ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Schalast, Christoph; Stralkowski, Ingo

Working Paper

10 Jahre deutsche Buyouts

Frankfurt School - Working Paper Series, No. 89

Provided in Cooperation with:
Frankfurt School of Finance and Management

Suggested Citation: Schalast, Christoph; Stralkowski, Ingo (2008) : 10 Jahre deutsche Buyouts, Frankfurt School - Working Paper Series, No. 89, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt a. M., https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-2008082955

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/27856

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Frankfurt School – Working Paper Series

No. 89

10 Jahre deutsche Buyouts

by Christoph Schalast and Ingo Stralkowski

Januar 2008

Frankfurt School of Finance & Management
Bankakademie | HfB

Sonnemannstr. 9 – 11 60314 Frankfurt an Main, Germany
Phone: +49 (0) 69 154 008 0 Fax: +49 (0) 69 154 008 728
Internet: *www.frankfurt-school.de*

Abstract

Private equity has seen an impressive activity surge in Germany over the last ten years. This working paper meets the increasing thirst for information on the German buyout market with an overview of its historic development, a quantitative analysis of its performance and a future outlook. While the authors' findings show an outperformance of buyout-financed businesses with regard to sales growth on CAGR basis, profitability growth and capex expansion, significant underperformance in terms of interest coverage levels and equity funding becomes apparent. This is in contrast to studies conducted by private equity associations and consultancies, and gives some validity to the growing fear of target company collapses as a result of riskier financing at the next economic downturn. As far as activity is concerned, the authors project only a short time-out for private equity in the wake of the ongoing credit crisis. The majority of German buyouts are middle market transactions which are fairly unaffected by the crisis and continue to offer great hidden potential. Investor returns are likely to fall in the short and midterm due to higher interest rates and risk premiums but more restrictive financing, in turn, will also lower entry prices. If private equity groups can outbid strategic players at moderate levels going forward, returns should continue to be attractive.

Key words: Private equity, buyout, LBO, MBO, financial sponsor, leverage finance, M&A, merger, acquisition, locust debate, credit crisis, sup-prime, middle market

JEL classification: K 12, K 19, K 22, K 29

ISSN: 14369753

Contact:

Prof. Dr. Christoph Schalast
Frankfurt School of Finance & Management
Sonnemannstraße 9-11
60314 Frankfurt am Main
c.schalast@frankfurt-school.de

Ingo Stralkowski
H.I.G. European Capital Partners LLP
25 St. George Street
First Floor Mayfair
London W1S 1FS
istralkowski@higcapital.com
www.higcapital.com

Inhaltsverzeichnis

Vorwort 6

1 Gang der Untersuchung 7

2 Zur Geschichte von Buyouts in Deutschland 9

2.1 Vorentwicklungen 9
2.2 Die letzten zehn Jahre 12
2.2.1 Der New Economy-„Hype“ 12
2.2.2 Die Konsolidierungsphase nach 2001 15
2.2.3 Das Zeitalter der Mega-Deals ab 2004 17

3 Zur Performance von Buyouts in Deutschland: Gerresheimer, ein Paradebeispiel für den Erfolg? 23

3.1 Hintergründe 23
3.2 Methodische Ansätze und Untersuchungsziel 24
3.3 Annahmen 28
3.4 Ergebnisse der Analyse 29
3.4.1 Umsatzwachstum 29
3.4.2 Capex in Prozent des Umsatzes 31
3.4.3 Mitarbeiterwachstum 33
3.4.4 EBIT-/ EBITDA-Marge 35
3.4.5 Return on Assets 37
3.4.6 Interest Coverage 38
3.4.7 Eigenkapitalquote 38
3.5 Schlussfolgerungen und Ausblick 39

4 Zur Zukunft von Buyouts in Deutschland 41

4.1 Auswirkungen der weltweiten Kreditkrise 41
4.2 Überschussliquidität und wieder steigende Renditen 47
4.3 Steigende Konkurrenz durch Strategen / weniger Zielobjekte 49
4.4 Erste Übernahme eines DAX-Konzerns? 50
4.5 Verschmelzung mit Hedge-Fonds 51

5 Private Equity und Mittelstand: Mythos oder Realität 53

6 Ausblick: Nur kurzzeitige Auszeit für Private Equity 58
7 M&A/Private Equity an der Frankfurt School of Finance & Management 59

Anhang 62

Literaturverzeichnis 69

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Gesamtinvestitionen 1996–2001 13
Abbildung 2: Entwicklung der Investitionen nach Finanzierungsphasen (Volumen in Mio. EUR) 1996–2000 14
Abbildung 3: Entwicklung der Investitionen nach Finanzierungsphasen 2000–2003 16
Abbildung 4: Entwicklung der Abgänge (Volumen) 2003–2006 19
Abbildung 5: Umsatzwachstum 1994–2000 & 2000–2006 29
Abbildung 6: Durchschnittliche Entwicklung des Umsatzes (Median) 2000–2004 30
Abbildung 7: Gerresheimer Umsatzentwicklung nach Marktsegmenten 1993–2006 31
Abbildung 8: Capex in Prozent des Umsatzes 1994–2000 & 2000–2006 32
Abbildung 9: Durchschnittliche Entwicklung der Beschäftigung Median 2000–2004 34
Abbildung 10: Mitarbeiterwachstum 1994–2000 & 2000–2006 34
Abbildung 11: EBITDA-Marge 1994–2000 & 2000–2006 35
Abbildung 12: Return on Assets 1994–2000 & 2000–2006 37
Abbildung 13: EBITDA Interest Coverage 1994–2000 & 2000–2006 38
Abbildung 14: Eigenkapitalquote (Buchwert) 1996–2000 & 2000–2006 39
Abbildung 15: Globales Kredit-Underwriting (Investment Grade, High Yield, ABS und MBS) Juli 2006–Juli 2007 42
Abbildung 16: Europäische Private Equity-Performance (1-Jahres-IRR) / Debt/EBITDA-Niveau in Europa 1999–Q1 2007 46
Abbildung 17: Uninvestiertes Private Equity-Kapital in Deutschland 2002–2006 48

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Die fünf weltweit größten Leveraged Loan-Deals in der Pipeline 2007 44
Tabelle 2: Die Top 10 Private Equity-Häuser nach Fondsgröße August 2007 50
Tabelle 3: Gerresheimer Anuals – Finanzkennzahlen 1996-2006 62
Tabelle 4: Gerresheimer – Finanzkennzahlen 1994-2006 63
Tabelle 5:WEST PHARMA – Finanzkennzahlen 1994-2006 64
Tabelle 6: APTARGROUP – Finanzkennzahlen 1994-2006 65
Tabelle 7: REXAM – Finanzkennzahlen 1994-2006 66
Tabelle 8: Becton Dickinson – Finanzkennzahlen 1994-2006 67
Tabelle 9: THERMO FISHER – Finanzkennzahlen 1994-2006 68

Abkürzungsverzeichnis

AIFI	Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BVK	Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften - German Private Equity and Venture Capital Association
CAGR	Compound Annual Growth Rate
Capex	Capital Expenditure
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EVCA	European Private Equity and Venture Capital Association
IPO	Initial Public Offering
IRR	Internal Rate of Return
KKR	Kohlberg Kravis Roberts & Co.
LBO	Leveraged Buyout
LIBOR	London Interbank Offered Rate
NVP	Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen
ROA	Return on Assets
ROCE	Return on Capital Employed
S&P	Standard & Poor's
TPG	Texas Pacific Group
VC	Venture Capital

Vorwort

Die Private Equity-Branche in Deutschland hat in ihrer noch recht kurzen Geschichte bereits Hochs und Tiefs durchschritten. Doch nach der Konsolidierungsphase aufgrund der geplatzten New Economy-Blase konnte sie – trotz der Heuschreckendiskussion – immer mehr Deals durchführen und auch das Fundraising ist leichter geworden. All dies ist jetzt durch die Finanzkrise seit Mitte 2007 möglicherweise wieder in Frage gestellt.

Das Anliegen der vorliegenden Studie ist es, 10 Jahre deutsche Buy Outs nicht zuletzt im Hinblick auf ihre Performance zu bilanzieren und Zukunftsperspektiven aufzuzeigen. Ergänzt wird die Untersuchung durch einen Ausblick auf das Verhältnis von Private Equity im Mittelstand. Der Beitrag reflektiert dabei auch die Ergebnisse des entsprechenden Workshops auf der Jubiläumskonferenz der Frankfurt School of Finance & Management: „Die Zukunft der Finanzdienstleistungsindustrien in Deutschland“ am 31.10.2007.

Lehman Brothers, Blackstone, Gerresheimer und der Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Private Equity and Venture Capital Association e.V. (BVK) haben Herrn Stralkowski bei der Arbeit an der Bachelor Thesis tatkräftig unterstützt. Ihnen gehört unser Dank.

Für etwaige Unrichtigkeiten und Ungenauigkeiten sind die Autoren der Arbeit allein verantwortlich und freuen sich über Anregungen und Kritik.

Frankfurt am Main, Januar 2008

Ingo Stralkowski Christoph Schalast

1 Gang der Untersuchung

„Wir müssen denjenigen Unternehmern, die die Zukunftsfähigkeit ihrer Unternehmen und die Interessen ihrer Arbeitnehmer im Blick haben, helfen gegen die verantwortungslosen Heuschreckenschwärme, die im Vierteljahrestakt Erfolg messen, Substanz absaugen und Unternehmen kaputtgehen lassen, wenn sie sie abgefressen haben. Kapitalismus ist keine Sache aus dem Museum, sondern brandaktuell“[1].

Dieses Zitat von Franz Müntefering aus dem damaligen Parteiprogramm der SPD war Beginn der mit den vorgezogenen Bundestagswahlen im September 2005 aufkommenden „Heuschreckendebatte“. Den Anlass dazu gaben die Private Equity-Häuser selbst: Die Art des Vorgehens von TPG und Credit Suisse Private Equity beim sauerländischen Sanitärarmaturenhersteller GROHE gilt bis heute als pars pro toto für die Auswüchse des Raubtierkapitalismus in Deutschland. Deutlich weniger Aufsehen erregte die Tatsache, dass von den ursprünglich geplanten 3.000 Stellen lediglich 943 abgebaut wurden und GROHE im ersten Quartal 2007 seine Umsätze in Deutschland zum ersten Mal in sieben Jahren wieder steigern konnte.[2]

Die Private Equity-Branche in Deutschland hat ihr Öffentlichkeitsproblem lange nicht erkannt. Die Neugründung einer Fachgruppe der großen Private Equity-Gesellschaften im Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK), mit dem Ziel, die Arbeit und Bedeutung von Private Equity besser zu erklären, ist ein Schritt in die richtige Richtung. Es ist zu hoffen, dass bei den geplanten Studien zur volkswirtschaftlichen Bedeutung von Private Equity deutlich differenzierter und transparenter als in der Vergangenheit vorgegangen wird. Die Branche muss sich insbesondere mit dem Vorwurf auseinandersetzen, Portfolio-Unternehmen würden in einem verschlechterten konjunkturellen Umfeld unter ihrer Zinslast zusammenbrechen.

[1] Franz Müntefering: Freiheit und Verantwortung, 2005, S. 18.
[2] Vgl. O.V.: Grohe entlässt 943 Menschen, 2005; Wolfgang Gillmann: Grohe ist aus dem Gröbsten raus, 2007.

Diese Arbeit versucht in kleinem Rahmen das in den letzten zehn Jahren gestiegene Informationsbedürfnis hinsichtlich Private Equity zu befriedigen. Ausgehend von einem umfassenden geschichtlichen Überblick wird anhand von Gerresheimer ein oft als Paradebeispiel für den Erfolg von Private Equity in Deutschland gelobter Buyout auf seine Performance überprüft. Die Arbeit endet mit einem Ausblick für den deutschen Private Equity-Markt und das Verhältnis zum Mittelstand unter besonderer Betrachtung der aktuellen Krise auf den Kreditmärkten.

2 Zur Geschichte von Buyouts in Deutschland

2.1 Vorentwicklungen

Die Anfänge des deutschen Buyout-Geschäfts gehen auf die Sechszigerjahre zurück, in denen die Deutsche Bank 1965 mit der Gründung der Deutschen Beteiligungsgesellschaft mbH als erste deutsche Bank dieses Geschäft aufbaute. Der Markt blieb danach auch für längere Zeit einzig in der Hand der Banken, die das Buyout-Geschäft nutzten, um ihre Finanzierungspalette mit dem Ziel zu vergrößern, „Unternehmen in besonderen Situationen weiterhelfen zu können, wo ein Kredit wegen einer zu dünnen Eigenkapitaldecke das falsche Mittel gewesen wäre, wie zum Beispiel bei Wachstumssprüngen, Übernahmen u.Ä“[3]. Die Entwicklung verlief dabei „eher stetig und wenig spektakulär“[4]. Ende der Siebzigerjahre betrug der Private Equity-Gesamtportfoliowert in Deutschland so lediglich knapp 300 Millionen Euro.[5] Erst Anfang der Achtzigerjahre kam es zu einschneidenden Veränderungen durch das Zurückziehen der Banken in eine Minderheitsrolle bei ihren Beteiligungsunternehmen: Die Deutsche Bank löste dies durch den IPO ihrer Beteiligungsgesellschaft im Dezember 1985. Vorausgegangen war die Rechtssprechung zu §32a GmbH-Gesetz über Kapital ersetzende Darlehen, die dafür sorgte, dass „Kredit- und Beteiligungsgeschäft aus der Sicht der Banken miteinander in Konflikt gerieten“[6]. Diese Vorgänge hatten zur Folge, dass sich die bankenbetriebenen „Captive“-Beteiligungsgesellschaften nun externe Investoren mit ins „Boot“ holen und ihre eigene Strategie definieren konnten.[7]

Zu dieser Zeit waren insbesondere die Amerikaner schon sehr viel weiter. Die ersten Beteiligungsgesellschaften kamen in den USA und in Großbritannien bereits ab 1945 auf.[8] Kohlberg

[3] André Hülsbömer: „Ein 50-Milliarden-Euro-Markt“, 2005, S. 20.
[4] André Hülsbömer: „Ein 50-Milliarden-Euro-Markt“, 2005, S. 20.
[5] Vgl. Michael Hüther: Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity, 2005, S. 35.
Bemerkung: Sämtliche Fundraising-, Portfolio-, und Investitionswerte in dieser Arbeit beziehen sich allein auf von den jeweiligen Beteiligungsgesellschaften ausgewiesene Eigenkapitalmittel und beinhalten dementsprechend keine Schätzwerte. In die Berechnung sind deutsche Private Equity-Gruppen sowie ausländische Beteiligungsgesellschaften mit deutschen Töchtern, Büros oder Fonds inkludiert.
[6] André Hülsbömer: „Ein 50-Milliarden-Euro-Markt“, 2005, S. 20.
[7] Vgl. André Hülsbömer: „Ein 50-Milliarden-Euro-Markt“, 2005, S. 20.
[8] Vgl. Michael Hüther: Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity, 2005, S. 35.

Kravis Roberts & Co. (KKR) wurde 1976 gegründet und stellte zwischen 1976 und 1989 „fünf Fonds auf die Beine und finanzierte aus diesen 38 Transaktionen“[9]. KKR war es schon 1987 gelungen, sechs Milliarden Dollar für einen Fonds einzuwerben, was ihnen mithilfe von Fremdkapital eine Einkaufsmacht von 45 Milliarden Dollar gab.[10] Davon machten sie 1989 Gebrauch und gewannen die Übernahmeschlacht um den Nahrungsmittel- und Tabakkonzern RJR Nabisco, mit einem Gesamtwert von 31,3 Milliarden Dollar. 17 Jahre lang galt diese Übernahme als der größte LBO in der Geschichte von Private Equity bis zum Erwerb der Krankenhauskette HCA durch KKR, Bain Capital und Merrill Lynch Global Private Equity im Jahr 2006.[11] Ermöglicht wurden diese Summen durch das Ausnutzen des in den siebziger Jahren aufkommenden Junk-Bond-Marktes in den USA. Insbesondere Wall Street-Legende Michael Milken leistete zu seiner Zeit bei Drexel Burnham Lambert, die Mitte der Achtzigerjahre einen Marktanteil von mehr als 90 Prozent im Junk-Bond-Bereich innehatten, einen Beitrag dazu, institutionelle Investoren über die tatsächlichen (niedrigeren) Ausfallraten von Non-Investment-Grade-Anleihen aufzuklären. Somit wurde es Beteiligungsgesellschaften bereits Anfang der Achtzigerjahre ermöglicht, Finanzierungspakete mit verschiedenen Tranchen zu „stricken“, was sie im Bezug auf die Kaufpreise wesentlich aggressiver machte und auch feindlichen Übernahmen die Tür öffnete. Auf dem Höhepunkt 1987 verschuldeten Private Equity-Investoren und die damals aktiven so genannten „Firmenjäger“ ihre Unternehmen mit durchschnittlich dem Neunfachen des operativen Gewinns und kauften die Unternehmen mit bis heute rekordniedrigen Eigenkapitalanteilen von nur drei bis fünf Prozent.[12] Die Achtzigerjahre wurden so zum „Jahrzehnt der Gier“[13] in den USA, welches der „Amerika AG“, die ähnlich der Entwicklungen vor einigen Jahren in Deutschland, geprägt von großen Konglomeraten mit nahezu inaktiven institutionellen Anteilseignern, ein Ende bereitete.[14] Das Konzept des Shareholder Value war geboren.

[9] Daniel Schäfer: Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 20.
[10] Vgl. Daniel Schäfer: Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 35.
[11] Vgl. Steve Rosenbush: The Money Behind the Private Equity Boom, 2006; Stephen Taub: HCA Deal Would Be Biggest LBO Ever, 2006.
[12] Vgl. Daniel Schäfer: Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 90.
[13] Daniel Schäfer: Der König der Wall Street feiert Party, 2007, S. 40.
[14] Vgl. Daniel Schäfer: Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 30.

An Deutschland zogen diese spektakulären Entwicklungen im Buyout-Bereich nahezu vollständig vorbei. Allerdings löste die Gründung des ersten Venture Capital-Fonds in Deutschland 1984 eine erstmalige Euphorie um dieses Geschäft aus: „In enger Folge entstand Mitte der Achtziger eine Reihe VC-Fonds, ja, eine regelrechte Welle von Fonds rollte durch Deutschland“[15]. Abgeschaut hatte man sich die Methodik in Amerika, wo das Venture-Geschäft schon in den Siebzigern florierte.[16] Getrieben von diesem Aufschwung folgte 1987 die Gründung des Deutschen Venture Capital Verbandes (DVCV), mit dem Ziel, Venture Capital verstärkt in die Öffentlichkeit zu bringen und für mehr Gewicht im Dialog mit dem Gesetzgeber zu sorgen. Der Private Equity-Bereich zog einige Wochen später mit der Gründung des Bundesverbandes Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) nach, um der Gefahr Einhalt zu gebieten, dass der DVCV für die gesamte Branche sprechen würde. Ziele und Interessen deckten sich jedoch, so dass 1989 die Verschmelzung zum Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – German Venture Capital Association e.V. (BVK) folgte.[17] Ein Jahr früher eröffnete mit der britischen Beteiligungsgesellschaft CVC Capital Partners der erste ausländische Finanzinvestor ein Büro in Deutschland. Es folgten unmittelbar darauf Permira, Apax und 3i, die sich damals allesamt auf kleine mittelständische Unternehmen fokussierten.[18] Der Wert des gesamten Private Equity- Portfolios in Deutschland erreichte Ende der Achtzigerjahre so erstmalig rund eine Milliarde Euro. Die jährlichen Private Equity-Investitionen beliefen sich auf unter 210 Millionen Euro.[19]

Der ersten Phase von Euphorie folgte die Abkühlung des Marktes Anfang der Neunzigerjahre. Dr. Thomas W. Kühr, erster stellvertretender Vorstandsvorsitzende des neu formierten BVKs, begründete dies folgendermaßen: „Es fehlten die Exiterfolge. Es gab keine Börse für kleine mittelständische Unternehmen. Die Portfoliounternehmen hatten Wachstumsschwierigkeiten, denn ein homogener europäischer Markt war nicht existent, und die Unternehmen benötigten zu viel Kapital für ihre ehrgeizigen Pläne, was für die einzelnen Fonds nicht darstellbar war.

[15] André Hülsbömer: „Ein 50-Milliarden-Euro-Markt“, 2005, S. 21.
[16] Vgl. Holger Frommann: The German Private Equity Market, 2007.
[17] Vgl. André Hülsbömer: „Ein 50-Milliarden-Euro-Markt“, 2005, S. 21f.
[18] Vgl. Daniel Schäfer: Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 130–132.
[19] Vgl. Michael Hüther: Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity, 2005, S. 35.

Das Fundraising gestaltete sich äußerst schwierig“[20]. In diese Entwicklung spielte zusätzlich der Zusammenbruch des auf 200 Milliarden Dollar angewachsenen Junk-Bond-Marktes ab 1989, im dessen Zuge zahlreiche amerikanische Unternehmen ihre Schulden nicht mehr bedienen konnten und insolvent wurden. Ein weiterer Grund für den ausbleibenden Erfolg des Fundraisings war die deutsche Einheit und die darauf folgende Vielzahl von Fehlinvestitionen in der früheren DDR, deren Industrie „überwiegend obsolet“ war und deren Binnenmarkt „spontan durch Importe versorgt“ wurde.[21]

2.2 Die letzten zehn Jahre

2.2.1 Der New Economy-„Hype“

Den vorsichtigen Bewegungen des Marktes folgte Mitte der Neunziger ein unerwarteter Boom des Private Equity Geschäfts in Verbindung mit der New Economy. Getrieben durch den Erfolg der Technologieunternehmen, das Aufkommen des Neuen Marktes in Folge des Börsengangs der Telekom 1996, welcher das Thema Aktien für die Privatanleger öffnete, sowie einen immensen Zufluss von neuem Geld in deutsche Private Equity-Fonds, „startete der Markt bis in das Jahr 2000 hinein wie eine Rakete“[22]. Das jährliche Gesamtinvestitionsvolumen stieg dabei von 612 Millionen Euro in 1996 auf knapp 4,5 Milliarden Euro in 2000, was einer jährlichen Wachstumsrate (CAGR) von mehr als 64 Prozent entspricht, und konnte in 2001 noch nahezu auf demselben Niveau gehalten werden (siehe Abbildung 1). Ähnlich verhielt es sich mit der Anzahl der getätigten Investitionen. Sie schnellte von 648 Unternehmen in 1996 auf einen Allzeit-Höchststand von 2.181 Unternehmen an und mehr als verdreifachte sich somit im Zeitablauf.[23] Der Private Equity-Gesamtportfoliowert stieg bis 2001 auf über 15 Milliarden Euro gegenüber rund drei Milliarden Euro 1996.[24]

[20] André Hülsbömer: „Ein 50-Milliarden-Euro-Markt“, 2005, S. 22.
[21] Vgl. André Hülsbömer: „Ein 50-Milliarden-Euro-Markt“, 2005, S. 22f.
[22] André Hülsbömer: „Ein 50-Milliarden-Euro-Markt“, 2005, S. 22; vgl. Holger Frommann: The German Private Equity Market, 2007.
[23] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 32f.
[24] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 5.

