä-

zung ("Confidentiality Agreement") mittels eines vom Berater oder Unternehmen zu erstellenden Vertraulichen Informationsmemorandum nahebringt. Diese Variante ist in erster Linie bei Konzern Spin-Offs, Secondary Buy-Outs von Kapitalgesellschaften an Kapitalgesellschaften sowie "modernen Nachfolgeregelungen" zu finden. Viele der nicht börsennotierten New-Economy-Unternehmen haben zumeist einen so kleinen Gesellschafterkreis, dass sich bei einer Veräußerung die Anteilseigner sehr schnell über einen möglichen Verkauf abstimmen, so dass entweder ein gemeinsamer Veräußerungsprozess angestrengt wird oder aber – wie in vielen traditionellen Mittelstandsunternehmen – der ausscheidende Anteilsveräußerer lange Verhandlungsprozesse mit den verbleibenden Gesellschaftern führt, die nicht selten mit vergleichenden Wertgutachten von Wirtschaftsprüfern oder den persönlichen Steuerberatern enden.

Gehen wir hier von dem Beispielfall einer Initiierung durch das noch nicht beteiligte Management (3) der Internetplattform eines Einzelhandelsunternehmens (bspw. Kaufhauskette) aus. Der Internethandel profitiert einerseits vom Zentraleinkauf des großen Handelshauses, hat jedoch eine vollkommen konzernunabhängige Aufstellung. Im ersten Schritt erarbeiten die Manager einen Business Plan, der den Bereich als „Stand-alone-Unternehmen“ betrachten sollte.

Neben der Darstellung des Geschäftsmodells und dessen Erweiterung nach Ausgliederung aus dem Unternehmensverbund spielt die daraus resultierende Finanzplanung eine entscheidende Rolle in der Betrachtung des Business Planes durch den Finanzinvestor. Im Gegensatz zu Venture-Capital-Gebern, welche in den Frühphasen zur Reduzierung ihrer (durch Informationsasymmetrie bedingten) Agency-Kosten teilweise sogar bei der Erstellung des Business Planes entscheidend mitwirken (Pape/Beyer, 2001, S. 630 und S. 633), werden bei Later-Stage MBO's sehr hohe Anforderungen an den "Financial-Business Plan" gestellt. Daher sollte die Finanzplanung auf Basis der Geschäftsstrategie sowie der aktuellen Finanzdaten für die nächsten 3 bis 5 Jahre entwickelt und durch detaillierte Annahmen bezüglich der einzelnen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung sowie der Bilanz unterlegt werden. Diese Ausarbeitungen dienen zunächst als Basis für die Unternehmensbewertung und schaffen erste Transparenz sowie eine Argumentationsgrundlage für alle am Buy-Out beteiligten Parteien.

Den sich rasch verändernden Marktbedingungen bei Technologieunternehmen sollte bei der Finanzplanung durch Sensitivitätsanalysen und die Abbildung einer möglichen Bandbreite der zukünftigen Entwicklung Rechnung getragen werden.

Zudem erstellt im Beispiel das Management eine Art "Informationsmemorandum", das eine umfassende Beschreibung aller relevanten Aspekte des Unternehmens beinhaltet. Hierzu gehören in unserem Fall die logistischen Abläufe, der gegebenenfalls geänderte Einkauf, die Zielgruppendefinition für das Internet-Retailing, die EDP-Plattform und als zweites zentrales Element, die Beschreibung des Management-Teams. Selbstverständlich ist für einen Finanzinvestor, der in ein Unternehmen investiert, in dem er voraussichtlich maximal als "aktiver Beirat" tätig sein wird, essentiell, ein gutes und branchenerfahrenes Management in der Führung der Beteiligung zu haben. Die sich aus dieser Beziehung ergebenden Anreiz/Kontroll-(Prinzipal-Agenten)-Problematiken und mögliche Lösungswege (einschließ-

lich praktischer Ansätze) soll im **Kapitel 4.4.3** dargestellt werden, in dem die Rolle des Management im Buy-Out betrachtet wird.

In einem nächsten Schritt stellt das Management-Team in unserem vereinfachten Fall den Gesellschaftern des Unternehmens seine Pläne vor und kann diese überzeugen, dass eine Veräußerung des Teilbereiches zu diesem Zeitpunkt sinnvoll ist. Im Zuge der Beauftragung eines Corporate-Finance-Beraters mit dem Verkauf, überarbeitet dieser das Informationsmemorandum so, dass es an die Finanzinvestoren im Rahmen eines Parallelverfahrens übersendet werden kann. Vor Nennung des Unternehmensnamens und Übersendung des Informationsmemorandums unterzeichnen die Finanzinvestoren oder andere Interessenten in der Regel eine Vertraulichkeitserklärung (NDA=Non-disclosure-Agreement) mit der sie sich verpflichten, alle nicht öffentlich zugänglichen Unternehmensinformationen sowie die Tatsache, dass das Unternehmen zum Verkauf steht, vertraulich zu behandeln und entsprechende Informationen nur Mitarbeitern oder Beratern zugänglich zu machen, die mit der Durchführung der Transaktion betraut sind. Üblicherweise ist die Laufzeit solcher Vertraulichkeitserklärungen auf einen Zeitraum von 2–3 Jahren begrenzt. Allerdings ist die Nachweisbarkeit des Bruches einer Vertraulichkeitserklärung in der Praxis nur sehr eingeschränkt gegeben.

Nach der Prüfung des Memorandums und des Business Planes durch die potentiellen Investoren und nach einem Unternehmensbesuch werden diese ein indikatives Angebot („Letter of Intent“ (LOI)) abgeben, das neben dem Kaufpreis in der Regel Angaben über die Struktur des Buy-Outs sowie die Bedingungen für das Angebot enthält (Gremienvorbehalte der Investmentkomitees; zufriedenstellende Due Diligence, Klausel über den Verbleib des Managements im Unternehmen u. ä.). Anschließend wird der Verkäufer einem oder mehreren Interessenten die Gelegenheit zu einer Due Diligence, d. h. einer sogenannten Sorgfältigkeitsprüfung des Unternehmensbereiches, geben.

Auf diese Prüfung, bei der u.a. alle Finanzdaten, wichtigen Verträge sowie Prozesse seitens des Finanzinvestors und seiner Berater (insbesondere Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwälte und technische Consultants) untersucht werden, folgt in unserem Beispielfall eine Bestätigung des LOI und somit der Eckpunkte des anschließend zu verhandelnden Kaufvertrages zwischen dem Alteigentümer und dem Finanzinvestor. Der beste Bieter erhält nun in einem weiteren Schritt besonders sensible Daten des Unternehmens zur Einsicht bereitgestellt ("Last Minute Due Diligence").

