

Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.*

Eine empirische Untersuchung zur Veräußerung von Konzernteilen an Private-Equity-Investoren

Zusammenfassung

Der vorliegende Beitrag analysiert die Ausgestaltung der Desinvestition einer Konzerneinheit im Rahmen eines Buy Out an institutionelle Private-Equity-Investoren. Der Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft hat dafür eine explorative empirische Untersuchung von 33 Konzern-Buy-Outs in Deutschland in den Jahren 1999 bis 2003 unternommen. Dabei erklärten sich insgesamt 57 Transaktionsbeteiligte (86,4% Rücklaufquote) zu einem persönlichen Interview bereit. Den ersten Schwerpunkt dieser Befragung bildet die Vorbereitung des Buy-Out-Objekts auf den Desinvestitionsprozess sowie die Gestaltung der Veräußerung durch die Konzernmutter. Als zweites Untersuchungsfeld schließen sich die Transaktionsanbahnung sowie die Gestaltung des Buy Out einschließlich nachfolgender Umstrukturierungsmaßnahmen durch den Private-Equity-Investor an. Der Arbeitskreis „Finanzierung“ kommt zu einem Ergebnis, dass auf Seiten der veräußernden Konzerne wie der kaufenden Private-Equity-Investoren neben prozessualen Umsetzungsdefiziten eine unterschiedliche Interpretation des Konzepts der Wertorientierung festzustellen ist. Zum anderen kann der Arbeitskreis „Finanzierung“ kritische Erfolgsfaktoren für deren Umstrukturierungsprozess durch die Finanzinvestoren identifizieren: strategische Ausrichtung des Buy-Out-Unternehmens, Performancemessung, Zusammensetzung des Managementteams und dessen Anreizsteuerung sowie Corporate-Governance-Struktur.

JEL-Cassification: G24, G32, G34.

Keywords: Buy Out; Desinvestitionen von Konzerneinheiten; Private Equity.
Buy Out; Divestments of Subsidiary Companies; Private Equity.

* Unter Mitarbeit von Prof. Dr. *Hermann Balzer*, Fachhochschule Aachen; Dr. *Heinrich Brakmann*, Deutsche Post AG; *Friedrich Dippel*, Essen; *Johannes M. Dietsch*, Bayer AG; *Thomas Empelmann*, ThyssenKrupp AG; *Bernd Hohmann*, Ruhrgas AG; Dr. *Joachim Jäckle*, Henkel KGaA; Dr. *Heinz Walter Kohl*, Leverkusen; *Georg W. Mehring-Schlegel*, Franz Haniel & Cie. GmbH; Prof. Dr. *Stephan Paul*, Ruhr-Universität Bochum; Prof. Dr. *Walter Paul*, Wachenheim; Dr. *Rolf Pöblig*, E.ON AG; *Roland Pruss*, PricewaterhouseCoopers Corporate Finance Beratung GmbH; Dr. *Immo Querner*, Gerling Versicherungs-Beteiligungs-AG; *Kai Schrickel*, BSH Bosch und Siemens Hausgeräte GmbH; Dr. *Marco Schröter*, Schenker AG; Prof. Dr. *Ulrich Steins*, Essen; Dr. *Verena Völpert*, Bertelsmann AG; *Nicolas Weber*, Ruhr-Universität Bochum; *Rainer Wöbbe*, Degussa AG. – Der Arbeitskreis ist Herrn *Nicolas Weber* insoweit zu besonderem Dank verpflichtet, als er die Vorlagen für die Diskussionen in den Sitzungen und den Entwurf dieser Veröffentlichung erstellt sowie die empirische Untersuchung durchgeführt hat. Dadurch ist die Effizienz der Arbeit sehr gefördert worden.

1 Motivation und Zielsetzung

Private-Equity-Investoren haben sich als feste Größe bei der Übernahme von Tochterunternehmen deutscher Konzerne etabliert und nehmen eine bedeutende Rolle bei der Restrukturierung der „Deutschland AG“ ein.¹ Dieses stärkere Zum-Zuge-Kommen der Finanzinvestoren² resultiert sowohl aus dem nahezu vollständigen Verschluss des Desinvestitionskanals „Börse“ in den letzten Jahren als auch dem Investitionsdruck der einen Kapitalüberhang verzeichnenden Anlageklasse „Private Equity“.³ Darüber hinaus wird häufig zum einen die zunehmende Professionalisierung der Private-Equity-Investoren konstatiert. Dies gilt sowohl bei der Akquisition, der weiteren Umstrukturierung und Betreuung des Investitionsobjekts als auch der abschließenden Weiterveräußerung. Zum anderen verweisen die Investoren selbst auf ihre Wertschöpfungsvorhaben⁴ – gegenüber einer reinen Arbitrage- und Zerschlagungsabsicht früherer Investments⁵ –, deren ursachenbezogene Untersuchung in Deutschland noch in den Anfängen begriffen ist.

Dies zum Anlass nehmend, setzt der Arbeitskreis „Finanzierung“ seine Untersuchungen zum deutschen Buy-Out-Markt und zur Desinvestition von Konzerneinheiten fort.⁶ Die vorliegende Arbeit verfolgt das Ziel, im Rahmen einer empirischen Untersuchung die Vorgehensweise und Erfolgsfaktoren bei Private-Equity-Investitionen in Buy Outs von Konzerneinheiten aus Sicht des desinvestierenden Konzerns und des erwerbenden Private-Equity-Investors zu analysieren. Der Beitrag legt zunächst im zweiten Kapitel definitorische Grundlagen. Die bisher für Deutschland zu dem Untersuchungsgebiet vorliegenden Publikationen aufgreifend, leitet Kapitel drei in den Aufbau der eigenen Studie (Kapitel vier) über. Im fünften Kapitel erfolgen Darstellung und Analyse der Untersuchungsergebnisse. In der Schlussbetrachtung werden auf dieser Basis die Erfolgsfaktoren von Buy-Out-Investitionen zusammengestellt und Implikationen für desinvestierende Konzerne abgeleitet.

2 Private-Equity-Investitionen in Buy Outs von Konzerneinheiten als Untersuchungsgegenstand

Private Equity soll im Folgenden die Finanzierung eines Unternehmens mit nicht-börsennotiertem Beteiligungskapital auf Zeit sowie die darüber hinausgehende, bedarfsgerechte Bereitstellung weiterer Leistungen durch den Kapitalgeber bzw. seine Agenten in jeder Phase des Unternehmenslebenszyklus bezeichnen.⁷ Diese Definition umfasst auch Venture

1 Vgl. *Maier* (2004), S. 11; *o.V.* (2004a), S. 8; *o.V.* (2004b), S. 1. In 2004 resultierten weltweit 15% des M&A-Volumens von 295 Mrd. \$ aus Private-Equity-Investments. In Deutschland sind sogar 37% aller Aktivitäten auf Finanzinvestoren zurückzuführen. Vgl. *Becker* (2005a), S. 11.

2 Die Begriffe Finanzinvestor und Private-Equity-Investor werden nachfolgend synonym verwendet. Dabei ist zu beachten, dass aus insbesondere steuerrechtlichen Gründen häufig eine ausgelagerte Beratungsgesellschaft die Private-Equity-Investitionen vornimmt. Diese Intermediäre werden hier vereinfachend auch als Investoren bezeichnet. Vgl. bspw. *Watrin/Gocksch* (2002), S. 342.

3 Vgl. *Becker* (2005b), S. 6; *o.V.* (2005), S. 19.

4 Vgl. *Engel/Hofacker* (2001), S. 206; *Becker* (2004), S. 13; *Weitnauer* (2003), S. 110.

5 Vgl. *Anders* (1992), S. 79.

6 Vgl. Arbeitskreis „Finanzierung“ (1990); Arbeitskreis „Finanzierung“ (2003).

7 Vgl. ähnlich *Bader* (1996), S. 10; *Feinendegen/Hommel/Wright* (2001), S. 569.

Capital, d.h. die Finanzierung mit nicht-börsennotiertem Beteiligungskapital im Early und Expansion Stage des Unternehmenslebenszyklus.⁸ Als wesentliche Anlässe eines Private-Equity-Investments gelten die Dotierungen von Buy Outs.⁹ Der Buy Out steht für die minder- oder mehrheitliche Übernahme von Eigenkapitalanteilen an einem Unternehmen oder einem Unternehmensteil bzw. von Vermögensteilen, zumeist durch eine zu diesem Zweck gegründete Erwerbengesellschaft (NewCo) im Rahmen einer strukturierten Finanzierung und ohne öffentliche Platzierung von Eigenkapitaltiteln.¹⁰

Im Mittelpunkt der vorliegenden Arbeit steht der Kauf von Konzernteilen durch institutionelle Finanzinvestoren, der sogenannte Konzern-Institutional-Buy-Out (Konzern-IBO). Aus Sicht des Private-Equity-Investors können idealtypisch *Entscheidungs-, Durchführungs-, Umstrukturierungs- sowie Betreuungs- und Desinvestitionsphase*¹¹, aus Sicht der Konzernmutter ebenfalls eine *Beteiligungs- sowie eine Desinvestitionsphase unterschieden werden*.¹² Die nachfolgenden Ausführungen orientieren sich an diesem Phasenschema.

3 Stand der empirischen Forschung und Leitfragen der Untersuchung

Forschungsschwerpunkte bisheriger Studien bilden die Desinvestitionstätigkeit von Konzernen, der (insbesondere Management) Buy Out von Unternehmen sowie – jedoch in bedeutend geringerem Umfang – die Investitionstätigkeit von Private-Equity-Investoren.¹³ Für Deutschland weisen die in den frühen 1990er Jahren entstandenen Untersuchungen von *Luippold, Forst, Gräper* und *Vest* einen Bezug zu Buy Outs von Konzerneinheiten auf.¹⁴ Letztgenannte Arbeit ist besonders hervorzuheben, da sie die bisher umfangreichste Analyse des gewählten Untersuchungsgegenstands in Deutschland darstellt. Eine neuere, fallstudienorientierte Untersuchung legen *Gessner/Frien/Dentz* vor.¹⁵ Insgesamt ist festzuhalten, dass die in diesen Beiträgen betrachtete Transaktionsform des Konzern-IBO bisher nur partiell im Fokus empirischer Untersuchungen stand. Dies trifft insbesondere mit Blick auf die Vorge-

8 Vgl. bspw. *Rudolph* (1984), S. 499 f. Zur Abgrenzung Venture Capital und Private Equity vgl. bspw. *EVCA* (2005); *BVK* (2004), S. 11, 15.

9 Zur wachsenden Bedeutung von Buy Outs in Deutschland und Europa vgl. bspw. *Schaaf* (2005), S. 3. Weitere Anlässe stellen Expansion-Capital-, Bridge-, Turnaround- und Take-Private-Finanzierungen dar. Vgl. *Betsch/Groh/Lohmann* (2000), S. 325; *Schefczyk* (2000), S. 23; *Leopold/Frommann/Kühr* (2003), S. 21-28.

10 Vgl. in ähnlicher Abgrenzung *Vest* (1995), S. 13; *Betsch/Groh/Lohmann* (2000), S. 325, sowie zur Entstehung des Begriffs *Schmid* (1994), S. 12, 14.

11 Vgl. bspw. *Moschner* (1988), S. 1219-1223, sowie zum Investmentprozess eines ähnlich agierenden Venture-Capital-Gebers *Schefczyk* (2000), S. 21-31.

12 Vgl. *Dieckhaus* (1993), S. 147-151, sowie spezifisch zum Desinvestitionsprozess *Brüggerhoff* (1992).

13 Einen Überblick zu Studien zur Wertschöpfung im Rahmen von Buy Outs liefern *Berg/Gotschalg* (2005), S. 23-29. Eine Analyse zur Wertschöpfung von Private-Equity-Investoren in der chemischen Industrie legt *Butler* (2001), S. 140-151, vor. Zur Analyse des Wertsteigerungspotenzials von Desinvestitionen für den Verkäufer vgl. *Graml* (1996), S. 45-112, und *Thissen* (2000), S. 118-293.

14 Vgl. *Luippold* (1991); *Forst* (1992), S. 20-126; *Gräper* (1993); *Vest* (1995). Ergänzend ist für die Schweiz die Arbeit von *Hachenburg/Koch* (1997) zu nennen.

15 Vgl. *Gessner/Frien/Dentz* (2002).

hensweise von Private-Equity-Investoren in Deutschland zu.¹⁶ Zur Schließung dieser Lücke möchte der Arbeitskreis „Finanzierung“ im Folgenden einen Beitrag leisten.

Aus den bisherigen Studienergebnissen und eigenen Transaktionserfahrungen hat der Arbeitskreis „Finanzierung“ Leitfragen für die eigene Untersuchung entwickelt und bezogen auf den *Desinvestitionsprozess der ehemaligen Konzernmutter* wie folgt formuliert:

- Handelt es sich bei den desinvestierten Unternehmensteilen um Randaktivitäten, deren Wertsteigerungspotenziale während der Konzernzugehörigkeit nicht ausreichend analysiert und gefördert wurden?
- Führt der Konzern Maßnahmen zur Herstellung einer materiellen Veräußerungsfähigkeit des Desinvestitionsobjekts durch?
- Weist der Veräußerungsprozess der desinvestierenden Konzerne eine klare Wertorientierung auf, und werden besondere Vorkehrungen aufgrund der Beteiligung von Finanzinvestoren getroffen?
- Werden zur Milderung von Konflikten zwischen den Interessen der Konzernleitung und dem Management des Buy-Out-Objekts spezielle Maßnahmen ergriffen?
- In welchem Umfang nutzt der abgebende Konzern im Veräußerungsprozess externe Dienstleister?