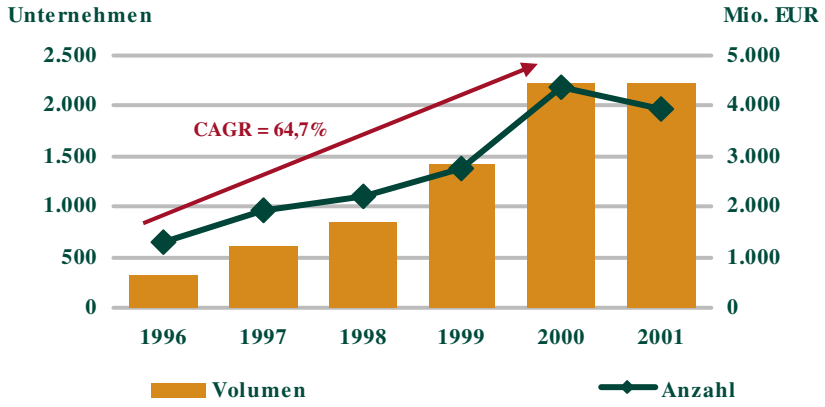

Abbildung 1: Gesamtinvestitionen 1996–2001[25]

Auf dem Rücken des Venture Capital-Geschäfts, das durch die Expansion des so genannten Corporate Venturing, Venture Capital-Töchter, die „komplett aus der Bilanz eines Industriekonzerns gespeist und in dessen Strategien eingebunden wurden“[26], weiteren Auftrieb bekam, machte der Anteil der Computer-Branche mit 26 Prozent und weitem Abstand 2000 das Gros des Gesamtvolumens der Investitionen aus. Auch der Anteil des Biotechnologiebereichs stieg um mehr als 46 Prozent im Vergleich zu 1999 auf elf Prozent an.[27] Insgesamt zählte mehr als die Hälfte der Gesamtinvestitionen zum Bereich neuer Technologien.[28]

Die steigende Nachfrage nach Kapital, insbesondere dieser Unternehmen, wurde durch ein größeres Angebot an Private Equity vordringlich im Venture Capital-Bereich gedeckt, was Deutschland im Jahre 2000 mit jährlichen Investitionen in Höhe von 3,7 Milliarden Euro zum führenden Venture Capital-Markt in Europa machte.[29] Das Fundraising der deutschen Beteiligungsgesellschaften erreichte 2000 ebenso einen bislang nicht wieder erreichten Höchststand von mehr als 5,1 Milliarden Euro und versechszehnfachte sich damit im Vergleich zu 1996. Insgesamt belief sich das Fondsvolumen auf knapp 16 Milliarden Euro in 2000.[30]

[25] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 34.
[26] André Hülsbömer: „Ein 50-Milliarden-Euro-Markt“, 2005, S. 22; vgl. Holger Frommann: The German Private Equity Market, 2007.
[27] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 36.
[28] Vgl. Holger Frommann: The German Private Equity Market, 2007.
[29] Vgl. Holger Frommann: The German Private Equity Market, 2007.
[30] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 31.

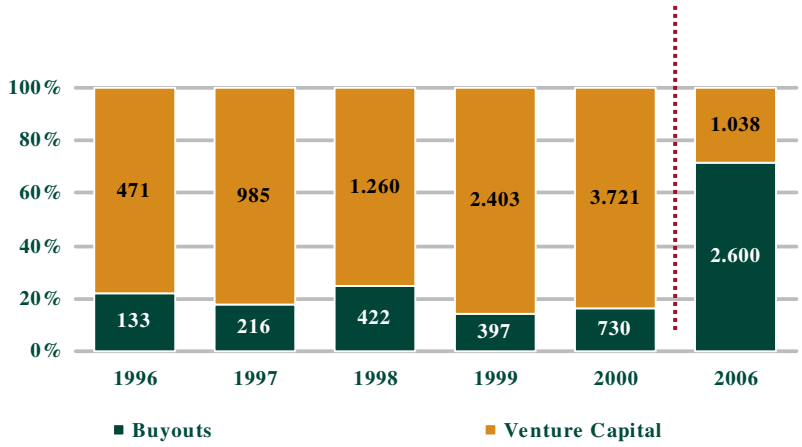

Abbildung 2: Entwicklung der Investitionen nach Finanzierungsphasen (Volumen in Mio. EUR) 1996–2000[31]

Auch wenn die Entwicklung um den Buyout-Bereich weitaus weniger spektakulär verlief, so konnte sich auch das so genannte Later-Stage-Geschäft 2000 über einen vierjährigen Zeitraum auf knapp 730 Millionen Euro nahezu versechsfachen (siehe Abbildung 2).[32] Einen positiven Einfluss hatte hier sicherlich der High-Yield-Markt, der 1995 schon wieder das Rekordniveau in Höhe von 200 Milliarden Dollar von 1990 erreicht hatte und das Buyout-Geschäft mit zusätzlicher Liquidität versorgte.[33] Gegenteilig zum heutigen Bild war der Buyout-Anteil an den Gesamtinvestitionen jedoch mit 16 Prozent im Verhältnis zu 84 Prozent für Venture Capital äußerst gering.[34]

[31] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 34.
[32] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 34.
[33] Vgl. Daniel Schäfer: Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 36.
[34] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 34.

2.2.2 Die Konsolidierungsphase nach 2001

Der Niedergang der New Economy ab 2001 sorgte für einen Einbruch des internationalen Private Equity-Marktes und markierte auch für die Deutschen den Anfang einer langen und harten Konsolidierungsphase. Die Marktteilnehmer sahen sich zunehmend großen Schwierigkeiten beim Fundraising ausgesetzt; institutionelle Anleger waren aufgrund der erlittenen Verluste äußerst vorsichtig mit dem Bereitstellen neuer Gelder.[35] Nach dem Allzeithoch an eingesammeltem Kapital in 2000 reduzierte sich das Fundraising-Volumen zunächst um 28 Prozent auf rund 3,7 Milliarden Euro in 2001, danach um weitere 55 Prozent auf 1,7 Milliarden Euro in 2002 und schließlich erneut um 24 Prozent auf etwa 1,3 Milliarden Euro im Jahre 2003.[36] An den Anlegern war nicht vorbeigegangen, dass in den Jahren 2001 bis 2003 der dominierende Exitkanal der Weg des Totalverlustes war mit einem Anteil von etwa 40 Prozent aller Private Equity-Investitionen.[37]

Im Zuge der Konsolidierung stürzte das Investitionsvolumen ab. Nach dem Allzeithoch von 4,5 Milliarden in 2000 kam es zu einem Einbruch auf 2,8 Milliarden Euro in 2002 und 2,6 Milliarden Euro in 2003. „Damit wurde der Anstieg der Expansionsphase etwa zur Hälfte wieder zurückgenommen. Mit anderen Worten: Die Hälfte des enormen Anstiegs Ende der Neunzigerjahre erweist sich als nachhaltig“[38]. Die Investitionen im Venture Capital-Bereich, der dem Technologie-Sektor weitaus stärker ausgesetzt war als das Later-Stage-Geschäft, halbierten sich jeweils in 2002 und 2003. Den Buyout-Bereich mit seinem Fokus auf eher traditionelle Branchen erwischte es weniger schlimm: Nach einem Investitionsrückgang von etwa 30 Prozent in 2002 stieg das Niveau 2003 bereits wieder um fast 50 Prozent auf mehr als 1,7 Milliarden Euro an.

[35] Vgl. Holger Frommann: The German Private Equity Market, 2007.
[36] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 31.
[37] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 40.
[38] Michael Hüther: Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity, 2005, S. 35.

Insgesamt markierte das Eintreten der Konsolidierung eine nachhaltige Strukturveränderung im Markt. Die aufsteigende Entwicklung von Early Stage kehrte sich ab 2001 um und Buyouts bildeten 2003 erstmals die dominierende Finanzierungsphase im Vergleich zu Venture Capital, was sich seitdem fortsetzte. In den neunziger Jahren wiesen Buyouts noch „einen relativ stabilen Investitionsanteil von etwa 20% aus, bei einem Volumen von rund 0,1 Mrd. €. Volumenmäßig zeigte sich erst 1998 ein Aufwärtstrend, als 0,4 Mrd. € investiert wurden“[39]. In den folgenden Jahren ging es dann jedoch sprunghaft nach oben, so dass 2003 ein Investitionsanteil von 71 Prozent erreicht wurde (siehe Abbildung 3).

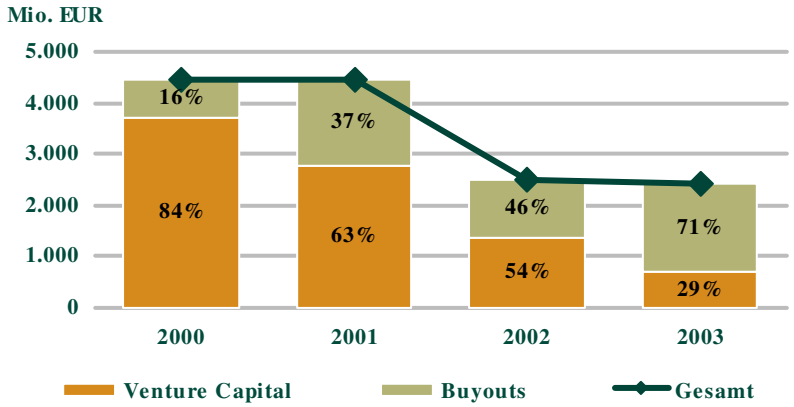

Abbildung 3: Entwicklung der Investitionen nach Finanzierungsphasen 2000–2003[40]

Veränderungen zeigten sich auch im Hinblick auf bevorzugte Branchen der Investoren. Ab 2001 konnten „traditionelle Branchen als Ergebnis der zahlreichen großen Buy out-Transaktionen ihren Anteil an den Bruttoinvestitionen deutlich steigern“[41]. Machten die Hightech-Branchen Computer, Kommunikationstechnologien, Biotechnologie und Medizintechnik 2000 noch mehr als die Hälfte aller Investitionen aus, so waren ab 2001 Bereiche wie Chemie/Werkstoffe, Maschinen-/Anlagenbau sowie Konsumgüter wieder führend.[42] Der Sektor „Neue Technologien“ sank 2002 auf die 30 Prozent-Schwelle und erreichte diese bis heute nicht mehr. In 2006 machte er gerade einmal noch 13 Prozent aller Investitionen aus.[43]

[39] BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2005, S. 8.
[40] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 34.
[41] BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2002, S. 8.
[42] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2002, S. 8.
[43] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 36.

LBOs gewannen innerhalb des Buyout-Bereichs ab 2000 zunehmend an Bedeutung.[44] Verantwortlich dafür war mitunter die zunehmende Abspaltung von Konzerneinheiten großer deutscher Unternehmen, die durch die rot-grüne Steuerreform, die die Gewinne aus dem Verkauf von Konzerneinheiten steuerfrei gestellt hatte, begünstigt wurde. Darüber hinaus waren die Banken nach dem Börsencrash der Jahrtausendwende gezwungen, Kredite unter stärkeren Renditeaspekten zu vergeben, um einer Übernahme durch ausländische Wettbewerber zu entgehen. Dies bedeutete für viele Unternehmen weniger Liquidität, die sie sich zunehmend von externen Investoren, insbesondere auch ausländischen Private Equity-Gruppen, besorgten. „Das Ende der Deutschland AG“[45], welche jahrelang durch die Beziehungen zwischen Bankern und Unternehmenslenkern geprägt war, wurde somit durch die neuen, renditenorientierten Aktionäre auf den Weg gebracht.[46]

2.2.3 Das Zeitalter der Mega-Deals ab 2004

In 2004 mehrten sich die Anzeichen für eine Erholung des Marktes, und zwar getragen vom Aufkommen des Phänomens der Mega-Deals, Transaktionen mit einem Gesamtwert größer als 500 Millionen Euro. Elf solcher Deals konnten in 2004 abgeschlossen werden; der Großteil von britischen, amerikanischen oder multinationalen Syndikaten, die von einem starken Funding im Heimatland profitieren, welches im Gegensatz zu den meisten deutschen Investoren nicht durch große Risikoaversion geprägt ist.[47]

Bei den getätigten Gesamtinvestitionen spiegelte sich der aufsteigende Trend wider: Sowohl das Volumen, als auch die Anzahl der Investitionen stiegen gegenüber 2003 um mehr als 50 Prozent auf 3,9 Milliarden Euro beziehungsweise um knapp neun Prozent auf 950 Unternehmen an.[48] Das Gros der Anzahl der Transaktionen machten dabei deutsche Investoren aus, die weitestgehend auf den Mittelstand fokussiert waren und deren Kaufkraft es ihnen verwehrte,

[44] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2005, S. 8.
[45] Daniel Schäfer: Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 157.
[46] Vgl. Daniel Schäfer: Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 159.
[47] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity July 2002 – June 2004, 2004, S. 7.
[48] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 32–33.

bei den Mega-Deals mitzumischen. Den größeren Volumenbeitrag steuerten demnach internationale Fonds bei.

Im Bezug auf Branchen hielt der nach dem Einbruch der New Economy anhaltende Trend der Fokussierung von Private Equity auf traditionelle und risikoärmere Branchen an. Unter Einbeziehung der Folgejahre lässt sich hier jedoch durch die Effekte einzelner sehr großer Deals keine eindeutige Dominanz von Segmenten feststellen. Lediglich der Real Estate-Bereich konnte in 2004 vier Mega-Deals aufweisen, was sich in 2005 und 2006 durch die zunehmende Deregulierung und Privatisierung großer staatlicher Immobilienportfolios fortsetzte.[49] Das zum ersten Mal nach der drei Jahre andauernden Bereinigung wieder ansteigende Volumen von Venture Capital-Investitionen wurde durch einen noch stärkeren Anstieg bei Buyouts überkompensiert, so dass der Venture Capital-Anteil auch in 2004 weiter abnahm.[50]

Die Nachwirkungen des Markteinbruchs von 2001 waren auch 2004 noch in der Form zu spüren, dass Totalverluste nach wie vor den vordringlichen Exitkanal von Private Equity-Investments ausmachten, auch wenn diese im Vergleich zu den Vorjahren mit 27 Prozent prozentual deutlich abnahmen. Zusätzlich waren IPOs in 2004 weiterhin kaum eine Option, was dazu führte, dass Exits nahezu nur in der Form von Trade Sales (25 Prozent) und Secondary Buyouts (21 Prozent) vorgenommen wurden (siehe Abbildung 4).[51]

[49] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity in 2003/2004, 2004, S. 9.
[50] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 34.
[51] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity July 2002 – June 2004, 2004, S. 7.

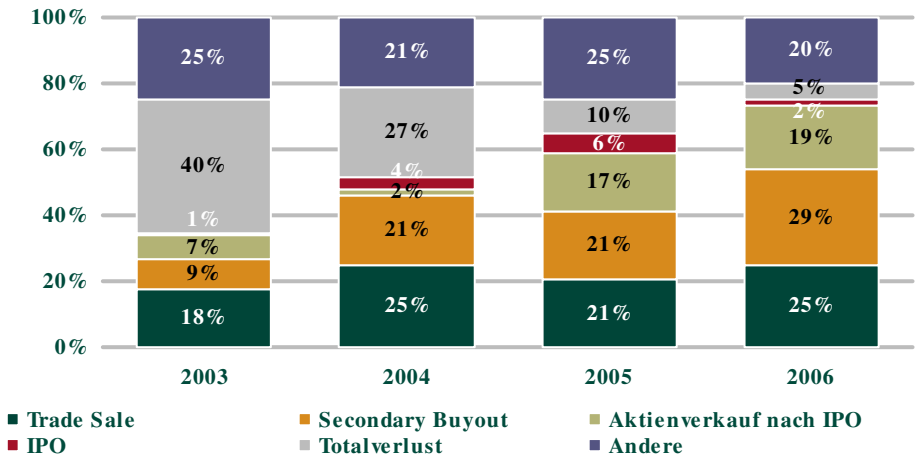

Abbildung 4: Entwicklung der Abgänge (Volumen) 2003–2006[52]

Das Jahr 2005 markierte einen weiteren Schritt der Erholung des Marktes, was sich in steigenden Zahlen beim Fundraising und bei den Exits zeigte.[53] Das Fundraising konnte gegenüber 2004 um weitere 45 Prozent auf 2,9 Milliarden Euro zunehmen. Bei den Exits sah man in 2005 erstmals wieder eine kleine Anzahl von erfolgreichen IPOs. Hier sind insbesondere Premiere und MTU Aero Engines zu nennen, die damals Hoffnung auf eine Rückkehr dieses Exitkanals machten. Secondary Buyouts und Trade Sales stiegen in 2005 zu den beliebtesten Exit-Routen auf, mit einem Anteil von jeweils 21 Prozent, vor Aktienverkäufen nach einem vorhandenen IPO mit 17 Prozent.[54] Totalverluste verschwanden schließlich von der „Bildfläche“ und machten 2005 und 2006 nur noch zehn beziehungsweise fünf Prozent aller Abgänge aus.[55]

[52] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 40.
[53] Vgl. Holger Frommann: The German Private Equity Market, 2007.
[54] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity June 2005, 2005, S. 9.
[55] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 40.

Während sich auch das allgemeine Portfolioniveau, d.h. der saldierte Beteiligungsbestand zu Anschaffungskosten, im zweiten Jahr hintereinander um 13 beziehungsweise sechs Prozent auf knapp 22 Milliarden in 2005 steigern konnte, so schlugen die positiven Bewegungen nicht auf das Niveau der getätigten Investitionen durch, welches sich im Vergleich zum Vorjahr um knapp 20 Prozent verringerte. Ausschlaggebend war die fehlende Anzahl an großen Buyout-Transaktionen, eine Entwicklung die zum Halbjahr noch schwer greifbar gewesen wäre, nachdem Terra Firma mit dem Kauf der Viterra AG für 6,1 Milliarden Euro die Messlatte für Buyouts in Deutschland deutlich höher gehängt hatte. Bis zu diesem Zeitpunkt wurde der Markt hauptsächlich von einer Hand voll Mega-Deals im ein-zwei Milliarden Euro-Segment dominiert.[56]

Am Beispiel Terra Firma zeigt sich, dass britische und amerikanische Investoren sowie multinationale Syndikate den Markt für große Buyouts beherrschen. Ihre starke Funding-Position paaren sie mit Repräsentanzen in Deutschland und Mitarbeitern, die lokales Wissen und Netzwerke unterhalten. Deutsche Investoren können hier nicht mithalten und haben dementsprechend eine Nische bei kleineren Transaktionen besetzt, deren Markt sie anführen.

2005 markierte schließlich das Jahr der „Heuschreckendebatte“. Obwohl Private Equity in Deutschland zu diesem Zeitpunkt zunehmende Akzeptanz bei deutschen Unternehmen erfahren konnte, brachten einige Politiker sowie die deutschen Medien, insbesondere vor den Bundestagswahlen im September, Investoren wiederholt mit der Schwäche der deutschen Wirtschaft in Verbindung. Durchschlagen auf die Zahlen konnte sich dieser Eindruck, vor dem Hintergrund des eingeschränkten Kreditzugangs und der Umstrukturierungsnotwendigkeit der deutschen Unternehmen, allerdings nicht.[57]

Das Gegenteil war der Fall: Mit dem Einstieg von Blackstone bei der Deutschen Telekom durch die Übernahme eines 4,5 Prozent-Anteils von der KfW im April 2006 sendete die neue deutsche Regierung eine Botschaft, Private Equity verstärkt in den Umbau der größten Unter-

[56] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity June 2005, 2005, S. 10.
[57] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity June 2005, 2005, S. 2.

nehmen des Landes einzubinden.[58] Auch wenn es noch keine Anzeichen für ein „Going Private"-Angebot gibt, zeigt dieser Schritt auch, dass Private Equity-Gruppen sich zunehmend auf DAX-Unternehmen konzentrieren. Die Continental AG hatte im September 2006 bekannt gegeben, von Bain Capital kontaktiert worden zu sein, die Gespräche aber eingestellt.[59]
Die freundlichere Konjunktur in Deutschland in 2006 nutzten viele Investoren zum Exit, so dass es trotz eines Anstiegs der Investitionen um 19 Prozent nur zu einer Ausweitung des Gesamtportfolios um knapp acht Prozent auf 23 Milliarden Euro kam.[60] Eine Ausweitung der Rückkehr von IPOs in 2005 blieb aber aus, was insbesondere mit der schwachen Performance von Private Equity-unterstützten Notierungen zusammenhing. Premiere hatte im Juni 2006 mehr als 73 Prozent des IPO-Preises eingebüßt. Einige Erfolge gab es aber in Form von Klöckner, Bauer und Demag Cranes in der zweiten Jahreshälfte zu verzeichnen.[61]

Das niedrige Zinsniveau sowie sprudelnde Finanzierungsquellen führten ab 2006 zur Sorge vor einer Korrektur oder größeren Ausfällen der Investments im Markt. Obwohl diese bislang ausblieben, gibt der signifikante Anstieg der Verhältnisse von Preis und Fremdkapital zu EBITDA bei Transaktionen in den letzten zwei Jahren sowie immer frühere Rekapitalisierungen in Verbindung mit mittlerweile wieder steigenden Zinsen Anlass zur Vorsicht.[62]

In Zeiten weiter ansteigender Fondsvolumina - 2006 wurden fast 29 Milliarden Euro erreicht - nahm in der ersten Hälfte von 2007 zusätzlich die Anzahl und Qualität der Transaktionsobjekte ab, vor allem bedingt durch weniger Abspaltungen von Konzerneinheiten. Aufgrund der härteren Konkurrenz durch strategische Investoren, müssen besonders internationale Finanzinvestoren so immer höhere Preise zahlen oder sich aus dem „überfüllten" deutschen Mittelstand zurückziehen und noch größeren Mega-Deals widmen, um im deutschen Wettbewerb zu bestehen.[63]

[58] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity June 2006, 2006, S. 3.
[59] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity December 2006, 2006, S. 3.
[60] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 32.
[61] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity June 2006, 2006, S. 10.
[62] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity June 2006, 2006, S. 3f.
[63] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity June 2007, 2007, S. 2f.

Die Resultate bleiben abzuwarten. Insgesamt ist der mit 50 Jahren noch relativ junge deutsche Private Equity-Markt eine beeindruckende Erfolgsgeschichte und hat sich mittlerweile international hinter den etablierten Beteiligungsmärkten in den USA und Großbritannien zusammen mit Frankreich und Italien in der Spitzengruppe etabliert. Eine Entwicklung, die sein „Gründungsvater“ Dr. Günter Leopold seinerzeit als erster Geschäftsführer der Deutschen Beteiligungsgesellschaft 1965 wohl nicht für möglich gehalten hätte.

3 Zur Performance von Buyouts in Deutschland: Gerresheimer, ein Paradebeispiel für den Erfolg?

3.1 Hintergründe

„Gerresheimer zeigt, wie ein Finanzinvestor eine Firma erfolgreich weiterentwickeln und Wert nicht nur für sich selbst schaffen kann“[64].