Zum Abschluss der Transaktion (Closing) werden die genauen Parameter der Transaktion in einem Vertragswerk festgelegt, welches neben der genauen Determinierung der o. g. Elemente insbesondere die Rechte und Pflichten des Verkäufers und des Käufers festlegt. Hier werden die Gewährleistungen und Garantien, sowie die Zusicherungen und Freistellungen definiert. Mögliche Transaktionsstrukturen und deren Finanzierung sind im folgenden **Abschnitt 5.4.2** dargestellt.

Ebenso von entscheidender Bedeutung für den Buy-Out ist jedoch die Ausgestaltung des Beteiligungsvertrages (oder Aktionärsvereinbarung) für das Management, denn hier gilt es

den Großteil der Prinzipal-Agenten-Probleme im Rahmen der Transaktion, der Zukunft des Unternehmens und des Exit zu lösen. Darauf soll im **Abschnitt 5.4.3** eingegangen werden.

5.4.2 Übernahmestruktur und Finanzierung

Die Realisierung eines Buy-Outs kann entweder durch den Erwerb von Geschäftsanteilen ("Share Deal") oder von Vermögensgegenständen ("Asset Deal") erfolgen (Becker, 2000, S. 67).

Beim „Share Deal“ werden die Geschäftsanteile des Zielunternehmens vom Erwerber übernommen und entsprechend in der Bilanz des Erwerbers als Beteiligung bilanziert. Diese Transaktionsform ist für den Verkäufer aus folgenden Gründen vorteilhaft:

- Haftungsrechtlich gehen beim „Share-Deal“ mit den Anteilen auch die Verbindlichkeiten des Veräußerers auf den Erwerber über
- Steuerlich ist das Verfahren in den meisten Fällen günstiger, insbesondere vor dem Hintergrund der steuerlichen Befreiung von Kapitalgesellschaften bei der Veräußerung von Kapitalgesellschaften ab dem 1. Januar 2002 wird diese Transaktionsform weiter vom Verkäufer präferiert sein
- Gegebenenfalls aus Kosten- und Vereinfachungsgründen (für Wirtschaftsprüfer und Rechtsanwälte bei Aufstellung, wertmäßiger Erfassung und Übertragung der einzelnen Vermögensgegenstände)

Insbesondere aus steuerlicher Sicht sind jedoch die Finanzinvestoren an dieser Transaktionsform – dem reinen „Share Deal“ – nicht interessiert. Die Erwerbergesellschaft kann in diesem Fall lediglich die Anschaffungskosten der Beteiligung aktivieren. Diese Anschaffungskosten sind die Differenz zwischen dem Kaufpreis für die Beteiligung und dem steuerlichen Zeitwert der Aktiva und der Verbindlichkeiten der Gesellschaft. Somit ist keine „Goodwill-Abschreibung“ möglich.

Beim in der Regel von Finanzinvestoren bevorzugten „Asset Deal“ werden (ausgewählte) Aktiva und Verbindlichkeiten des Zielunternehmens von einer vorhandenen oder neu zu gründenden Gesellschaft übernommen. Diese Erwerber-Gesellschaft wird in der Literatur als „NewCo.“ bezeichnet. In der Bilanz des Käufers werden somit das gesamte Vermögen und die Verbindlichkeiten in den jeweils einzelnen Positionen bilanziert.³

Um eine Lösung des Interessenkonfliktes herbeizuführen, wurden in der Vergangenheit insbesondere zwei Modelle entwickelt, das sogenannte Umwandlungsmodell und das Kombinationsmodell.

Beim Umwandlungsmodell erwirbt zunächst die „NewCo.“ in Form einer Personengesellschaft die Anteile an der Zielgesellschaft. Im nächsten Schritt wird die Zielgesellschaft auf

³ Der hier entstehende Goodwill, der sich aus der gleichen Differenz wie bei der Berechnung der Anschaffungskosten ergibt, kann entsprechend der geltenden Gesetzgebung über den jeweils gültigen Zeitraum (EStG/KöStG: von 15 Jahren/IAS: 20 Jahre/US-GAAP: nach Impairment-Prüfung bleibt der Wertansatz bestehen) amortisiert werden.

die Erwerbengesellschaft verschmolzen. Anschließend folgt die eigentliche Umwandlung der Gesellschaft von einer Personen- in eine Kapitalgesellschaft. Bei diesem Modell machen die Käufer sich die sogenannte Buchwertaufstockung in der Ergänzungsbilanz des Gesellschafters der Personengesellschaft zu nutze. Dieses Modell wird nach dem 1. Januar 2001 nur eingeschränkt verwendet, da der Fiskus die Buchwertaufstockung und die damit entstehenden Abschreibungsmöglichkeit nicht mehr ermöglicht.

Die von einigen Steuerrechtlern vertretene „Organschaftsmodelle“ oder die „Modelle der steuerlichen Mitunternehmerschaft“ (Dautel, 2001, S. 423–427) werden jedoch noch in Einzelfällen verwendet werden.

Das Kombinationsmodell (in der englischsprachigen Literatur auch als „Roll-over“ bezeichnet) beginnt ebenfalls mit der Gründung einer „NewCo“. Diese wird vom Finanzinvestor zunächst mit Eigenkapital ausgestattet. Die Fremdkapitalgeber (und ggfs. Mezzanine-Finanzierer) statten die „NewCo.“ mit den entsprechenden Fremdmitteln aus. Nun erwirbt die „NewCo.“ die Anteile am Zielunternehmen vom Verkäufer und dann die Assets aller Tochtergesellschaften zum Verkehrswert. Damit entsteht Abschreibungspotential in der „NewCo.“, denn dort werden die stillen Reserven des Zielunternehmens aktiviert. In einem letzten Schritt wird der Veräußerungsgewinn an die „NewCo.“ ausgeschüttet und bei der Beteiligung derselbe (wertmindernde) Betrag abgeschrieben. Auch hier ist die Abschreibungsmöglichkeit durch die neue Gesetzgebung § 3c Abs. 2, 3 Nr. 40 EstG n.F. auf die Hälfte reduziert worden (Dautel, 2001, S. 423).

