

# Management Buy-out

Der Wirtschaftsmotor

von  
Dr. Emilie Janeba-Hirtl

Ende

# Inhaltsverzeichnis

<b>I. Einleitung</b> .....	13
<b>II. Begriffsbestimmungen</b> .....	<b>15</b>
<b>II. 1. Venture Capital und Private Equity</b> .....	15
II. 1.1. Venture Capital/Private Equity - intelligentes Risikokapital auf Zeit.....	15
II.1.2. Venture Capital vs. Private Equity.....	18
II. 1.3. Das Venture-Capital-/Private-Equity-Umfeld und seine Spielregeln.....	19
<b>II.2. Buy-outs</b> .....	20
11.2.1. Leveraged Buy-out (LBO).....	20
11.2.2. Private-Equity-finanziertes Buy-out (PE-MBO) ..	21
11.2.3. Einteilung von Buy-outs.....	21
II. 2.3.1. Arten von Buy-outs nach Erwerber. . . . .	21
11.2.3.1.1. Management-Buy-out (MBO).....	22
11.2.3.1.2. Management-Buy-in (MBI).....	24
11.2.3.1.3. Buy-in-Management-Buy- out (BIMBO).....	25
11.2.3.1.4. Employee-Buy-out (EBO) .	25
11.2.3.1.5. Owner-Buy-out (OBO) ....	26
II.2.3.2. Arten von Buy-outs nach Initiatoren ....	26
11.2.3.2.1. Investor Driven oder Insti- tutional Buy-out (IBO). . . . .	26
11.2.3.2.2. Vendor Initiated Manage- ment-Buy-out (VIMBO) ..	27
II.2.3.3. Arten von Buy-outs nach Umfang . . . . .	27
11.2.3.3.1. Spin-off.....	28
11.2.3.3.2. Partial Management Buy- out (PAMBO).....	28
11.2.3.3.3. Secondary Management Buy-out (SEMBO). . . . .	29
11.2.4. Abgrenzung zur Mitarbeiterbeteiligung.....	29
<b>III. Soziologische Aspekte von MBOs</b> .....	31
<b>III. 1. Anlässe und Motive der beteiligten Parteien</b> .....	31
III.1.1. Anlässe und Motive auf Verkäuferseite.....	31

# Inhaltsverzeichnis

111.1.1.1.	Unternehmensnachfolge.....	32
111.1.1.2.	Restrukturierung / Spin-offs.....	32
III. 1.1.3.	Sanierung insolvenzgefährdeter Unternehmen.....	33
III. 1.1.4.	Public-to-Private-Transaktionen.....	33
III. 1.2.	Motive des übernehmenden Managements.....	34
111.1.2.1.	Generelle Überlegungen.....	34
111.1.2.2.	Personenbezogene Motive.....	36
III. 1.2.2.1.	Übersicht über die ver- schiedenen Managertypen .	36
III. 1.2.2.2.	Wissenschaftsorientierung .	37
III. 1.2.2.3.	Selbstentfaltungsorien- tierung.....	37
III. 1.2.2.4.	Gestaltungsorientierung ...	38
III. 1.2.2.5.	Statusorientierung.....	39
III.1.3.	Motive des Private-Equity-Partners.....	40
III.1.3.1.	Private-Equity-Fonds.....	41
III. 1.3.2.	Corporate-Venture-Capital-Investoren .	41
111.1.3.3.	Business Angels.....	42
111.1.3.4.	Inkubatoren.....	43
III. 1.4.	Interessen der Mitarbeiter.....	43
<b>III.2.</b>	<b>Interessenkonflikte bei MBOs und deren Vermeidung.....</b>	<b>44</b>
111.2.1.	Interessenkonflikte.....	44
111.2.1.1.	Konflikte zwischen Managern und Altgesellschaftern.....	44
111.2.1.2.	Konflikte zwischen Management und Finanzinvestor.....	46
111.2.2.	Corporate Governance.....	47
111.2.3.	Corporate Social Responsibility und Unternehmensethik.....	48
111.2.3.1.	Ethik ohne Sanktionen.....	49
111.2.3.2.	Sanktionen in der Ethik.....	50
111.2.3.3.	Ethik in der Wirtschaft.....	50
<b>IV.</b>	<b>Eignungskriterien für MBOs.....</b>	<b>53</b>
<b>IV.1.</b>	<b>Überblick.....</b>	<b>53</b>
<b>IV.2.</b>	<b>Management-Kriterien.....</b>	<b>53</b>