Gemäß dieser Einschätzung der Financial Times wird die deutsche Gerresheimer Gruppe, „ein führender Hersteller qualitativ hochwertiger Primärverpackungen aus Spezialglas und Kunststoffen“[65] vordringlich für die Pharma- und Life-Science-Industrie, als ein Paradebeispiel für den Erfolg von Private Equity-Investoren in Deutschland herangezogen.

Im Gegensatz dazu behaupten einige Politiker und Gewerkschaften seit der „Heuschreckendebatte“ im Jahre 2005 immer wieder, Finanzinvestoren würden gesunde deutsche Unternehmen „abgrasen“, indem sie ihnen die Schuldenlast des Kaufs aufbürden, sie radikal auf Rendite trimmen und möglichst schnell weiterziehen. Diesem Eindruck versucht die Private Equity-Industrie zunehmend energisch entgegen zu wirken, indem sie, anders als in der Vergangenheit, die Öffentlichkeit an den Ergebnissen ihrer Portfolio-Unternehmen teilhaben lässt.

Die europäischen Private Equity-Verbände und einige Beratungsgesellschaften haben so vermehrt in den letzten zwei Jahren umfassende Studien zur ökonomischen Bedeutung von Private Equity herausgegeben und eine Outperformance von Private Equity-geführten Unternehmen in Bereichen wie Umsatzwachstum, Profitabilitätsentwicklung oder Arbeitsplatzschaffung festgestellt. In Deutschland haben sich zusätzlich im Juli die großen, internationalen Buyout-Firmen zu einer Interessenvereinigung unter dem Dach des Bundesverbands deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) zusammengetan. Ziel ist die Finanzierung

[64] O.V.: Stolze Bewertung von Gerresheimer, 2007.
[65] OnVista: Kurzportrait Gerresheimer AG, 2007.

unabhängiger Studien über den Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die deutsche Wirtschaft, die die Mitglieder mit Daten ihrer Portfoliounternehmen „füttern“ wollen.[66]

Insbesondere die Unabhängigkeit und die Aussagekraft der Verbandsstudien werden jedoch oft in Frage gestellt: Zum einen, weil ihre Stichproben auf den Zahlen verhältnismäßig weniger Portfolio-Unternehmen beruhen, zum anderen, weil die Portfolio-Unternehmen bei etlichen großen Studien nicht direkt, sondern über ihre Anteilseigner, Private Equity-Investoren, die jeweiligen Fragebögen erhalten: „Ein Schelm, wer dadurch eine allzu positive Schlagseite der Studie befürchtet, weil die Fonds nur ihre Erfolgsunternehmen zu Wort kommen lassen“[67].

Tatsächlich sind neben den bereits erwähnten Studien kaum Ausarbeitungen zur Performance von Buyouts in Deutschland zu finden. Bis zum Jahre 2005 gab es gerade einmal fünf wissenschaftliche Studien zur Performance-Messung von Buyouts in Deutschland, die ausschließlich auf Untersuchungen durch Befragungen basierten. Kitzmann analysierte erstmals im Dezember 2005 die langfristige Performance von Buyouts von 1986 bis 2004 anhand quantitativer Daten.[68] Begründet ist dies hauptsächlich durch die restriktive Handhabung der Finanzinvestoren und ihrer Portfolio-Unternehmen hinsichtlich der Freigabe von quantitativen Informationen. Auch im Vorfeld dieser Arbeit war es erst nach Unterzeichnung umfangreicher Vertraulichkeitserklärungen möglich, entsprechende Jahresabschlussdaten zu erhalten. Die Jahresabschlüsse selbst wurden nicht zugänglich gemacht.

3.2 Methodische Ansätze und Untersuchungsziel

Dieses Kapitel soll ein Versuch sein, anhand einer Case-Study der Gerresheimer Gruppe, die Performance von Private Equity in Deutschland zu untersuchen, die Validität einzelner Studien zu überprüfen und bisher unberücksichtigte Aspekte aufzuzeigen. Dabei wird aufgrund der Betrachtung eines einzigen Beispielfalls selbstverständlich nicht der Anspruch erhoben,

[66] Vgl. O.V.: Big private equity groups polish German image, 2007, ohne Seite.
[67] Daniel Schäfer: Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 12.
[68] Vgl. Jana Kitzmann: Private Equity in Deutschland, 2005, S. 64.

eine allgemeine Aussage über den positiven Beitrag von Private Equity-Investoren für deutsche Unternehmen insgesamt treffen zu wollen. Die Erfahrungen von Gerresheimer mit Private Equity sind durch zwei Buyouts von Investcorp/JPMorgan Partners in 2000 und Blackstone in 2004 jedoch stärker ausgeprägt als bei Vergleichsbeispielen. Gleichzeitig bieten mehr als sechs Jahre unter dem Dach von Private Equity eine ausreichende Grundlage für die Beurteilung des Erfolgs von Finanzinvestoren im Bezug auf Gerresheimer. Zusätzlichen „Charme" bekommt dieses Fallbeispiel dadurch, dass es einen gewissen Performance-Vergleich von Private und Public Equity erlaubt.

Vor diesem Hintergrund wird in diesem Kapitel die Entwicklung von Gerresheimer hinsichtlich zweier Dimensionen analysiert:

1. Es wird die Performance von Gerresheimer im Selbstvergleich anhand von Jahresabschlusskennzahlen in den sechsjährigen Zeiträumen 1994-2000 (Börsennotierung) und 2000-2006 (Private Equity) untersucht, um feststellen zu können, inwieweit Private Equity-Investoren, in diesem Fall Investcorp/JPMorgan Partners und Blackstone, das Unternehmen vorangebracht haben.
2. Es wird die Performance von Gerresheimer in denselben Zeiträumen mit den vergleichbaren Unternehmen West Pharmaceuticals, AptarGroup, Rexam, Becton Dickinson und Thermo Fisher Scientific untersucht, die allesamt über die Betrachtungszeiträume nicht Private Equity-geführt waren.[69]

Die Zweidimensionalität der Ausarbeitung soll gewährleisten, dass eine Verbesserung der Kennzahlen im Selbstvergleich nicht automatisch als Erfolg von Private Equity gewertet wird, wenn es den Konkurrenten gelungen ist, entsprechende Kennzahlen deutlich signifikanter zu steigern.

[69] Bemerkung: Die Auswahl der vergleichbaren Unternehmen erfolgt analog zum Analystenreport der Credit Suisse vom 23.7.2007.

Hinsichtlich der Auswahl der Kennzahlen, so genannter Performanceindikatoren, orientiert sich diese Arbeit an Kitzmann[70] und den Studien der Private Equity-Verbände, geht aber in einigen Punkten darüber hinaus. So wird mit den Performanceindikatoren Interest Coverage und der Eigenkapitalquote untersucht, inwieweit sich der Fremdkapitalcharakter von Buyouts im Fall von Gerresheimer (negativ) ausgewirkt hat und ob hier signifikante Abweichungen zur Vergleichsgruppe (Peer-Group) vorliegen.

Im Einzelnen können die in diesem Kapitel verwendeten Kennzahlen in vier Kategorien eingeteilt werden: Wachstum, Profitabilität, Effizienz und Verschuldungsgrad.

WACHSTUM:

- Umsatzwachstum
  Das Umsatzwachstum gibt zunächst Aufschluss über die Fähigkeit eines Unternehmens sich im jeweiligen Marktumfeld zu behaupten. Im Rahmen dieser Case-Study werden die jährlichen Wachstumsraten (CAGR) über die Zeiträume 1994-2000 und 2000-2006 betrachtet. Für die Bewertung des Umsatzwachstums ist auf die allgemeine konjunkturelle Entwicklung zu achten, sowie besonders auf die Entwicklung innerhalb einer Branche, hier simuliert durch die oben beschriebene Peer-Group.
- Capex in Prozent des Umsatzes
  Capex (englisch: Capital Expenditure) sind Investitionsausgaben für längerfristige Anlagegüter, etwa neue Maschinen oder Werkshallen, die der Zukunftssicherung eines Unternehmens dienen. Dazu zählen auch Investitionen in die Instandhaltung. Das Teilen durch den Umsatz schafft eine Normierung der absoluten Capex-Größen, was einen sinnvollen Vergleich mit Unternehmen der Peer-Group zulässt.
- Mitarbeiterwachstum
  Das Mitarbeiterwachstum soll eine Indikation für den Beitrag eines Unternehmens zur Schaffung von Arbeitsplätzen liefern. Auch hier wird in dieser Ausarbeitung die jährliche Wachstumsrate (CAGR) über die Zeiträume 1994-2000 und 2000-2006 verwen-

[70] Vgl. Jana Kitzmann: Private Equity in Deutschland, 2005, S. 151ff.

det. Das Mitarbeiterwachstum ist jedoch ohne entsprechende Anpassungen (siehe auch Abschnitt „Annahmen“) nur begrenzt aussagekräftig. Insbesondere große Unternehmenskäufe „gaukeln“ ein hohes Mitarbeiterwachstum des betrachteten Unternehmens vor. Tatsächlich werden, zumindest bei innerdeutschen Transaktionen, oftmals für die Gesamtwirtschaft nur wenige neue Stellen geschaffen.

PROFITABILITÄT:

- EBITDA-Marge
  Die EBITDA-Marge setzt das Jahresergebnis vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern (EBITDA) ins Verhältnis zum Umsatz eines Unternehmens. Diese Kennzahl gibt daher Aufschluss darüber, wie effizient ein Unternehmen seine Umsätze in Gewinn „umwandeln“ kann. Sie ignoriert Abschreibungen, die Finanzierungsstruktur und Steuern und lässt daher eine „präzise Aussage über das operative Geschäft eines Unternehmens in Relation zum Umsatz zu“[71].
- EBIT-Marge
  Die EBIT-Marge unterscheidet sich von der EBITDA-Marge dadurch, dass Abschreibungen, und damit die jeweiligen Abschreibungspolitiken der Unternehmen, berücksichtigt sind. Damit wird die operative Performance weniger präzise wiedergegeben als bei der EBITDA-Marge. Der Fokus von Studien zum positiven Einfluss von Private Equity liegt jedoch auf Betrachtung des EBIT, weshalb diese Kennzahl auch hier mit aufgenommen wird.

EFFIZIENZ:

- Return on Assets
  Der Return on Assets (ROA) bezeichnet die Effizienz eines Unternehmens, sein Gesamtkapital zur Generierung von Gewinn einzusetzen. Die Kennzahl errechnet sich aus dem Quotienten von Jahresergebnis und Gesamtkapital. Der Return on Assets be-

[71] Jana Kitzmann: Private Equity in Deutschland, 2005, S. 152.

rücksichtigt im Gegensatz zum Return on Capital Employed (ROCE) keine unterschiedlichen Arten der Finanzierung. Eine Berechnung des ROCE war aufgrund mangelnder Daten jedoch nicht möglich. Bei der Bewertung des ROA ist auf die starke Schwankung der Kennzahl für unterschiedliche Wirtschaftszweige zu achten. Dies ist durch die Betrachtung einer Vergleichsgruppe in dieser Arbeit gewährleistet.

VERSCHULDUNGSGRAD:

- Interest Coverage
  Die Kennzahl Interest Coverage ermittelt den Deckungsgrad der Zinsaufwendungen durch das Betriebsergebnis und errechnet sich aus dem Quotienten von EBITDA und Nettozinsaufwand. Somit ist eine Indikation darüber möglich, ob ein Unternehmen seine Zinsen bedienen kann. Eine Unterschreitung der Interest Coverage unter eine bestimmte Grenze kann zu einer Verletzung von so genannten Covenants, Verpflichtungen und Vereinbarungen mit den kreditgebenden Banken, führen.[72]
- Eigenkapitalquote
  Die Eigenkapitalquote „beschreibt das Verhältnis zwischen Eigen- und Gesamtkapital (Bilanz) und lässt damit Rückschlüsse auf die Solvenz eines Unternehmens zu“[73]. Grundsätzlich lässt eine hohe Eigenkapitalquote auf eine höhere Insolvenzsicherheit und Unabhängigkeit von Fremdkapitalgebern schließen.[74]

3.3 Annahmen

Bei der Durchführung des Peer-Vergleichs ist auf die manuelle Anpassung von Jahreszahlen verzichtet worden. Auch wenn grundsätzlich eine Anpassung im Sinne der Vergleichbarkeit an manchen Stellen sinnvoll erscheint, würde deren Methodik stets Anlass zur Diskussion geben. Daher werden im Rahmen dieser Arbeit ausschließlich in den Jahresabschlüssen veröffentliche Zahlen für die jeweiligen Kalkulationen verwendet, in den Erläuterungen zu den

[72] Vgl. BG Consulting (Hrsg.): Analyst Training Programme – FF&M, Comps & WACC, 2005, S. 33.
[73] GeKAB (Hrsg.): Handbuch zur GeKAB Kennzahlenanalyse 3.3, 2007, S. 24.
[74] Vgl. OnVista: Börsenlexikon, 2007.

Ergebnissen der Analyse wird jedoch auf nötige Anpassungen hingewiesen. Eine weitere Rechtfertigung ergibt sich aus der Durchschnittsbetrachtung über sechsjährige Zeiträume, die etwa Konsolidierungseffekte tendenziell egalisiert. Gleichzeitig wird beim Umsatzwachstum keine Adjustierung um Effekte in Folge von Akquisitionen vorgenommen, da gerade auch nicht-organisches Wachstum der Behauptung der Marktposition eines Unternehmens zuträglich und grundsätzlich positiv zu beurteilen ist. Die Zahlen von Gerresheimer und Becton Dickinson sind aufgrund von Rechnungsabschüssen zum 30. November beziehungsweise 30. September kalendarisiert.

3.4 Ergebnisse der Analyse

3.4.1 Umsatzwachstum

Mit Blick auf das Umwachswachstum in den Zeiträumen 1994-2000 und 2000-2006 sieht man, dass Gerresheimer unter Private Equity einen Sprung gemacht hat. War das Wachstum von 1994-2000 noch negativ (-4,7 Prozent), so konnte dieses um 118 Prozent auf 0,9 Prozent auf CAGR-Basis für 2000-2006 gesteigert werden. Absolut gesehen hinkt Gerresheimer jedoch in beiden Zeiträumen der Konkurrenz mit durchschnittlichen Wachstumsraten von 3,3 beziehungsweise 8,2 Prozent (siehe Abbildung 5) deutlich hinterher.

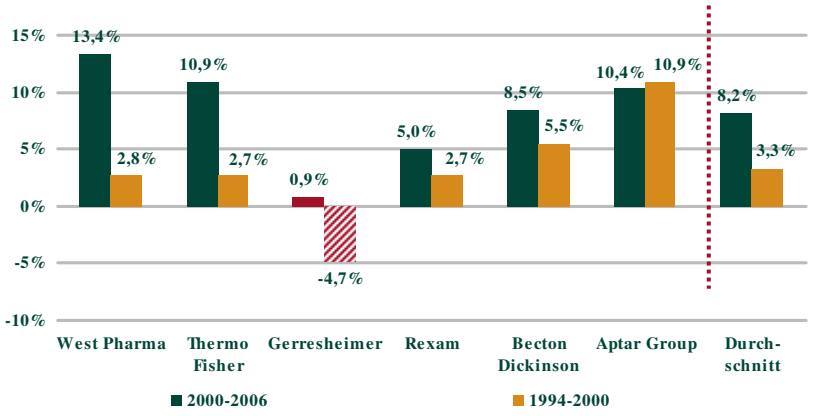

Abbildung 5: Umsatzwachstum 1994–2000 & 2000–2006

Die Ergebnisse der Studie „Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft“, die der Bundesverband deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) in Zusammenarbeit mit PricewaterhouseCoopers als Antwort auf die „Heuschreckendebatte“ im Oktober 2005 herausgegeben hat, sprechen eine andere Sprache im Bezug auf die positive Umsatzentwicklung deutscher Buyouts. So zeigen diese ein durchschnittliches Umsatzwachstum von 10,9 Prozent (Median) in den Jahren 2000-2004.

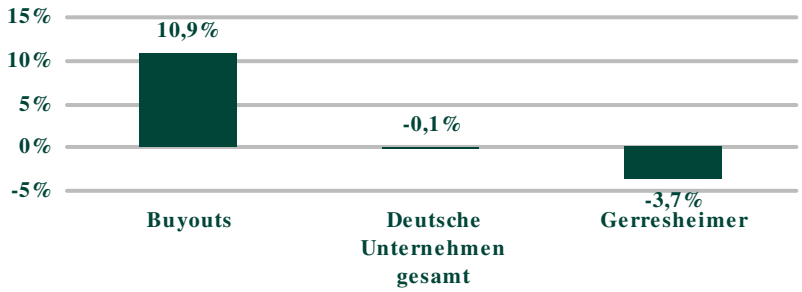

Abbildung 6: Durchschnittliche Entwicklung des Umsatzes (Median) 2000–2004[75]

Gerresheimer wird hier dem Ruf als Paradebeispiel für Private Equity nicht gerecht: Mit einem Wachstum von -3,7 Prozent (CAGR) in demselben Zeitraum, schneidet das Düsseldorfer Unternehmen sogar schlechter als der Durchschnitt aller deutschen Unternehmen insgesamt ab (-0,1 Prozent). Zugute muss Gerresheimer allerdings gehalten werden, dass 1999 das Standard-Behälterglasgeschäft für Getränke und Nahrungsmittel veräußert und die seit 1993 begonnene Restrukturierung so weiter vorangetrieben wurde (siehe Abbildung 7).[76] Konsolidierungseffekte hatten auch 2000 noch Einfluss auf die Umsätze.[77] Dieser richtige Schritt, sich auf Bereiche höherer Wertschöpfung und internationaler Ausrichtung wie die Pharma- und Life-Science-Industrie zu konzentrieren, wurde allerdings nicht von Investcorp/JPMorgan Partners initiiert, die Gerresheimer erst im Mai 2000 übernommen hatten, sondern noch unter dem Dach der VIAG (später E.ON). Investcorp/JPMorgan Partners und Blackstone führten den begonnenen Prozess erfolgreich weiter. Als Resultat erwarten etwa die Analysten der

[75] Vgl. BVK und PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, 2005, S. 8.
[76] Vgl. Credit Suisse Equity Research (Hrsg.): Gerresheimer AG, 2007, S. 10.
[77] Vgl. Gerresheimer AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 2000, 2000, S. 15.

Credit Suisse ein jährliches Umsatzwachstum (CAGR) von knapp 10 Prozent für den Zeitraum von 2006 bis 2009.[78] Für 2007 dürfte mit dem Kauf der Wilden Gruppe (Umsatz 2006: 244 Milliarden Euro[79]) dieser Trend bereits eingeleitet werden.

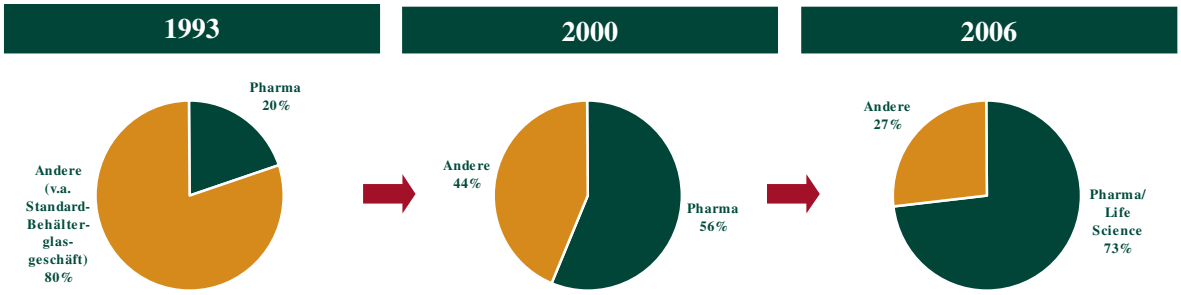

Abbildung 7: Gerresheimer Umsatzentwicklung nach Marktsegmenten 1993–2006[80]

3.4.2 Capex in Prozent des Umsatzes

Das Capex-Niveau konnte in Folge des Einstiegs der Private Equity-Investoren durchschnittlich um 20,4 Prozent im Zeitraum 2000-2006 gesenkt werden. Dies lässt jedoch nicht den Schluss zu, die Finanzinvestoren hätten zu wenig für den Erhalt der Zukunftsfähigkeit Gerresheimers getan, da die Umsatzzahlen im selben Zeitraum um 118 Prozent im Vergleich zu 1994-2000 gestiegen waren (siehe Abbildung 5). Darüber hinaus war der Capex-Anteil am Umsatz bei Gerresheimer mit 9,2 Prozent immer noch überdurchschnittlich (siehe Abbildung 8).

[78] Vgl. Credit Suisse Equity Research (Hrsg.): Gerresheimer AG, 2007, S. 7.
[79] Vgl. Gerresheimer Wilden: Daten und Fakten, 2007.
[80] Vgl. Credit Suisse Equity Research (Hrsg.): Gerresheimer AG, 2007, S. 10; Gerresheimer AG (Hrsg.): Geschäftsbericht 2000, 2000, S. 16.

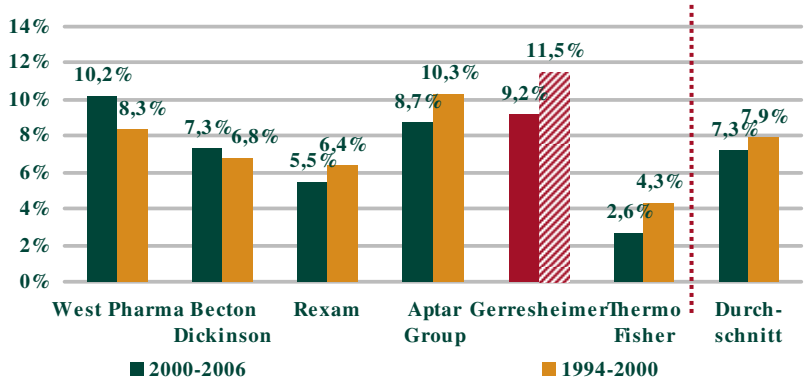

Abbildung 8: Capex in Prozent des Umsatzes 1994–2000 & 2000–2006

Eine vom niederländischen Private Equity-Verband NVP und Ernst & Young im November 2004 herausgegebene Studie über den ökonomischen und sozialen Einfluss von Buyouts in den Niederlanden untersucht ebenfalls die Entwicklung des Capex-Niveaus, für niederländische Buyouts in den Jahren 1992-2002. Die Autoren kommen zu einem ähnlich positiven Ergebnis. So konnte der Capex-Anteil am Umsatz von durchschnittlich knapp fünf Prozent im Jahr vor dem Buyout auf mehr als sechs Prozent im letzten Jahr der Studie gesteigert werden. Bemerkenswert daran ist, dass diese Steigerung vor dem Hintergrund gleichzeitig signifikant wachsender Umsätze stattfand. Dies bedeutet, dass der Anstieg der Capex, denjenigen der Umsätze im Zeitraum noch übertraf.[81]

Der BVK und PricewaterhouseCoopers sprechen in ihrer Studie von einem Wachstum der Investitionstätigkeit von deutschen Private Equity-geführten Unternehmen von mehr als 10 Prozent (Median 2000-2004), trotz des schwierigen konjunkturellen Klimas in Deutschland im Betrachtungszeitraum. Der Begriff der Investitionstätigkeit wird jedoch nicht näher definiert. Auch werden keine Zahlen speziell für Buyouts ausgewiesen.[82]

[81] Vgl. NVP und Ernst & Young (Hrsg.): Survey of the Economic and Social Impact of Buyouts in the Netherlands, 2004, S. 13.