Einer der die Rendite bestimmenden Parameter in einer solchen Transaktion ist der "Leverage“, das heißt, inwieweit ist die Transaktion fremdfinanzierbar⁴. Der Leverage Effekt bei LBOs setzt voraus, dass das Fremdkapital mit dem angenommenen Zinssatz bedient und dies als betrieblicher Aufwand geltend gemacht wird. Daraus folgt, dass die EK-Rendite mit steigender Verschuldung zunimmt, solange die Gesamtkapitalrendite höher ist als der Fremdkapitalzinssatz. Dieser Möglichkeit der Fremdfinanzierung steht jedoch ein erhöhtes Kapitalstruktur-Risiko gegenüber. Somit sind neben dem positiven Leverage-Effekt die Vorrangigkeit bei der Tilgung sowie die Besicherung von Assets des Unternehmens bei der Verwendung von sogenanntem „Senior Debt“ bei der Finanzierungsstruktur zu berücksichtigen. In dem von uns betrachteten Sektor haben einige Vermögensgegenstände jedoch häufig nur einen geringen nachhaltigen Wert (oder sind nicht bilanzierbar) und sind damit zur Besicherung ungeeignet.

Ein Leverage-Buy-Out-Kredit könnte daher aufgrund seiner spezifischen Anforderungen im Rahmen der Finanzierung von Technologie-Buy-Outs bspw. folgende Ausgestaltung haben: Das Zielunternehmen besitzt eigene Grundstücke auf die eine erstrangige Grundschuld eingetragen wird. Zudem werden die Anlagen, die einen höheren Wert haben, sicherungsübereignet. Um das Ausfallrisiko weiter zu senken, werden sogenannte "Convenants" vereinbart, die bei Nichterreichen zur sofortigen Fälligkeit des Kredites führen. Ebenso wird eine Marge von bspw. 2 % auf den aktuellen Euribor festgelegt. Damit ist der Senior-

4 Zur historischen Entwicklung der Finanzierung von Buy-Outs siehe auch KAPLAN/STEIN und ALLEN (Kaplan/Stein, 1999, S. 691–707; Allen, 1999, S. 708 ff.)

Debt-Anteil der Kaufpreisfinanzierung abgeschlossen. Bei einer Buy-Outüblichen Finanzierungsstruktur wird dieser Anteil häufig einschließlich weiterer Fremd- und Mezzanine-Mittel 2/3 bis über 80 % des gesamten Kaufpreises ausmachen.

Im Hinblick auf New Economy Buy-Outs kann sehr stark zwischen kleineren und mittleren und großen Projekten differenziert werden. Je kleiner der Transaktionswert, desto wahrscheinlicher ist, dass lediglich Senior Debt zur Transaktionsfinanzierung herangezogen werden kann (Becker, 2000, S. 34) und somit besicherbare Assets zur Verfügung stehen sollten. Im Falle von Hochtechnologie-Buy-Outs, mit wenig besicherbaren Assets, liegen – in Abhängigkeit von der Buy-Out Phase (siehe Abb. Seite xx) – hohe positive Cash Flows häufig erst in der Zukunft, so dass die Bedienung von Kreditverbindlichkeiten zunächst nur eingeschränkt möglich ist.

Daher werden sogenannte "Mezzanine-Instrumente", bei denen es sich um Fremdkapital mit Eigenkapitalcharakter handelt, eingesetzt. In den USA und Großbritannien genießen Mezzanine-Instrumente seit längerer Zeit eine hohe Akzeptanz insbesondere bei Akquisitions- und Projektfinanzierungen (wie bspw. Junk-Bonds" oder High-Yield-Bonds"). Mezzanine Finanzierungen haben ein großes Strukturierungspotential, dass den Interessen beider Seiten gerecht werden kann, weil es über Laufzeit, Rang, Tilgungszeitpunkt, Wandelbarkeit ggfs. Stimmrechte und selbstverständlich den Zins gesteuert werden kann. Beispielsweise gilt: Je länger die Laufzeit eines nachrangigen Darlehens, desto höher kann der Zinsatz sein. Für den Senior-Debt-Geber ist die Mezzanine-Finanzierung in den meisten Fällen praktisch Eigenkapital, es kann zur Bedienung seines (Fremd-)Kapitals eingesetzt werden.

In Deutschland gebräuchliche Formen von Mezzanine-Instrumenten sind (Betsch/Groh/Lohmann, 1998, S. 219):

Mezzanine-Instrumente	
Privatplatzierungsinstrumente	Kapitalmarktinstrumente
<ul style="list-style-type: none"> ■ Nachrangiges Darlehen ■ Patriarcharisches Darlehen ■ Stille Beteiligung ■ Seller's Note 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Zero-Bond ■ Wandelanleihe ■ Going Public Optionsanleihe ■ Genuschein

Abbildung 3: "Mezzanine"

Die nachrangigen Darlehen („Subordinated Debt" oder „Junior Debt") sind überwiegend unbesicherte Darlehen, deren Gläubiger im Falle der Insolvenz erst nachrangig aus der Masse befriedigt werden (Betsch/Groh/Lohmann, 1998, S. 217).

Die Tilgung von Mezzanine-Mitteln erfolgt ebenfalls häufig erst nach Rückführung der vorrangigen Darlehen. Daher haben Mezzanine-Instrumente häufig längere Laufzeiten und können mit einer anfänglichen Tilgungsaussetzung ausgestattet werden. Ebenfalls besteht die Möglichkeit, zur „Schonung" des Cash Flows der ersten Jahre, auf die Zinsen zu verzichten und diese erst am Laufzeitende einzunehmen.

Beim patriachischen Darlehen wird neben einer festen Verzinsung das Recht auf eine Gewinnbeteiligung gewährt. Eine Ausgestaltungsmöglichkeit des Verkäuferdarlehens (oder

„Sellers Note“) ist der bereits oben beschriebene „Earn-Out“. Die in der Abbildung aufgeführte „Stille Beteiligung“ gilt zwar auch als Mezzanin-Finanzierung, ist aber durch die nicht vereinbarte Laufzeit kein klassisches mezzanines Instrument.

Als Risikoausgleich sind diese Mezzanine-Instrumente in der Regel mit einem „Interest-Kicker“ ausgestattet, der eine Prämie von 3 %–8 % gegenüber den gängigen Referenzzinssätzen beinhaltet.

Eine weitere Möglichkeit des Risikoausgleichs für den Mezzanine-Geber ist ein sogenannter „Equity-Kicker“ in Form von Besserungsscheinen (siehe auch „Earn-Out“) oder Wandel- und Optionsanleihen. Bei den kapitalmarktorientierten Mezzanine-Instrumenten hat sich in Europa für kleinere und mittlere Transaktionsgrößen noch kein Markt gebildet. Lediglich der Genussschein mit einem verbrieften Recht bspw. auf Gewinnanteile, Bezugs- oder Umtauschrechte ist in Deutschland etwas weiter verbreitet.