Hinsichtlich des *Investmentprozesses der erwerbenden Finanzinvestoren* wurden folgende Leitfragen vertieft:

- Inwieweit ist der Investmentprozess der Private-Equity-Investoren standardisiert?
- In welchem Umfang nutzt der Finanzinvestor im Erwerbsprozess externe Dienstleister?
- Stellt die finanzielle, steuerliche und gesellschaftsrechtliche Gestaltung der Buy-Out-Transaktion den wesentlichen Werttreiber der Private-Equity-Investition dar?
- Inwieweit nehmen die Finanzinvestoren Umstrukturierungen der Performance-messung, des Managements und dessen Anreizsteuerung sowie der Corporate-Governance-Struktur vor und wie weit wirken sich diese auf die Performance der Private-Equity-Investition aus?
- Inwieweit nehmen die Finanzinvestoren Umstrukturierungen entlang der Wertschöpfungskette des Buy-Out-Objekts – auch durch weitere Akquisitionen bzw. Fusionen – vor und inwiefern sind diese für den „Erfolg“ der Private-Equity-Investition verantwortlich?

4 Datenmaterial und Stichprobe

In die eigene Untersuchung wurden Buy Outs einbezogen, bei denen institutionelle Private-Equity-Investoren von einem deutschen Konzernunternehmen eine deutsche Konzerneinheit (*Transaktionsform und -raum*) zwischen 1999 und 2003 (*Transaktionszeitpunkt*) erworben haben und deren *Transaktionsvolumen* über 100 Mio. € lag. Auf Basis

16 Vgl. dazu den geringen Anteil von auf den deutschsprachigen Raum bezogenen Studien bei *Schefczyk* (2000), S. 119-124, und *Berg/Gottschalg* (2005), S. 23-29.

dieser Auswahlkriterien konnten durch Auswertung von Datenbanken 33 Transaktionen identifiziert werden.¹⁷ Dabei ist zu berücksichtigen, dass die betrachteten Transaktionen über nicht organisierte Kapitalmärkte abgewickelt wurden und keiner grundsätzlichen Meldepflicht bzw. entsprechenden Transparenzvorschriften unterlagen.

Je Transaktion wurde ein Vertreter der ehemaligen Konzernmutter¹⁸ und des (Lead-) Private-Equity-Investors im Rahmen eines strukturierten Interviews befragt. Der gruppenspezifische Interviewleitfaden orientierte sich entlang des in Kap. 2 genannten Transaktionsprozesses. Es wurden sowohl faktenbezogene Fragen zur Transaktionsgestaltung gestellt als auch subjektive Einschätzungen – insbesondere zu möglichen Erfolgsfaktoren und dem Gesamterfolg der Transaktion – eingeholt.¹⁹ Die Interviewpartner wurden von Juni 2004 bis Juli 2005 kontaktiert. Dabei erklärten sich insgesamt 57 Transaktionsbeteiligte (86,4% Rücklaufquote²⁰) zu einem persönlichen Interview bereit. Die Verteilung auf die einzelnen Beteiligengruppen ergibt sich wie folgt: 32 Vertreter der ehemaligen Konzernmutter (97,0%) und 25 Vertreter des Private-Equity-Investors (75,8%).

Abbildung 1: Untersuchungssample

Nr.	Transaktionszeitpunkt	Veräußernde Konzernmutter	Veräußerte Teileinheit(en)	Erwerbender Finanzinvestor
1	2003	Bayer et al.	PolymerLatex	Soros Private Equity Partners
2	2003	Bertelsmann	BertelsmannSpringer	Cinven et al.
3	2003	DaimlerChrysler	MTU Aero Engines	Kohlberg Kravis Roberts
4	2003	Deutsche Bahn	Brenntag	Bain Capital
5	2003	Deutsche Telekom	Kabel Deutschland	Apax Partners et al.
6	2003	E.ON	Viterra Energy Services	CVC Capital Partners
7	2003	Rheinmetall	STN Atlas Marine	EquiVest
8	2002	Babcock Borsig et al.	Howaldtswerke-Deutsche Werft	One Equity Partners
9	2002	Bayer	Haarmann & Reimer	EQT Partners
10	2002	Degussa	Viatrix	Advent International
11	2002	Siemens	Demag Holding	Kohlberg Kravis Roberts
12	2001	Babcock Borsig	A. Friedrich Flender	Citigroup Venture Capital

17 Die Daten wurden auf Basis der Datenbank von *Deutsche unquote* der *Initiative Europe Ltd.* erhoben und anhand der EU-Merger-Meldungen sowie der Datenbanken von *Thomson Venture Economics* und der Zeitschrift *FINANCE* verifiziert. Erst bei Durchführung der Interviews wurde bei einer Transaktion eine Unterschreitung der Volumengrenze festgestellt. Die Transaktion wurde dennoch in die weitere Analyse einbezogen.

18 Bei den Konzernvertretern handelte es sich um leitende Mitarbeiter aus den Bereichen Mergers & Acquisitions, Controlling, Finanzen bzw. Unternehmensplanung, die maßgeblich an den Transaktionen beteiligt waren.

19 Zu dem mit der Befragung von Personen verbundenen Informant Bias vgl. bspw. *Ernst* (2003), S. 1250 f.

20 Diese und die folgenden prozentualen Angaben in diesem Absatz beziehen sich auf die Gesamtzahl der möglichen Kontakte von insgesamt 66 bzw. 33 je Interviewgruppe. Der Anteil von 86,4% kann als Rücklaufquote i.w.S. interpretiert werden, da die beteiligten Parteien seit der jeweiligen Transaktion teilweise sehr starken Veränderungen unterzogen waren. So konnten lediglich in 62 Fällen die jeweiligen Beteiligten ausfindig gemacht und kontaktiert werden, womit sich eine Rücklaufquote i.e.S. von 91,9% ergibt.

Nr.	Transaktionszeitpunkt	Veräußernde Konzernmutter	Veräußerte Teileinheit(en)	Erwerbender Finanzinvestor
13	2001	Degussa	Together for Leather	Permira
14	2001	Deutsche Telekom	Kabel Baden-Württemberg	Callahan Associates International et al.
15	2001	Henkel	Cognis	Permira
16	2001	Hoechst	Messer Griesheim	Allianz Capital Partners et al.
17	2001	Klößner Werke	Klößner Pentaplast	Cinven
18	2001	Preussag	Minimax	Barclays Private Equity
19	2001	Rütgers	CWW Gerko, Rütgers Kunststofftechnik	Deutsche Beteiligungs AG
20	2000	Celanese et al.	Vinnolit, Vintron	Advent International
21	2000	Deutsche Telekom	eKabel Hessen	Klesch Capital
22	2000	Deutsche Telekom	Kabel NRW	Callahan Associates International et al.
23	2000	E.ON	Schmalbach-Lubeca	Allianz Capital Partners
24	2000	Mannesmann	Mannesmann Pressfitting	Bessemer Trust
25	2000	Messer Industrie	Messer Cutting and Welding	Carlyle Group
26	2000	Robert Bosch	Bosch Telekom Private Networks	Kohlberg Kravis Roberts
27	2000	Tengelmann	Takko Modemarkt	Permira
28	2000	ThyssenKrupp	Krupp Werner & Pfeleiderer	West Private Equity
29	2000	VIAG	Gerresheimer Glas	Investcorp et al.
30	1999	Degussa-Hüls	Vestolit	Candover et al.
31	1999	RWE	Tele Columbus	DB Investors
32	1999	Siemens	Siemens Nixdorf Retail and Banking Systems	Kohlberg Kravis Roberts
33	1999	Stinnes	Stinnes Reifendienst	Legal & General Ventures et al.

Die vorliegende *Stichprobe* repräsentiert für das Zeitfenster 1999 bis 2003 ein Volumen von 97,5% der insgesamt für den Transaktionsraum identifizierten Buy Outs, die den zuvor genannten sonstigen Auswahlkriterien entsprachen und zu denen eine Volumenangabe vorlag (29 Mrd. € von rund 29,8 Mrd. € gesamt). Damit kann von einer entsprechenden Relevanz der Untersuchungsergebnisse ausgegangen werden. Angesichts des geringen Stichprobenumfangs ist es jedoch erforderlich, explizit auf die Grenzen dieser empirischen Untersuchung und ihren explorativen Charakter hinzuweisen.

5 Ergebnisse der Studie

5.1 Strategische Ausrichtung und Beteiligungsphase der Konzernmutter

Um ein Bild von der strategischen Orientierung des Konzerns zu bekommen, wurde diese Interviewgruppe einleitend zu ihrer zentralen finanziellen Kennzahl sowie zu der Wachstums- und Wettbewerbsstrategie zum Zeitpunkt der Desinvestition befragt. Hinsichtlich der *finanziellen Oberzielgröße* sehen 17 Konzernmütter (53,1%²¹) diese in einer wertorientierten Größe, mit der das strategische Leitbild des Shareholder Value Management operationalisiert wird. 13 Unternehmen (40,6%) ziehen hingegen traditionelle Erfolgsgrößen wie Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (EBITDA) und Earnings before Interest and Tax (EBIT) heran.

Die oberste Priorität in der *strategischen Wachstumsausrichtung* der Konzerne nimmt die „Konzentration auf Kerngeschäft und Kernkompetenzen“ (24; 75,0%) ein, wobei diese überwiegend mit einer regionalen Ausweitung und zusätzlichen Beteiligungen (56,3%) einhergehen soll. Acht Konzerne (25,0%) geben an, diesbezüglich in einer Restrukturierungs- und Reorganisationsphase zu sein, da sie sich mit den Folgen einer Fusion bzw. Unternehmenskrise beschäftigen müssten.

Um den Fokus auf die zu desinvestierende Einheit zu lenken, werden die Konzernrepräsentanten nach der *Entstehungsgeschichte des Target* gefragt. Hierbei ergibt sich folgendes Bild: Der überwiegende Teil der Buy-Out-Objekte (17, 53,1%) wurde unternehmensintern aufgebaut und das Unternehmenswachstum teilweise allein durch organische (6), teilweise zusätzliche externe Maßnahmen (11) gefördert. Die übrigen 15 Buy-Out-Objekte (46,9%) wurden im Rahmen einer Akquisition erworben und teilweise durch Investitions- (5), Akquisitions- (1) bzw. durch interne und externe Wachstumsmaßnahmen (6) gestärkt. Die zu desinvestierenden Einheiten waren überwiegend als Legal Entity (30, 93,8%²²) und lediglich in zwei Fällen als reines strategisches Geschäftsfeld (6,3%) organisiert. Bei sieben Objekten (21,9%) ist der Konzern ein Joint Venture eingegangen. Die Gesellschaften können zu einem Großteil (27, 84,4%) auf eine Verweildauer von über neun Jahren im Konzern zurückblicken, lediglich fünf Teileinheiten (15,6%) wiesen eine kürzere Beteiligungsphase auf.

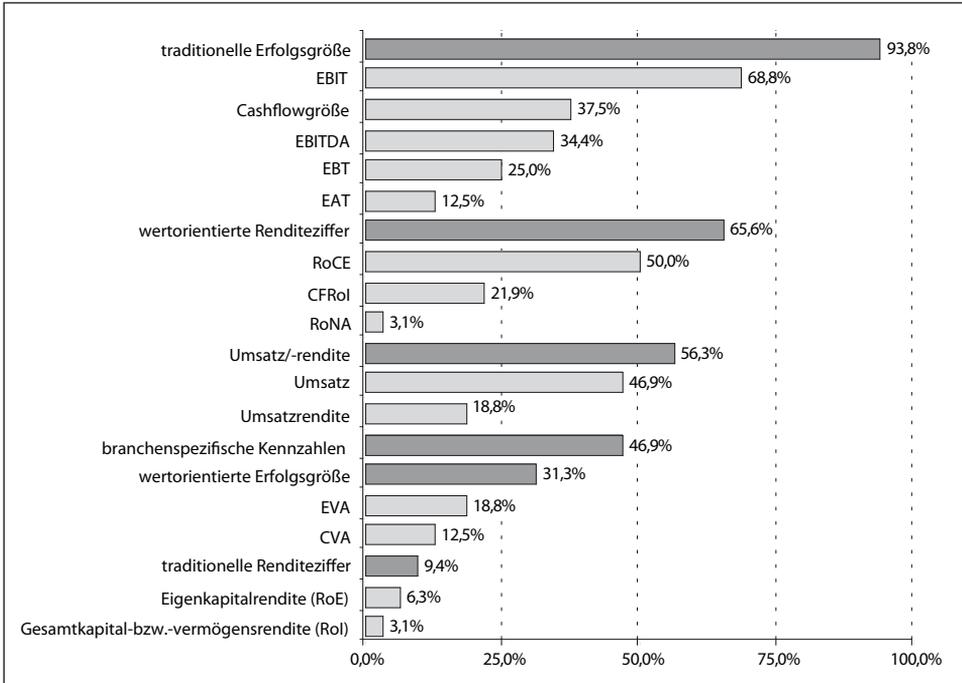
Zur *Performancemessung der Teileinheit* im Rahmen des Beteiligungscontrollings verwenden die Konzernvertreter insbesondere traditionelle Absolutgrößen wie EBITDA, EBIT, handelsrechtlicher Jahresüberschuss und Cashflowgrößen (30, 93,8%) sowie wertorientierte Renditeziffern (21, 65,6%). Die Verwendung weiterer Maßklassen (dunkelgraue Balken) bzw. subsumierter Maße (hellgraue Balken) fasst Abbildung 2 zusammen.²³ Es fällt auf, dass kaum traditionelle Renditeziffern und nur in mäßigem Umfang reine Cashflowgrößen eine zentrale Bedeutung bei der Beteiligungssteuerung haben.

21 Die prozentuale Angabe bezieht sich auf die 32 Teilnehmer dieser Interviewgruppe. Dies gilt auch für alle folgenden prozentualen Angaben zu den Konzernvertretern.

22 Falls die Teileinheit in Form eines Teilkonzerns organisiert ist, beziehen sich die Rechtsformangaben auf die Führungsgesellschaft.

23 So sind unter der Maßklasse „wertorientierte Erfolgsgröße“ beispielweise die Performancemaße Cash Value Added und Economic Value Added subsumiert.