[82] Vgl. BVK und PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, 2005, S. 16.

3.4.3 Mitarbeiterwachstum

Diskussionen über massiven Stellenabbau im Zuge von Buyouts durch Private Equity-Investoren werden in der Öffentlichkeit, nicht nur in Deutschland, sondern auch in jüngster Vergangenheit im grundsätzlich als Private Equity-freundlich geltenden Großbritannien, geführt.[83] Nahezu alle großen Private Equity-Verbände in Europa haben darauf reagiert und Studien veröffentlicht, die das Gegenteil beweisen sollen.

Der BVK und PricewaterhouseCoopers stellen bei deutschen Buyouts in den Jahren 2000-2004 ein durchschnittliches Beschäftigungswachstum von 4,4 Prozent (Median) fest, was daraufhin deutet, dass „ein qualitativer Ausbau der Geschäftsbasis einen aus Effizienzgesichtspunkten eventuell notwendigen Stellenabbau mehr als kompensiert“[84]. Die erste europaweite Studie der European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) über den Beitrag der Beteiligungsindustrie zur Schaffung von Arbeitsplätzen in Europa vom November 2005 zeichnet ein ähnliches Bild. So stieg die Beschäftigung in europäischen Buyout-finanzierten Unternehmen zwischen 1997 und 2004 um durchschnittlich 2,4 Prozent pro Jahr.[85]

Demgegenüber steht ein Rückgang der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten in Deutschland von 5,7 Prozent und ein jährliches Wachstum der Gesamtbeschäftigung von 0,7 Prozent in den damals 25 EU-Mitgliedsstaaten, in den Jahren 2000-2004.[86]

[83] Vgl. Christopher Adams und James Makintosh und Peter Smith: Blair aims to damp attack on private equity sector *PM’s praise seeks to close down Labour debate, 2007, S. 19.

[84] BVK und PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, 2005, S. 15.

[85] Vgl. EVCA (Hrsg.): Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe, 2005, S. 4.

[86] Vgl. BVK und PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, 2005, S. 14; EVCA (Hrsg.): Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe, 2005, S. 4.

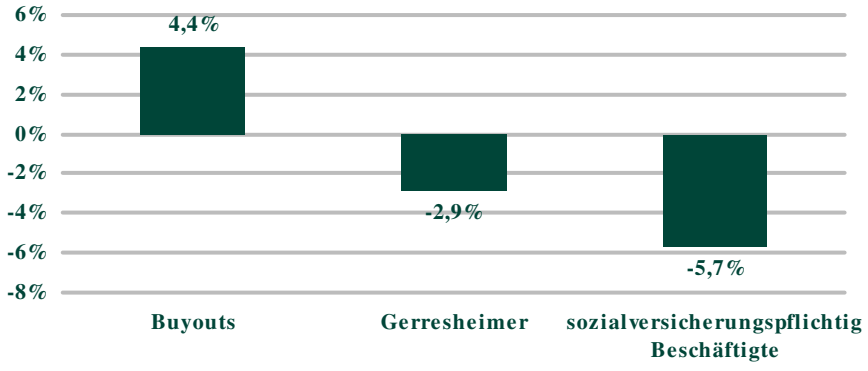

Abbildung 9: Durchschnittliche Entwicklung der Beschäftigung Median 2000–2004[87]

Die Beschäftigungsentwicklungen bei Gerresheimer von 2000 bis 2004 waren im Vergleich mit dem Großteil deutscher Buyouts unterdurchschnittlich (siehe Abbildung 9). Unter dem Dach von Private Equity konnte das Mitarbeiterwachstum zwar um 78,7 Prozent gesteigert werden, was der Branche insgesamt im selben Zeitraum nicht gelang. Absolut sank die Mitarbeiterzahl von 2000-2006 jedoch weiter um 0,8 Prozent.

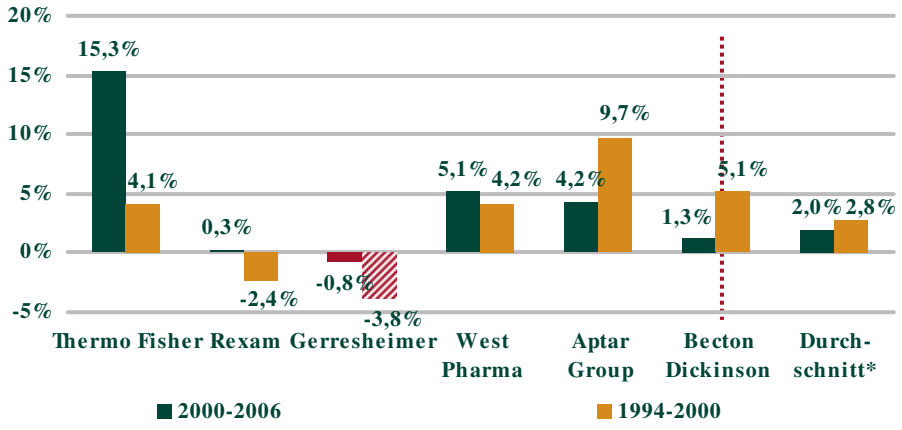

Abbildung 10: Mitarbeiterwachstum 1994–2000 & 2000–2006

* Durchschnittsberechnung für 2000–2006 ohne Thermo Fisher

[87] Vgl. BVK und PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, 2005, S. 14.

Der Stellenabbau bei Gerresheimer ist größtenteils auf die Transformation des Unternehmens innerhalb des letzten Jahrzehnts zurückzuführen, von einem Verpackungshersteller für den deutschen Getränk- und Nahrungsmittelmarkt zu einem weltweit führenden Hersteller von Verpackungslösungen für die Pharma- und Life-Science-Industrie.[88] Dies hat Gerresheimer in den letzten Jahren vermehrt durch Akquisitionen im Pharma-/Life-Science-Segment geschafft. Als Konsequenz stieg das Mitarbeiterwachstum von 2004 bis 2006 wieder mit 3,5 Prozent pro Jahr an. Mit dem Kauf der Wilden Gruppe (Mitarbeiter 2006: 2.257[89]) im Januar ist ein kräftig wachsendes Beschäftigungsniveau für 2007 zu erwarten.[90] Ob dies positive Effekte für die deutsche Wirtschaft insgesamt hat, ist allerdings fraglich, da prinzipiell nur Mitarbeiter von Wilden auf Gerresheimer „übertragen“ werden.

3.4.4 EBIT-/ EBITDA-Marge

Die kontinuierliche Steigerung der EBITDA-Marge von Gerresheimer auf durchschnittlich 17,1 Prozent in den Jahren 2000-2006 gehört zu einem der größten Erfolge der Finanzinvestoren. Mit einem Anstieg um 27,1 Prozent im Vergleich zu 1994-2000 wurde die gesamte Peer-Group im Zeitablauf übertroffen.

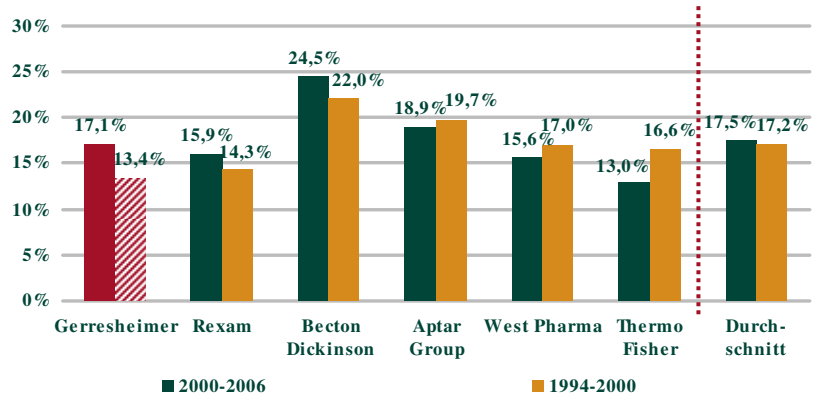

Abbildung 11: EBITDA-Marge 1994–2000 & 2000–2006

[88] Vgl. Morgan Stanley Research Europe (Hrsg.): Gerresheimer AG, 2007, S. 6.
[89] Vgl. Gerresheimer Wilden: Daten und Fakten, 2007.
[90] Vgl. Credit Suisse Equity Research (Hrsg.): Gerresheimer AG, 2007, S. 12.

Nach Analystenmeinung von Morgan Stanley und der Credit Suisse wird Gerresheimer die EBITDA-Marge von etwa 19 Prozent für 2006 auf 20,5 Prozent beziehungsweise 21 Prozent in 2011 weiter ausbauen können. Ein Grund für die zunehmend hohen Margen ist, dass Kunden aus dem Pharma-Bereich eher auf die Qualität und Sicherheit der Produkte fokussiert sind, als auf deren Preise. Dies führt zu hohen Markteintrittsbarrieren und geringer Konkurrenz durch Billiganbieter.[91] Der Trend bei den Margen geht damit einher mit dem von Gerresheimer eingeleiteten Fokus auf den Pharma-/Life-Science-Bereich, den die Private Equity-Gesellschaften erfolgreich weitergeführt haben.

Dem Prädikat „Paradebeispiel für den Erfolg von Private Equity in Deutschland“ wird Gerresheimer mit Blick auf das durchschnittliche EBIT-Wachstum deutscher Buyouts gerecht. Während das EBIT von deutschen Buyout-finanzierten Unternehmen im Zeitraum 2000-2004 durchschnittlich um 1,9 Prozent (Median) abnahm, konnte Gerresheimer dieses auf CAGR-Basis um 17,6 Prozent steigern.[92]

In Italien, wo der Buyout-Markt ähnlich wie in Deutschland von mittelständischen Transaktionen dominiert wird, gibt es eine gegenteilige Entwicklung. Eine Studie des italienischen Private Equity-Verbandes AIFI in Zusammenarbeit mit PricewaterhouseCoopers vom März 2006 zeigt, dass italienische Buyout-finanzierte Unternehmen ihre Profitabilität in Form von EBITDA-Margen um 14,3 Prozent im Betrachtungszeitraum steigern konnten. Die EBITDA-Margen der Benchmark mittelständischer Unternehmen sanken dagegen um 4,1 Prozent. Untersucht wurden 32 italienische Buyouts mit Exits in den Jahren 2002-2004.[93]

[91] Vgl. Credit Suisse Equity Research (Hrsg.): Gerresheimer AG, 2007, S. 3; Morgan Stanley Research Europe (Hrsg.): Gerresheimer AG, 2007, S. 12.

[92] Vgl. BVK und PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, 2005, S. 11.

[93] Vgl. AIFI und PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy, 2006, S. 21.

3.4.5 Return on Assets

Hinsichtlich des Effizienzwachstums, in diesem Fall gemessen am Return on Assets (ROA), belegt Gerresheimer in der Zeit unter Private Equity im Peer-Vergleich den letzten Rang. Der durchschnittliche ROA sank in 2000-2006 um 197,6 Prozent und war mit -2,5 Prozent in diesem Zeitraum sogar negativ. Obwohl die mit 4,7 Prozent beziehungsweise 3,9 Prozent vergleichsweise niedrigen Branchendurchschnitte zwar belegen, dass es sich bei der Verpackungsindustrie um eine relativ kapitalintensive Industrie handelt, lassen die Ergebnisse bei Gerresheimer auf erhebliche Effizienzmängel im Zeitablauf schließen. Dem entgegen steht die Tatsache, dass das zur Berechnung des ROA verwendete Jahresergebnis von Gerresheimer in erhöhtem Maße durch das Zinsergebnis der beiden Buyouts belastet ist. Die Berechnung des Return on Capital Employed (ROCE) zur Beurteilung der Effizienz würde in diesem Zusammenhang Sinn machen. Die vorhandenen Daten ließen dies jedoch nicht zu.

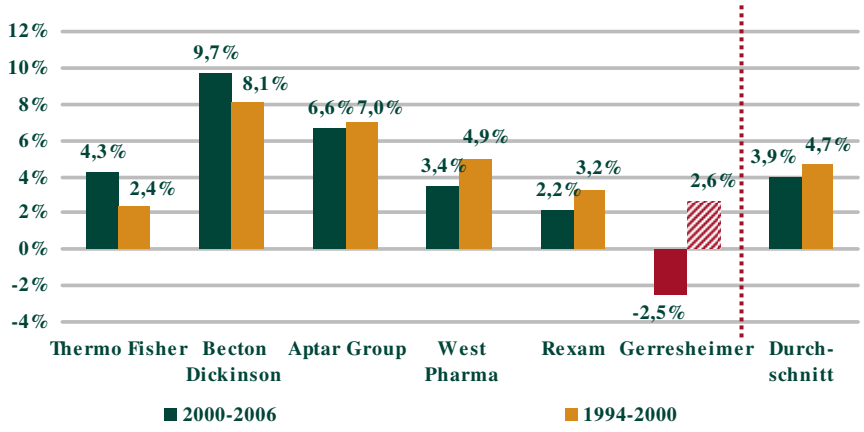

Abbildung 12: Return on Assets 1994–2000 & 2000–2006

Gleichzeitig existiert keine größere Studie, in der das Thema Effizienz im Hinblick auf den Erfolg der Private Equity-Gesellschaften mit ihren Portfolio-Unternehmen, und damit letztlich im Bezug auf die deutsche Wirtschaft, behandelt wird. Dies wäre für eine umfassende und objektive Einschätzung des Erfolgs begrüßenswert, denn die Aufdeckung von Ineffizienzen ist oftmals Investitionskriterium von Private Equity-Gesellschaften.

3.4.6 Interest Coverage

Ein weiteres Kriterium, das in Studien nicht untersucht wird, ist die Interest Coverage. Im Falle von Gerresheimer ist hier unter Private Equity ein Rückgang von 55,6 Prozent auf 4,2x zu verzeichnen. Damit hat Gerresheimer den niedrigsten Deckungsgrad des Nettozinsaufwands durch das EBITDA in der Vergleichsgruppe.

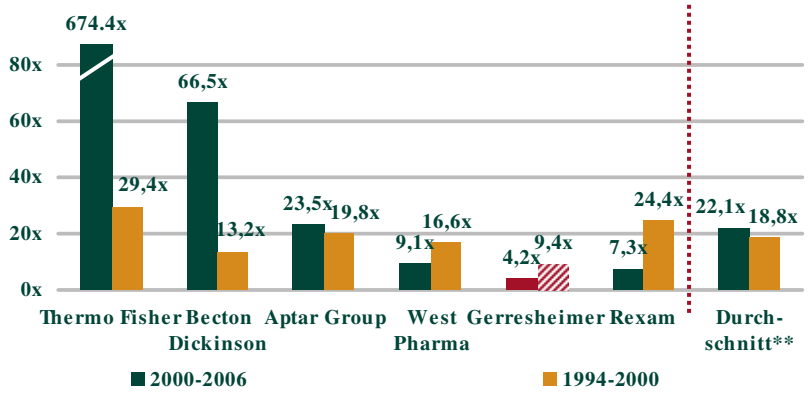

Abbildung 13: EBITDA Interest Coverage 1994–2000 & 2000–2006

** Durchschnittsberechnung für 2000–2006 ohne Thermo Fisher

Auch wenn eine Interest Coverage von 4,2x nicht auf eine bevorstehende Insolvenz von Gerresheimer in Zeiten einer Schieflage schließen lässt, wäre es äußerst interessant, die Entwicklung der Interest Coverage einer größeren Stichprobe von Buyouts in Deutschland zu betrachten. Sie wäre insbesondere ein Indikator dafür, ob zahlreichen übernommenen Unternehmen ein Kollaps infolge der aggressiveren Finanzierungen droht, vor dem besonders BaFin-Chef Jochen Sanio in jüngster Vergangenheit verstärkt gewarnt hatte.[94]

3.4.7 Eigenkapitalquote

Eine seit 2003 negative Eigenkapitalquote und ein Rückgang dieser um durchschnittlich 74,7 Prozent im Vergleich zu 1996-2000, zeigen, dass Gerresheimer als Resultat der Buyouts von 2000 und 2004 über eine (zu) dünne Eigenkapitaldecke verfügt. Dies erhöht die Gefahr, „dass

[94] Vgl. O.V.: German regulator warns of private equity threat, 2007, ohne Seite.

bei einer (temporär) schlechteren finanziellen Lage des Unternehmens die Insolvenz droht. Eine hohe Eigenkapitalquote ist dazu geeignet, diese Gefahr abzuwenden oder zumindest zu verringern“[95].

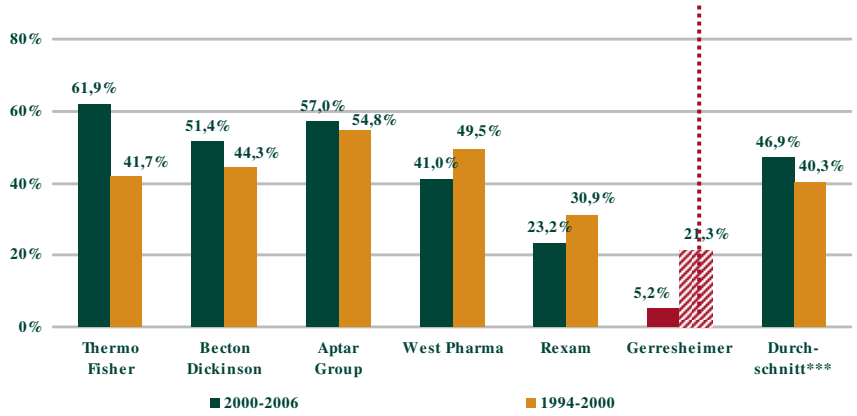

Abbildung 14: Eigenkapitalquote (Buchwert) 1996–2000 & 2000–2006

*** Durchschnittsberechnung für 2000–2006 ohne Gerresheimer

Die BVK/PricewaterhouseCoopers-Studie kommt zu einem anderen Ergebnis für den gesamten deutschen Private Equity-Markt. Die Eigenkapitalquote konnte hier von durchschnittlich 27,9 Prozent in 2000 auf 29,0 Prozent in 2004 gesteigert werden.[96] Die daraus gezogene Folgerung, die Unternehmen seien grundsätzlich solide finanziert, ist allerdings zumindest mit Blick auf den Buyout-Bereich vorschnell. Hier wären zukünftig Zahlen wünschenswert, die ausschließlich dieses Segment betrachten.

3.5 Schlussfolgerungen und Ausblick

Anhand der Case-Study von Gerresheimer in diesem Kapitel zeigt sich, dass Buyout-finanzierte Unternehmen in den Bereichen Umsatzwachstum, Steigerung der Profitabilität und Ausdehnung der Investitionstätigkeit zum Teil überdurchschnittliche Ergebnisse erzielen. Dies geht einher mit den aggressiven Wachstumsstrategien vieler Fonds in Kerngeschäftsfeldern mit höheren Margen und der konsequenten Abstoßung von Randbereichen.

[95] BVK und PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, 2005, S. 13.

[96] Vgl. BVK und PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): Der Einfluss von Private Equity-Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft, 2005, S. 14.

Das Thema „Steigerung des Beschäftigungsniveaus“, dessen Verkündung sich Private Equity-Verbände und Beratungsgesellschaften zuletzt verstärkt auf die Fahne geschrieben hatten, fällt deutlich unspektakulärer aus. Hier zeigen sich im Falle von Gerresheimer moderate Ergebnisse.

Deutlich interessanter ist die Betrachtung der Interest Coverage und der Eigenkapitalquote. Es ist nicht verständlich, warum der Verschuldungsgrad von Buyouts keinerlei Eingang in große Studien von Verbänden und Beratungen erhält. Die zaghafte Veröffentlichung von Zahlen für den gesamten Private Equity-Markt, inklusive Venture Capital und Growth Capital, erweckt fast den Eindruck einer Ausweichstrategie, um negativen Schlagzeilen für den Buyout-Bereich, wie im Falle von Gerresheimer, Einhalt zu gebieten.

Im Sinne einer höheren Transparenz, die von Beteiligungsgesellschaften immer wieder gefordert wird, bedarf es bei Untersuchungen über den Erfolg deutscher Buyouts größerer Stichproben, die über neutralere Verfahren gewonnen werden, sowie umfassenderer Analysen. Hat die deutsche Private Equity-Industrie das Ziel, den „ewigen Kritikern“ endgültig das Gegenteil zu beweisen, so muss sie, neben den positiven, anderen Kriterien, objektiv beweisen, dass ihre Unternehmen solide finanziert sind. Erst dann kann von „Paradebeispielen“ für die deutsche Wirtschaft gesprochen werden.

4 Zur Zukunft von Buyouts in Deutschland

Die aktuelle Presse ist überwiegend der Meinung, dass die derzeitige Schieflage auf den Kreditmärkten über die Zukunft von Private Equity entscheiden wird. Die Süddeutsche Zeitung etwa schreibt in ihrer Ausgabe vom 29. Juni 2007, kurzzeitig vor dem Bekanntwerden von Problemen bei der Syndizierung von Krediten im Zuge der internationalen Mega-Buyouts von Chrysler, Alliance Boots und der US-Getränkesparte von Cadbury Sweppes im Juli, über den „Schulterschluss" von Private Equity, Investmentbanken und Hedge-Fonds: „Sie werden als das Erfolgstrio des jungen dritten Jahrtausends in Erinnerung bleiben – oder als das Trio Infernale"[97]. Die Kreditkrise bringt Veränderungen mit sich: Sie ist jedoch nicht die einzige Determinante für die Zukunft von Buyouts in Deutschland. Der deutsche Markt unterscheidet sich im Bezug auf die Implikationen der Krise von den entwickelteren Märkten in den USA und Großbritannien.