Dagegen gibt es in den USA bereits zahlreiche „Mezzanine Funds“, die sich auf die Bereitstellung von nachrangigem Fremdkapital spezialisiert haben. In Europa gibt es nur eine Hand voll bekannter Anbieter wie z. B. Indigo Capital, Intermediate Capital Group oder Pricoa Capital.

Diese Finanzierungsgesellschaften könnten beispielsweise für eine MBO-Finanzierung folgende Ausgestaltung anbieten, um die typischen New Economy Anforderungen zu berücksichtigen:

- Laufzeit sieben Jahre, bzw. wenn der Exit vorher stattfindet bis zu diesem Zeitpunkt Tilgungsaussetzung 4 Jahre/ Mit dieser Ausgestaltung kann der (gegebenenfalls etwas längere) Weg zum IPO überbrückt werden sowie der Cash Flow der ersten Jahre zur Tilgung des Senior Debt verwendet werden
- Keine Zinszahlungen über 2 Jahre/ Ebenfalls zur Cash Flow-Schonung
- Wandlung eines 20 %-igen Anteils des Mezzanine-Loans in Aktien beim IPO/ Auch am Ende der Laufzeit ist kein Cash-Abfluss (Tilgung) erforderlich, das Agio kann beispielsweise für Add-on-Akquisitionen nach dem Börsengang verwendet werden.

5.4.3 Die Einbindung des Managements

Das Management-Buy-Out mit einem Finanzinvestor birgt für das Management in der Regel zunächst einen Interessenskonflikt zwischen der Loyalität zu den Altgesellschaftern und dem optimierten eigenen Einstieg als Gesellschafter des neuen Unternehmens. Einerseits sollte das Management versuchen, einen möglichst hohen Kaufpreis für die Anteile im Sinne der Gesellschafter zu erzielen und andererseits werden die Finanzinvestoren die Manager an den geplanten Budgets messen und anhand der Gesamtbewertung die zu verteilenden Anteile (Rückbeteiligung) des Managements festlegen⁵.

⁵ Siehe hierzu die "Theorie und Praxis"-Darstellung von Ian Hawkins, Partner, Phildrew Ventures und Barry Hannington, Managing Director, RVP Foods, "Valuation, negotiation and structure" in Management buy-outs – The critical success factors for directors" Hrsg. IOD Institute of Directors.

Um diesen klassischen Agency-Konflikten zu entgehen, gibt es einige Methoden, die auch den Altgesellschaftern zukünftiges Wachstum honorieren und „konservativen“ Planungen den Effekt der Kaufpreisminderung nehmen. Die Alt-Gesellschafter können im Rahmen von sogenannten „Earn-Out“ Modellen noch an der Ergebnisentwicklung der Folgejahre partizipieren, weil Teile der Kaufpreiszahlung an zukünftige Ergebnisdaten (wie z. B. EBITDA der nächsten 3-4 Jahre) gebunden werden. Ebenso können bspw. stille Beteiligungen oder höher verzinsliche Verkäuferdarlehen gewährt werden.

Zur transaktionstechnischen Trennung der unterschiedlichen Zielsetzungen zwischen Investor und Management bei den Verhandlungen, wird beim Management Buy-Out üblicherweise ein zweistufiger Prozess gewählt. Zunächst erwirbt der Finanzinvestor 100 % der Anteile des Zielunternehmens, um die Kontrolle über das Zielunternehmen zu erlangen. Sobald alle im Kaufvertrag zwischen Verkäufer und Finanzinvestor bis zum „Closing“ vereinbarten Voraussetzungen erfüllt sind, die Anteile übertragen wurden und in der Regel der Kaufpreis geflossen ist, wird das Management in der vereinbarten Höhe mittels Anteilen am Unternehmen „rückbeteiligt“. Dazu wird eine Aktionärsvereinbarung zwischen dem Finanzinvestor und dem Management geschlossen, welche die weitere Zusammenarbeit bis zum Verkauf der Anteile regelt.

Bei der klassischen VC-Finanzierung ist ein grundsätzliches Instrument der Agency-Kostenreduzierung seitens des Finanzinvestors die Stufenfinanzierung oder „Milestone-Finanzierung“. Bei der Stufenfinanzierung wird vor jeder neuen Finanzierungsrunde eine Neubewertung der Anteile vorgenommen und dem Unternehmen in jeder Stufe nur soviel Kapital zur Verfügung gestellt, wie für Investitionen notwendig (Pape/Beyer, 2001, S. 635). Milestone-Finanzierung bedeutet, dass bei Erreichen detailliert vorgegebener Ziele zusätzliche Mittel freigegeben werden. Hier können beispielsweise das Erreichen von Umsatz-, Ergebnis- oder Kundenzahlen vereinbart werden. Im Falle des Later-Stage-Engagements sind solche Vereinbarungen jedoch oftmals nicht möglich.

Das heißt, dass im Rahmen der oben genannten Aktionärsvereinbarung der Finanzinvestor und das beteiligte Management Interessenkonflikte und deren Lösung möglichst im Vorfeld festlegen. Die Erzeugung von „Interessensidentität“ sollte im MBO-Fall kein grundsätzliches Problem darstellen, denn der vorher abhängig beschäftigte Manager erhält sowohl die Möglichkeit quasi selbständig und eigenverantwortlich zu arbeiten als auch den Wert seiner unternehmerischen Beteiligung als Eigenkapitalgeber zu erhöhen und an diesem Wertzuwachs nach Ablauf des Beteiligungszeitraumes zu partizipieren. Daraus resultiert jedoch, dass gegebenenfalls unterschiedliche Zeithorizonte zur Erreichung der gemeinsamen Ziele bestehen. Zum Beispiel könnten die eingesetzten Buy-Out-Manager, die lediglich über das für ihren Bereich notwendige „Nischen-Know-how“ verfügen, bei einem Trade Sale – bereits nach 2 Jahren – an den größten Wettbewerber, keine adäquate Position in einem anderen Unternehmen finden und somit einem Verkauf widersprechen.

Unserer Erfahrung nach findet sich bei vielen Buy-Outs in Deutschland immer noch eine „IPO-Präferenz“ des Managements, die ein typisches Mittelstands-geprägtes und somit

deutsches Phänomen darstellt. In England, einem der aktiveren MBO Märkte ist der Trade Sale mit mehr als 80 % die meist gewählte Exit-Form (Becker, 2000, S. 109), die auch von vielen Managern präferiert wird.