<b>IV.3. Finanzwirtschaftliche Kriterien</b> .....	55
IV.3.1. Geringer Verschuldungsgrad .....	55
IV.3.2. Hoher und stabiler Cashflow.....	56
IV.3.3. Vorhandensein besicherbarer Vermögens- gegenstände.....	57
IV.3.4. Geringer Nachholbedarf bei Investitionen. ....	57
<b>IV.4. Strategische Kriterien</b> .....	58
IV.4.1. Starke und gesicherte strategische Marktposition ...	58
IV.4.2. Hohes Wertsteigerungspotential .....	59
IV.4.3. Buy&Build.....	60
<b>V. Rahmenbedingungen des vorbörslichen Kapitalmarktes für MBOs</b> .....	<b>61</b>
<b>V.1. Der Private Equity und MBO-Markt</b> .....	61
V.1.1. Entwicklung in Europa.....	61
V.1.2. Entwicklung in Österreich.....	65
<b>V.2. Private-Equity-Investoren und Finanzierungsquellen</b> ....	69
V.2.1. Einteilung der Investoren.....	69
V.2.2. Institutionelle Investoren.....	70
V.2.2.1. Private-Equity-Gesellschaften bzw. Buy-out-Fonds.....	70
V.2.2.2. Strategische Investoren (Corporate Venture Capital).....	76
V.2.2.3. Inkubatoren.....	78
V.2.3. Private Investoren - Business Angels .....	80
V.2.4. Fördereinrichtungen.....	83
V.2.4.1. Die Austria Wirtschaftsservice GmbH (AWS).....	83
V.2.4.2. Der ERP-Fonds.....	87
V.2.4.3. Der Forschungsförderungsfonds (FFF) ..	87
V.2.4.4. Die Kapitalbeteiligungsgesellschaften der Bundesländer.....	88
V.2.4.5. Weitere Fördereinrichtungen der Bundesländer .....	88
<b>V.3. Finanzierungsphasen</b> .....	89
V.3.1. Die idealtypische Unternehmensentwicklung im Rahmen der PE-Finanzierung .....	89
V.3.2. Die Early Stage.....	91
V.3.2.1. Seed.....	91

# Inhaltsverzeichnis

	V.3.2.2.	Start-up.....	92	
	V.3.2.3.	First Stage.....	93	
V.3.3.		Die Expansion Stage.....	93	
	V.3.3.1.	Second Stage.....	93	
	V.3.3.2.	Third Stage.....	94	
V.3.4.		Die Later Stage.....	94	
	V.3.4.1.	Bridge.....	94	
	V.3.4.2.	Initial Public Offering (IPO).....	95	
<b>V.4.</b>		<b>Das Prinzip der Stufenfinanzierung.....</b>	<b>96</b>	
<b>V.5.</b>		<b>Der Prozess des Private-Equity-finanzierten MBO. . . .</b>	<b>99</b>	
	V.5.1.	Überblick.....	99	
	V.5.2.	Akquisitionsphase.....	100	
		V.5.2.1. Initiierung des MBO.....	100	
		V.5.2.2. Verkaufsstrategie und Investment Story.....	101	
		V.5.2.3. Planung und Bewertung.....	104	
		V.5.2.4. Kontaktaufnahme mit dem Finanz- investor.....	106	
		V.5.2.5. Letter of Intent (LOI).....	108	
		V.5.2.6. DueDiligence.....	109	
		V.5.2.7. Kaufpreisverhandlungen.....	113	
			V.5.2.7.1. Unternehmenswert be- deutet nicht gleich Preis und Wert.....	113
			V.5.2.7.2. Beispiel zur Unterneh- menswertermittlung und Kaufpreisfindung.....	114
			V.5.2.7.3. Die Kalkulation des Fi- nanzinvestors.....	119
			V.5.2.7.4. Absicherungsklauseln . . . .	121
			V.5.2.7.5. Liquidation Preference in der Praxis.....	123
		V.5.2.8. Vertragsverhandlungen und -abschluss ...	124	
	V.5.3.	Gemeinsame Unternehmensentwicklungsphase ...	128	
	V.5.4.	Desinvestitionsphase.....	132	
<b>V.6.</b>		<b>Theorie der asymmetrischen Information.....</b>	<b>135</b>	
	V.6.1.	Asymmetrische Informationsverteilung und Agency-Theorie.....	135	