4.1 Auswirkungen der weltweiten Kreditkrise

Ausgelöst durch den schwachen Immobilienmarkt in den USA und von Problemen mit Krediten niedriger Bonität (Sub-Prime-Kredite), die zu zahlreichen Ausfällen geführt haben, sind Investoren weltweit wieder deutlich risikoaverser geworden, und zwar nach fünf Jahren rekordniedriger Risikoprämien für Junk-Bonds. Die Möglichkeit der Verbriefung und des Verkaufens von Krediten, darunter an Hedge-Fonds, die zum Teil wiederum von denselben Banken finanziert werden, die selbst Zeichner (Underwriter) der ursprünglichen Kredite waren, führt zu einem nahezu undurchschaubaren System, in dem Kreditgeber nicht mehr nachvollziehen können, welcher Kunde als nächstes potenziell ausfällt.[98] Getrieben von der Unsicherheit im Sub-Prime-Bereich und dem Verlust des Vertrauens in strukturierte Produkte, sind die Banken derzeit so vorsichtig bei der Vergabe von Krediten, dass die Federal Reserve und die europäische Zentralbank sich gezwungen sahen, mehr als 62 Milliarden Dollar beziehungsweise fast 300 Milliarden Dollar an Liquidität bereitzustellen.[99] Das gleichzeitige Über-

[97] Karl-Heinz Büschemann et al.: Finanzinvestoren, 2007, S. 25.
[98] Vgl. Shawn Tully et al.: Risk Returns With a Vengeance, 2007, S. 50.
[99] Vgl. Shawn Tully et al.: Risk Returns With a Vengeance, 2007, S. 50.

schwappen auf den Leverage-Finance-Bereich bedeutet für die Private Equity-Branche, dass ihnen insbesondere große Buyouts in den nächsten Monaten nicht mehr finanziert werden, bis die Banken bereits zugesagte Kredite für die Finanzierung von Übernahmen im Wert von etwa 300 Milliarden Dollar bei den Investoren platziert haben.[100] Das weltweite Underwriting-Volumen ist im Juli um 70 Prozent im Vergleich zum Juni und um 45 Prozent im Jahresvergleich (siehe Abbildung 15) auf etwa 181 Milliarden Dollar gesunken. Dies ist der erste Rückgang im Jahresvergleich in den letzten elf Monaten und einer der signifikantesten aller Zeiten.[101]

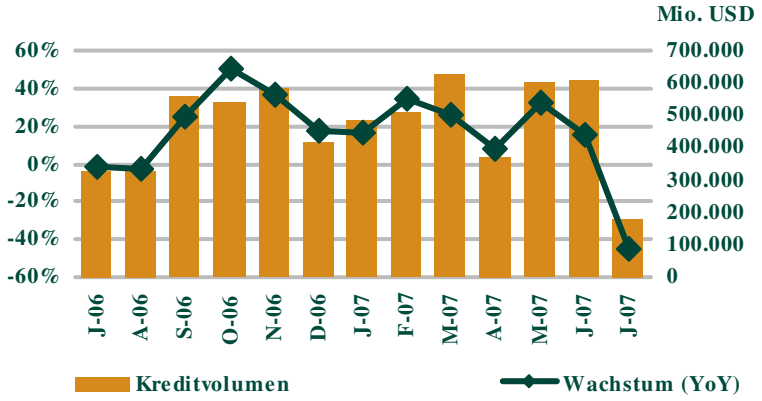

Abbildung 15: Globales Kredit-Underwriting (Investment Grade, High Yield, ABS und MBS) Juli 2006–Juli 2007[102]

Sollte eine Platzierung der Kredite letztlich erfolgreich sein, werden die Zinsraten wie im Fall der Übernahme von Chrysler durch Cerberus allerdings höher als ursprünglich geplant ausfallen müssen. Chrysler erwartet etwa 70 Millionen Dollar mehr an Finanzierungskosten, nachdem die Aufschläge auf den LIBOR für amerikanische Unternehmen, die im Rating vier oder fünf Level unter dem Ratingbereich Investment Grade liegen, seit Februar von 2,12 auf 2,72

[100] Vgl. Martin Hesse: Die Folgen der Finanzkrise: Sinkende Gewinne, sinkende Leitzinsen, 2007, S. 20.
[101] Vgl. CIBC World Markets Corp. (Hrsg.): Stop the Madness: Review of Current Market Facts and Fundamentals, 2007, S. 10.
[102] Vgl. CIBC World Markets Corp. (Hrsg.): Stop the Madness: Review of Current Market Facts and Fundamentals, 2007, S. 10.

Prozentpunkte Mitte Juli diesen Jahres gestiegen waren.[103] Gelingt die Syndizierung nicht, so bleiben die Institute selbst auf den Krediten sitzen, was bei Kursen kürzlich begebener Anleihen und gehandelter Kredite im Zuge von LBOs von bis zu 10 Prozent unter Par zu massiven Abschreibungsverlusten führen kann. Vor diesem Hintergrund gibt es seit Ende Juli Gerüchte im Markt, dass Banken um die Citigroup Überlegungen anstellen, den Käufern des texanischen Energieunternehmens TXU, KKR, TPG und Goldman Sachs Private Equity, eine so genannte Break-up Fee im Wert von einer Milliarde Dollar anzubieten, um den bereits beschlossenen Deal platzen zu lassen. Der Kauf von TXU stellt mit einem Gesamtwert von 45 Milliarden Dollar den größten LBO aller Zeiten in den Vereinigten Staaten dar.[104]

[103] Vgl. Harris Rubinroit: Chrysler Forced to Pay Higher Rates on Buyout Debt, 2007.
[104] Vgl. Alexander Wessendorff: Lenders mull pulling out of TXU and pay 1 bln usd break-up fee, 2007.

Datum	Kreditnehmer	Gesamtwert (Mio. USD)	Art der Verwendung	Private Equity-Investor(en)	Konsortialführende Banken (Bookrunner)
26.02.07	TXU Corp.	26.100,00	LBO/MBO	Goldman Sachs Cap. Partners; KKR; TPG Capital	Citigroup; Credit Suisse; Goldman Sachs Credit Partners; JPMorgan; Lehman Brothers; Morgan Stanley
05.07.07	Hilton Hotels Corp.	21.000,00	LBO/MBO	Blackstone Group	Banc of America; Bear Stearns; Deutsche Bank; Goldman Sachs Cap. Partners; Morgan Stanley
13.04.07	Alliance Boots plc	17.826,09	LBO/MBO	KKR	Barclays; Citigroup; Deutsche Bank; JPMorgen; Unicredit
01.06.07	Archstone-Smith Trust	17.000,00	LBO/MBO	Lehman Brothers Private Equity	Banc of America; Lehman Brothers
16.04.07	Sallie Mae	16.500,00	LBO/MBO	Friedman Fleischer & Lowe; JC Flowers & Co	Banc of America; JPMorgan

Tabelle 1: Die fünf weltweit größten Leveraged Loan-Deals in der Pipeline 2007[105]

Die Wahrscheinlichkeit, dass es bei TXU oder weiteren ausstehenden großen Buyouts (siehe Tabelle 1) zum Platzen der bereits beschlossenen Transaktionen durch die Käufer oder finanzierenden Banken kommt, ist gering. Zu groß ist die Gefahr, über lange Zeit gepflegte Netzwerke und zukünftiges Geschäft zu ruinieren. Insbesondere die für die Platzierung verantwortlichen konsortialführenden Banken, so genannte Bookrunner, müssten davon ausgehen, bei zukünftigen Finanzierungen nicht berücksichtigt zu werden. Darüber hinaus hat durch die Kreditkrise der Wert der unterliegenden Sicherheiten nicht abgenommen. Unternehmen im

[105] Vgl. CIBC World Markets Corp. (Hrsg.): Stop the Madness: Review of Current Market Facts and Fundamentals, 2007, S. 6f.

S&P500 etwa weisen die vierthöchsten Bestände an liquiden Mitteln in den letzten 27 Jahren aus.[106]

Deutschland ist als einer der führenden Private Equity-Märkte in Europa von den aktuellen Problemen auf den internationalen Kreditmärkten ebenfalls betroffen: Eine Mehrzahl großer internationaler Fonds ist hierzulande tätig. Schlagzeilen über Transaktionen, deren Finanzierung nicht sichergestellt ist, bleiben allerdings nahezu aus. Die Implikationen der Krise wurden allenfalls im Zuge des Bietergefechtes um die Automobilzulieferersparte des Siemens-Konzerns, VDO, sichtbar, das Continental am 25. Juli 2007 mit 11,4 Milliarden Euro gegen die Blackstone-Tochter TRW für sich entscheiden konnte. Eine Woche vorher hatte noch ein Gebot von TRW in Höhe von mehr als 13 Milliarden Euro im Raum gestanden, das sich durch die Kreditkrise als nicht mehr haltbar erwies.[107] Im Gegensatz dazu ging Ende August der Erwerb des Automatisierungsspezialisten Schenck Process von HgCapital durch Industri Kapital in Höhe von rund einer halben Milliarde Euro reibungslos über die Bühne.

Der Markt für so genannte Mega-Deals, Transaktionen mit einem Wert größer 500 Millionen Euro, ist in Deutschland im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern unterentwickelt. Obwohl die Größe dieser Deals seit 2004 stetig zunimmt, bleibt ihre Anzahl gering. Das Gros der deutschen Buyouts findet im Bereich von 250 Millionen Euro statt und wird dort von inländischen Fonds dominiert.[108] 90 Prozent aller deutschen Private Equity-Transaktionen sind auf mittelständische Unternehmen mit weniger als 500 Mitarbeitern gerichtet.[109] Hier gibt es keine Einschränkung durch die Kreditkrise: „Transaktionen im Volumen von 200 bis 300 Mill. Euro lassen sich nach wie vor gut finanzieren“[110]. Diese Größenordnungen stellen keine Klumpenrisiken für Banken dar und können zur Not auf die eigenen Bücher genommen werden.

[106] Vgl. CIBC World Markets Corp. (Hrsg.): Stop the Madness: Review of Current Market Facts and Fundamentals, 2007, S. 6.
[107] Vgl. Manager-Magazin Online: Wulff gegen Blackstone, 2007.
[108] Vgl. Rita Syre: Unüberwindbare Hürden, 2007, S. 0.
[109] Vgl. O.V.: European Financial Investors Focus on German Medium-Sized Cos, 2007, ohne Seite.
[110] Jens Koenen und Peter Köhler und Robert Landgraf: Krise bremst Firmenkäufer aus, 2007, S. 21.

Für Deutschland gilt dennoch, dass die Finanzierungskonditionen sich verändern. Dafür sorgen steigenden Zinsen im Euro-Raum und die neu bewerteten Risiken. Der globale Trend zum vermehrten Einsatz von Eigenkapital bei größeren Private Equity-Transaktionen, auch wenn weniger stark ausgeprägt, macht nicht vor Deutschland halt: „Das heißt, die Banken werden nicht mehr mit 70 oder 80 Prozent ins Risiko bei Unternehmenskäufen gehen, sondern nur noch mit 60 oder 70 Prozent. Die Fonds werden mehr eigene Mittel aufbringen müssen“[111]. Diese Faktoren beeinflussen die Renditen, die von 2002 an, parallel mit dem Fremdkapitalanteil bei Unternehmenskäufen (in Abbildung 16 gemessen am Debt/EBITDA-Niveau) stetig gestiegen waren und in 2005 und 2006 Einjahreswerte in Europa von 29,6 Prozent aufwiesen, verglichen mit 24,2 Prozent in 2006 in den USA.[112]

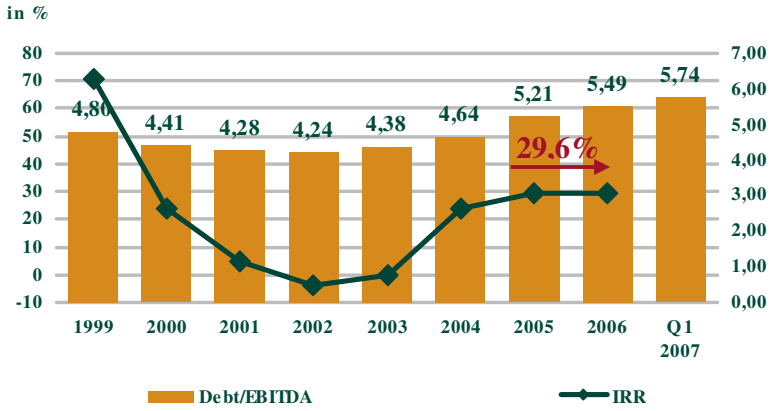

***Abbildung 16: Europäische Private Equity-Performance (1-Jahres-IRR) / Debt / EBITDA-Niveau in Europa 1999–Q1* 2007[113]**

Vor diesem Hintergrund erwartet etwa David Rubenstein, Chef der Carlyle Group, dass sich die Renditen in der Zukunft bei „20 oder 22 Prozent statt 25 Prozent“[114] einpendeln werden. Dennoch: „Verglichen mit allem, was Sie sonst legal mit Geld anstellen können, wird Private Equity weiter sehr attraktiv sein“[115]. Eine „natürliche Marktreaktion“[116] eher als einen „Kol-

[111] Henrik Mortsiefer: „Wir sind nicht am Ende“, 2007.
[112] Vgl. EVCA (Hrsg): EVCA Barometer, 2007, S. 2, 16.
[113] Vgl. EVCA (Hrsg): EVCA Barometer, 2007, S. 2, 16.
[114] Martin Hesse: Die Folgen der Finanzkrise: Sinkende Gewinne, sinkende Leitzinsen, 2007, S. 20.
[115] Martin Hesse: Die Folgen der Finanzkrise: Sinkende Gewinne, sinkende Leitzinsen, 2007, S. 20.
[116] Mortsiefer, Henrik: „Wir sind nicht am Ende“, 2007.

laps“[117] bei den Renditen sieht auch der Vorstandschef des Bundesverbands deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK), Rolf Christof Dienst, speziell für Deutschland voraus.

4.2 Überschussliquidität und wieder steigende Renditen

Nach einer Auszeit in Folge der Schieflage auf den Kreditmärkten, könnte es bereits wieder zu einem nachhaltigen Aufwärtstrend kommen. Insbesondere Private Equity-Häuser, die sich in der ersten Hälfte von 2007 beim allgemeinen „Preiskampf“ zurückhielten, sitzen auf finanziellen Reserven, die investiert werden müssen. Der Anteil der getätigten Gesamtinvestitionen am Fondsvolumen deutscher Beteiligungsgesellschaften[118] von 12,9 Prozent zeigt, dass sich die Höhe des uninvestierten Private Equity-Kapitals auf einem mehrjährigen Tief befindet (siehe Abbildung 17). Dies resultiert aus einem signifikanten Wachstum des Fondsvolumens von 2002 bis 2006 mit einer jährlichen Wachstumsrate von 15 Prozent, im Gegensatz zu einem eher moderaten Anstieg bei den deutschen Gesamtinvestitionen (CAGR = acht Prozent).[119]

[117] Mortsiefer, Henrik: „Wir sind nicht am Ende“, 2007.

[118] Bemerkung: Von internationalen Beteiligungsgesellschaften und deren deutschen Tochtergesellschaften mit pan-europäischen Fonds ist nur das in Deutschland verwaltete Portfolio (investiertes Kapital zum Jahresende) und nicht das vollständige Fondsvolumen berücksichtigt.

[119] Vgl. BVK (Hrsg.): BVK Statistik, 2007, S. 31f.

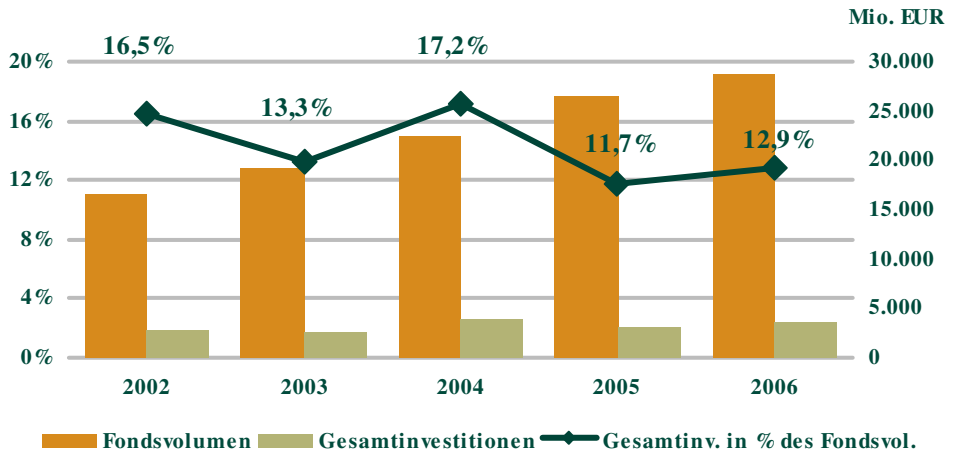

Abbildung 17: Uninvestiertes Private Equity-Kapital in Deutschland 2002–2006

Die Fondsgesellschaften haben seit 2002 ihre Kapitalbasis für Investitionen in Deutschland aggressiv ausgebaut: „So schnell wie die Private-Equity-Firmen das Geld bei ihren Anlegern einsammeln, können sie es gar nicht ausgeben. Sie müssen es aber, sonst hat ihr Dasein keinen Sinn“[120]. Gleichzeitig sinken tendenziell die Preise der Zielunternehmen durch die restriktivere Kreditbereitstellung der Banken. Wenn es Investoren also gelingt zum jetzigen Zeitpunkt richtig einzukaufen, könnten sie in Zukunft weiterhin attraktive Renditen erwirtschaften.[121] Deutschland dürfte als Zielland besonders attraktiv sein, da die Multiplikatoren, die beim Firmenwert eines Unternehmens impliziert sind, hierzulande im europäischen Vergleich niedrig sind. Für deutsche Industrieunternehmen zahlt ein Käufer durchschnittlich 7,1x EBITDA, verglichen mit 27,2x EBITDA auf europäischer Ebene. Gleiches gilt für Unternehmen im Gesundheitsbereich (10,25x vs. 22,77x) oder in der Konsumgüterbranche (6,67x vs. 11,03x). Lediglich für Finanzdienstleister wird im Schnitt in Deutschland 32,20x EBITDA verlangt, im Vergleich zu 22,49x EBITDA in Resteuropa.[122]

[120] Holger Paul: Das Treffen der Finanzinvestoren, 2007, S. 13.
[121] Vgl. Steve Rosenbush: Blackstone: “This Is Our Market Now”, 2007, ohne Seite.
[122] Vgl. Richard Orange: German companies cheap targets for private equity, 2007, ohne Seite.

4.3 Steigende Konkurrenz durch Strategen / weniger Zielobjekte

Ein Hindernis geht von den wieder erstarkten strategischen Investoren aus, die in Folge umfassender Restrukturierungen, einer gesunden Konjunktur und den Finanzierungsproblemen der Private Equity-Branche erstmals seit Jahren wieder ihre Vorteile ausspielen können. Ihnen ist es möglich, mit Aktien oder Bargeld zu bezahlen und zusätzlich mehr Synergien zu heben. Dies macht Strategen in Auktionen wettbewerbsfähiger.[123]

Gleichzeitig gibt es zunehmend weniger Erstinvestitionsmöglichkeiten für Private Equity-Investoren. So machten im ersten Halbjahr 2007 Secondary Buyouts mehr als 60 Prozent des Wertes aller Buyouts aus. Ihre Anzahl blieb jedoch gering, was den Eindruck unterstreicht, dass kleinere Unternehmen nach wie vor zum Verkauf stehen, das obere Ende des Marktes jedoch auch von der Realseite her zwischenzeitlich austrocknet. Abspaltungen von Konzerneinheiten, die nicht mehr zum Kerngeschäft großer Konglomerate zählen, finden weniger statt. Diese Unternehmen verfolgen wieder vermehrt Wachstumsstrategien. Erfolgreiche, kleine Unternehmen, die Nachfolgeprobleme haben, stellen jedoch nach wie vor eine Transaktionsquelle dar.[124] 70.000 deutsche Familienunternehmen sehen sich der Nachfolgefrage jedes Jahr gegenübergestellt, 30.000 müssen daraufhin ihr Unternehmen schließen.[125] Darüber hinaus haben mittelständische Unternehmen in Deutschland weiterhin ein Problem an ausreichend Kapital zu kommen, um Wachstum zu finanzieren. Seit dem 1. Januar 2007 fordert Basel II von den Banken Kreditkalkulationen risikoorientiert durchzuführen. Demnach müssen risikoreichere Kredite mit mehr Eigenkapital unterlegt werden, was zu höheren Zinsen für die Kredite von schlechter bewerteten Firmen führt. Ist zusätzlich der Weg der Innenfinanzierung erschöpft und kommt ein IPO wegen mangelnder Größe eines Unternehmens nicht in Frage, wird Private Equity zu einer nahe liegenden Option.[126] Um dieses Potenzial vollständig ausschöpfen zu können, müssen Private Equity-Gruppen ihren Ruf im deutschen Mittelstand

[123] Vgl. Jason Singer und Dana Cimilluca: A strategic advantage – Market turmoil gives corporate buyers edge over private equity, 2007, S. 1.
[124] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity June 2007, 2007, S. 3.
[125] Vgl. David Gow: How families keep private equity „locusts“ at bay: Companies on the other side of the Channel are resisting UK-style bid fever, 2007, S. 33.
[126] Vgl. Peter Westerheide: Gute Note, niedriger Zins, 2007, S. 36.

weiter verbessern: „Fast 82 Prozent lehnen einen Einstieg von Finanzinvestoren noch immer ab“[127].

4.4 Erste Übernahme eines DAX-Konzerns?

Die Konkurrenz im deutschen Mittelstand zwingt insbesondere große, internationale Fonds sich zu spezialisieren und diesem Bereich, auch zum Teil aus Imageproblemen, den Rücken zu kehren. Mit einem Ende der Unsicherheit auf den internationalen Kreditmärkten könnten Fonds wie Blackstone oder KKR dann zunehmend ihr Augenmerk auf Mega-Deals in Deutschland legen. Die zehn weltweit größten Private Equity-Firmen haben in Zeiten niedriger Zinsen und einem starken Appetit der Investoren auf alternative Anlagen, Fonds bei ihren Geldgebern eingesammelt, deren Größe durchschnittlich dreimal so hoch ist wie in der Vergangenheit (siehe Tabelle 2).[128]

Private Equity-Haus	Historische Fondsgröße (Mrd. USD)	Aktuelle/Erwartete Fondsgröße (Mrd. USD)
Blackstone	6,5	20,0
Goldman	5,3	20,0
Cerberus	1,5	18,0
KKR	6,0	16,6
Carlyle	4,0	15,0
TPG	5,3	15,0
Permira	6,0	14,4
Apax	5,2	11,1
Apollo	3,8	10,0
Bain	3,5	10,0
Gesamt	**47,1**	**150,1**

Tabelle 2: Die Top 10 Private Equity-Häuser nach Fondsgröße August 2007

[127] Martin Hesse: Griff nach dem Mittelstand, 2007, S. 24.
[128] Vgl. CIBC World Markets Corp. (Hrsg.): Stop the Madness: Review of Current Market Facts and Fundamentals, 2007, S. 9.

Was die Investition des eingesammelten Kapitals anging, waren auch sie eher konservativ. Blackstone beispielsweise gab mit ihren Quartalszahlen bekannt, dass sie in der ersten Hälfte von 2007 sehr diszipliniert investiert und „ihr Pulver nicht verschossen hätten“[129]. Da die Kaufpreise derzeit tendenziell sinken und in Deutschland im europäischen Vergleich in vielen Branchen besonders niedrig sind, sind deutsche Unternehmen aktuell sehr attraktiv. Die erste Übernahme eines DAX-Konzerns ist allerdings weiterhin unwahrscheinlich. Blackstone hatte bereits in der Vergangenheit Spekulationen über die Prüfung einer Übernahme eines DAX-Konzerns für 50 Milliarden Euro angeheizt und Continental sogar bestätigt, von Bain Capital kontaktiert worden zu sein.[130]

Nicht nur fehlt die Akzeptanz für eine solche Transaktion in Deutschland, sondern insbesondere die Squeeze-Out-Regelung stellt „eine fast unüberwindbare Hürde“[131] dar. Sie besagt, dass ein Investor mindestens in Besitz von 95 Prozent der Aktien eines börsennotierten Unternehmens sein muss, um den übrig gebliebenen Minderheitsaktionären ein Übernahmeangebot zu unterbreiten. Hedge-Fonds machen sich dies zunutze: „Die Fonds wissen, dass sie als Minderheitsaktionäre Abfindungspreise fern aller Realität herausschlagen können“[132].