Grundsätzlich sollten der Finanzinvestor und das Management bei der Gestaltung der Aktionärsvereinbarung drei Eckpunkte der Transaktion berücksichtigen:

- Beteiligungseinstieg
- Laufzeit der Beteiligung
- Exit

Im Anschluss werden beispielhaft mögliche Vertragselemente dargestellt, dabei wird kein Anspruch auf Vollständigkeit erhoben, es sollen lediglich praxisrelevante Gestaltungsoptionen aufgezeigt werden.

5.4.3.1 Beteiligungseinstieg

Beim Einstieg des Managements in das Unternehmen ist ein wichtiger Bestandteil der Preis für und die Höhe der jeweiligen Beteiligung. Grundsätzlich sollte dem Management ein „relevanter“ Anteil am Unternehmen gewährt werden, um die Anreizfunktion zu gewährleisten. Die Aussage vieler Finanzinvestoren, wieviel Kapital der Buy-Out-Manager zur Verfügung stellen sollte, ist in hohem Maße transaktionsabhängig. Es gilt jedoch die Regel: „Wenn es dem Unternehmen während der Beteiligungsdauer schlecht geht, sollte es dem Management „richtig weh tun“, es darf jedoch nicht so sein, dass der Manager jede Nacht schlecht schläft, weil sein eingesetztes Kapital existenzbedrohend hoch ist.“ Der zweite Teil des Satzes meint, dass das Management seine Aufmerksamkeit vollständig auf die Wertsteigerung ausrichten soll. In der Praxis kann als Regel ein Eigenkapitaleinsatz des jeweiligen Managers von 2 Jahresgehältern einschließlich Boni gelten.

Der Manager soll einen signifikanten Anteil am Unternehmen erhalten, damit ein grundsätzliches Prinzipal-Agenten-Problem vorab dadurch gelöst wird, dass der Agent selbst zum Prinzipal wird.

Beispiel soll darstellen, wie für den Fall eines New-Economy – Spin-Offs eine Managementbeteiligung gestaltet werden könnte. Das Unternehmen welches veräußert werden soll, ist die *PAINT GmbH*, die zu einem großen Elektronik-/Foto-Elektronikkonzern gehört. Die *PAINT GmbH* verfügt über eine Internet-Plattform, die Privatpersonen und der Industrie erlaubt, eigene Fotoalben bzw. Fotoproduktionen zu entwickeln und in Netz zu stellen bzw. einem Intranet zum Download zur Verfügung zu stellen. In einem weiteren Serviceschritt können die Alben oder Präsentationen bei geeigneten Druckereien und Fotogeschäften vor Ort bearbeitet werden, sowie die Print-outs direkt dort abgeholt werden. Mit diesen Services werden Umsätze in Höhe von € 100 Mio. bei steigender Profitabilität durch Skaleneffekte generiert. Der Konzern, der in den Aufbau der Webseite, die Erstellung der notwendigen Software sowie in das Personal investiert hat, möchte sich auf seinen Kernbereich Elektronik fokussieren und sieht, dass das Umsatzpotenzial der *PAINT* höher wäre, wenn nicht nur

Produkte und Kunden des eigenen Unternehmens eingebunden würden. Die vier Buy-Out-Manager haben bereits den Wettbewerber Albums & Co. KG ausgemacht, der ein hervorragendes „Add-on“ zum eigenen Unternehmen wäre.

Nachdem der Finanzinvestor „Look Fonds“ für das Projekt gewonnen wurde, konnte nach Due Diligence ein Kaufvertrag geschlossen werden, der eine Kaufpreiszahlung von € 100 Mio. vorsieht. Dieser könnte in der oben gestalteten Form wie in der folgenden Abbildung dargestellt in der „NewCo.“ abgebildet werden. Für die dargestellte Berechnung werden Transaktionskosten, die normalerweise ebenfalls in die Kalkulation einfließen, nicht berücksichtigt.

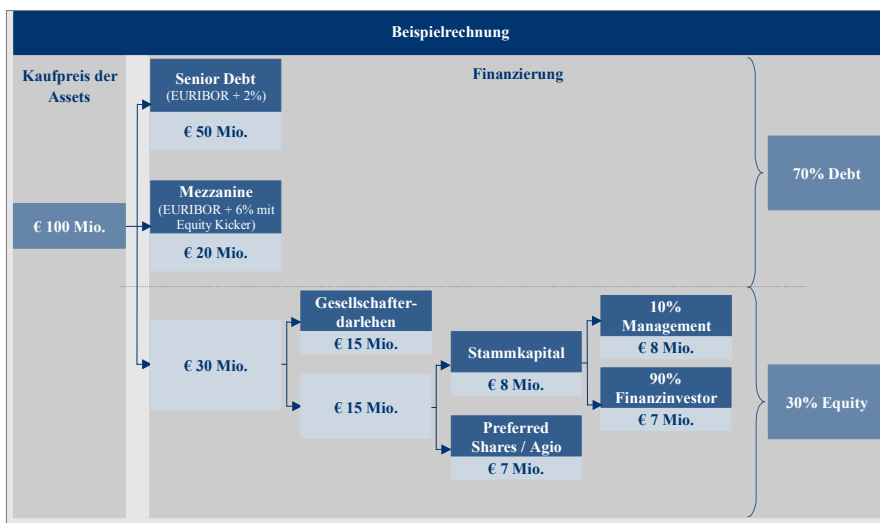


Abbildung 4: Beispielrechnung

Für die Besicherung des Senior Debt mit einer Verzinsung von EURIBOR + 2 % in Höhe von € 50 Mio. werden die Immobilie der Gesellschaft sowie die wertvollen CAD-Anlagen herangezogen. Des Gleichen gilt für die aktivierte Software. Im Mezzanine-Layer von € 20 Mio. ist Tilgungsaussetzung vereinbart, es besteht jedoch ein „Equity Kicker“, der beim Verkauf des Unternehmens oder Börsengang ein Wandlungsrecht auf € 5 Mio. in Equity einräumt. Daraus ergibt sich eine für einen Buy-Out durchaus übliche Eigen-/Fremdmittelstruktur von 30/70.

Die verbleibenden € 30 Mio. will der „Look-Fonds“ mit Eigenmitteln finanzieren. Das PAINT-Management soll mit 10 % an der „NewCo.“ beteiligt werden. Auf Basis eines Eigenkapitales von € 30 Mio., würde das einen Kapitaleinsatz der 4 Manager des Unternehmens von € 3 Mio. bedeuten.