Abbildung 2: Maße und Maßklassen der Performancemessung gemäß Konzernmutter²⁴



Die Performance der abgegebenen Gesellschaft einer zusammenfassenden Beurteilung unterziehend, nehmen die Konzernvertreter hinsichtlich ihrer *Zufriedenheit mit der Beteiligungsphase* auf einer Skala von 1 (gar nicht) bis 5 (außerordentlich) eine positive Rückschau vor (Mittelwert: 3,625; Median: 3,25; Standardabweichung: 0,933; Spannweite: 3,0²⁵). Lediglich zwei Interviewpartner (6,3%) geben an, dass zumindest Teile des Buy-Out-Objekts zum Zeitpunkt der Veräußerung sanierungsbedürftig waren. Somit stellen die vorliegenden Transaktionen vornehmlich Going Concern Buy Outs dar, die in der Vergangenheit eine überwiegend „teils, teils“ (12, 37,5%) bis „ziemlich“ bzw. „außerordentlich“ (jeweils 6, 18,8%) zufrieden stellende Performance aufwiesen.

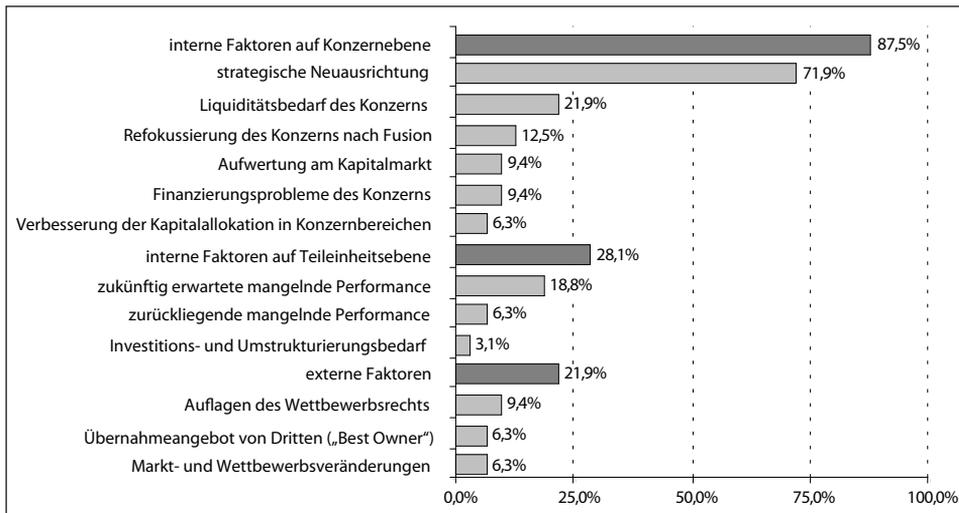
24 Erläuterung noch nicht genannter Abkürzungen in Abbildung 2: Earnings before Tax (EBT), Earnings after Tax (EAT), Return on Capital Employed (RoCE), CFROI (Cash Flow Return on Investment), Return on Net Assets (RoNA), Cash Value Added (CVA), Economic Value Added (EVA); Return on Equity (RoE); Return on Investment (RoI).

25 Zur Angabe des Mittelwerts und im Folgenden auch der Standardabweichung für die vorliegenden ordinalen vier-, fünf- bzw. siebenstufigen Likertskalen vgl. *Jaccard/Wan* (1996), S. 4, unter Verweis auf weitere Quellen. Um eine ausführliche Darstellung der gewonnenen Ergebnisse zu ermöglichen, wird entgegen entsprechenden Empfehlungen, vgl. bspw. *Bleymüller/Gehlert/Gülicher* (2004), S. 13, 24, nicht auf eine Angabe von Mittelwert und Standardabweichung verzichtet.

5.2 Auslöse- und Entscheidungsphase der Konzernmutter

Zum Zeitpunkt der Desinvestition existiert in der Hälfte der an den Transaktionen beteiligten Konzernführungsgesellschaften (16, 50,0%) ein *regelgebundenes Vorgehen bei der Identifizierung von Desinvestitionskandidaten* in Form von Desinvestitionsrichtlinien und regelmäßigen Portfolioanalysen. Die Ergebnisse hinsichtlich der Frage, wodurch die Desinvestition ausgelöst wurde, stellt Abbildung 3 dar.

Abbildung 3: Auslösefaktoren der Desinvestitionsentscheidung²⁶

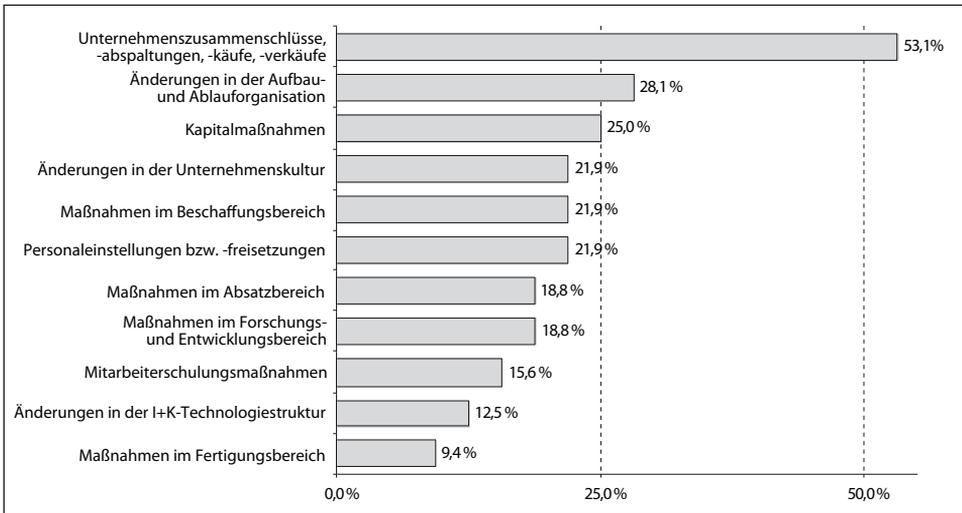


Aus Sicht der Konzernmütter überwiegen demnach unternehmensinterne *Auslösefaktoren* auf der Konzernebene (28, 87,5%), die im Besonderen auf den mangelnden „strategischen Fit“ des Buy-Out-Objekts (23, 71,9%) zurückzuführen sind. Nachfolgend stoßen insbesondere Liquiditätsbedarf auf Konzernebene (7, 21,9%) vornehmlich nach größeren Akquisitionen sowie die erwartete mangelnde Performance (6, 18,8%) des Desinvestitionsobjekts am häufigsten einen Verkauf an. In sieben Fällen (21,9%) werden externe Faktoren angeführt, die vor allem auf wettbewerbsrechtliche Auflagen zurückzuführen sind. In dieser Rangfolge spiegelt sich sowohl die Kernkompetenz- als auch die Shareholder-Value-Fokussierung der befragten Konzerne wider. Wird vor diesem Hintergrund nach evtl. *Handlungsalternativen zum tatsächlich realisierten Buy Out* gefragt wird von den Konzernen vornehmlich der Verkauf an einen strategischen Investor (23, 71,9%) genannt. Die Weiterführung des Buy-Out-Objekts im Konzern (16, 50,0%) rangiert noch vor einem Börsengang (10, 31,3%). Lediglich ein Konzernvertreter (3,1%) sieht keine Alternativen zum Buy Out.

²⁶ Die Auslösefaktoren (hellgraue Balken) sind in drei Gruppen eingeordnet (dunkelgraue Balken).

Zur *Herstellung der materiellen Veräußerungsfähigkeit* führen 24 Konzerngesellschaften (75,0%) Maßnahmen durch, wobei lediglich vier Befragte (12,5%) angeben, dies auf Basis einer Pre Sale Due Diligence²⁷ zu tun. Dabei zeigt sich ein sehr unterschiedliches Aktivitätsspektrum (vgl. Abbildung 4). Die dominierenden Handlungsbereiche „Unternehmenszusammenschlüsse etc.“ und „Aufbau- und Ablauforganisation“ ergeben sich aus der Notwendigkeit der Abtrennung vom übrigen Konzernverbund und der Herstellung einer Stand-alone-Verkaufsstruktur. Dies geht zumindest in acht Fällen (25,0%) mit Kapitalmaßnahmen wie bspw. einer Sonderausschüttung bzw. Superdividenden einher.

Abbildung 4: Maßnahmen zur Herstellung einer materiellen Desinvestitionsfähigkeit



Maßnahmen zur Stärkung der Unternehmensbasis sind dagegen eher selten. Diese Sichtweise zeigt sich auch bei den Umstrukturierungsmaßnahmen in wesentlichen primären und sekundären Aktivitäten der Wertschöpfungskette. Hier liegen bei elf Konzernen (34,4%) insbesondere im Beschaffungs- (7, 21,9%), Forschungs- und Entwicklungs- sowie Absatzbereich (jeweils 6, 18,8%) Aktivitätsfelder. Diesem insgesamt nur geringen Maßnahmenumfang im Rahmen der Desinvestitionsvorbereitung entspricht auch die Aussage der Konzernvertreter, dass in keinem Fall das Buy-Out-Objekt zum Zeitpunkt der Desinvestition in Gänze sanierungsbedürftig war und dass nur selten die Absicht besteht, durch diese Maßnahmen die „Braut zu schmücken“.

27 Bei einer Pre Sale Due Diligence handelt es sich um eine vom Verkäufer in Auftrag gegebene zielgerichtete Untersuchung des eigenen Unternehmens im Vorfeld des Verkaufsprozesses. Ziel ist es, Schwachstellen des Target zu identifizieren, um darauf aufbauende Abhilfemaßnahmen ergreifen und/oder eine die Schwachstellen berücksichtigende Verkaufsstrategie entwickeln zu können. Vgl. Weiser (2003), S. 594.

Eine weitere Möglichkeit der Vorbereitung einer Desinvestition stellt die Durchführung eines *Management Audit* dar, welches jedoch bei keiner der Transaktionen zur Anwendung kam. Lediglich ein Konzernvertreter (3,1%) gab an, dass das Management durch externe Berater für eine solche Veräußerungssituation besonders geschult wurde.

Abgeschlossen wurde der Interviewabschnitt mit einer Frage nach der *Zielsetzung*, die hinter der Entscheidung für den Buy Out als eine von evtl. mehreren Handlungsalternativen stand.²⁸ So geben 30 Befragte (93,8%) die finanzielle Zielsetzung der Erlösmaximierung und lediglich jeweils ein Konzernvertreter (3,1%) den zusammenhängenden Verkauf mehrerer Beteiligungen bzw. die Vermeidung einer Veräußerung an einen industriellen Investor als strategische Zielsetzung an. Weitere elf Repräsentanten (34,4%) vermerken, dass der Buy Out am besten einen Beitrag zu Imagezielen des Konzerns leistet. Schließlich fügt fast die Hälfte der Unternehmen (14) an, dass sie sich aufgrund der dominierenden zeitlichen Zielsetzung für den Buy Out entschieden haben. Dieser wird eindeutig als „schneller“ Exitkanal gesehen, der vor dem Hintergrund eines engen zeitlichen Desinvestitionsziels klare Vorteile gegenüber einer Veräußerung über die Börse besitzt. Jedoch bezeichnen lediglich neun Konzernvertreter (28,1%) den Buy Out durch einen Finanzinvestor als die von ihnen präferierte Desinvestitionsform. Die übrigen Befragten merken an, dass der Käufertypus für die Entscheidung hinsichtlich des Desinvestitionskanals nachrangig und diese insbesondere an der Erlösmaximierung orientiert ist. Diese Auffassung unterstreicht die überwiegend wertorientierte Steuerung der Konzernunternehmen und leitet in die Phase der Bewertung des Buy-Out-Objekts durch die Transaktionsbeteiligten und deren Vorbereitung auf die Verhandlungsphase über.

5.3 Vorbereitungs- und Bewertungsphase der Konzernmutter und des Finanzinvestors

Der *Zutritt der Finanzinvestoren* in den Kreis der potenziellen Investoren, deren Befragung mit dieser Phase einsetzt, findet überwiegend reaktiv aufgrund einer Ansprache durch den abgebenden Konzern (32,0%²⁹), durch einen Informations- oder Finanzintermediär (32,0%) bzw. durch Kundenkontakte aus anderen Transaktionen (8,0%) statt. In 13 Transaktionen gibt der Vertreter der Private-Equity-Investoren (52,0%) an, über ein regelgebundenes Vorgehen in der Vorbereitungs- und Verhandlungsphase zu verfügen, wohingegen es 43,8% (14) bei den befragten Konzernvertretern sind.

Ein einheitlicheres Bild ergibt sich dagegen bei der *Einbeziehung externer Berater*. So geben in 29 Transaktionen (90,6%) die Verkäufer an, eine zielorientierte und proaktive Beratung durch externe Spezialisten, die sogenannte *Vendor Assistance*, in Anspruch genommen zu haben. Als Motive einer Beziehung werden zwar auch die Nutzung des Prozess-Knowhows, aber insbesondere das Outsourcing von administrativen Aufgaben zur Entlastung der eigenen Personalkapazitäten, die Verfügbarkeit eines Marktinsiders zur Generierung von Informationen und Kontakten sowie die Funktion eines Sparringspartners für die

28 Bei dieser Fragestellung bestand eine Mehrfachantwortmöglichkeit.

29 Die prozentuale Angabe bezieht sich auf die 25 Teilnehmer dieser Interviewgruppe. Dies gilt auch für alle folgenden prozentualen Angaben zu den Private-Equity-Vertretern.

kommenden Verhandlungen angegeben. Besonders hervorzuheben ist die Anmerkung, dass ein Großteil der Konzernvertreter in den Verkaufsberatern einen Filter zwischen sich und den potenziellen Investoren sieht, der dazu dient, die „Schmerzgrenzen“ der Gegenseite auszutesten. Des Weiteren wird dem Vendor Assistant eine Moderatorenfunktion bei der Veräußerung von Joint Ventures zugesprochen. Die Bedeutung einer Vendor Assistance wird auch durch die Einschätzung einer erneuten Inanspruchnahme durch die beteiligten Konzerne unterstrichen. So geben die 29 teilnehmenden Repräsentanten des Veräußerers im Durchschnitt an, eine solche „ja, wahrscheinlich“ (Mittelwert: 1,97; Median: 2,0; Standardabweichung: 0,731; Spannweite: 2,0³⁰) wieder anzufordern. Die leichte Zurückhaltung gegenüber einem klaren Pro erklärt sich durch die Anmerkung der meisten Konzernvertreter, dass die Einschaltung von dem Volumen, aber insbesondere der Komplexität der Transaktion und der Art des Auswahlverfahrens bzgl. der Käufer abhängt.