4.5 Verschmelzung mit Hedge-Fonds[133]

Um die Übernahme eines DAX-Unternehmens zu bewerkstelligen, müssten Private Equity-Firmen zunächst mit Hedge-Fonds verschmelzen, was Carlyle-Chef Rubenstein für die nächsten fünf bis zehn Jahre voraussagt: „[Private Equity-Gesellschaften] werden bis zum gewissen Grade mit Hedgefonds verschmelzen und alle erdenklichen Produkte anbieten, die hohe Renditen versprechen: Risikokapital, Anleihen, Private Equity oder Hedgefonds“[134]. Erste Beispiele für eine Zusammenarbeit von Hedge-Fonds und Private Equity gibt es bereits: „So arbeitete der amerikanische Beteiligungsfonds TPG beim Telekom-Unternehmen Mobilcom mit

[129] Vgl. Steve Rosenbush: Blackstone: “This Is Our Market Now”, 2007, ohne Seite.
[130] Vgl. Rita Syre: Unüberwindbare Hürden, 2007, S. 0.
[131] Rita Syre: Unüberwindbare Hürden, 2007, S. 0.
[132] Martin Hesse: „Arbeitnehmer sind wichtige Gesprächspartner“, 2007, S. 21.
[133] Abschnitt aus dem Beitrag von Schalast, Private Equity und der deutsche Mittelstand, in: Müller/Steffens, Die Zukunft der Finanzdienstleistungsindustrien in Deutschland, veröffentlicht.
[134] Capital.de: “Die Finanzkrise ist für starke Private-Equity-Anbieter eine Chance zum Einstieg“, 2007.

dem Hedge-Fonds TPG-Axon zusammen. Der Hedge-Fonds ist ein Gemeinschaftsunternehmen, an dem TPG die Hälfte der Anteile hält. Mitunter agieren Hedge-Fonds heutzutage sogar als Wegbereiter für den Einstieg von Beteiligungsfonds […]“[135]. Der Einstieg von Blackstone bei der Deutschen Telekom ähnelt gleichfalls einer Hedge-Fonds-Strategie. Auch wenn die strategische Partnerschaft und vereinbarte zweijährige Haltezeit der Aktien eine andere Sprache sprechen, zeichnet sich ein Trend ab, dass sich das Zusammenspiel von Hedge-Fonds und Private Equity in der Zukunft weiter intensivieren wird.[136]

[135] Daniel Schäfer: Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 183-184.
[136] Vgl. Daniel Schäfer: Die Wahrheit über die Heuschrecken, 2006, S. 183.

5 Private Equity und Mittelstand: Mythos oder Realität[137]

Bereits seit vielen Jahren steht die These im Raum, dass Private Equity vor allem für den deutschen Mittelstand eine höchst attraktive Finanzierungsmöglichkeit sein könnte. Hintergrund hierfür ist, dass der deutsche Mittelstand traditionell mit Eigenkapital eher schwach ausgestattet ist.[138] Hinzu kommt die vielleicht auch durch die Finanzkrise verstärkte Zurückhaltung der Banken bei Krediten, nicht zuletzt im Zusammenhang mit Basel II und der damit verbundenen Konditionenverschlechterung. Doch bevor man das Thema Private Equity im Mittelstand im Detail diskutiert, ist zunächst zu klären, was unter Mittelstand beziehungsweise mittelständischen Unternehmen verstanden wird. Nach traditionellem Verständnis[139] haben mittelständische Unternehmen zwischen 10 bis 499 Beschäftige und weniger als € 50 Mio. Umsatz. Ähnlich auch die aktuelle Abgrenzung der EU.[140] Auch für die Kommission, liegt der Schwellenwert für den Jahresumsatz bei € 50 Mio. beziehungsweise die Jahresbilanzsumme bei € 43 Mio. Bei der Beschäftigungszahl nennt sie 250 Beschäftigte. Hinzu wird darüber hinaus noch eine gewisse Unabhängigkeit verlangt, das heißt es muss sich im Kern um ein unabhängig geführtes Unternehmen handeln, beziehungsweise seine Verbindung darf sich nicht als Konzernverbindung, etwa im Sinne des Aktien- oder Kartellrechts, darstellen. Ganz anders dagegen die Abgrenzung der KfW.[141] Nach ihrem Verständnis werden dem Mittelstand alle privaten Unternehmen sämtlicher Wirtschaftszweige zugerechnet, deren jährlicher Umsatz die Grenze von € 500 Mio. nicht übersteigt, wobei bestimmte Bereiche, insbesondere der öffentliche Sektor, Banken und Non Profit-Organisationen, ausgeschlossen sind. Das Mittelstandsverständnis der Private Equity-Investoren dürfte dabei zwischen diesen beiden Positionen beziehungsweise Werten liegen.

[137] Dieses Kapitel wird als Teil des Beitrags „Private Equity und Mittelstand“ in Müller/Steffens (Hrsg.), Die Zukunft der Finanzdienstleistungsindustrie in Deutschland, veröffentlicht.
[138] Vgl. Sandvoß, Working Paper Allianz-Dresdner Economic Research vom 16.04.2007, Der Wandel im Deutschen Finanzsystem – Chance für die Mittelstandsfinanzierung.
[139] Siehe Gabler, Wirtschaftslexikon, 15. Aufl.
[140] Empfehlung der Kommission 2003/361/EG vom 06.05.2003, Amtsblatt L 124/36 vom 20.05.2003.
[141] Siehe KfW-Mittelstandspanel 2007, Ziff. 9.1 Methodenanhang Zielgruppe.

Es verwundert nicht, dass die Investoren den Mittelstand entdeckt haben, denn Deutschland ist ein durch den Mittelstand geprägtes Land[142] und bei ungeklärten Nachfolgesituationen sowie verkaufswilligen Eigentümern stellt Private Equity eine interessante Variante dar. So hat der ehemalige Telekom-Chef Ricke kürzlich ein Private Equity-Unternehmen mit klarem Mittelstandsfokus gegründet, wobei das auf Megadeals fokussierte Private Equity-Haus BC Partners mit an Bord ist, was insoweit eine interessante Akzentverlagerung darstellt.[143] Damit setzt jetzt BC Partners auf eine Karte, die von einem der deutschen Champions, Odewald & Compagnie, bereits seit Jahren verfolgt wird. Prof. Lipp von Odewald hatte Ende 2006 im Private Equity-Forum im Rahmen der Euro Finance Week in Frankfurt am Main die These aufgestellt, über 10.000 Mittelstandsunternehmen warten auf Private Equity-Investments. In einem Interview im September 2007 hat er seine Prognose noch einmal bestätigt.[144] Insoweit verwundert es nicht, dass in den letzten Wochen allein drei Studien über das Verhältnis von Mittelstand und Private Equity veröffentlicht wurden.[145]

Diese Studien ist eines gemeinsam: Sie verdeutlichen, dass es zwar weiterhin eine gewisse Skepsis im Mittelstand und insbesondere bei Familienunternehmen gegenüber Private Equity gibt, dass diese aber strukturell abnimmt und Beteiligungskapital zunehmend als eine Alternative neben anderen Finanzierungsmöglichkeiten gesehen wird. Dies deckt sich mit den Feststellungen des Private Equity-Surveys von Deloitte, der auf Befragungen von Private Equity-Managern im 4. Quartal 2006 beruht, von denen 63% der Befragten mit einer Zunahme von alternativen Finanzierungsformen (Mezzanine und Private Equity) und 31% mit einer Stabilisierung rechneten.[146] Als Gründe für Transaktionen im Mittelstand wurden dabei Wachstumsfinanzierungen (48%) sowie – fast gleichauf – die Nachfolgeproblematik (46%) gesehen. Insoweit spiegelt diese Umfrage die „traditionelle positive“ Sichtweise der Private Equity-

[142] Nach Schätzungen der KfW-Bankengruppe werden 70% der Arbeitsplätze und ca. 50% der Bruttowertschöpfung aller deutschen Unternehmen durch mittelständische Unternehmen gestellt.

[143] FAZ, 12.112007: Ricke plant eine zweite Karriere im Mittelstand – Der ehemalige Telekom-Chef tummelt sich in der Private Equity-Branche.

[144] VDI-Nachrichten, 28.09.2007: Private Equity stehen bessere Zeiten bevor, Ernst-Moritz Lipp, Odewald & Compagnie über Potentiale im Mittelstand.

[145] Siehe die Heliad-Untersuchung, Wir investieren in Deutschlands beste Unternehmer, 16.10.2007, der TEC-Survey, 17.09.2007, Alternative Finanzierungen im Mittelstand sowie die Hannover Finanz/Intes/MSG-Studie, Beteiligungsgesellschaften und Familienunternehmen, 29.10.2007.

[146] Vgl. Gajo, Private Equity Survey: Chancen für den Mittelstand, GmbH-Rundschau 7/2007, S. R108, R110.

Manager wieder. Die Intes-, Heliad- und TEC-Untersuchungen vom September/Oktober 2007 befragten dagegen die Bevölkerung (Heliad) beziehungsweise Geschäftsführer und Gesellschafter von mittelständischen Unternehmen (TEC und Intes). Auch bei der Intes-Umfrage werden als Beteiligungsanlässe Expansions- und Wachstumsstrategien (50%) genannt, nahezu gleichauf nannten 40% der Befragten den Verkauf oder die Übertragung an ein Fremdmanagement. Nur 25% der Befragten lehnten eine Beteiligung grundsätzlich ab, wobei die TEC-Umfrage von Geschäftsführern im Mittelstand hierzu nur eine Zahl von 12% nennt. Interessant sind dann die Vorstellungen über Umfang beziehungsweise Dauer der Beteiligung. Hier kann sich nach der Intes-Umfrage unter Familienunternehmen nur eine Minderheit den Verlust der Kontrollmehrheit vorstellen und durchschnittlich wird eine längerfristige Beteiligung angestrebt (sieben Jahre plus). Vielfach wird die Befürchtung geäußert, dass Private Equity-Beteilungen zu einem Verlust an Einfluss und Kontrolle führen. Damit zeigen die Befragungen insoweit eine realistische Einschätzung der Ziele und Strukturen von Private Equity-Investitionen, denn der angesprochene Kontrollverlust korrespondiert damit, dass traditionelle Private Equity-Investoren regelmäßig eine Mehrheitsbeteiligung anstreben.

Auf der anderen Seite enthält diese Erwartung für Investoren auch eine Chance, sie können sich von ihren Wettbewerbern dadurch unterscheiden, dass sie bewusst Minderheitsbeteiligungen oder andere Finanzierungsformen, zum Beispiel Mezzanine, anbieten. Dagegen werden sich nur wenige Private Equity-Fonds festlegen, ihre Beteiligung langfristig (sieben Jahre und mehr) zu halten. Schwer kann man im Rahmen von Umfragen schließlich das Element „Kulturschock“ erfassen. Denn unabhängig, ob eine Mehrheits- oder Minderheitsbeteiligung angestrebt wird, beabsichtigen die Investoren eine Steigerung des Unternehmenswertes und dies regelmäßig nicht nur über eine Expansions- und Wachstumsstrategie. Dies führt dazu, dass sich die Strukturen und Unternehmensführung/-kultur in vielen Fällen nachhaltig verändert werden. So werden Private Equity-Investoren zum Beispiel regelmäßige, genau definierte Berichtpflichten einführen und in vielen Fällen einen externen CFO bestellen.

Eines machen alle Umfragen deutlich: Bei einer Private Equity-Beteiligung an einem mittelständischen Unternehmen müssen die bisherigen Gesellschafter und auch das Mangement-Team ihre jeweiligen Ziele und Erwartungen vorab genau definieren. Gerade dem Manage-

ment-Team kommt dabei – auch aus Sicht der Investoren – eine zentrale Bedeutung zu, wobei zu differenzieren ist zwischen Fremdgeschäftsführern und Gesellschaftergeschäftsführern. Private Equity bietet sich dabei für Gesellschafter von mittelständischen Unternehmen vor allem an, wenn in einem absehbaren Zeitraum der persönliche Ausstieg geplant ist.

Erst nachdem die eigenen Ziele und Vorstellungen im Zusammenhang mit einer Private Equity-Beteiligung in dem Zielunternehmen genau analysiert wurden sind, ist als nächste Stufe eine Marktuntersuchung und damit die Auswahl des richtigen Investors sinnvoll. Dabei sollte auch bedacht werden, dass bestimmte Fonds bewusst Minderheitsbeteiligungen eingehen. Hinzu kommt, dass die bereits eingangs angesprochenen Staatsfonds sowie zahlreiche Family Offices derzeit an Investitionen in Deutschland interessiert sind und diese – im Gegensatz zu Private Equity-Fonds – regelmäßig keine Kontrollmehrheit anstreben. Angesichts der Vielzahl in Deutschland tätigen Investoren, ihrer unterschiedlichen Fokussierung, ihrer unterschiedlichen internationalen Kontakte und ihres unterschiedlichen Knowhows lohnt sich eine umfassende Due Diligence. Auch die Private Equity-Investoren haben erkannt, dass sie sich – nicht zuletzt um kostspielige Auktionen zu vermeiden – differenzieren müssen. Schließlich sollte immer Ziel der Due Diligence die Überprüfung des Trackrecords und das Gespräch mit Managern/Gesellschaftern früherer Beteiligungen des Investors sein.

Nachdem der/die richtigen potentiellen Partner identifiziert wurden, kommt der Verhandlung des Beteiligungsvertrages für einen Familienunternehmer und/oder ein Management-Team ganz besondere Bedeutung zu. Denn hier werden die künftigen (Minderheiten-)Rechte definiert, das heißt die gesellschaftsrechtlichen Mitspracherechte, der Schutz gegen eine Verwässerung durch Kapitalerhöhungen und die Einflussmöglichkeiten sowie Mit- und eventuell Vorkaufsrechte bei einem Exit. Klare Worth Case-Regeln sind dabei von elementarer Bedeutung, damit es später nicht zu Blockaden der Geschäftsführung kommt. Des weiteren ist ein gemeinsames Verständnis für die künftige Unternehmensentwicklung, ein einvernehmlicher Business- und Exitplan, und die damit verbundenen Einflussmöglichkeiten des Private Equity-Investors notwendig. In diesem Zusammenhang muss auch über den möglichen Verschuldungsgrad für das Zielunternehmen gesprochen werden, denn diesbezüglich bestehen gerade

bei Mittelständlern – nicht zuletzt angesichts der Exzesse bei LBO-Finanzierungen im Frühjahr 2007[147] – nachvollziehbare Befürchtungen.

Insgesamt kann man jedenfalls feststellen, dass Private Equity für mittelständische Unternehmen eine Finanzierungsvariante darstellt, ein Element im Baukasten neben anderen, das man nutzen sollte, wenn es sich anbietet. Dabei ist immer zu überlegen, ob nicht ein anderes alternatives Finanzierungsinstrument – zum Beispiel Mezzanine – stärker die Ziele der Gesellschafter und/oder des Management verwirklichen hilft. Jedenfalls machen die veröffentlichten Umfragen deutlich, dass eine „einfache" Private Equity-Investition meist nur bei verkaufswilligen Gesellschaftern – zum Beispiel im Zusammenhang mit einer Nachfolgeproblematik – denkbar ist. Schließlich zeigt die Öffnung des Mittelstandes für Private Equity – was allen Umfragen zu entnehmen ist –, dass insgesamt bisher unübliche alternative Finanzierungsformen stärker wahrgenommen werden. Eine Alternative zu Private Equity stellt insoweit Public Equity dar, das heißt die Finanzierung über die Börse. Die Frankfurter Börse hat dabei, zum Beispiel mit dem Entry Standard, ein Vehikel für kleine und mittlere Unternehmen geschaffen und insoweit bleibt abzuwarten, inwieweit deutsche Unternehmer nicht nur ihre Vorbehalte gegen Private Equity, sondern auch gegenüber anderen Finanzierungsformen, insbesondere Public Equity, endlich abbauen.[148]

[147] Siehe dazu der interessante Bericht von Daniel Schäfer zu Tank & Rast, FAZ 22.11.2007, Das Ende eines Etikettenschwindels.

[148] Dahingehend hat sich zum Beispiel der CEO der Deutschen Bank, Josef Ackermann, auf der Euro Finance Week am 19.11.2007 geäußert, siehe FAZ 20.11.2007, Ackermann fordert mehr Mut zur Aktie. Vgl. auch die aktuelle Studie des Deutschen Aktieninstituts (DAI), nach der sich zumindest 22,9% der Befragten Mittelständler einen Börsengang grundsätzlich vorstellen können. 2003 waren es noch 18,5%.

6 Ausblick: Nur kurzzeitige Auszeit für Private Equity

Es ist heute nicht klar, wie lange das Zurückkommen des oberen Endes des Marktes dauern wird. Der positive Trend für Private Equity wird jedoch weitergehen. Dies trifft besonders auf Deutschland zu, wo der Großteil der Buyout-Transaktionen im Mittelstand stattfindet, der von der Kreditkrise unberührt ist und großes Potenzial bietet – je positiver die mittelständischen Unternehmen Private Equity gegenüberstehen. Öffentlichkeitsarbeit und mehr Transparenz, wie durch die Gründung der deutschen Interessenvereinigung von großen, internationalen Fonds angestoßen, können dazu einen Beitrag leisten.

Die Renditen werden kurz- bis mittelfristig in Folge höherer Zinsen und gestiegener Risikoprämien sinken. Mit einer restriktiveren Finanzierung durch die Banken fallen auch tendenziell die Kaufpreise, die wiederum attraktive Einstiegsmöglichkeiten bieten. Gelingt es den Private Equity-Gesellschaften sich hier auf moderatem Niveau gegenüber strategischen Investoren durchzusetzen, stehen ihnen in den nächsten Jahren weiter hohe Renditen ins Haus. Die deutsche Realwirtschaft ist in Takt. Der IFO-Geschäftsklimaindex sank im August im Zuge der internationalen Kreditkrise wider Erwarten nur leicht auf 105,8 Punkte.[149] Im April 2007 wurde die politisch wichtige Hürde von vier Millionen Arbeitslosen nach unten durchbrochen. Einer Studie des Handelsblatts zufolge, ist Deutschland derzeit sogar das Land mit der wettbewerbsfähigsten Wirtschaft in der Eurozone:[150] „Es besteht keine Gefahr für die Wirtschaft oder die Finanzmärkte. Diese Krise ist ein Schluckauf, mehr nicht“[151]. Der Ritterschlag zum „Trio Infernale“ steht für die Zukunft noch aus.

[149] Vgl. Welt Online: Finanzkrise kühlt deutsches Geschäftsklima ab, 2007.
[150] Vgl. Ernst & Young (Hrsg.): German Private Equity Activity June 2007, 2007, S. 12.
[151] Capital.de: “Die Finanzkrise ist für starke Private-Equity-Anbieter eine Chance zum Einstieg“, 2007.

7 M&A/Private Equity an der Frankfurt School of Finance & Management

Die vorliegende Untersuchung ist Teil der Forschungsaktivitäten der Frankfurt School of Finance & Management im Bereich M&A/Private Equity, die nachfolgend kurz im Überblick dargestellt werden.

Traditionell ist die Frankfurt School für ihre besondere Kompetenz für Wirtschaftswissenschaften und Finance & Management bekannt. Weniger bekannt ist, dass sie seit 2005 erstmals einen Studiengang mit dem internationalen juristischen Abschluss LL.M. anbietet. Dabei handelt es sich um den Master of Mergers & Acquisitions, der sich über zwei Jahre erstreckt. Entsprechend dem Profil der Frankfurt School ist der Studiengang durch einen interdisziplinären Ansatz im Bereich Rechts-, Wirtschafts- und Finanzwissenschaften gekennzeichnet, was sich auch darin zeigt, dass die Studierenden, alle Professionals mit mindestens einem Jahr einschlägiger Berufserfahrung, ungefähr im gleichen Verhältnis über einen juristischen oder wirtschaftswissenschaftlichen Hintergrund verfügen.

Die Besonderheit des Studiengangs ist dabei die in dieser Form wohl einmalige Verbindung von Theorie und Praxis. Das Studium ist in vier Module und 12 Lerneinheiten gegliedert, wobei sich das Curriculum am typischen Ablauf einer M&A-Transaktion orientiert, von der Due Diligence über den Unternehmens- und Beteiligungskaufvertrag (SPA), die Akquisitionsfinanzierung, Spezialthemen, wie Private Equity und Non Performing Loans/Refinanzierung, bis hin zur Post Merger Integration. Eine weitere Besonderheit des Studiengangs ist die Einbindung von 80 führenden M&A/Private Equity-Professionals als Lehrbeauftragte. Die Liste der Lehrenden des Studiengangs liest sich dabei wie ein Who is Who des deutschen M&A-Marktes.

Darauf aufbauend, hat die Frankfurt School konsequent Forschungsprojekte zu M&A/Private Equity/Distressed Debt Investing-Themen entwickelt. Besonders hervorzuheben sind dabei die jährlich stattfindenden Konferenzen Frankfurt School M&A-Konferenz, Private Equity

Forum und NPL Forum. Das NPL Forum hat sich inzwischen als das zentrale Treffen für NPL-Verkäufer, Investoren und die Wissenschaft etabliert und findet im Mai 2008 zum dritten Mal statt. Ähnlich platziert ist auch das Private Equity Forum, das im Rahmen der Euro Finance Week in Kooperation mit der Maleki Group im November 2007 ebenfalls zum dritten Mal stattfand. Schließlich ist die Frankfurt School M&A-Konferenz zu nennen, die dieses Jahr ins Leben gerufen wurde und die von nun an jedes Jahr den Abschluss des M&A-Studiengangs bilden wird. In ihrem Mittelpunkt steht die Präsentation der besten Master-Thesen, praxisrelevante und wissenschaftlich fundierte Vorträge der Lehrenden des Studiengangs sowie interessante Guest Speaker. Mit der M&A-Konferenz wurde damit ein neuartiges Podium zum Austausch über aktuelle Fragestellungen für M&A und Private Equity geschaffen.