Ein solches Finanzierungsvolumen ist jedoch für viele Privatpersonen nicht darstellbar, daher wird folgende Konstruktion gewählt:

Zunächst werden € 15 Mio. als Gesellschafterdarlehen gewährt. Das Gesellschafterdarlehen wird am Ende der Laufzeit mit den kapitalisierten Zinsen – um die sich das Gesellschafter-

darlehen jeweils p.a. erhöht- zurückgeführt. Die verbleibenden Eigenmitteln von € 15 Mio. werden der NewCo als Stammkapital von € 8 Mio. sowie als stimmrechtslose Vorzugsaktien (sogenannte „Preferred Shares“) von € 7 Mio. (als Agio) zugeführt.

Eine Beteiligung von 10 % pro Manager ist durch diese Konstruktion mittels eines Kapitaleinsatzes von jeweils € 200.000 möglich. Um weiteres Risiko umzuverteilen, kann in der Aktionärsvereinbarung festgelegt werden, dass bspw. die oben erwähnten 2 Bruttogehälter als Barmittel eingebracht werden müssen (in unserem Fall könnten das € 150.000 sein).

5.4.3.2 Laufzeit der Beteiligung

Während der Beteiligungsdauer wird vom Finanzinvestor oftmals ein „aktiver“ Beirat als Lenkungs- und Kontrollorgan eingesetzt. Um zu vermeiden, dass die Manager vorzeitig das Unternehmen verlassen, sind häufig starke Wettbewerbsklauseln in den Aktionärsvereinbarungen enthalten. Ebenso wird sich der Finanzinvestor ein Vorkaufsrecht für die Anteile einräumen lassen und den Preis für die Anteile vorher fixieren, beispielsweise zu Einstandspreis plus einer angemessenen jährlichen Verzinsung von 10 %.

Das Management in dieser Phase über Tantiemenzahlungen weiter zu incentivieren ist steuerlich eher ungünstig, da diese entweder als Arbeitslohn versteuert werden müssen oder aber ebenfalls steuerwirksam als VGA (verdeckte Gewinnausschüttung) deklariert würden.

In unserem Beispiel-Fall kann das Management jedoch dahingehend positiv beeinflusst werden, indem für die Anteile der *Albums & Co. KG*, die im nächsten Jahr erworben werden soll ebenfalls Bezugsrechte bestehen.

Während des Beteiligungszeitraumes wird der Finanzinvestor im Rahmen der entstehenden Prinzipal-Agenten Problematik eine Einbindung des Management als Prinzipal anstreben um eine – auch zeitlich – gleichlaufende Interessenslage zu erzeugen. Mögliche Maßnahmen werden unter in Abschnitt 5.4.3.3 dargestellt.

Die Laufzeit der Beteiligung bestimmt dabei auch die Möglichkeiten der Ergebnis-Beeinflussung durch das Management. Zu beobachten ist, dass die Zahl der Secondary-buy-out- und Shareholder Buy-back-Transaktionen, d. h. der Rückkauf der Anteile des Finanzinvestors durch das MBO-Management mit längerer Laufzeit steigt.

5.4.3.3 Der Exit

Um die Liquidität des Unternehmens während des Wachstums zu gewährleisten, realisieren die Finanzinvestoren ihre kapitalisierte Rendite am Ende des Beteiligungszeitraumes. Daher werden zur Vorbereitung auf diesen Zeitpunkt auch besonders strenge Vertragsklauseln erarbeitet. Im Beteiligungsvertrag üblich sind zur Vorbereitung eines möglichen Exits (IPO/Trade Sale) die sogenannten „Take-along“-/„Drag-along“-Vereinbarungen. Hierin wird vertraglich festgelegt, dass im Fall der Veräußerung an einen industriellen Investor das

Management seine Anteile mitveräußern muss, respektive das Management seine Anteile nicht veräußern darf, wenn nicht auch der Finanzinvestor die Anteile verkauft.

Auf der Inzentive-eite für das Management ist der sogenannte „Equity Kicker“ zu sehen. Sollte beispielsweise der angestrebte EBIT im Exitjahr erreicht werden, bekommt das Management zusätzliche Anteile in der logischen Sekunde des Exit. Auf die dabei auftretenden Steuerproblematiken soll in dieser Darstellung nicht eingegangen werden.

Zusätzlich wird der Finanzinvestor in der Regel eine sogenannte Liquidationspräferenz im Vertrag vereinbaren. Diese Klausel regelt, dass der Finanzinvestor im Falle der Anteilsverkaufs bevorzugt wird, indem er sich vorab den absoluten Betrag der Beteiligung auszahlt⁶.

5.4.4 Managementpflichten

Selbstverständlich ist die Rolle des MBO-Managements im Prozess schwierig. Rechtlich gesehen bestehen umfassende Sorgfaltspflichten seitens des Managements, das während des Prozesses Informationen an unternehmensfremde Dritte herausgibt. Die Herausgabe an sich, sowie die Erarbeitung weiterer Informationen im Rahmen der Transaktion birgt - in Verbindung mit der gesellschaftsrechtlichen Verpflichtungen des Managements gegenüber den Anteilseignern- Gefahren für das Management. Der Vorstand einer AG hat im Rahmen der Verschwiegenheitsregelungen § 93 AktG und § 404 AktG Verschwiegenheitspflichten zu beachten, die bspw. im Falle unbefugter Weitergabe bis hin zu einem strafrechtlich relevanten Sachverhalt führen kann (Becker, 1996, S. 75–85). Im Rahmen von Taking-Private-Transaktionen und MBOs bei börsennotierten Unternehmen sollten die potenziellen MBO Manager ebenfalls neben den Texten des AktG auch die Stellungnahme der Börsensachverständigenkommission zum Übernahmegesetz in ihre Gestaltungsüberlegungen einbeziehen.