Auf Seiten der Finanzinvestoren ist die Beziehung zu externen Dienstleistern insbesondere vor dem Hintergrund der eigenen Teamgröße zu sehen, die die Investorenvertreter durchschnittlich mit sechs Personen angeben (Spannweite: 18; Min: 2; Max: 20).³¹ So erfolgt die *Buyside Due Diligence* grundsätzlich unter Einschaltung von Dienstleistern vornehmlich in den Bereichen Finanzen (25, 100,0%), Markt (23, 92,0%) und Recht (22, 88,0%), wobei in vier Fällen (16,0%) sogar ausschließlich externe Kräfte an der Überprüfung beteiligt sind. Das hohe Maß an externer Unterstützung basiert neben einem eigenbestimmten „Personal Leveraging“ und Know-how-Einkauf auf der fremdbestimmten Forderung der mitfinanzierenden Banken nach der Expertise unabhängiger Dritter. Dennoch begleiten die Investoren insbesondere die Commercial und Financial Due Diligence intensiv. Begründet wird dies bezüglich der marktorientierten Überprüfung mit den anfänglichen Defiziten an Branchenkenntnissen und dem Wunsch nach umfangreichem Einblick in die Mechanismen der Branche des Buy-Out-Objekts. Bezüglich der finanzwirtschaftlichen Überprüfung sehen die Befragten die Begleitung als elementare Voraussetzung zur Modellierung ihres eigenen Investitionskonzepts.

Die umfangreiche Durchführung einer Buyside Due Diligence läuft dem Bemühen einiger Konzernunternehmen entgegen, mit der Vendor Due Diligence³² (7, 21,9%) eine Beschleunigung des Desinvestitionsprozesses – insbesondere durch Verringerung des käuferseitigen Prüfungsprocederes – in der Vorbereitungs- und Bewertungsphase zu erreichen. Weitere Motive einer solchen verkäuferseitigen Sorgfaltsprüfung sind die Gewinnung von detaillierten Informationen über besonders komplexe bzw. vom Kerngeschäft weit entfernte Beteiligungen sowie die Antizipation möglicher Problemfelder im Desinvestitionsprozess. Auf dem ohnehin schon sehr niedrigen Anwendungsniveau zeigen sich die Konzernbeteiligten mit diesem Instrumentarium noch unzufrieden, so dass von den Anwendern die Hälfte eine Vendor Due Diligence „auf keinen Fall“ bzw. „eher nicht“ wieder in Anspruch nehmen

30 Hier stand eine Skala von „ja, auf jeden Fall“ (1), „ja, wahrscheinlich“ (2), „nein, eher nicht“ (3) und „nein, auf keinen Fall“ (4) zur Verfügung.

31 Bei zwei Transaktionen machte der Investorenvertreter keine Angaben hierzu.

32 Bei einer Vendor Due Diligence handelt es sich um eine verkäuferseitige Due Diligence, d.h., eine eingehende, von unabhängiger Seite durchgeführte zielgerichtete Analyse eines Unternehmens im Hinblick auf die mit ihm verbundenen Chancen und Risiken, welche vom Unternehmenseigentümer im Vorfeld des geplanten Unternehmensverkaufs in Auftrag gegeben wird. Vgl. Weiser (2003), S. 593; Nawel/Nagel (2005), S. 759-762.

würde. Begründet wird dies mit der unverändert umfangreichen Durchführung einer Buyside Due Diligence, fehlendem Zeitgewinn sowie mangelndem Interesse an einer Kostenübernahme durch den Käufer bei Andienung des Berichts. Hier sieht der Arbeitskreis „Finanzierung“ deutliches Verbesserungspotenzial hinsichtlich einer stärkeren Interessenverknüpfung der Transaktionsbeteiligten. Dabei sollten insbesondere die an der Vendor Due Diligence beteiligten Parteien hinsichtlich der bereit zu stellenden Informationen eine Abstimmung mit den generellen Interessen finanzierender Banken bei einem Leveraged Buy Out suchen, da diese wesentlichen Einfluss auf die Transaktionsdokumentation nehmen.

Die Ergebnisse der Due Diligence finden in beiden Befragungsgruppen Berücksichtigung im Rahmen einer *Unternehmensbewertung*, die ausnahmslos vorgenommen wurde. Dabei verlassen sich die Private-Equity-Investoren weniger auf die – soweit vorliegenden – Informationen eines Vendor Due Diligence-Reports bzw. sonstiger verkäuferseitiger Memoranden. Erhebliche Unterschiede zwischen den Beteiligtegruppen existieren jedoch hinsichtlich der eingesetzten Bewertungsverfahren. So stellen die veräußernden Konzerne insbesondere auf investitionsrechnerische Verfahren ab (27, 84,4%). Eher vorbereitende, indikative Bedeutung haben dagegen Multiplikatorverfahren (24, 75,0%). In lediglich 9,4% (3) der durch die Interviews erfassten Transaktionen sind die Konzernrepräsentanten bemüht, die Vorgehensweise der Finanzinvestoren anhand eines Leveraged-Buy-Out-Bewertungsmodells zu simulieren. Dieses sieht in enger Anlehnung an investitionsrechnerische Verfahren unter Einbeziehung der Fremdfinanzierungsparameter eine retrograde Ermittlung des beim Exit erforderlichen Eigenkapitalwertes der Unternehmung zur Bestimmung der Effektivrendite (der Internal Rate of Return p.a.) bzw. des Money Multiples vor.³³ Diese beiden Größen werden von den Finanzinvestoren als die dominierenden Zielgrößen ihres Investment gesehen, wobei überwiegend eine Internal Rate of Return p.a. von 20-25% bzw. ein Money Multiple von 2-3 angegeben wird.

In 92,0% (23) der vorliegenden Interviews nannten die Private-Equity-Vertreter ein solches Verfahren als das für sie dominante. Damit einher geht auch ein höherer Anwendungsgrad von Multiplikatorverfahren als auf Seiten der Konzernvertreter (24, 96,0%). Letzteres Verfahren liefert aus Sicht der überwiegenden Mehrheit der Private-Equity-Investoren wesentliche Implikationen für den anzustrebenden Kaufpreis und findet daher auch Eingang in die bereits angeführten LBO-Modelle der Finanzinvestoren. Lediglich sieben Investorenvertreter (28,0%) gaben dieses Prädikat dem Weighted-Average-Cost-of-Capital-Ansatz der Discounted-Cash-Flow-Methode.

Ein weiterer Fragenkomplex zu den Bewertungsroutinen der beiden hier betrachteten Gruppen behandelt die *Ableitung von starren Wertgrenzen für die Preisverhandlungen*. So geben 76,0% (19) der beteiligten Finanzinvestoren an, dass der (die) im Rahmen der Bewertung ermittelte Wert (Wertbandbreite) eine Preisobergrenze für ihr Investment darstellt. Sie stützen sich dabei geschlossen auf die Ergebnisse ihrer eigenen Buy-Out-Modelle. Die übrigen Investorenvertreter geben an, dass sie sich weniger an modellierten Wertobergrenzen, sondern eher an dem jeweils herrschenden Preisgefüge am Markt orien-

³³ Vgl. zur Bewertungsmethodik von Private-Equity-Investoren Baldwin (2001a); Baldwin (2001b); Lerner/Willinge (2002).

tieren. Eine analoge Interpretation des Bewertungsergebnisses als Preisuntergrenze findet – auf ähnlichem prozentualen Niveau – bei 25 der 32 Konzerne (78,1%) statt. Vor dem Hintergrund einer wertorientierten Steuerung entlang des Beteiligungslebenszyklus stellt ein anhand der geforderten Mindestverzinsung des Eigenkapitals ermittelter Unternehmenswert theoretisch die idealtypische Wertuntergrenze dar. Dem folgen jedoch lediglich sechs (18,8%) der konzernseitigen Interviewpartner. Die übrigen Personen nennen den Buchwert (6,3%), einen Multiple (6,3%) bzw. eine Bandbreite (25,0%) als Preisuntergrenze.

Die Frage, ob die beteiligten Konzerne vor dem Hintergrund der Möglichkeit, dass Finanzinvestoren als potenzielle Käufer auftreten können, *besondere Vorkehrungen bei der Desinvestitionsvorbereitung* getroffen haben, bejahen die Konzernvertreter lediglich in 13 Transaktionsfällen (40,6%). Als entsprechende Maßnahmen werden im Bereich der Due Diligence bzw. Unternehmensbewertung die generelle Durchführung einer Vendor Due Diligence sowie eine erhöhte Qualität und Aussagekraft der finanziellen und rechtlichen Informationen zum Buy-Out-Objekt im Datenraum respektive – jedoch deutlich seltener – die Simulierung der Bewertungspraxis von Finanzinvestoren angeführt. Auf der personellen Seite werden die Anstellung von Mitarbeitern mit Know-how aus der Finanzinvestoren-Branche sowie eine verstärkte Beachtung von Loyalitätskonflikten im Management, bspw. durch eine Incentivierung des Desinvestitionserfolgs, genannt. Bis in die Durchführungsphase reichen die Bereitstellung von Akquisitionsmitteln durch beratende Finanzintermediäre des Verkäufers – sog. *Stapled Financing*³⁴ – bzw. die Zur-Wahl-Stellung der gesellschaftsrechtlichen Strukturierung eines noch vorzunehmenden Carve Out des Buy-Out-Objekts.

Gerade diese spezifische Vorbereitung erscheint aus Sicht des Arbeitskreises „Finanzierung“ – je nach Relevanz des Verkaufsobjekts und der Interessentenstruktur – für die nachfolgende Verhandlungs- und Durchführungsphase von besonderer Bedeutung und sollte stärker bei der Vorbereitung von Desinvestitionen berücksichtigt werden.

5.4 Verhandlungs- und Durchführungsphase der Konzernmutter und des Finanzinvestors

Zu Beginn dieses Interviewabschnitts steht auf Seiten der ehemaligen Konzernmütter die Frage nach den *Kriterien*, die bei *der Auswahl potenzieller Investoren* zugrunde gelegt werden. Dabei werden vor allem die Fähigkeit zur Finanzierung der Übernahme (20, 62,5%) und die erste Konditionsvorstellung (18, 56,3%) genannt.³⁵ Lediglich acht Konzernvertreter (25,0%) geben an, eine Überprüfung der Investorenbonität durch die eigenen M&A-Berater vorgenommen zu haben. Keines der Unternehmen bedient sich des Instruments der Reverse Due Diligence.³⁶ Begründet wird dieses mit der am Markt bekannten Bonität der potenziellen Investoren. Nachgeordnete Bedeutung als Auswahlkriterium haben die Darstellung der

³⁴ Vgl. *Landgraf/Maisch* (2005), S. 23.

³⁵ Auch hier bestand eine Möglichkeit zur Mehrfachantwort.

³⁶ Eingehende Untersuchung des potenziellen Käufers, die vom Verkäufer in Auftrag gegeben oder selbst durchgeführt wird. Vgl. *Weiser* (2003), S. 594.

geplanten Entwicklung des Verkaufsobjekts (13, 40,6%) sowie die Erfahrung der Interessenten mit vergleichbaren Transaktionsgrößen (10, 31,3%) bzw. der Branche (7, 21,9%).

Die *Preisverhandlungen* werden überwiegend im Rahmen einer geschlossenen Auktion durchgeführt (24, 75,0%). Die Auktionsform zeichnet sich gegenüber den von acht Konzernvertretern (25,0%) angeführten rein bilateralen Verhandlungen durch die kompetitiveren Eigenschaften aus. Nachteilig wirkt der größere Aufwand, was von den Beteiligten indes für nachrangig gehalten wird. Sie plädieren nahezu einhellig für ein Auktionsverfahren und halten dieses für eine an der Erlösmaximierung orientierte Ausgestaltung des Veräußerungsprozesses zwingend notwendig. Die bilaterale Verhandlungen durchführenden Konzernvertreter geben überwiegend an, dass diese Vorgehensweise aus Mangel an potenziellen Investoren oder aus besonderen Transaktionsumständen resultiert.

Ein Thema von besonderer Bedeutung stellt aus Sicht der Konzernrepräsentanten die *Beteiligung des Managements am Desinvestitionsprozess* dar. Das insgesamt sehr niedrige Niveau wird mit dem im Rahmen eines Buy Out vorherrschenden Interessenkonflikt des Objektmanagements begründet, welcher durch das veränderte Loyalitätsverhältnis der Manager zum das Eigentumsrecht aufgebenden Konzern einerseits und dem die Objektkontrolle übernehmenden Private-Equity-Investor andererseits geprägt ist. So wird das Management des Buy-Out-Objekts vornehmlich als „Datenlieferant“ gesehen und vom Eigentümer weitgehend aus dem „hoheitlichen“ Entscheidungsfeld eines Beteiligungsverkaufs ausgespart. Das Konfliktpotenzial wird insbesondere bei der hier betrachteten Desinvestitionsform als sehr hoch eingeschätzt, da in den meisten Fällen das alte Management auch die Führung der Gesellschaft unter dem neuen Eigentümer übernehmen soll. Unterschiede zeigen sich jedoch bei möglichen Maßnahmen zur Abschwächung solcher Konfliktpotenziale aus Sicht des Konzerns. Die Hälfte der Konzerne (16) nimmt dazu eine vom Desinvestitionserfolg abhängige Incentivierung vor.³⁷

Dabei sind jedoch aus Sicht des Arbeitskreises „Finanzierung“ die gesellschaftsrechtlichen Grenzen einer solchen Incentivierung insbesondere bei der Desinvestition einer Teileinheit in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft zu beachten. Diese können zum einen aus einem möglichen Verstoß gegen die Norm der Sorgfaltspflicht des Vorstandes nach § 93 Abs. 1 AktG herrühren, die den Charakter eines Schutzgesetzes für die zu veräußernde Gesellschaft hat.³⁸ Zum anderen ist einerseits der formale Beschlussfassungsprozess bei der Festsetzung der Bezüge des Vorstandes durch den Aufsichtsrat nach § 87 Abs. 1 Halbsatz 1 AktG i.V.m. § 112 AktG und andererseits die Angemessenheit dieser Entlohnung nach § 87 Abs. 1 Halbsatz 2 AktG zu beachten.³⁹ Zwei Konzernvertreter (6,3%) sehen in einer zeitlich begrenzten Entsendung von Managementvertretern ein sinnvolles Gegensteuern. Auf eine besondere Vorbereitung des Managements setzt – wie bereits ausgeführt – lediglich ein Konzern (3,1%), was auch durch die geringe Verbreitung von Management Audits unterstrichen wird.