Ergänzt werden die Konferenzen durch Forschungskolloquien und die Veranstaltungsreihe tax & law talk. Exemplarisch einige der Themen, die zuletzt diskutiert wurden: „Scharf auf schlechte Schuldner? Warum sich das Geschäft mit notleidenden Krediten lohnt!“ mit Dr. Karsten von Köller (Lone Star), „Private Equity – Investoren als Zeitungsverleger – eine deutsche Unmöglichkeit?“ mit Dr. Johannes von Bismarck (Veronis Suhler Stevenson) oder „Deutschland und der Kapitalmarkt: Zwangsehe, Vernunftehe – jemals Liebesheirat“ mit Karl Dannenbaum (Lehman Brothers Deutschland).[152]

Ergebnisse der Forschungsaktivitäten werden in der Frankfurt School Working Paper Series[153] sowie dem im Frankfurt School-Verlag jährlich erscheinenden Sammelband: „Aktuelle

[152] Als nächste Veranstaltungen finden tax & law talks mit Dr. Dibelius, CEO Goldman Sachs, zu den Perspektiven des deutschen Private Equity-Marktes nach der Finanzkrise sowie mit Jörg Asmussen, Bundesfinanzministerium, zur Staatsfonddiskussion statt.

[153] Schanz/Richard/Schalast: Arbeitsbericht Nr. 60: Unternehmen im Prime Standard - „Staying Public“ oder „Going Private“? - Nutzenanalyse der Börsennotiz, Dickler/Schalast: Arbeitsbericht Nr. 73: Distressed Debt in Germany: What´s Next? Possible Innovative Exit Strategies, Schalast/Schanz: Arbeitsbericht Nr. 74: Wertpapierprospekte – Markteinführungspublizität nach EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz 2005, Abrar: Arbeitsbericht 75: Fusionskontrolle in dynamischen Netzsektoren am Beispiel des Breitbandkabelsektors, Schalast/Ockens/Jobe/Safran: Arbeitsbericht 76 Work-out und Servicing von notleidenden Krediten - Berichte und Referate des HfB-NPL Servicing Forums 2006, Konferenzband zur M&A-Konferenz „Aktuelle Aspekte des M&A-Geschäftes, Frankfurt School Verlag (in Vorbereitung).

Aspekte des M&A-Geschäftes“ veröffentlicht. Hinzu kommen zahlreiche weitere wissenschaftliche Publikationen der Lehrenden des Studiengangs zu Private Equity/M&A-Themen – wobei auch hier der interdisziplinäre Ansatz der Fakultät wichtige Anregungen liefert.[154] Schließlich werden allein[155] oder mit Partnern, wie KPMG oder der Wirtschaftsuniversität Wien empirische Studien zu aktuellen Entwicklungen des M&A/Private Equity-Marktes durchgeführt. Mit der KPMG wurde im Juli 2007 der Survey: „Distressed Debt Investment and Exit Strategies: Trends in the German Market“ vorgelegt. Mit der Wirtschaftsuniversität Wien befindet sich eine Untersuchung zu den Auswirkungen der Finanzkrise auf Private Equity-Investoren in Vorbereitung. Die Foschungsprojekte M&A/Private Equity sind dabei eingebunden in das Centre for Financial Studies der Frankfurt School.

[154] Auswahl: Schalast/Sibbel/Dennning: M&A im Gesundheitswesen – Die Welle rollt, Die Bank 1/2007, S. 22-28, Schalast/Sibbel: Zusammenschlusskontrolle als Wettbewerbshindernis auf den regulierten Infrastrukturmärkten? - Der Rhön-Grabfeld-Beschluss des OLG Düsseldorf und die Praxis des Bundeskartellamtes bei Krankenhausfusionen -, WuW, 2008, Schanz: Börseneinführungen, 3. Aufl.,2007, Hölscher: Handbuch Financial Due Diligence, 2007.

[155] Schalast/Daynes: Arbeitsbericht Nr. 66: Distressed Debt-Investing in Deutschland -Geschäftsmodelle und Perspektiven.

Anhang

Gerresheimer Annuals	1994	1995	1996	1997	1998	1999	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Net Sales	820	856	824	864	836	752	544	616	597	582	548	529	526	647
Gross Profit	183	212	204	170	181	186	134	127	134	138	132	136	142	173
Selling Expenses	(119)	(123)	(119)	(109)	(117)	(104)	(70)	(65)	(59)	(60)	(57)	(53)	(53)	(64)
G&A Expenses	(35)	(37)	(37)	(43)	(43)	(40)	(32)	(35)	(43)	(47)	(40)	(39)	(35)	(43)
Other Operating Income	21	22	23	52	53	15	10	10	43	29	10	19	12	12
Other Operating Expenses	(26)	(18)	(13)	(28)	(22)	(20)	(9)	(8)	(34)	(25)	(9)	(12)	(29)	(24)
Restructuring Charge	-	-	-	-	-	(6)	(5)	(6)	(17)	(19)	(15)	(6)	(6)	(8)
Acquired R&D	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	24	56	58	42	50	31	29	23	23	15	22	45	31	46
Depreciation	79	73	70	77	67	57	40	48	49	64	63	62	113	73
EBITDA	103	129	128	119	117	88	69	71	72	79	85	107	145	119
Net Income	1	36	34	27	8	24	2	1	4	(31)	(26)	(9)	(59)	(27)
Total Assets	670	677	703	833	830	659	659	668	651	813	733	706	887	941
Net Interest	14	12	9	11	13	12	10	12	14	38	36	32	21	35
Employees	7.535	7.433	7.168	8.434	8.191	6.100	6.100	5.963	5.603	5.514	5.358	5.300	5.548	5.677
Capex	85	72	86	157	96	99		53	66	61	42	36	41	75
Shareholders' Equity	127	140	152	170	133	155		155	123	87	(24)	(33)	(20)	(37)
1EUR	1,9558	**DEM**												

Tabelle 3: Gerresheimer Anuals – Finanzkennzahlen 1996-2006

GERRESHEIMER - Finanzkennzahlen 1994-2006														
in €mn	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Change
Sales	820	856	824	864	836	752	616	597	582	548	529	526	647	
Calendarized Sales	823	854	827	862	829	741	614	596	579	546	529	536	647	
Sales CAGR							-4,6%						0,8%	
Calendarized Sales CAGR							-4,7%						0,9%	118,0%
EBIT	24	56	58	42	50	31	23	23	15	22	45	31	46	
Calenderized EBIT	27	56	57	43	49	30	23	23	16	24	44	33	46	
EBIT Margin	2,9%	6,6%	7,0%	4,9%	6,0%	4,1%	3,7%	3,9%	2,6%	4,1%	8,5%	6,0%	7,1%	
Calendarized EBIT Margin	3,2%	6,6%	6,9%	5,0%	5,8%	4,0%	3,7%	3,8%	2,7%	4,5%	8,3%	6,1%	7,1%	
EBIT Margin Mean							5,0%						5,1%	
Calenderized EBIT Margin Mean							5,0%						5,2%	2,5%
EBIT Margin Median							4,9%						4,1%	
Calenderized EBIT Margin Median							5,0%						4,5%	-10,3%
Depreciation & Amortization	79	73	70	77	67	57	48	49	64	63	62	113	73	
EBITDA	103	129	128	119	117	88	71	72	79	85	107	145	119	
Calenderized EBITDA	105	129	127	119	115	86	71	73	80	87	110	143	119	
EBITDA Margin	12,5%	15,0%	15,5%	13,8%	14,0%	11,7%	11,5%	12,1%	13,7%	15,5%	20,2%	27,5%	18,4%	
Calendarized EBITDA Margin	12,7%	15,1%	15,4%	13,8%	13,8%	11,6%	11,5%	12,2%	13,8%	15,9%	20,8%	26,8%	18,4%	
EBITDA Margin Mean							13,4%						17,0%	
Calendarized EBITDA Margin Mean							13,4%						17,1%	27,1%
EBITDA Margin Median							13,8%						15,5%	
Calendarized EBITDA Margin Median							13,8%						15,9%	15,2%
Net Income	1	36	34	27	8	24	1	4	-31	-26	-9	-59	-27	
Total Assets	670	677	703	833	830	659	668	651	813	733	706	887	941	
ROA	0,1%	5,3%	4,8%	3,3%	1,0%	3,6%	0,2%	0,6%	-3,9%	-3,5%	-1,3%	-6,7%	-2,9%	
Calendarized ROA	0,5%	5,2%	4,7%	3,1%	1,2%	3,3%	0,2%	0,2%	-3,8%	-3,3%	-1,7%	-6,4%	-2,9%	
ROA Mean							2,6%						-2,5%	
Calendarized ROA Mean							2,6%						-2,5%	-197,6%
Net Interest	14	12	9	11	13	12	12	14	38	36	32	21	35	
Interest Coverage	7,4x	11,1x	14,2x	10,7x	9,0x	7,4x	6,1x	5,2x	2,1x	2,4x	3,4x	6,9x	3,4x	
Calendarized Interest Coverage	7,8x	11,4x	13,9x	10,6x	8,9x	7,3x	6,1x	4,9x	2,1x	2,5x	3,7x	6,6x	3,4x	
Interest Coverage Mean							9,4x						4,2x	
Calendarized Interest Coverage Mean							9,4x						4,2x	-55,6%
Capex	85	72	86	157	96	99	53	66	61	42	36	41	75	
Sales	820	856	824	864	836	752	616	597	582	548	529	526	647	
Capex as % of Sales	10,4%	8,4%	10,4%	18,2%	11,5%	13,2%	8,6%	11,1%	10,5%	7,7%	6,7%	7,8%	11,6%	
Calendarized Capex as % of Sales	10,3%	8,6%	11,1%	17,6%	11,6%	12,8%	8,8%	11,0%	10,3%	7,6%	6,8%	8,1%	11,6%	
Capex as % of Sales Mean							11,5%						9,1%	
Calendarized Capex as % of Sales Mean							11,5%						9,2%	-20,4%
Shareholders' Equity	127	140	152	170	133	155	155	123	87	-24	-33	-20	-37	
Equity Capital Ratio (book value)	18,9%	20,6%	21,6%	20,4%	16,0%	23,5%	23,2%	18,9%	10,7%	-3,2%	-4,6%	-2,2%	-3,9%	
Calendarized Equity Capital Ratio (book value)	19,1%	20,7%	21,5%	20,0%	16,6%	23,5%	22,8%	18,2%	9,5%	-3,4%	-4,4%	-2,3%	-3,9%	
Equity Capital Ratio (book value) Mean							20,6%						5,5%	
Calendarized Equity Capital Ratio (book value) Mean							20,6%						5,2%	-74,7%
Employees	7.535	7.433	7.168	8.434	8.191	6.100	5.963	5.603	5.514	5.358	5.300	5.548	5.677	
Employees CAGR							-3,8%						-0,8%	78,7%

1. Source: Thompson Financial
Note:
"Jahresüberschuss
+/- außerordentliches Ergebnis
+ Minderheiten
+ Steueraufwand
- Steuererträge
+/- Finanzergebnis
+ Abschreibungen
= EBITDA "

Tabelle 4: Gerresheimer – Finanzkennzahlen 1994-2006

WEST PHARMA - Finanzkennzahlen 1994-2006														
in $mn	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Change
Sales	365	413	459	453	450	469	430	392	420	491	542	700	913	
Sales CAGR							2,8%						13,4%	383,0%
EBIT	45	50	33	63	35	67	15	40	27	55	49	73	101	
EBIT Margin	12,4%	12,1%	7,1%	13,9%	7,8%	14,3%	3,5%	10,2%	6,4%	11,1%	9,1%	10,5%	11,1%	
EBIT Margin Mean							10,2%						8,8%	-13,0%
EBIT Margin Median							12,1%						10,2%	-15,7%
Depreciation & Amortization	23	30	31	32	32	31	30	32	31	31	33	47	53	
EBITDA	69	79	63	95	67	98	45	72	58	86	83	121	154	
EBITDA Margin	18,8%	19,2%	13,8%	21,0%	15,0%	20,8%	10,6%	18,3%	13,8%	17,5%	15,3%	17,3%	16,8%	
EBITDA Margin Mean							17,0%						15,6%	-8,1%
EBITDA Margin Median							18,8%						16,8%	-10,3%
Net Income	27,3	28,7	16,4	44,4	6,7	38,7	1,6	-5,2	18,7	32,1	20,2	46,4	67,1	
Total Assets	397,4	480,1	479,9	467,6	508,1	549,6	554,1	497,3	523,4	616,8	657,8	833,5	918,2	
ROA	6,9%	6,0%	3,4%	9,5%	1,3%	7,0%	0,3%	-1,0%	3,6%	5,2%	3,1%	5,6%	7,3%	
ROA Mean							4,9%						3,4%	-30,4%
Net Interest	2	5	6	4	5	8	11	12	10	8	7	12	11	
Interest Coverage	32,6x	15,0x	11,3x	26,4x	15,0x	11,9x	4,1x	6,0x	6,1x	11,4x	11,8x	10,1x	14,5x	
Interest Coverage Mean							16,6x						9,1x	-45,0%
Capex	27	31	32	34	42	39	47	44	36	60	57	54	90	
Sales	365	413	459	453	450	469	430	392	420	491	542	700	913	
Capex as % of Sales	7,4%	7,6%	6,9%	7,6%	9,3%	8,4%	10,9%	11,2%	8,6%	12,3%	10,6%	7,7%	9,9%	
Capex as % of Sales Mean							8,3%						10,2%	22,6%
Shareholders' Equity	227	254	252	278	230	231	205	177	206	263	307	340	415	
Equity Capital Ratio (book value)	57,2%	52,9%	52,5%	59,4%	45,3%	42,1%	37,0%	35,6%	39,4%	42,6%	46,6%	40,8%	45,1%	
Equity Capital Ratio (book value) Mean							49,5%						41,0%	-17,1%
Employees	3.680	5.210	5.040	4.800	4.800	4.800	4.700	3.960	4.140	4.365	4.350	5.570	6.323	
Employees CAGR							4,2%						5,1%	21,8%

Tabelle 5:WEST PHARMA – Finanzkennzahlen 1994-2006

APTARGROUP - Finanzkennzahlen 1994-2006														
in $mn	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Change
Sales	474	558	616	655	714	834	884	892	927	1.115	1.297	1.380	1.601	
Sales CAGR							10,9%						10,4%	-4,6%
EBIT	49	59	64	79	95	108	114	102	107	124	141	150	162	
EBIT Margin	10,3%	10,6%	10,4%	12,1%	13,3%	13,0%	12,9%	11,4%	11,6%	11,1%	10,9%	10,9%	10,1%	
EBIT Margin Mean							11,8%						11,3%	-4,6%
EBIT Margin Median							12,1%						11,1%	-7,8%
Depreciation & Amortization	38	44	48	50	54	69	71	74	72	86	95	99	115	
EBITDA	87	103	112	129	150	177	185	176	179	210	235	249	276	
EBITDA Margin	18,4%	18,4%	18,2%	19,7%	21,0%	21,2%	20,9%	19,7%	19,3%	18,8%	18,2%	18,0%	17,2%	
EBITDA Margin Mean							19,7%						18,9%	-4,0%
EBITDA Margin Median							19,7%						18,8%	-4,3%
Net Income	27	36	38	47	61	59	65	59	67	80	93	100	103	
Total Assets	465	559	576	585	715	863	952	915	1.048	1.264	1.374	1.357	1.592	
ROA	5,9%	6,4%	6,5%	7,9%	8,5%	6,8%	6,8%	6,4%	6,4%	6,3%	6,8%	7,4%	6,5%	
ROA Mean							7,0%						6,6%	-4,7%
Net Interest	8	5	5	4	5	13	17	14	9	7	6	9	13	
Interest Coverage	11,1x	22,5x	21,5x	31,3x	28,2x	13,5x	10,7x	12,8x	20,8x	30,4x	40,9x	27,2x	21,6x	
Interest Coverage Mean							20x						23x	18,5%
Capex	42	56	63	71	80	89	94	92	90	77	120	104	108	
Sales	474	558	616	655	714	834	884	892	927	1115	1297	1380	1601	
Capex as % of Sales	8,8%	10,0%	10,2%	10,9%	11,2%	10,6%	10,6%	10,3%	9,7%	6,9%	9,2%	7,6%	6,7%	
Capex as % of Sales Mean							10,3%						8,7%	-15,5%
Shareholders' Equity	271	312	336	342	416	420	441	469	595	783	873	809	946	
Equity Capital Ratio (book value)	58,1%	55,8%	58,3%	58,4%	58,1%	48,7%	46,3%	51,3%	56,7%	61,9%	63,6%	59,6%	59,4%	
Equity Capital Ratio (book value) Mean							54,8%						57,0%	3,9%
Employees	3.680	5.210	3.900	4.100	5.700	6.200	6.400	6.600	6.700	6.600	6.800	7.200	8.200	
Employees CAGR							9,7%						4,2%	-56,4%

Tabelle 6: APTARGROUP – Finanzkennzahlen 1994-2006

REXAM - Finanzkennzahlen 1994-2006														
in GBPmn	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Change
Sales	2.378	2.451	2.379	2.045	1.923	2.389	2.784	3.488	3.160	3.186	3.081	3.237	3.738	
Sales CAGR							2,7%						5,0%	89,1%
EBIT	239	197	188	198	195	236	278	333	305	332	389	409	415	
EBIT Margin	10,1%	8,0%	7,9%	9,7%	10,1%	9,9%	10,0%	9,5%	9,7%	10,4%	12,6%	12,6%	11,1%	
EBIT Margin Mean							9,4%						10,9%	15,7%
EBIT Margin Median							9,9%						10,4%	5,5%
Depreciation & Amortization	92	107	114	102	99	145	145	164	148	171	178	172	170	
EBITDA	331	304	302	300	294	381	423	497	453	503	567	581	585	
EBITDA Margin	13,9%	12,4%	12,7%	14,7%	15,3%	15,9%	15,2%	14,2%	14,3%	15,8%	18,4%	17,9%	15,7%	
EBITDA Margin Mean							14,3%						15,9%	11,4%
EBITDA Margin Median							14,7%						15,7%	6,7%
Net Income	161	142	-237	123	122	132	10	161	-151	-41	204	223	223	
Total Assets	2.148	2.234	1.784	1.550	1.634	2.040	4.158	3.803	3.247	3.470	3.399	4.158	4.223	
ROA	7,5%	6,4%	-13,3%	7,9%	7,5%	6,5%	0,2%	4,2%	-4,7%	-1,2%	6,0%	5,4%	5,3%	
ROA Mean							3,2%						2,2%	-32,6%
Net Interest	21	17	17	7	5	36	61	119	61	65	56	67	93	
Interest Coverage	15,8x	17,9x	17,8x	42,9x	58,8x	10,6x	6,9x	4,2x	7,4x	7,7x	10,1x	8,7x	6,3x	
Interest Coverage Mean							24,4x						7,3x	-69,9%
Capex	169	189	144	109	117	155	161	180	173	165	174	176	214	
Sales	2378	2451	2379	2045	1923	2389	2784	3488	3160	3186	3081	3237	3738	
Capex as % of Sales	7,1%	7,7%	6,1%	5,3%	6,1%	6,5%	5,8%	5,2%	5,5%	5,2%	5,6%	5,4%	5,7%	
Capex as % of Sales Mean							6,4%						5,5%	-13,8%
Shareholders' Equity	623	680	636	673	475	667	661	1.013	544	804	894	1.009	1.247	
Equity Capital Ratio (book value)	29,0%	30,4%	35,7%	43,4%	29,1%	32,7%	15,9%	26,6%	16,8%	23,2%	26,3%	24,3%	29,5%	
Equity Capital Ratio (book value) Mean							30,9%						23,2%	-24,8%
Employees	27.500	26.500	24.900	21.700	22.700	26.200	23.800	23.000	20.600	21.800	22.300	21.700	24.200	
Employees CAGR							-2,4%						0,3%	111,7%

Tabelle 7: REXAM – Finanzkennzahlen 1994-2006

BECTON DICKINSON - Finanzkennzahlen 1994-2006														
in $mn	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Change
Sales	2.560	2.713	2.770	2.811	3.117	3.413	3.545	3.668	3.960	4.464	4.935	5.415	5.835	
Calendarized Sales	2.598	2.727	2.780	2.887	3.191	3.446	3.575	3.741	4.086	4.581	5.055	5.520	5.835	
Sales CAGR							5,6%						8,7%	
Calendarized Sales CAGR							5,5%						8,5%	55,5%
EBIT	325	397	431	451	405	477	507	633	675	761	787	1031	1051	
Calenderized EBIT	343	405	436	439	423	485	539	643	696	768	848	1.036	1.051	
EBIT Margin	12,7%	14,6%	15,6%	16,0%	13,0%	14,0%	14,3%	17,2%	17,0%	17,1%	16,0%	19,0%	18,0%	
Calendarized EBIT Margin	13,2%	14,9%	15,7%	15,3%	13,3%	14,1%	15,0%	17,2%	17,0%	16,8%	16,7%	18,8%	18,0%	
EBIT Margin Mean							14,3%						16,9%	
Calenderized EBIT Margin Mean							14,5%						17,1%	18,0%
EBIT Margin Median							14,3%						17,1%	
Calenderized EBIT Margin Median							14,9%						17,0%	14,6%
Depreciation & Amortization	204	208	201	210	229	258	274	293	297	336	357	388	405	
EBITDA	529	605	632	660	634	735	781	926	971	1097	1145	1419	1456	
Calenderized EBITDA	548	611	639	654	659	747	817	937	1.003	1.109	1.213	1.428	1.456	
EBITDA Margin	20,7%	22,3%	22,8%	23,5%	20,3%	21,5%	22,0%	25,2%	24,5%	24,6%	23,2%	26,2%	24,9%	
Calendarized EBITDA Margin	21,1%	22,4%	23,0%	22,7%	20,6%	21,7%	22,8%	25,1%	24,5%	24,2%	23,9%	25,9%	24,9%	
EBITDA Margin Mean							21,9%						24,4%	
Calendarized EBITDA Margin Mean							22,0%						24,5%	11,1%
EBITDA Margin Median							22,0%						24,6%	
Calendarized EBITDA Margin Median							22,4%						24,5%	9,4%
Net Income	227	252	283	300	237	276	393	402	480	547	467	722	752	
Total Assets	3.160	3.000	2.890	3.080	3.846	4.437	4.505	4.791	5.029	5.572	5.753	6.133	6.825	
ROA	7,2%	8,4%	9,8%	9,7%	6,2%	6,2%	8,7%	8,4%	9,5%	9,8%	8,1%	11,8%	11,0%	
Calendarized ROA	7,5%	8,7%	9,8%	8,8%	6,2%	6,8%	8,6%	8,7%	9,6%	9,4%	9,0%	11,6%	11,0%	
ROA Mean							8,0%						9,6%	
Calendarized ROA Mean							8,1%						9,7%	20,3%
Net Interest	48	43	37	39	56	72	74	55	33	37	30	19	7	
Interest Coverage	11,1x	14,1x	16,9x	16,8x	11,3x	10,2x	10,5x	16,7x	29,3x	30,1x	38,7x	73,7x	215,6x	
Calendarized Interest Coverage	11,9x	14,8x	16,9x	15,4x	11,0x	10,3x	12,1x	19,9x	29,5x	32,2x	47,4x	109,2x	215,6x	
Interest Coverage Mean							13,0x						59,2x	
Calendarized Interest Coverage Mean							13,2x						66,5x	404,8%
Capex	123	124	146	170	181	311	371	364	256	259	266	318	459	
Sales	2560	2713	2770	2811	3117	3413	3545	3668	3960	4464	4935	5415	5835	
Capex as % of Sales	4,8%	4,6%	5,3%	6,1%	5,8%	9,1%	10,5%	9,9%	6,5%	5,8%	5,4%	5,9%	7,9%	
Calendarized Capex as % of Sales	4,7%	4,7%	5,5%	6,0%	6,6%	9,5%	10,3%	9,1%	6,3%	5,7%	5,5%	6,4%	7,9%	
Capex as % of Sales Mean							6,6%						7,4%	
Calendarized Capex as % of Sales Mean							6,8%						7,3%	7,9%
Shareholders' Equity	1.482	1.398	1.325	1.385	1.614	1.769	1.956	2.322	2.481	2.897	3.068	3.284	3.836	
Equity Capital Ratio (book value)	46,9%	46,6%	45,9%	45,0%	42,0%	39,9%	43,4%	48,5%	49,3%	52,0%	53,3%	53,5%	56,2%	
Calendarized Equity Capital Ratio (book value)	46,8%	46,4%	45,6%	44,2%	41,4%	40,8%	44,7%	48,7%	50,0%	52,3%	53,4%	54,2%	56,2%	
Equity Capital Ratio (book value) Mean							44,2%						50,9%	
Calendarized Equity Capital Ratio (book value) Mean							44,3%						51,4%	16,0%
Employees	18.600	18.100	17.900	18.900	21.700	24.000	25.000	24.800	25.200	24.800	25.000	25.600	27.000	
Employees CAGR							5,1%						1,3%	-74,4%