5.4.5 Bewertung

(Junge) Technologieunternehmen sind durch ein ungewisses Zukunftspotenzial mit möglicherweise enormen Ertragschancen und gleichzeitig hohen Risiken gekennzeichnet. Daher haben sich die Vertreter der Unternehmensbewertung mit Hilfe eher statischer Ertragswertverfahren wie der Discounted Cash-Flow-Methode (DCF-Verfahren) im Umfeld des Booms am Neuen Markt schwer getan. Das DCF-Verfahren ist häufig ein nur eingeschränkt anwendbares Verfahren, welches Handlungsflexibilitäten –insbesondere ohne Entscheidungsbäume- nicht systematisch abbilden kann. Gerade für Unternehmen im Umfeld der New Economy stellen Optionen wie z. B. die Verzögerung einer Investition bis zur Auflösung von Marktunsicherheit, die Möglichkeit, über die Weiterführung eines Entwicklungsprojektes in einzelnen Etappen zu entscheiden oder die Nutzung von globalen Lieferanten- und Produktionsnetzwerken zur reaktiven Anpassung von Kostenstrukturen an sich ändernde Marktverhältnisse, einen erheblichen Wert dar (Hommel, 1999, S. 25–26). Solche Hand-

⁶ Vergleiche hierzu die Kontrollrechtsregelungen in BASCHA/WALZ (Bascha/Walz; 2000, S. 410–418).

lungsflexibilitäten bzw. Optionen sichern Ertragschancen bei gleichzeitiger Minimierung von Risiken.

Das Denken in und das Managen von Optionen beginnt bei einem Buy-Out jedoch schon vor der Umsetzung einzelner Projekte im Unternehmen oder vor „Add-on-Akquisitionen“, nämlich bei der Gestaltung des Buy-Outs. Konkrete Anwendungsgebiete sind hier die Management-Beteiligung in Form von Stock-Options⁷ oder der Einbezug von Earn-Out-Komponenten in die Kaufpreis- und Vertragsgestaltung. Beispielsweise kann der Earn-Out bei einem Spin-Off über eine kombinierte Call-Put-Option geregelt werden, indem der Verkäufer mit einem Minderheitsanteil am Unternehmen beteiligt bleibt und zu einem festgelegten Zeitpunkt und einem vorher bestimmten Wert diesen Anteil verkaufen kann. Gleichzeitig hat der Finanzinvestor das Recht zum Erwerb des beim Verkäufer verbliebenen Anteils. Risiko und Ausübungsstrategie hängen bei dieser Earn-Out-Komponente neben der zukünftigen Unternehmensentwicklung insbesondere von der Wahl der Laufzeiten und der Ausübungspreise der jeweiligen Option ab.

Im Rahmen von Buy-Outs von jungen Technologieunternehmen, die häufig zwar eine Option auf die Zukunft aber nur einen geringen Wert für die Gegenwart darstellen, sollten solche Optionen erkannt und bei der Bewertung berücksichtigt werden.

5.5 Buy-Out Strategien

Die durch moderne Informations- und Kommunikationstechnologien bedingten Veränderungen in der Unternehmenslandschaft bieten im unter **Abschnitt 5.3** genannten Rahmen eine Reihe von Möglichkeiten für Buy-Outs. Nachfolgend sollen einige grundsätzliche Strategien beschrieben werden, in deren Rahmen Finanzinvestoren und Manager gezielt Buy-Out-Konzepte initiieren und evaluieren können. Ausgangspunkte solcher Strategien sind beispielsweise ein gemeinsamer Branchenbezug (Buy-and-Build/ Branchenkonsolidierung), gleiche Managementaufgaben in Unternehmen unterschiedlicher Branchen (Transition von der Old zur New Economy) oder finanztechnische Überlegungen im Rahmen einer optimalen Ertrags- und Risikosteuerung (Buy-Out als Management von Optionen).

5.5.1 Buy-and-Build und Branchenkonsolidierung

In den ersten drei Quartalen des Jahres 2001 ist sowohl die Anzahl als auch das Volumen von Firmenübernahmen zurückgegangen. Trotz der angespannten konjunkturellen Entwicklung bieten sich für Finanzinvestoren gute Möglichkeiten mit dem Management im Rahmen eines Managemen- Buy-Out gemeinsam weitere Unternehmen zu erwerben. Durch sogenannte „Add-on-Akquisitionen“ – und nicht nur durch organisches Wachstum – besteht die Chance, noch schneller zu wachsen und durch konsequent genutzte Synergien die Profitabilität zu erhöhen. Gerade bei New- Economy-Unternehmen sind häufig entweder Wettbe-

⁷ Zur Ausgestaltung von Stock-Option und der steuerrechtlichen Problematik vergleiche ETTINGER

werber der gleichen Branche, die den Markteintritt nicht in gleicher Weise geschafft haben oder komplementär aufgestellte Unternehmen Ziel einer Buy-and-Build- oder Konsolidierungsstrategie. Die Aufnahme von Toyzone bei „Primus Online“ im Februar 2001 zeigt einen klassischen New-Economy-Fall.

Ziel der „Buy-and-Build“-Strategie eines Unternehmens mit einem ausreichend starken finanziellen Hintergrund (z. B. in Form eines Finanzinvestoren) ist, die Marktführerschaft bezogen auf Produkt-Segmente, geographische Ausdehnung und/oder Kundengruppen/-branchen durch Zukauf von Konkurrenten im In- und Ausland zu erreichen. Die erfolgreiche Integration dieser Unternehmen führt zu einer Reduzierung der Kosten und einer Steigerung der Profitabilität. Die Bereinigung des Marktes auf der Anbieterseite bei sich konsolidierenden Märkten führt zu steigenden Margen und einer weiteren Verbesserung der Profitabilität. Der Prozess sollte in einem Zeitraum von 3–5 Jahren ablaufen und die Verbesserung der Ertragslage und Entschuldung des Unternehmens zu einer deutlichen Unternehmenswertsteigerung führen (Oertel/Constantin, 2001).

Auf Unternehmensebene müssen prognostizierbare Synergien bestehen, die durch die wirtschaftliche Verschmelzung oder Integration von zwei oder mehreren Unternehmen entstehen. Diese Synergie-Effekte resultieren z. B. bei e-business aus der Zusammenlegung von Marketingaktivitäten und der Reduzierung des Verwaltungsaufwandes. Die Produkte können unter einer bereits am Markt etablierten Marke vertrieben werden, die ggfs. durch die Marke des zu übernehmenden Unternehmens ergänzt wird. Die Bündelung des Einkaufs bspw. bei den oben genannten e-Retailern führt zu einer Senkung der variablen Kosten aufgrund der größeren Bestellmengen.

Viele New-Economy-Unternehmen sind in Bereichen tätig, in denen „Buy-and-Build“-Strategien umgesetzt werden können. Der Markt ist aufgrund der vielen Start-ups häufig stark fragmentiert mit einem anhaltenden Trend zur Konsolidierung auf wenige große Anbieter (Bsp. *Amazon.com*, *Bücher.de*) und einige Nischenanbieter. Nach dieser Konsolidierung ist in der Old Economy in vielen Fällen eine Margenverbesserung eingetreten, die entsprechend zu einer erhöhten Profitabilität führt.