V.6.2.	Auswirkungen der Informationsasymmetrie auf MBOs.....	136
<b>VI.</b>	<b>Finanzierungskriterien von Private-Equity-MBOs.....</b>	<b>141</b>
<b>VI.</b>	<b>1. Wandel der Finanzierung.....</b>	<b>141</b>
<b>VI.2.</b>	<b>Das Mezzaninkapital als wichtige (Co-)Finanzierung bei MBOs.....</b>	<b>142</b>
VI.2.1.	Allgemeines.....	142
VI.2.2.	Arten von Mezzaninkapital.....	145
VI.2.2.1.	Mezzanindarlehen.....	145
VI.2.2.2.	Stille Beteiligung.....	149
VI.2.2.3.	Genussrechte.....	150
VI.2.2.4.	Partiarisches Darlehen.....	151
VI.2.2.5.	Unterbeteiligung.....	152
<b>VI.3.</b>	<b>Das Fremdkapital bei MBOs.....</b>	<b>153</b>
VI.3.1.	Bedeutung der Fremdfinanzierung.....	153
VI.3.2.	Der Leverage-Effekt.....	153
VI.3.3.	Bankendarlehen (Senior Loans).....	155
<b>VIA</b>	<b>Die Strukturierung des Dealflows.....</b>	<b>158</b>
<b>VI.5.</b>	<b>Strukturierung der Finanzierung.....</b>	<b>160</b>
VI.5.1.	Eigenkapitalaufbringung.....	160
VI.5.2.	Der Finanzierungsmix.....	161
VI.5.3.	Hebelwirkung für das Eigenkapital des Managements.....	163
VI.5.4.	Cofinanzierung durch den Verkäufer.....	165
VI.5.4.1.	Vendor Loan / Seller's Note.....	165
VI.5.4.2.	Earn-Out.....	166
<b>VII.</b>	<b>Gestaltungsmöglichkeiten.....</b>	<b>169</b>
<b>VII.1.</b>	<b>Potential für MBOs in Österreich.....</b>	<b>169</b>
VII. 1.1.	Österreichische Unternehmensstruktur.....	169
VII. 1.2.	Der aktuelle MBO-Markt.....	173
VII. 1.3.	Ergebnis.....	174
<b>VII.2.</b>	<b>Die MBO-Kategorien.....</b>	<b>175</b>
VII.2.1.	Das klassische Private-Equity-finanzierte MBO ..	175
VII.2.2.	Das österreichische MBO.....	176
VII.2.3.	Die Unternehmensnachfolge.....	179
<b>VII.3.</b>	<b>Gestaltungsmaßnahmen.....</b>	<b>179</b>
VII.3.1.	Schaffung geeigneter volkswirtschaftlicher Rahmenbedingungen auf europäischer Ebene . . . .	180

## Inhaltsverzeichnis

VII.3.1.1. Lissabon-Strategie .....	180
VII.3.1.2. EU-Risikokapital-Aktionsplan (RCAP) ..	180
VII.3.2. Notwendige Gestaltungsmaßnahmen zur Förderung des PE-MBO.....	181
VII.3.2.1. Angebotsseitige Maßnahmen .....	184
VII.3.2.1.1. Belebung des österreichischen Kapitalmarktes (Börsegeschehen) .....	184
VII.3.2.1.2. Schaffung geeigneter Rahmenbedingungen im vorbörslichen Risiko- kapitalmarkt .....	184
VII.3.2.1.2.1 Eigenes Pri- vate-Equity-/ Venture-Ca- pital-Fonds- gesetz .....	184
VII.3.2.1.2.2 Schaffung geeigneter Fondsstruk- turen .....	186
VII.3.2.1.2.3 Zugang zu geeigneten Kapital- quellen .....	188
VII.3.2.2. Nachfrageseitige Maßnahmen .....	189
VII.3.2.2.1. Umfassende Innovations- und Technologiepolitik .....	189
VII.3.2.2.2. Standort- und Wachstums- politik .....	190
VII.3.2.2.3. Bekanntmachung MBO/ Private Equity und Human- ressourcen .....	190
VII.3.2.3. Steuerliche Maßnahmen .....	192
VII.3.2.3.1. Besteuerung des Private- Equity-Investors .....	193
VII.3.2.3.2. Besteuerung des Targets ...	197
<b>VIII. Resümee .....</b>	<b>207</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>209</b>
<b>Stichwortverzeichnis .....</b>	<b>223</b>