37 Ein Unternehmen machte keine Angaben hierzu, womit 15 Unternehmen (46,9%) keine Incentivierung vornehmen.

38 Vgl. *Fleischer* (2000), S. 319.

39 Vgl. *Körner* (2004), S. 2698 f.

Wenig Anwendung finden bei den hier betrachteten Transaktionen *Maßnahmen zur Abmilderung evtl. Diskrepanzen zwischen den Preisvorstellungen* der Beteiligten. So wird lediglich in vier Transaktionen (12,5%) ein Earn-Out-Ansatz vereinbart, nach dem in Abhängigkeit von der zukünftigen Performance des Buy-Out-Objekts bzw. Private-Equity-Investments eine Nachbesserung des Kaufpreises stattfindet. Erweitert man diese Betrachtung jedoch um die Antworten auf die Frage hinsichtlich *finanzwirtschaftlicher Verflechtungen nach der Desinvestition*, so zeigt sich, dass solche noch in 53,1% (17) der Transaktionen vorliegen. Dabei wird insbesondere eine Beteiligung des veräußernden Konzerns an der Kaufpreis- und Folgefinanzierung in Form von Verkäuferdarlehen (40,6%), dem Halten von Minderheitsbeteiligungen (21,9%) und der Übernahme von Bürgschaften (6,3%) genannt. Sanierungs- und Umstrukturierungsbeiträge treten dagegen in den Hintergrund und sind nur in einem Fall (3,1%) relevant. Es liegt der Schluss nahe, dass die Gewährung eines Verkäuferdarlehens und das Halten von Minderheitsbeteiligungen ein deutliches Entgegenkommen der Konzernseite darstellen, um einen zeitnahen, wenn auch nicht bindungsfreien Verkauf zu erreichen. Zwar könnte darin auch ein Interesse an einer Partizipation an der künftigen Wertentwicklung bzw. der Wunsch nach einer späteren Reintegration des Buy-Out-Objekts gesehen werden. Dies wird jedoch bei Betrachtung der Ergebnisse zu einer dementsprechenden Fragestellung widerlegt, da eine Reintegration nahezu einmütig für „keinesfalls“ wahrscheinlich (Mittelwert: 1,156) gehalten wird.⁴⁰ Die geringe Eignung eines Desinvestitionskanals „IBO“ für eine spätere Reintegration wird ebenfalls unterstrichen durch die Betrachtung möglicher *leistungswirtschaftlicher Verflechtungen*, die zwar in 65,6% (21) der Fälle zu verzeichnen sind, aber entweder aufgrund bestehender Serviceverträge unumgebar sind oder im Rahmen üblicher Beschaffungs-, Fertigungs- oder Absatzbeziehungen „at Arm's Length“ erfolgen.

Die bereits angesprochene Preisunter- bzw. -obergrenze wird im Rahmen des Interviewabschnitts zum Erfolg der Desinvestition respektive Akquisition erneut aufgegriffen. Nach dem Über- bzw. Unterschreiten dieser Grenze gefragt, zeigen sich bei den Konzern- und Private-Equity-Vertretern die in Abbildung 5 dargestellten Ergebnisse.⁴¹

Abbildung 5: Über- bzw. Unterschreitung der Wertgrenzen von Käufer und Verkäufer

Über- bzw. Unterschreitung der Wertgrenze aus Sicht ...	< 0%					+/-0%	> 0%				
	< -20%	≥ -20%	≥ -15%	≥ -10%	≥ -5%		≤ 5%	≤ 10%	≤ 15%	≤ 20%	> 20%
Konzernmutter	5					8	14				
	2	-	-	-	3		5	3	1	-	5
Private-Equity-Investor	9					9	2				
	2	-	-	2	4		2	-	-	-	-

40 Antwortkategorien „keinesfalls“ (1), „wahrscheinlich nicht“ (2), „vielleicht“ (3), „ziemlich wahrscheinlich“ (4) und „ganz sicher“ (5).

41 Bei dieser Fragestellung wurden die Angaben der Befragten in die in Abbildung 5 dargestellten Kategorien eingeordnet, da sie weitgehend zu keiner detaillierteren Auskunft bereit waren. So machten auch jeweils fünf Konzernvertreter und Private-Equity-Investoren keine Angaben zu dieser Fragestellung. Ein Investor gab lediglich an, dass die Wertgrenze unterschritten wurde.

Dies deutet zum einen darauf hin, dass die beteiligten Konzerne überwiegend ihre Mindest-erlösvorstellungen erreicht haben (68,8%). Jedoch ist die bereits zuvor gemachte Anmerkung zur Definition der Wertuntergrenze zu beachten, die den „Wert“ einer solchen Grenze mitbestimmt. Zum anderen deuten die Ergebnisse bzgl. der Investorenvertreter darauf hin, dass der Bietungsspielraum noch nicht gänzlich ausgeschöpft wurde.

Unter Berücksichtigung der vorgenannten Ergebnisse zum Erreichen der gesetzten Wertgrenzen differiert die Zufriedenheit der beiden Kontraktparteien. So sind die Konzernrepräsentanten im Mittel „teils, teils“ bis „ziemlich“ zufrieden (Mittelwert: 3,719; Median: 4,0; Standardabweichung: 0,8608; Spannweite: 3,0⁴²). Die Private-Equity-Investoren zeichnen ein nur leicht unzufriedeneres Bild bei ihrer Beurteilung des erzielten Kaufpreises und tendieren weniger stark zu „ziemlich“ (Mittelwert: 3,56; Median: 4,0; Standardabweichung: 1,054; Spannweite: 4,0).

Zum Abschluss dieses Interviewabschnitts werden die Beteiligten der beiden Gruppen jeweils gefragt, wie sie im Vergleich zur Gegenseite ihre Vorbereitungen, Verhandlungsmacht und Verhandlungstaktik bei der Preisfindung einschätzen (vgl. Abbildung 6).⁴³ Es zeigt sich, dass beide Parteien ihre Verhandlungsmacht nahezu „gleichwertig“ und ihre Vorbereitungen bzw. Verhandlungstaktik mit leichter Tendenz zu „etwas besser“ einschätzen. Insgesamt ergibt sich an den Einschätzungen gemessen ein ausgewogenes „Kräfteverhältnis“.

Abbildung 6: Vergleich der eigenen Vorbereitungen, Verhandlungsmacht und Verhandlungstaktik bei der Preisfindung mit Gegenseite

Beurteilung auf einer Skala von 1 bis 5		Mittelwert	Median	Standardabweichung	Spannweite
Vorbereitung	Konzernmutter	3,219	3,0	0,8884	4,0
	Private-Equity-Investor	3,565	3,0	0,9083	3,0
Verhandlungsmacht	Konzernmutter	3,125	3,0	1,1914	4,0
	Private-Equity-Investor	3,087	3,0	0,9251	3,5
Verhandlungstaktik	Konzernmutter	3,406	3,25	0,8654	4,0
	Private-Equity-Investor	3,477	3,0	0,9060	3,0

Vor dem Hintergrund der teilweise am eigenen Vorgehen geäußerten Kritik und zuvor dargestellten Selbsteinschätzung auf Seiten der Konzernrepräsentanten überraschen des Weiteren

42 Den Befragten stehen bei dieser Fragestellung die Antwortkategorien „gar nicht“ (1), „kaum“ (2), „teils, teils“ (3), „ziemlich“ (4) und „außerordentlich“ (5) zur Verfügung.

43 Den Interviewten stehen bei dieser Fragestellung die Antwortkategorien „deutlich schlechter“ (1), „etwas schlechter“ (2), „gleichwertig“ (3), „etwas besser“ (4) und „deutlich besser“ (5) zur Verfügung.

die Ergebnisse hinsichtlich einer nachträglichen Überprüfung des Desinvestitionsprozesses im Sinn eines „Lessons Learned“. Lediglich 13 Unternehmensvertreter (40,6%) geben an, dies im Rahmen eines institutionalisierten *Post Transaction Review*⁴⁴ bzw. durch eine formlose, aber dokumentierte Nachlese mit den Transaktionsbeteiligten nachgehalten zu haben. Dieser retrospektiven Analyse kommt aus Sicht des Arbeitskreises „Finanzierung“ jedoch eine hohe Bedeutung zu. Sie ist in Form einer aufwandsgerechten Implementierung für zukünftige Vorhaben zu empfehlen.

Den Abschluss der Durchführungsphase stellen die *gesellschaftsrechtliche, steuerliche und finanzielle Ausgestaltung des Buy Out* dar. Hinsichtlich der gesellschaftsrechtlichen und steuerlichen Konstruktion haben die Vertragspartner auf dem Kontinuum zwischen den Polen eines Asset und Share Deal die Auswahl zwischen einer Vielzahl von – zumindest theoretischen – Kombinationsmöglichkeiten. In der im Rahmen dieser Befragung erhobenen Praxis dominiert der reine Share Deal (19, 76,0%) vor Kombinationsmodellen (3, 12,0%). Grundsätzliche Anwendung findet die Einschaltung einer Erwerbengesellschaft – sog. NewCo –, die überwiegend die Rechtsform einer GmbH & Co. KG (12, 48,0%) bzw. GmbH (7, 28,0%) besitzt und über eine meist mehrstufige Holdingstruktur mit den eigentlichen Investoren verbunden ist. Die obersten Holdingstufen sind häufig in Ländern mit günstigen steuerlichen und gesellschaftsrechtlichen – etwa bzgl. des Einstiegs von Co-Investoren – Rahmenbedingungen angesiedelt. Die Konstruktionsbereiche des Buy Out haben bereits erheblichen Einfluss auf die Umstrukturierungs- und Betreuungsphase, die im folgenden Kapitel in den Mittelpunkt der Auswertung treten.

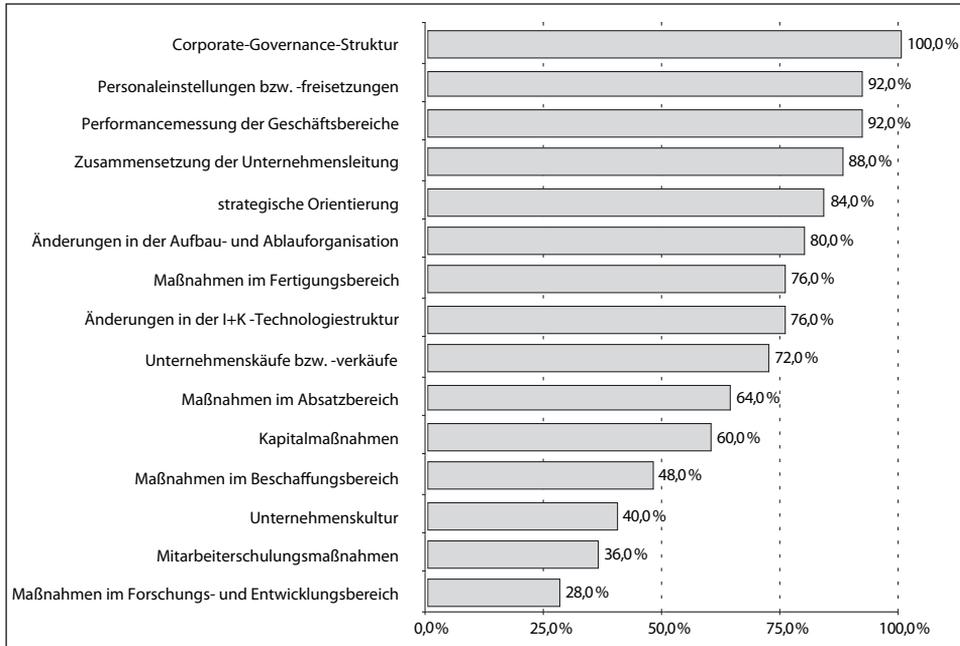
5.5 Umstrukturierungs- und Betreuungsphase des Finanzinvestors

Die beteiligten Private-Equity-Investoren geben überwiegend an, dass kein regelgebundenes Vorgehen bei der Umstrukturierung und Betreuung der Buy-Out-Objekte besteht (14, 56,0%), sondern eher eine fallspezifische Herangehensweise vorliegt. Unabhängig davon setzt bei dem Großteil der Investoren (19, 76,0%) die Umstrukturierungsplanung bereits in der Vorbereitungs- und Verhandlungsphase der Transaktion ein, wohingegen fünf Befragte (20,0%) bzw. ein Teilnehmer (4,0%) die Durchführungs- respektive sogar erst die Umstrukturierungsphase selbst angeben (nennt). Abbildung 7 zeigt die im Rahmen der Umstrukturierung vorgenommenen Maßnahmen durch den Private-Equity-Investor. Von einem Großteil der Investorenvertreter (23, 92,0%) werden *Umstrukturierungen im Personalbereich* angeführt, die weniger die Mitarbeiterbasis – acht Interviewpartner (26,7%) führten größere Freisetzungen an – sondern eher das Management betreffen.⁴⁵ So werden in jeweils 88,0% der Transaktionen auf diesen Ebenen Verantwortungsbereiche neu geschaffen bzw. neu besetzt. Es zeigt sich insbesondere auf der ersten Ebene eine an angelsächsischen Usancen orientierte Zusammensetzung der Unternehmensleitung mit Chief Executive Officer (14, 56,0% neu besetzt), Chief Financial Officer (11, 44,0% neu besetzt; 3, 12,0% neu geschaffen) und Chief Operating Officer (4, 16,0% neu besetzt; 2, 8,0% neu geschaffen).