Es ist zu vermuten, dass nur einige der „Spieler“ übrig bleiben werden und die Finanzinvestoren, die Beteiligungen an profitablen New-Economy-Unternehmen haben, diese durch den Zukauf von „günstigen“ Wettbewerbern stärken.

5.5.2 Transition von der Old zur New Economy

Eine mögliche Strategie für Buy-Outs in der New Economy ist der Erwerb eines traditionell geprägten Unternehmens mit dem Ziel, dieses in ein New-Economy-Unternehmen umzuwandeln. Sinnvoll ist ein so motivierter Buy-Out, wenn dadurch dem Unternehmen entweder fehlende Managementkapazitäten/-kompetenzen oder aber das für die Entwicklung des Unternehmens notwendige Kapital zur Verfügung gestellt werden.

(Ettinger, 1999).

Als Beispiel soll hier die *Logistik GmbH* genannt werden. Das Unternehmen hat seine Wurzeln im traditionellen Speditionsgeschäft, verfügt über eine hohe Reputation in Bezug auf Zuverlässigkeit und Qualität und hat entsprechend enge Bindungen zu namhaften Kunden. In den letzten Jahren wurden bereits erhebliche Mittel in den Aufbau der IT-Infrastruktur getätigt, um einerseits den Kunden Transparenz bei der Sendungsverfolgung zu ermöglichen und andererseits durch aktives Flottenmanagement Kostensenkungspotenziale zu realisieren. Der 60jährige geschäftsführende Gesellschafter, der das Unternehmen gegründet und aufgebaut hat, möchte im Rahmen einer Nachfolgeregelung den Bestand des Unternehmens sichern und verkauft seine Geschäftsanteile im Rahmen eines Buy-Outs an einen Finanzinvestoren mit Beteiligung der zweiten Managementebene des Unternehmens sowie eines externen Managers aus der IT-Branche. Finanzinvestor und Management sehen erhebliche Potenziale für das Unternehmen durch eine Konzentration auf das logistische Know-how und die Weiterentwicklung der internen Software. In den nächsten Jahren nutzt das Unternehmen seine guten Kundenbeziehungen, sein logistische Know-how und die Kenntnis der Warenströme der Kunden und wird – unter anderem durch eine Reihe von Akquisitionen kleinerer Softwareunternehmen – zunehmend zum Anbieter von Materialfluss- und Telematiksoftware sowie Logistikberatung. Zum Abbau der im Rahmen des Buy-Outs aufgenommenen Fremdverbindlichkeiten werden nach und nach der eigene Fuhrpark sowie (die innenstadtnahen) Lagerhallen veräußert bzw. „outgesourct“ und das Unternehmen agiert nur mehr als Frachtmakler. Nach einigen Jahren realisiert der Finanzinvestor seinen Exit aus dem mittlerweile in eine AG umgewandelten Unternehmen über die Börse, während das Management zum Teil im Unternehmen verbleibt.

5.5.3 Der Buy-Out als Management von Optionen

Unternehmen der New Economy bieten im Rahmen von Buy-Outs eine Fülle von Optionen. Über einzelne Investitionsprojekte und Entwicklungschancen in einem konkreten Unternehmen hinaus, kann der Erwerb eines ganzen Unternehmens als Option betrachtet werden. Beispiele für eine solche Strategie sind der Erwerb einer Minderheitsbeteiligung an dem israelischen Internet-Telefonie-Pionier Vocaltec durch die Deutsche Telekom oder die Übernahme von *CDNow* und *Napster* durch Bertelsmann. Alle drei Unternehmen schrieben zum Zeitpunkt der Akquisition Verluste, der Erwerber konnte sich jeweils den Zugang zu einer Technologie bzw. einem Markt und damit die Option auf ein zukünftig erschließbares Umsatz- und Ertragspotenzial sichern.

Vor diesem Hintergrund kann die Realisierung eines Buy-Out-Konzeptes durch den Erwerb und die Kombination mehrerer Technologie-Unternehmen als Aufbau eines Portfolios von strategischen Optionen betrachtet werden (Luehrmann, 1998, S. 89–99). Einschränkend ist hierbei allerdings zu berücksichtigen, dass, da der Optionspreis (bzw. der Kaufpreis eines Unternehmens) bei entsprechendem Risiko zum Totalverlust werden kann, Finanzinvestoren unter anderem aufgrund der Höhe der angestrebten Einzelinvestitionen⁸ – anders als VentureCapitalists – eine entsprechende Risikoaversion haben. Steht jedoch das Investment in

⁸ Beispielsweise streben zahlreiche, der in Deutschland vertretenen, Finanzinvestoren Transaktionen

die einzelne Option in einem angemessenen Verhältnis zur Gesamtinvestition, wie z. B. beim Erwerb eines größeren, relativ stabilen Kernunternehmens, um das weitere, kleinere Unternehmen als Optionen gruppiert werden ("Add-on Akquisitionen"), ist die dargestellte Portfolio-Strategie durchaus eine realistische Alternative für Finanzinvestoren.

Optionsmanagement und -bewertung können in der dargestellten Weise eine Plattform für die strategischen Entscheidungen im Rahmen von Buy-Out-Konzeptionen bieten.

5.6 Taking Private für die Profitablen

Der Anteil von durch Finanzinvestoren durchgeführten Management Buy-Outs in der New Economy wird sukzessive zunehmen. Von den Taking-Private-Transaktionen im Neuen Markt über Spin-Offs großer Konzerne (die sich auf das Kerngeschäft konzentrieren) bis hin zur klassischen Konsolidierung im IT-Markt - Treiber für diesen Trend wird es geben. Die Manager, die einerseits innovativ und andererseits traditionell „wirtschaftlich“ genug waren, auch in den schwierigen Jahren 2000/2001 die von ihnen geführten Unternehmen am Leben zu erhalten, „Cash-burn-Rates“ zu reduzieren und die Machbarkeit der von ihnen vertretenen Geschäftsmodelle zu zeigen, werden Akteure eines Later-stage-Szenarios werden. Die Wachstums- und LBO-Finanzierung mit ihrem speziellen Risiko-Rendite-Profil und der starke Drang der Finanzinvestoren zu Management Buy-Outs werden die „Share-Option-Holder“ der New Economy (Schiffer/Schubert, 2000, S. 733–738) zu den „Shareholdern“ innovativer, mittel- bis langfristiger Geschäftsmodelle machen.