44 Vgl. *Gehrke* (1999), S. 206-210; *Achleitner/Wecker/Wirtz* (2004), S. 1508 f.

45 Vgl. zu dem häufig genannten Vorwurf starken Personalabbaus die Untersuchung zum volkswirtschaftlichen Nutzen von Private Equity bei *Lüdke* (2004), S. 44.

Abbildung 7: Umstrukturierungsmaßnahmen durch den Private-Equity-Investor



In diesem Kontext ist auch die auf gleichem Niveau (23, 92,0%) stattfindende *Umstrukturierung der Managemententlohnung* zu nennen. So geben 15 Finanzinvestoren (60,0%) den maximalen variablen Anteil an der Gesamtentlohnung nach der Umstrukturierung mit 50,0% oder mehr an, wohingegen lediglich sieben Konzernvertreter (21,9%) dies für ihr Managementanreizsystem vermerken. Eine Vielzahl der interviewten Investoren stellt jedoch die eher untergeordnete Rolle dieser variablen Entlohnungskomponente im Vergleich zur Eigenkapitalbeteiligung des Managements heraus. Der dadurch mögliche Vermögenszuwachs übertrifft die sonstigen Incentivierungsmaßnahmen im Erfolgsfall deutlich. Hierbei wird jedoch teilweise angeführt, dass insbesondere Managementteams aus einem Konzernumfeld eine weniger ausgeprägte unternehmerische Wagnisbereitschaft besäßen. Hier sehen einige Investoren erheblichen kulturellen Nachholbedarf in Deutschland, was durch die zuvor dargestellten Wechsel in der Leitung von Buy-Out-Unternehmen noch unterstrichen wird.

Die Umstrukturierung des Buy-Out-Unternehmens ist in jeder betrachteten Transaktion eingebettet in eine *Neuordnung der Corporate-Governance-Struktur*. Die zweistufige Systematik von Aufsicht und Geschäftsführung wird de facto aufgeweicht und eine am angloamerikanischen One Tier Approach orientierte Struktur implementiert. So werden in 76,0% (19) bzw. 16,0% (4) der von Private-Equity-Seite betrachteten Transaktionen

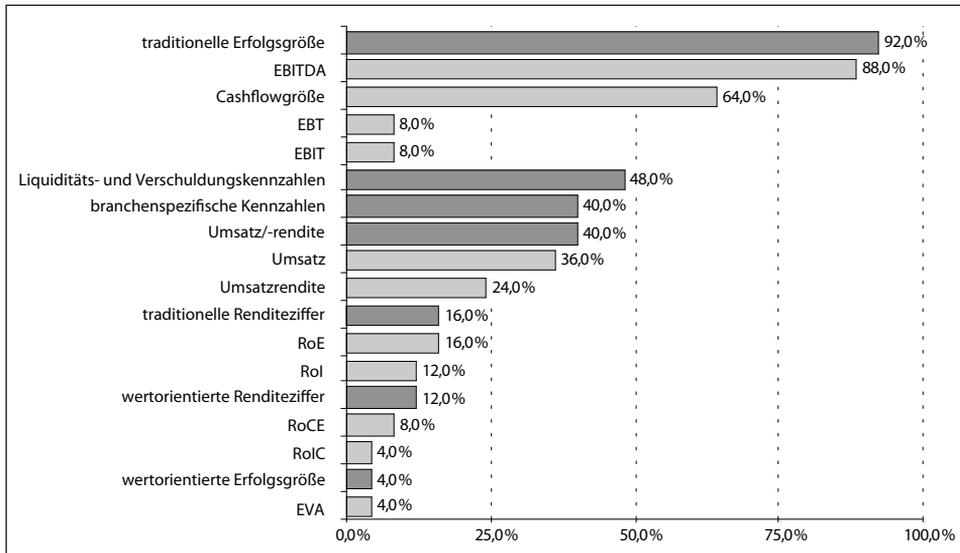
ein Beirat – insbesondere auf einer höheren Holdingebene – respektive ein Aufsichtsrat neu eingerichtet. In drei (12,0%) bzw. 14 Fällen (56,0%) wird ein vorhandener Beirat respektive Aufsichtsrat umstrukturiert. Hinsichtlich der Zusammensetzung der neuen bzw. umstrukturierten Gremien stellen die Finanzinvestoren in hohem Maße auf unternehmenssexternes Know-how in Form von mit der Branche bzw. Umstrukturierungserfordernissen vertrauten Managern ab. Ergänzend merken einige Private-Equity-Investoren an, dass ein Aufsichtsgremium mit Mitarbeiterbeteiligung nur aufgrund der gesetzlichen Notwendigkeit fortgeführt wird und ansonsten aufgelöst werden würde.

Eine wesentliche Neuerung für die betrachteten Buy-Out-Unternehmen stellt die stärkere Institutionalisierung der „Beaufsichtigung“ dar. Diese findet zum einen Ausdruck in einem kürzeren Sitzungsintervall des Eigentümergremiums und deutlich intensiver und länger geführten Diskussionen in diesem Kreis. Zum anderen werden Subgremien eingeführt, die mit der Vor- und Nachbereitung der Sitzungen des obersten Aufsichtsgremiums beschäftigt sind. Genannt werden insbesondere ein Audit, Personal und Strategy Committee. Die vorgenannten Maßnahmen zur Corporate-Governance-Struktur wurden unisono von den Private-Equity-Investoren initiiert, die damit eine wesentliche Einwirkungsmöglichkeit auf das Buy-Out-Objekt zur Durchsetzung ihrer Eigentümerinteressen sehen. Problematisch kann dies jedoch teilweise bei sogenannten „Club Deals“ sein, bei denen mehrere Co-Investoren auftreten.

Einen Schwerpunkt der Maßnahmen bildet die *Umstrukturierung der strategischen und operativen Unternehmensführung*. So geben die Investoren an, die zentrale finanzielle Kennzahl des Buy-Out-Objekts in 84,0% (21) und die Wachstumsstrategie in 64,0% (16) angepasst zu haben. Es ist zu vermerken, dass reine Cashflowgrößen und traditionelle Absolutgrößen wie EBITDA gegenüber wertorientierten Größen einen erheblichen Bedeutungszuwachs erleben. Bei der Strategieformulierung beschränken sich die Anpassungen auf die stärkere Berücksichtigung der neuen Stand-Alone-Position des Transaktionsobjekts. Dabei sind neben einer Forcierung des externen Wachstums im Kerngeschäft durch Zukäufe insbesondere Maßnahmen zur Ausweitung des Produktportfolios im Core Business vorgesehen.

Die Performancemessung fokussierend, wurde nach den genaueren *Umstrukturierungsmaßnahmen im Reporting* des akquirierten Unternehmens gefragt. Hinsichtlich der am wichtigsten eingeschätzten Kennzahlen zur Performancemessung fand eine – schon bei der zentralen finanziellen Kennzahl festzustellende – klare Umorientierung hin zu cashfloworientierten und traditionellen Erfolgsgrößen statt, wie Abbildung 8 verdeutlicht. Aus Konzern- bzw. Finanzinvestorensicht sind grundsätzlich die unterschiedlichen Investitionskriterien (Optimierung der Allokation von Investitionsmitteln im Konzern vs. Optimierung der Cashflowgenerierung und des Schuldentilgungspotenzials) und -perspektiven (langfristig vs. mittelfristig) zu berücksichtigen.

Abbildung 8: Zentrale Kennzahlen der Performancemessung gemäß Private-Equity-Investor⁴⁶



Wertorientierte Größen finden kaum noch Beachtung. Erheblich größere Bedeutung bei der regelmäßigen Berichterstattung besitzen dagegen Kennzahlen, die als Liquiditäts- und Verschuldungsmaße im Rahmen des Credit Reporting an die finanzierenden Banken berichtet werden müssen. Sie werden von zwölf Investoren (48,0%) als sehr wesentlich bei der Unternehmenssteuerung eingeschätzt. Diese von Kreditgeberseite eingeforderten Größen verstärken die Tendenz zu einem deutlich verkürzten Zyklus der Performancemessung (17, 68,0%). Darüber hinaus werden ein erheblich höherer Detaillierungsgrad der Berichterstattung hinsichtlich zuvor genannter Schlüsselgrößen der Unternehmensperformance (16, 64,0%) sowie eine stärkere Verknüpfung von Plan- und/oder Ist-Rechnungen (22, 88,0%) von den Finanzinvestoren betont.

Eine eher nachgeordnete Bedeutung – zumindest auf Basis der Umsetzungshäufigkeit – haben dagegen Unternehmenszusammenschlüsse, die als Ergebnisse der Umsetzung der *Buy-and-Build-Strategien* der Investoren zu sehen sind. So werden in 72,0% (18) der Transaktionen solche Maßnahmen durchgeführt. Häufig werden dagegen *Umstrukturierungen der Aufbau- und Ablauforganisation* (20, 80,0%) vorgenommen, die zumeist von *Maßnahmen im Fertigungs-* (19, 76,0%) und *Absatzbereich* (16, 64,0%) begleitet werden.

Weniger initiativ sind die Finanzinvestoren bei *Maßnahmen zur Veränderung der Unternehmenskultur*. So werden zwar in 40,0% (10) der Transaktionen solche Maßnahmen eingeleitet, sie gehen aber überwiegend auf Anregungen des Managements bzw. auf Kooperation mit diesem zurück (80,0%). Zu ihrer Ausgestaltung sind insbesondere die Schaffung eines

⁴⁶ Erläuterung noch nicht genannter Abkürzung in Abbildung 8: Return on Invested Capital (RoIC).

eigenen Marktauftritts, die Präsenz in Informationskanälen und Medien sowie die Schaffung eines eigenen Leitbilds zu nennen. Jedoch merken die Finanzinvestoren häufig an, dass neben diesen dezidierten Maßnahmen zumindest in den oberen Managementebenen des Buy-Out-Objekts ein Kulturwandel durch die stärkere Cashfloworientierung und Investitionsdisziplinierung stattfindet.

Im Nachgang zu den einzelnen Umstrukturierungsabschnitten wurden die Befragten um eine *Selbsteinschätzung der eigenen Spezialisierungsvorteile* bei der Umstrukturierung von Unternehmen gegenüber der ehemaligen Konzernführung gebeten. Gut drei Viertel der Investoren (19) sehen solche Vorteile, wobei sie diese insbesondere auf ein höheres Niveau an Aufmerksamkeit je Beteiligung, größere Freiheit bei der Implementierung von Umstrukturierungsmaßnahmen sowie eine neutralere Eigentümerposition aufgrund der Loslösung von möglichen historischen Verpflichtungen in einer Konzernstruktur zurückführen. Die Interviewten, die solche Vorteile nicht sehen, führen dagegen an, dass der Konzernverbund ebenfalls zu den eingeleiteten Maßnahmen in der Lage gewesen wäre, diese aber aufgrund der strategischen Randstellung des Buy-Out-Objekts nicht mehr erwogen und Optimierungspotenzial nicht gehoben habe.

5.6 Desinvestitionsphase des Finanzinvestors

Nach dem *Standardisierungsgrad* gefragt geben 68,0% der Investoren (17) an, über kein standardisiertes Vorgehen in der Desinvestitionsphase zu verfügen. Begründet wird dies mit der Heterogenität der Exitkanäle. Da sich der Prozess jedoch nicht grundsätzlich von dem eines desinvestierenden Konzerns unterscheidet, können die dort gemachten theoretischen und empirischen Erkenntnisse auch auf den desinvestierenden Finanzinvestor übertragen werden. Demnach wäre eine stärkere Standardisierung grundsätzlich möglich.

Die *Exitplanung* setzt bei den meisten Investoren mit Basisarbeiten bereits in der Vorbereitungs- und Verhandlungsphase (53,3%) bzw. Durchführungsphase (13,3%) ein. Bei den übrigen Investoren (33,3%) erfolgt diese erst in der Umstrukturierungsphase. Die Auslösekriterien für eine intensivere Desinvestitionsplanung stellen sich als sehr vielfältig dar. Es lassen sich zum einen Kriterien auf unternehmensinterner Ebene nennen: Erreichen der Wertschöpfungsziele gemäß Business Plan, die Herstellung der Desinvestitionsreife des Managements im Allgemeinen sowie die materielle und rechtliche Börsenreife im Besonderen. Zum anderen werden auf unternehmensexterner Ebene die Aufnahme-fähigkeit der Exitkanäle bei angemessenem Preisniveau, das Konsolidierungsniveau in der Branche des Buy-Out-Objekts, aber auch das Ende der Fondslaufzeit genannt. Die Finanzinvestoren ergänzen, dass beim Kriterium des Erreichens der eigenen Wertschöpfungsziele auch auf noch offene, zukünftige Wertschöpfungspotenziale geachtet werden muss. Bei der Bestimmung des Exitzeitpunkts kann über die Auslösekriterien hinweg situationsbezogen gehandelt und auf ein besonderes, externes Kaufangebot reagiert werden. Generell wird die Investitionsdauer von den Private-Equity-Vertretern mit drei bis acht Jahren angegeben.

In der Regel findet die Suche nach potenziellen Investoren unter Ausnutzung des eigenen Netzwerks und der Einschaltung eines Vendor Assistant statt. So weist die Durchführung der Desinvestitionen grundsätzlich keine Unterschiede zur Vorgehensweise gegenüber den Maßnahmen des desinvestierenden Konzerns auf. Nach evtl. Unterschieden zwischen dem eigenen Vorgehen und dem der Konzerne gefragt, merkt über die Hälfte der Investoren (13, 52,0%) an, dass im Rahmen der Vorbereitung der Preisverhandlungen dem potenziellen Investor ein transparenteres und detaillierteres Zahlenwerk des Desinvestitionsobjekts vorgestellt werden kann. Ein weiterer Unterschied ergibt sich bei der näheren Bestimmung des Desinvestitionspfades. So führen einige Investoren an, dass es im Allgemeinen üblich ist, parallel einen Exit über verschiedene Kanäle vorzubereiten. Häufig werden im Rahmen eines sogenannten Dual-Track-Ansatzes sowohl die Veräußerung an potenzielle strategische Investoren (Trade Sale) oder Finanzinvestoren (Secondary Purchase) durch Vorbereitung einer Due Diligence und eines Auktionsverfahrens als auch ein Initial Public Offering durch Herstellung der materiellen und rechtlichen Börsenreife präpariert.

Bei den hier betrachteten Investments dominieren ebenfalls die vorgenannten Exitkanäle. So beziehen – bei der Möglichkeit von Mehrfachantworten – 13 Investoren (52,0%) einen Trade Sale, elf einen Secondary Purchase (44,0%) und zehn (40,0%) einen Börsengang in ihre Planungen ein. Dagegen hat der Rückkauf durch die Altgesellschafter, d.h. den ehemaligen Konzernverbund, nur geringe Bedeutung (1, 4,0%). Dies ist vor dem Hintergrund einer möglichen Nutzung von Private Equity im Rahmen der Konzernfinanzierung aufschlussreich, da das Engagement eines Finanzinvestors nicht als zeitweise, externe Beteiligung angesehen wird und auch bei noch verbleibender Minderheitsbeteiligung von Seiten des Mutterunternehmens lediglich ein Co-Investment zwecks einer schrittweisen Desinvestition angepeilt wird. Bis zum Zeitpunkt des Interviews wurden von den 25 investorenseitig betrachteten Beteiligungen sieben (28,0%) desinvestiert, davon fünf in Form eines Verkaufs an einen strategischen Finanzinvestor sowie jeweils eine mittels Secondary Purchase und Initial Public Offering.

Insgesamt werden beim überwiegenden Teil der Transaktionen aus Sicht der Finanzinvestoren die Erwartungen an den (zumindest bis dato) erreichten *Erfolg* des Investments „ziemlich“ erfüllt (Mittelwert: 4,1; Median: 4,0; Standardabweichung: 0,9242; Spannweite: 3,0).⁴⁷ Dass die Berater des Private-Equity-Fonds ein besonderes Interesse an der Performanceentwicklung des Buy-Out-Objekts und dem Erfolg des Exit haben, wird auch durch die persönliche Beteiligung dieser am Erfolg der Transaktion(en) gewährleistet.⁴⁸ Dabei existieren unterschiedliche Ausprägungen. So kann ein erhöhter Anteil an den Fondserlösen, der sog. Carried Interest (16, 64,0%), und/oder eine direkte Beteiligung an der Gesellschaft – sog. Co-Investment – (21, 88,0%) vorliegen.

47 Antwortmöglichkeiten: „gar nicht“ (1), „kaum“ (2), „teils, teils“ (3), „ziemlich“ (4) und „außerordentlich“ (5). Ein Befragter macht keine Angaben zu dieser Frage.

48 Vier Interviewpartner geben lediglich an, dass eine solche Erfolgsbeteiligung vorliegt, jedoch nicht, wie sie genau ausgestaltet ist.

5.7 Einflussfaktoren auf den Transaktionserfolg

Die in die Befragung einbezogenen *Konzernrepräsentanten* werden um die Einschätzung des Einflusses der folgenden Entscheidungen bzw. Maßnahmen gebeten: Wahl der Desinvestitionsform und des -zeitpunkts, Qualität und Umfang der Maßnahmen zur Herstellung der Desinvestitionsfähigkeit bzw. der Vorbereitung der Preisverhandlungen, Auswahlverfahren für die Investoren und Verhandlungsführung bei der Preisfindung. In diesem Zusammenhang sollte eine Einschätzung auf einer Skala von „-3“ für erheblich negativen Einfluss bis „+3“ für erheblich positiven Einfluss erfolgen. Abbildung 9 stellt die Ergebnisse dieser Selbsteinschätzung dar. Die zur Auswahl stehenden Einflussfaktoren werden bei den betrachteten Transaktionen im Mittel als positiv eingeschätzt. Der Verhandlungsführung bei der Preisfindung (arithmetisches Mittel: +1,578) sowie der generellen Vorbereitung der Verkaufsverhandlungen (arithmetisches Mittel: +1,344) wird der höchste positive Einfluss beigemessen. Danach folgen auf einem Niveau von ca. +1,2 die Wahl der Desinvestitionsform sowie das Auswahlverfahren. Gemäß den Interviewpartnern haben die Wahl des Desinvestitionszeitpunkts und die Maßnahmen zur Herstellung der Desinvestitionsfähigkeit im Mittel den geringsten positiven Einfluss auf den realisierten Erfolg. Sie sehen diese als Basisanforderungen, die zwar zwingend zu erfüllen sind, jedoch keine profilierenden Werttreiber für die Performance darstellen.

Abbildung 9: Bewertung des Einflusses ausgewählter Maßnahmen der veräußernden Konzernmutter auf den Desinvestitionserfolg

Einfluss auf einer Skala von -3 bis 3	Mittelwert	Median	Standardabweichung	Spannweite
Verhandlungsführung bei der Preisfindung	1,578	2,0	1,1508	5,0
Qualität und Umfang der Vorbereitung der Preisverhandlungen	1,344	1,75	1,0583	3,5
Auswahlverfahren für die Investoren	1,188	2,0	1,4242	5,0
Wahl der Desinvestitionsform	1,188	1,0	1,5280	5,5
Qualität und Umfang der Maßnahmen zur Herstellung der Desinvestitionsfähigkeit	0,969	0,0	1,5551	5,0
Wahl des Desinvestitionszeitpunkts	0,734	1,0	1,7273	5,5

In Anlehnung an die Vorgehensweise bei den ehemaligen Konzernmüttern werden die *Private-Equity-Investoren* um ihre Einschätzungen bzgl. des Einflusses verschiedener Maßnahmen bzw. Faktoren auf den (bisherigen) Transaktionserfolg auf der zuvor beschriebenen Skala gebeten. Der Desinvestitionsbereich wird ausgespart, da der überwiegende Teil der erfassten Transaktionen noch nicht abgeschlossen ist. Kaufpreis sowie Konstruktionselemente des Buy Out finden sich in der nach dem arithmetischen Mittel geordneten Abbildung 10 auf den hinteren Plätzen. Die insgesamt mit dem höchsten Einfluss bewer-

teten Faktoren sind der Durchführungs- und Betreuungsphase zuzuordnen. So haben gemäß der Einschätzung der Private-Equity-Investoren die Maßnahmen in den primären und unterstützenden Aktivitäten der Wertschöpfungskette (Forschung und Entwicklung: 2,2; Fertigung: 1,639; Absatz: 1,625; Beschaffung: 1,625) sowie M&A- (2,083) und Personalmaßnahmen (1,978) den höchsten positiven Einfluss auf den bisherigen Transaktionserfolg. Gerade bei dieser Frage spielt jedoch der subjektive Charakter der Antwort eine wichtige Rolle, die eine Interpretation neben der geringen Fallzahl noch erschwert. Die nähere Untersuchung der Erfolgsfaktoren der hier betrachteten Transaktionsform erscheint jedoch aus Sicht des Arbeitskreises „Finanzierung“ zwingend für die weitere Gestaltung sowohl des Desinvestitionsprozesses im Konzern als auch des Investitionsprozesses der Private-Equity-Geber.

Abbildung 10: Bewertung des Einflusses ausgewählter Maßnahmen des Private-Equity-Investors auf den Transaktionserfolg

Einfluss auf einer Skala von -3 bis 3	Mittelwert	Median	Standardabweichung	Spannweite
Maßnahmen im Forschungs- und Entwicklungsbereich	2,200	2,25	0,8882	2,5
Unternehmenszusammenschlüsse, -abspaltungen, -käufe bzw. -verkäufe	2,083	2,00	1,0037	3,0
Personaleinstellungen bzw. -freisetzungen	1,978	2,00	0,9591	3,0
Maßnahmen im Fertigungsbereich	1,639	1,25	1,0545	3,0
Maßnahmen im Absatzbereich	1,625	2,00	1,2583	4,0
Maßnahmen im Beschaffungsbereich	1,625	1,75	0,7424	2,5
Änderungen in der Aufbau- und Ablauforganisation	1,262	1,00	1,5622	5,0
Mitarbeiterschulungsmaßnahmen	1,050	1,00	1,0124	2,5
Kapitalmaßnahmen	0,929	1,50	1,8590	6,0
Änderungen in der Informations- und Kommunikationstechnologie- struktur	0,861	1,00	1,3039	5,0
finanzielle Konstruktion des Buy Out	0,854	0,50	0,9610	2,0
Kaufpreis	0,800	1,00	1,5000	6,0
steuerliche Konstruktion des Buy Out	0,750	0,75	0,8209	3,0
gesellschaftsrechtliche Konstruk- tion des Buy Out	0,438	0,00	0,6965	3,0

6 Zusammenfassung der Ergebnisse und Konsequenzen für desinvestierende Konzerne

Der vorliegende Beitrag hat die Desinvestition von Konzernbereichen im Rahmen eines IBO analysiert. Entlang des aufgezeigten Veräußerungsprozesses und der entwickelten Leitfragen kommt der Arbeitskreis „Finanzierung“ zusammenfassend zu folgenden Ergebnissen:

- Bei den **desinvestierten Konzernbereichen** handelt es sich trotz einer im Konzernverbund als regelmäßig „zufrieden stellend“ oder besser eingeschätzten Performance überwiegend um Nicht-Kerngeschäftsaktivitäten. Mängel zeigen sich bei der Wertorientierung der Performancemessung des Buy-Out-Objekts, die aus Sicht des Arbeitskreises grundlegend für eine fundierte Desinvestitionsentscheidung ist.
- Nachdem die Desinvestitionsentscheidung gefallen ist, führen die befragten Konzerne nur in geringem Umfang **Maßnahmen zur Herstellung oder Verbesserung der materiellen Veräußerungsfähigkeit** durch. Sie beschränken sich überwiegend auf die Abtrennung des Desinvestitionsobjekts vom übrigen Konzernverbund und die Strukturierung eines veräußerungsfähigen Rechtsgebildes. Generell werden von den Konzernvertretern die den Desinvestitionerlös erhöhenden Effekte solcher Maßnahmen als gering eingeschätzt. Für den Arbeitskreis liegt es nahe, vor dem Veräußerungsprozess – auch durch Nutzung externer Dienstleister im Rahmen einer Pre Sale Due Diligence – eine intensivere Prüfung der Veräußerungsfähigkeit zur Aufdeckung möglicher Wertsteigerungs- und Risikopotenziale durchzuführen.
- Eine **spezifische Vorbereitung auf Finanzinvestoren als potenzielle Kaufinteressenten** nehmen die beteiligten Konzernmütter – trotz einer hohen Bedeutungszumessung für den Transaktionserfolg – nur auf einem mittleren Niveau vor. Dabei werden insbesondere die Vendor Due Diligence hinsichtlich einer ausführlichen strategischen und finanziellen Prüfung des Verkaufsobjekts und eine Simulierung der Bewertungsmethodik der Finanzinvestoren genannt. Des Weiteren, aber bedeutend seltener, findet die konzerninterne Verstärkung mit Know-how-Trägern aus der Private-Equity-Branche bzw. das Angebot eines Stapled Financing statt. An die Transaktionsbedeutung angepasst, hält der Arbeitskreis sämtliche dieser Maßnahmen für zielführend. Dies gilt insbesondere für das Stapled Financing, um eine Abmilderung des Einflusses der Fremdkapitalgeber im Rahmen der Akquisitionsfinanzierung auf den Umsetzungserfolg der Transaktion zu erreichen. Für die von den Interviewpartnern häufig als wenig geeignet eingeschätzte Vendor Due Diligence sieht der Arbeitskreis die grundsätzliche Möglichkeit einer damit angestrebten Beschleunigung des Veräußerungsprozesses. Er hält jedoch eine bessere Abstimmung der angebotenen Informationen auf die Bedürfnisse der zumeist branchenfremden und auf detaillierte sowie transparente Finanzdaten fokussierten Private-Equity-Investoren und den fremdfinanzierenden Partnern für angebracht.
- Der **Veräußerungsprozess** weist ebenfalls Nachholbedarf mit Blick auf die proklamierte Wertorientierung auf. So ist die fundierte Ermittlung einer festen Wertuntergrenze zumeist nicht üblich. Diese Zielsetzung unterstützend, wird – bei ausreichendem Interesse – die Auswahl der Investoren überwiegend im Rahmen eines

kompetitiven Auktionsverfahrens vorgenommen, was auch der Arbeitskreis für idealtypisch hält und von den teilnehmenden Konzernen als besonders wesentlich für den Desinvestitionserfolg eingeschätzt wird. Häufig kommt es jedoch frühzeitig zu einer bilateralen Verhandlungssituation, die aus Sicht des Arbeitskreises einer Optimierung des Desinvestitionsergebnisses aus Konzernsicht entgegensteht. Dies gilt auch für die Vereinbarung von Exklusivität mit einer Investorengruppe, die – soweit es möglich ist – ebenso verhindert werden sollte.

- Ein weiteres Untersuchungsfeld stellte der mögliche **Interessenkonflikt zwischen der Konzernleitung und dem Management des Buy-Out-Objekts** dar. Hierbei ist zunächst eine weitgehende Nicht-Beteiligung des Managements des Buy-Out-Objekts am Desinvestitionsprozess festzustellen. Trotzdem findet zur Milderung möglicher Konflikte häufig eine Incentivierung des Buy-Out-Managements in Abhängigkeit von der Unterstützung des Veräußerungsprozesses bzw. vom Desinvestitionserlös statt. Letzteres hält der Arbeitskreis aus gesellschaftsrechtlicher Sicht bei Kapitalgesellschaften als Verkaufsobjekt für problematisch und befürwortet dagegen umso stärker eine zeitweise Entsendung von Konzernmanagern in die Führung des Buy-Out-Objekts sowie eine Incentivierung der Prozessunterstützung.
- Die **Einbindung externer Dienstleister** auf Seiten der ehemaligen Konzernmutter findet entlang des Abgabeprozesses in erheblichem Maße statt. Dies trifft insbesondere bei den hier betrachteten Transaktionsvolumina für eine Prozessbegleitung durch Investmentbanken in Form der Vendor Assistance sowie durch Prüfungsgesellschaften bei einer Vendor Due Diligence zu. Eine vorlaufende Untersuchung des Desinvestitionsobjekts im Rahmen einer Pre Sale Due Diligence sowie eine externe Untersuchung und Vorbereitung der Leitung des Target mittels eines Management Audit finden dagegen keine Anwendung.
- Im Anschluss an die Transaktion findet in kaum einem Konzernverbund eine **nachträgliche Überprüfung des Desinvestitionsprozesses** in systematisierter Form statt. Vor dem Hintergrund zukünftiger Desinvestitionsmaßnahmen und einer von den Transaktionsbeteiligten unabhängigen Speicherung des gewonnenen Know-hows misst der Arbeitskreis der Institutionalisierung einer retrospektiven Analyse des Desinvestitionserfolgs eine weitreichende Bedeutung zu und empfiehlt eine aufwandsgerechte Implementierung eines Post Transaction Review.

Für die in die Untersuchung einbezogenen **Private-Equity-Investoren** können aus der vorliegenden Untersuchung folgende Ergebnisse zusammenfassend festgehalten werden:

- Die finanzielle, steuerliche und gesellschaftsrechtliche Gestaltung des Buy Out ist zwar eine **Kernkompetenz** der Private-Equity-Investoren, aber kaum mehr ein hervorstechender Werttreiber der Transaktionen. Dagegen kommt der Kernkompetenz im Bereich der Unterstützung von Akquisitions- und Unternehmensfinanzierungsmaßnahmen, wie insbesondere dem Working Capital Management, große Bedeutung zu.
- Den Schwerpunkt der **Umstrukturierungsmaßnahmen** durch den Private-Equity-Investor nach dem Buy Out bildet die **Führungs-, Steuerungs- und Kontrollstruktur** und dabei insbesondere die strategische Ausrichtung des Unternehmens, die Performancemessung, die Zusammenstellung des Managementteams und dessen Anreizsteu-

erung sowie die Corporate-Governance-Struktur. Im Bereich der Performancemessung zeichnen sich eine deutliche Abkehr von wertorientierten hin zu cashfloworientierten Maßgrößen sowie ein detaillierteres und kurzfristigeres Reporting ab. Dies gilt auch für die Umgestaltung der Aufsichts- und Eigentümergremien, wobei die Interviewpartner einer Mitarbeiterbeteiligung insgesamt sehr kontrovers gegenüber stehen. Das Anreizsystem der Unternehmensführung erfährt neben einer nahezu selbstverständlichen Eigenkapitalbeteiligung des Managements eine noch stärkere Variabilisierung. Jedoch merken die Investorenvertreter an, dass bzgl. der Wagnisbereitschaft des Managements nach wie vor erheblicher kultureller Nachholbedarf in Deutschland besteht, was durch häufige Wechsel in der Unternehmensführung des Buy-Out-Objekts unterstrichen wird.

- Etwas weniger oft finden **Umstrukturierungen in den primären Aktivitäten der Wertschöpfungskette des Buy-Out-Objekts** statt. Hierbei bilden die Bereiche Fertigung und Absatz mit entsprechenden Personaleinstellungen bzw. -freisetzungen den Schwerpunkt der Maßnahmen, gleiches gilt für die übergeordnete Aufbau- und Ablauforganisation des Buy-Out-Objekts. Den vorgenannten Maßnahmen messen die Investoren auch eine hohe bis mittlere Bedeutung für den Erfolg der Investition bei. Eine noch höhere Bedeutung geben die Investoren hingegen Maßnahmen im Forschungs- und Entwicklungsbereich sowie Buy-and-Build-Transaktionen, die jedoch nur auf einem mittleren Niveau initiiert werden.
- Wie schon für die veräußernden Konzerne festgestellt wurde, findet in erheblichem Umfang die **Nutzung externer Dienstleister bzw. Berater** entlang des Prozessstrahls statt, was mit der geringen Teamgröße der Investoren zu begründen ist. Anzumerken ist auch die Einbindung externer Kräfte in die Aufsichtsgremien, die sich durch ein besonderes Branchen-Know-how auszeichnen und evtl. mangelnde Kenntnisse des Private-Equity-Investors kompensieren.

Sowohl auf Seiten der veräußernden Konzerne als auch der kaufenden Private-Equity-Investoren ist im Vergleich zur Vergangenheit somit zwar insgesamt eine professionellere Vorgehensweise festzustellen. Für zukünftige, gleichartige Transaktionen ist aus Sicht des Arbeitskreises „Finanzierung“ aber insbesondere eine stärkere wertorientierte Ausrichtung des Veräußerungsprozesses der Konzerne sowie eine an den spezifischen Interessentengruppen ausgerichtete Prozessvorbereitung unter Beachtung der angeführten Verbesserungspotenziale angezeigt. Hinsichtlich der Vorgehensweise von Finanzinvestoren sieht der Arbeitskreis neben den hier dargestellten ersten Untersuchungsergebnissen weiteren Forschungsbedarf, der auch die Position des Managements des veräußerten Buy-Out-Objekts einbeziehen sollte.

Literaturverzeichnis

- Achleitner, Ann-Kristin/Wecker, Roman M./Wirtz, Bernd W.* (2004), Akteure und Phasen des M&A-Managements (II), in: WISU – Das Wirtschaftsstudium, 33. Jg., S. 1504-1509.
- Anders, George* (1992), The „Barbarians“ in the Boardroom, in: Harvard Business Review, Vol. 70, No. 4, S. 79-87.
- Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.* (1990), Analyse der für die Entwicklung eines Buy-out-Marktes notwendigen Bedingungen in der Bundesrepublik Deutschland unter besonderer Berücksichtigung von MBOs, in: zfbf, 42. Jg., S. 830-850.

- Arbeitskreis „Finanzierung“ der Schmalenbach-Gesellschaft Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft e.V.* (2003), Börsengänge von Konzerneinheiten – Handlungsempfehlungen des Arbeitskreises „Finanzierung“ auf Basis einer empirischen Untersuchung deutscher Equity Carve-Outs und Spin-offs (1997-2000), in: *zfbf*, 55. Jg., S. 515-542.
- Bader, Hanspeter* (1996), Private Equity als Anlagekategorie: Theorie, Praxis und Portfoliomanagement für institutionelle Investoren.
- Baldwin, Carliss* (2001a), A Technical Note on LBO Valuation (A): LBO Structure and the Target IRR Method of Valuation.
- Baldwin, Carliss* (2001b), A Technical Note on LBO Valuation (B): The Equity Cash Flow Method of Valuation Using CAPM.
- Becker, Walther* (2004), „Cash-Türme“ und Private Equity treiben M&A, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 139 vom 22.07.2004, S. 13.
- Becker, Walther* (2005a), Das Auslandsinteresse ist gigantisch, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 1 vom 04.01.2005, S. 11.
- Becker, Walther* (2005b), Bei Private Equity trennen Anleger die Spreu vom Weizen, in: *Börsen-Zeitung*, Nr. 24 vom 04.02.2005, S. 6.
- Berg, Achim/Gotschalg, Oliver* (2005), Understanding Buyout Value Generation, in: *Journal of Restructuring Finance*, Vol. 2, S. 1-29.
- Betsch, Oskar/Grob, Alexander P./Lohmann, Lutz G. E.* (2000), Corporate Finance: Unternehmensbewertung, M & A und innovative Kapitalmarktfinanzierung, 2. Aufl.
- Bleymüller, Josef/Gehrlert, Günther/Gülicher, Herbert* (2004), Statistik für Wirtschaftswissenschaftler, 14. Aufl.
- Brüggerhoff, Jürgen* (1992), Management von Desinvestitionen.
- Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften e.V. (BVK)* (2004), BVK Dokumentationen – Private Equity von A bis Z.
- Butler, Paul A.* (2001), The Alchemy of LBOs, in: *The McKinsey Quarterly*, o. Jg., Nr. 2, S. 140-151.
- Dieckhaus, Oliver-Till* (1993), Management und Controlling im Beteiligungslebenszyklus.
- Ernst, Holger* (2003), Ursachen eines Informant Bias und dessen Auswirkung auf die Validität empirischer betriebswirtschaftlicher Forschung, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 73. Jg., S. 1249-1275.
- Engel, Ronald/Hofacker, Karsten* (2001), Mehrwertschaffung durch Beteiligungskapitalgeber im Lebenszyklus des finanzierten Unternehmens, in: *Finanz Betrieb*, 3. Jg., S. 204-214.
- European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA)* (2005), Glossary, <http://www.evca.com> (12.02.2005).
- Feinendegen, Stefan/Hommel, Ulrich/Wright, Mike* (2001), Stand der Beteiligungskapitalfinanzierung in Deutschland: Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: *Finanz Betrieb*, 3. Jg., S. 569-579.
- Fleischer, Holger* (2000), Informationspflichten der Geschäftsleiter beim Management Buyout im Schnittfeld von Vertrags-, Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, in: *Die Aktiengesellschaft*, 45. Jg., S. 309-321.
- Forst, Martin* (1992), Management-Buy-out und Buy-in als Form der Übernahme mittelständischer Unternehmen.
- Gehrke, Ingmar* (1999), Desinvestitionen erfolgreich planen und steuern.
- Gessner, Petral/Frien, Bastian/Dentz, Markus* (2002), Fesseln sprengen!: Spin-off-Management-Buy-out: Wie sich ein Tochterunternehmen erfolgreich vom Mutterkonzern löst, *FINANCE-Studie*.
- Graml, Regina* (1996), Unternehmenswertsteigerung durch Desinvestition: Eine Analyse unter besonderer Berücksichtigung des Management-Buyout.
- Gräper, Matthias* (1993), Management-Buy-Out: Eine empirische Analyse zur deutschen Entwicklung bis 1990.
- Hachenburg, Alexander von/Koch, Maximilian* (1997), Management Buyouts und Shareholder Value: MBOs als strategische Variante der Rückkehr zum Kerngeschäft, in: *io Management*, 66. Jg., Nr. 3, S. 49-51.
- Jaccard, James/Wan, Choi K.* (1996), LISREL Approaches to Interaction Effects in Multiple Regression.
- Körner, Marita* (2004), Die Angemessenheit von Vorstandsbezügen in § 87 AktG – Eine unbeachtete Vorschrift?, in: *Neue Juristische Wochenschrift*, 57. Jg., S. 2697-2702.

- Landgraf, Robert/Maisch, Michael* (2005), Investment-Banking steht vor Umbruch, in: Handelsblatt Nr. 33 vom 16.02.2005, S. 23.
- Lerner, Josh/Willinge, John* (2002), A Note on Valuation in Private Equity Settings.
- Leopold, Günter/Frommann, Holger/Kühr, Thomas* (2003), Private Equity – Venture Capital: Eigenkapital für innovative Unternehmer, 2. Aufl.
- Lüdke, Ulrike* (2004), Wachstumsturbo Private Equity, in: FINANCE, o. Jg., S. 44-49.
- Luippold, Thomas L.* (1991), Management Buy-Outs: Evaluation ihrer Einsatzmöglichkeiten in Deutschland.
- Maier, Angela* (2004), Wertvermehrter anstatt Zocker – Die Private-Equity-Branche in Deutschland, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 147 vom 28.06.2004, S. 11.
- Moschner, Manfred* (1888), Management Buy-Out II, in: Österreichisches Bankarchiv, 36. Jg., S. 1218-1224.
- Nawe, Dirk/Nagel, Frank* (2005), Vendor Due Diligence, in: *Berens, Wolfgang/Brauner, Hans U./Strauch, Joachim* (Hrsg.), Due Diligence bei Unternehmensakquisitionen, 4. Aufl., S. 757-783.
- o.V.* (2004a), Fundgrube, keine Bonanza, in: Börsen-Zeitung, Nr. 190 vom 01.10.2004, S. 8.
- o.V.* (2004b), Umbau der Deutschland AG kurbelt Geschäft der Finanzinvestoren an, in: Handelsblatt, Nr. 38 vom 24.02.2004, S. 1.
- o.V.* (2005), Private Equity auf ungeahnten Höhen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 11 vom 14.01.2005, S. 19.
- Rudolph, Bernd* (1984), Venture Capital – DBW-Stichwort, in: Die Betriebswirtschaft, 44. Jg., S. 499-500.
- Schaaf, Jürgen* (2005), Private Equity in Europa: Buy-outs stützen Wachstum, Gründungsfinanzierung abgestürzt, Deutsche Bank Research, Nr. 49.
- Schefczyk, Michael* (2000), Finanzieren mit Venture Capital: Grundlagen für Investoren, Finanzintermediäre, Unternehmer und Wissenschaftler.
- Schmid, Helmut* (1994), Leveraged Management Buy-Out: Begriff, Gestaltungen, optimale Kapitalstruktur und ökonomische Bewertung.
- Thissen, Susanne* (2000), Strategisches Desinvestitionsmanagement.
- Vest, Peter* (1995), Der Verkauf von Konzernunternehmen durch Management Buy-Out.
- Watrin, Christoph/Gocksch, Sebastian* (2002), Problembereiche der Besteuerung inländischer Private Equity-Fonds, in: Der Betrieb, 55. Jg., S. 341-345.
- Weiser, M. Felix* (2003), Vendor Due Diligence: Ein Instrument zur Verbesserung der Verhandlungsposition des Verkäufers im Rahmen von Unternehmenstransaktionen, in: Finanz Betrieb, 5. Jg., S. 593-601.
- Weitnauer, Wolfgang* (2003), Management Buy-Out: Handbuch für Recht und Praxis.

Summary

On the one hand, this paper analyses the divestment process of German corporate groups through buy outs and, on the other hand, the investment process of respective private equity investors. The *Schmalenbach Working Group "Finance"* based its advice on an empirical research of private equity investments in spin off-buy outs between 1999 and 2003. This empirical study arrives at the conclusion that both combinations and private equity investors show widely professional proceedings. For future congenerous transactions the authors advise a stronger Value Management Approach for the divestment process of combinations and, aiming at financial investors, a more specific preparation of this process through Vendor Due Diligence, Stapled Financing etc. Regarding to the buy side the authors identified the adjustment of the strategic focus, the performance measurement, the guidelines and structuring of corporate governance as well as the constitution of the management team and its incentive program.