Tabelle 8: Becton Dickinson – Finanzkennzahlen 1994-2006

THERMO FISHER - Finanzkennzahlen 1994-2006

in $mn	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Change
Sales	1.729	1.059	1.412	1.812	1.881	2.295	2.034	1.916	1.849	1.899	2.206	2.633	3.792	
Sales CAGR							2,7%						10,9%	299,1%
EBIT	192	136	139	236	191	182	254	82	170	187	238	264	242	
EBIT Margin	11,1%	12,9%	9,8%	13,0%	10,2%	7,9%	12,5%	4,3%	9,2%	9,9%	10,8%	10,0%	6,4%	
EBIT Margin Mean							11,1%						9,0%	-18,6%
EBIT Margin Median							11,1%						9,9%	-11,2%
Depreciation	65	96	115	96	75	91	97	99	43	47	43	123	241	
EBITDA	257	232	254	332	266	274	351	181	213	234	281	387	483	
EBITDA Margin	14,9%	21,9%	18,0%	18,3%	14,2%	11,9%	17,3%	9,4%	11,5%	12,3%	12,7%	14,7%	12,7%	
EBITDA Margin Mean							16,6%						13,0%	-22,1%
EBITDA Margin Median							17,3%						12,7%	-26,3%
Net Income	105	140	191	239	182	-175	-36	-1	310	200	362	223	169	
Total Assets	3.062	3.248	4.244	4.732	5.218	5.072	4.863	3.825	3.652	3.389	3.577	4.252	21.262	
ROA	3,4%	4,3%	4,5%	5,1%	3,5%	-3,4%	-0,7%	0,0%	8,5%	5,9%	10,1%	5,2%	0,8%	
ROA Mean							2,4%						4,3%	79,7%
Net Interest	17	16	3	12	8	51	43	3	-7	-1	2	15	36	
									0	0				
Interest Coverage	15,5x	14,8x	98,3x	28,8x	34,9x	5,4x	8,2x	55,2x	2.134x	2.341x	143,4x	25,5x	13,6x	
Interest Coverage Mean							29,4x						674,4x	2194,4%
Capex	66	64	125	55	38	61	74	85	41	42	50	46	77	
Sales	1729	1059	1412	1812	1881	2295	2034	1916	1849	1899	2206	2633	3792	
Capex as % of Sales	3,8%	6,0%	8,8%	3,0%	2,0%	2,7%	3,6%	4,4%	2,2%	2,2%	2,3%	1,7%	2,0%	
Capex as % of Sales Mean							4,3%						2,6%	-38,3%
Shareholders' Equity	1.008	1.311	1.749	2.004	2.256	2.014	2.534	1.908	2.030	2.382	2.666	2.793	13.912	
Equity Capital Ratio (book value)	32,9%	40,4%	41,2%	42,4%	43,2%	39,7%	52,1%	49,9%	55,6%	70,3%	74,5%	65,7%	65,4%	
Equity Capital Ratio (book value) Mean							41,7%						61,9%	48,5%
Employees	10.234	14.400	17.760	22.400	23.600	25.400	13.000	12.000	10.900	10.800	9.900	11.500	30.500	
Employees CAGR							4,1%						15,3%	275,5%

Tabelle 9: THERMO FISHER – Finanzkennzahlen 1994-2006

Literaturverzeichnis

Adams, Christopher und James Mackintosh und Peter Smith: Blair aims to damp attack on private equity sector *PM's praise seeks to close down Labour debate. In: *Financial Times London*, 28.2.2007. S. 19.

AIFI und PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): *The economic impact of Private Equity and Venture Capital in Italy.* Ohne Ort: ohne Verlag, 2006.

BG Consulting (Hrsg.): *Analyst Training Programme – FF&M, Comps & WACC. Lehman Brothers, 25-29 July 2005.* London: ohne Verlag, 2005.

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) (Hrsg.): *BVK Statistik. Das Jahr 2006 in Zahlen*. Berlin: ohne Verlag, 2007.

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) (Hrsg.): *BVK Statistik. Das Jahr 2004 in Zahlen*. Berlin: ohne Verlag, 2005.

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) (Hrsg.): *BVK Statistik. Das Jahr 2001 in Zahlen*. Berlin: ohne Verlag, 2002.

Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (BVK) und PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): *Der Einfluss von Private Equity- Gesellschaften auf die Portfoliounternehmen und die deutsche Wirtschaft.* München: ohne Verlag, 2005.

Büschemann, Karl-Heinz et al.: Finanzinvestoren. In: *Süddeutsche Zeitung*, 29.6.2007. S. 25.

Capital.de: "Die Finanzkrise ist für starke Private-Equity-Anbieter eine Chance zum Einstieg". Capital-Interview mit dem Carlyle-Chef David Rubenstein: Über die US-Hypothekenkrise und deren Folgen für die internationalen Finanzmärkte. http://www.capital.de/unternehmen/100007357.html [Zugriff: 19.8.2007].

CIBC World Markets Corp. (Hrsg.): *Stop the Madness: Review of Current Market Facts and Fundamentals. Reiterate Bullish Stance on the Brokers.* New York: ohne Verlag, 1.8.2007.

Credit Suisse Equity Research (Hrsg.): *Gerresheimer AG. Ready to Perform?* London: ohne Verlag, 2007.

Ernst & Young (Hrsg.): *German Private Equity Activity December 2006. Special: Private Equity in Central & Eastern Europe.* Ohne Ort: ohne Verlag, 2006.

Ernst & Young (Hrsg.): *German Private Equity Activity in 2003/2004. Special: The Swiss Private Equity Market.* Ohne Ort: ohne Verlag, 2004.

Ernst & Young (Hrsg.): *German Private Equity Activity July 2002 – June 2004.* Ohne Ort: ohne Verlag, 2004.

Ernst & Young (Hrsg.): *German Private Equity Activity June 2005. Special: The Economic Impact of Private Equity.* Ohne Ort: ohne Verlag, 2005.

Ernst & Young (Hrsg.): *German Private Equity Activity June 2006. The German PE-Market: moving to the next level.* Ohne Ort: ohne Verlag, 2006.

Ernst & Young (Hrsg.): *German Private Equity Activity June 2007. The German Market on hold?* Ohne Ort: ohne Verlag, 2007.

European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) (Hrsg.): *Employment Contribution of Private Equity and Venture Capital in Europe. Executive Summary – November 2005.* Ohne Ort: ohne Verlag, 2005.

European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) (Hrsg.): *EVCA Barometer. Issue 53 – July 2007.* Brüssel: ohne Verlag, 2007.

Frommann, Holger: *The German Private Equity Market.* Ohne Ort: ohne Verlag, 2007.

Gerresheimer AG (Hrsg.): *Geschäftsbericht 2000.* Düsseldorf: ohne Verlag, 2000.

Gerresheimer Wilden: Daten und Fakten. http://www.wilden.de/Daten-und-Fakten_130_de.html [Zugriff: 19.8.2007].

Gesellschaft für Kommerzielle Administration und Beratung GmbH & Co. KG (GeKAB) (Hrsg.): *Handbuch zur GeKAB Kennzahlenanalyse 3.3.* Ohne Ort: ohne Verlag, 2007.

Gillmann, Wolfgang: Grohe ist aus dem Gröbsten raus. Gute Wachstumsaussichten. In: *Handelsblatt,* 5.6.2007. Ohne Seite. [http://www.handelsblatt.com/News/Unternehmen/Industrie/_pv/_p/200038/_t/ft/_b/1277577/default.aspx/grohe-ist-aus-dem-groebsten-raus.html, Zugriff: 19.8.2007].

Gow, David: How families keep private equity "locusts" at bay: Companies on the other side of the Channel are resisting UK-style bid fever. In: *The Guardian*, 11.5.2007. S. 33.

Hesse, Martin: „Arbeitnehmer sind sehr wichtige Gesprächspartner". Thomas Krenz, Deutschland-Chef des Finanzinvestors Permira, über Gewerkschaften, Hedge-Fonds und die Beteiligungsbranche. In: *Süddeutsche Zeitung*, 26.2.2007. S. 21.

Hesse, Martin: Die Folgen der Finanzkrise: Sinkende Gewinne, sinkende Leitzinsen. „Die goldene Ära ist vorbei - und das ist gut so“. In: *Süddeutsche Zeitung*, 22.8.2007. S. 20.

Hesse, Martin: Griff nach dem Mittelstand. Finanzinvestoren kaufen vor allem Unternehmen aus der zweiten Reihe. In: *Süddeutsche Zeitung*, 23.8.2007. S. 24.

Hülsbömer, André: „Ein 50-Milliarden-Euro-Markt“. Der erste Vorstandsvorsitzende des BVK e.V., Dr. Günter Leopold, und der amtierende Vorstandsvorsitzende, Dr. Thomas W. Kühr, im Gespräch mit FINANCE-Chefredakteur Dr. André Hülsbömer. In: *Private Equity „made in Germany“. Betrachtungen und Reflexionen.* Berlin: ohne Verlag, 2005. S. 18–29.

Hüther, Michael: Die volkswirtschaftliche Bedeutung von Private Equity. In: *Private Equity „made in Germany“. Betrachtungen und Reflexionen.* Berlin: ohne Verlag, 2005. S. 30–36.

Kitzmann, Jana: *Private Equity in Deutschland. Zur Performance von Management Buyouts*. 1. Auflage. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag, 2005.

Koenen, Jens und Peter Köhler und Robert Landgraf: Krise bremst Firmenkäufer aus. Finanzinvestoren haben Probleme, größere Deals über die Banken zu finanzieren. In: *Handelsblatt*, Nr. 167, 30.8.2007. S. 21.

Manager-Magazin Online: Wulff gegen Blackstone. http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,495644,00.html [Zugriff: 19.8.2007].

Morgan Stanley Research Europe (Hrsg.): *Gerresheimer AG: Defensive Growth With Attractive Risk/Reward.* London: ohne Verlag, 2007.

Mortsiefer, Henrik: „Wir sind nicht am Ende“. Interview mit Rolf Christof Dienst. http://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/Finanzen-Boerse-Dax-Aktienmaerkte;art130,2351679 [Zugriff: 19.8.2007].

Müller Klaus-Peter/Steffens, Udo, Die Zukunft der Finanzdienstleistungsindustrien in Deutschland, veröffentlicht.

Müntefering, Franz: Freiheit und Verantwortung. Das neue Grundsatzprogramm der SPD. In: SPD (Hrsg.): *Tradition und Fortschritt. Start der Programmdebatte.* Berlin: ohne Verlag, 2005. S. 10–19.

NVP und Ernst & Young (Hrsg.): *Survey of the Economic and Social Impact of Buyouts in the Netherlands. A look at the accelerated development of companies following private equity investment.* Ohne Ort: ohne Verlag, 2004.

O.V.: Big private equity groups polish German image. In: *Reuters News*, 2.7.2007. Ohne Seite.

O.V.: European Financial Investors Focus on German Medium-Sized Cos. In: *Handelsblatt*, 11.7.2007. Ohne Seite.

O.V.: German regulator warns of private equity threat. In: *New Zealand Herald,* 13.1.2007. Ohne Seite.

O.V.: Grohe entlässt 943 Menschen. Vereinbarung zwischen Betriebsrat und Management. In: *Handelsblatt*, 8.6.2005. Ohne Seite. http://www.handelsblatt.com/news/Default.aspx?_p=200038&_t=ft&_b=909848, Zugriff: [19.8.2007].

O.V.: Stolze Bewertung von Gerresheimer. In: *Financial Times Deutschland*, 30.05.2007. Ohne Seite. http://www.ftd.de/boersen_maerkte/analysten/:Das%20Kapital%20Stolze%20Bewertung%20Gerresheimer/206075.html, [Zugriff: 9.8.2007].

OnVista: Börsenlexikon. Eigenkapitalquote. http://aktien.onvista.de/lexikon.html?FROM_LETTER=E&ID_DEFINITION=322 [Zugriff: 19.8.2007].

OnVista: Kurzportrait Gerresheimer AG. http://aktien.onvista.de/profil.html?ID_OSI=16735253 [Zugriff: 19.8.2007].

Orange, Richard: German companies cheap targets for private equity. In: *The Business*, 3.2.2007. Ohne Seite.

Paul, Holger: Das Treffen der Finanzinvestoren. Die Risiken wachsen. In: *Stuttgarter Zeitung*, 24.2.2007. S. 13.

Rosenbush, Steve: Blackstone: „This Is Our Market Now". After a rough debut for the private equity firm, it reported strong quarterly results and made the case for optimism about the future. In: *BusinessWeek Online*, 14.8.2007. Ohne Seite.

Rosenbush, Steve: The Money Behind the Private Equity Boom. Low-profile pension funds are funding the historic buyout wave, to pay for the retirement of teachers and other government workers. In: *BusinessWeek Online*, 7.11.2006. Ohne Seite. [http://www.businessweek.com/investor/content/nov2006/pi20061107_031256.htm, Zugriff: 19.8.2007].

Rubinroit, Harris: Chrysler Forced to Pay Higher Rates on Buyout Debt. http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=conewsstory&refer=conews&tkr=DCX:US&sid=aEhcVLBwB2cs [Zugriff: 19.8.2007].

Schäfer, Daniel: Der König der Wall Street feiert Party. Stephen Schwarzman. In: *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung,* Nr. 6, 11.2.2007. S. 40.

Schäfer, Daniel: *Die Wahrheit über die Heuschrecken. Wie Finanzinvestoren die Deutschland AG umbauen.* 2. Auflage. Frankfurt am Main: Frankfurter Allgemeine Buch, 2006.

Singer, Jason und Dana Cimilluca: A strategic advantage – Market turmoil gives corporate buyers edge over private equity. In: *The Wall Street Journal Europe*, 31.7.2007. S. 1.

Syre, Rita: Unüberwindbare Hürden. In: *manager magazin Online*, 9.5.2007. S. 0. [http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/0,2828,481956,00.html, Zugriff: 19.8.2007].

Taub, Stephen: HCA Deal Would Be Biggest LBO Ever. The acquisition of the hospital management company would top the $31 billion Kohlberg Kravis shelled out for RJR Nabisco. http://www.cfo.com/article.cfm/7215769 [Zugriff: 19.8.2007].

Tully, Shawn et al.: Risk Returns With a Vengeance. In: *Fortune*. 156. Jg., 2007, Nr. 5. S. 50.

Welt Online: Finanzkrise kühlt deutsches Geschäftsklima ab. http://www.welt.de/wirtschaft/article1140613/Finanzkrise_kuehlt_deutsches_Geschaeftsklima_ab.html?r=RSS [Zugriff: 19.8.2007].

Wessendorff, Alexander: Lenders mull pulling out of TXU and pay 1 bln usd break-up fee. http://www.forbes.com/markets/feeds/afx/2007/07/31/afx3970131.html [Zugriff: 19.8.2007].

Westerheide, Peter: Gute Note, niedriger Zins. Die verschärften Kreditvorschriften für Banken führen zu einem Umdenken bei den Unternehmen / Leasing und Mezzaninekapital gewinnen an Bedeutung. In: *Süddeutsche Zeitung*, 8.3.2007.

FRANKFURT SCHOOL / HFB – WORKING PAPER SERIES

No.	Author/Title	Year
88.	Bannier, Christina / Hirsch, Christian The Economics of Rating Watchlists: Evidence from Rating Changes	2007
87.	Demidova-Menzel, Nadeshda / Heidorn, Thomas Gold in the Investment Portfolio	2007
86.	Hölscher, Luise / Rosenthal, Johannes Leistungsmessung der Internen Revision	2007
85.	Bannier, Christina / Hänsel, Dennis Determinants of banks' engagement in loan securitization	2007
84.	Bannier, Christina "Smoothing" versus "Timeliness" - Wann sind stabile Ratings optimal und welche Anforderungen sind an optimale Berichtsregeln zu stellen?	2007
83.	Bannier, Christina Heterogeneous Multiple Bank Financing: Does it Reduce Ine±cient Credit-Renegotiation Incidences?	2007
82.	Cremers, Heinz / Löhr, Andreas Deskription und Bewertung strukturierter Produkte unter besonderer Berücksichtigung verschiedener Marktszenarien	2007
81.	Demidova-Menzel, Nadeshda / Heidorn, Thomas Commodities in Asset Management	2007
80.	Cremers, Heinz / Walzner, Jens Risikosteuerung mit Kreditderivaten unter besonderer Berücksichtigung von Credit Default Swaps	2007
79.	Cremers, Heinz / Traughber, Patrick Handlungsalternativen einer Genossenschaftsbank im Investmentprozess unter Berücksichtigung der Risikotragfähigkeit	2007
78.	Gerdesmeier, Dieter / Roffia, Barbara Monetary Analysis: A VAR Perspective	2007
77	Heidorn, Thomas / Kaiser, Dieter G. / Muschiol, Andrea Portfoliooptimierung mit Hedgefonds unter Berücksichtigung höherer Momente der Verteilung	2007
76	Schalast, Christoph / Ockens, Klaas / Jobe, Clemens J. / Safran, Robert Work-Out und Servicing von notleidenden Krediten – Berichte und Referate des HfB-NPL Servicing Forums 2006	2006
75	Abrar, Kamyar Fusionskontrolle in dynamischen Netzsektoren am Beispiel des Breitbandkabelsektors	2006
74.	Schanz, Kay-Michael / Schalast, Christoph – Wertpapierprospekte – Markteinführungspublizität nach EU-Prospektverordnung und Wertpapierprospektgesetz 2005	2006
73.	Dickler, Robert A. /Schalast, Christoph Distressed Debt in Germany: What´s Next? Possible Innovative Exit Strategies	2006
72.	Belke, Ansgar / Polleit, Thorsten How the ECB and the US Fed set interest rates	2006
71.	Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Heterogenität von Hedgefondsindizes	2006
70.	Löchel, Horst / Baumann, Stefan The Endogeneity Approach of the Theory of Optimum Currency Areas - What does it mean for ASEAN + 3?	2006
69.	Heidorn, Thomas / Trautmann, Alexandra Niederschlagsderivate	2005
68.	Heidorn, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Möglichkeiten der Strukturierung von Hedgefondsportfolios	2005
67.	Weber, Christoph Kapitalerhaltung bei Anwendung der erfolgsneutralen Stichtagskursmethode zur Währungsumrechnung	2005
66.	Schalast, Christoph / Daynes, Christian Distressed Debt-Investing in Deutschland - Geschäftsmodelle und Perspektiven -	2005
65.	Gerdesmeier, Dieter / Polleit, Thorsten Measures of excess liquidity	2005

64.	Hölscher, Luise / Harding, Perham / Becker, Gernot M. Financing the Embedded Value of Life Insurance Portfolios	2005
63.	Schalast, Christoph Modernisierung der Wasserwirtschaft im Spannungsfeld von Umweltschutz und Wettbewerb – Braucht Deutschland eine Rechtsgrundlage für die Vergabe von Wasserversorgungskonzessionen? –	2005
62.	Bayer, Marcus / Cremers, Heinz / Kluß, Norbert Wertsicherungsstrategien für das Asset Management	2005
61.	Löchel, Horst / Polleit, Thorsten A case for money in the ECB monetary policy strategy	2005
60.	Schanz, Kay-Michael / Richard, Jörg / Schalast, Christoph Unternehmen im Prime Standard - „Staying Public“ oder „Going Private“? - Nutzenanalyse der Börsennotiz -	2004
59.	Heun, Michael / Schlink, Torsten Early Warning Systems of Financial Crises - Implementation of a currency crisis model for Uganda	2004
58.	Heimer, Thomas / Köhler, Thomas Auswirkungen des Basel II Akkords auf österreichische KMU	2004
57.	Heidorn, Thomas / Meyer, Bernd / Pietrowiak, Alexander Performanceeffekte nach Directors´Dealings in Deutschland, Italien und den Niederlanden	2004
56.	Gerdesmeier, Dieter / Roffia, Barbara The Relevance of real-time data in estimating reaction functions for the euro area	2004
55.	Barthel, Erich / Gierig, Rauno / Kühn, Ilmhart-Wolfram Unterschiedliche Ansätze zur Messung des Humankapitals	2004
54.	Anders, Dietmar / Binder, Andreas / Hesdahl, Ralf / Schalast, Christoph / Thöne, Thomas Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktrechts I : Non-Performing-Loans / Faule Kredite - Handel, Work-Out, Outsourcing und Securitisation	2004
53.	Polleit, Thorsten The Slowdown in German Bank Lending – Revisited	2004
52.	Heidorn, Thomas / Siragusano, Tindaro Die Anwendbarkeit der Behavioral Finance im Devisenmarkt	2004
51.	Schütze, Daniel / Schalast, Christoph (Hrsg.) Wider die Verschleuderung von Unternehmen durch Pfandversteigerung	2004
50.	Gerhold, Mirko / Heidorn, Thomas Investitionen und Emissionen von Convertible Bonds (Wandelanleihen)	2004
49.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Krieger, Christian Temperaturderivate zur strategischen Absicherung von Beschaffungs- und Absatzrisiken	2003
48.	Becker, Gernot M. / Seeger, Norbert Internationale Cash Flow-Rechnungen aus Eigner- und Gläubigersicht	2003
47.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Notes on convexity and quanto adjustments for interest rates and related options	2003
46.	Hess, Dieter Determinants of the relative price impact of unanticipated Information in U.S. macroeconomic releases	2003
45.	Cremers, Heinz / Kluß, Norbert / König, Markus Incentive Fees. Erfolgsabhängige Vergütungsmodelle deutscher Publikumsfonds	2003
44.	Heidorn, Thomas / König, Lars Investitionen in Collateralized Debt Obligations	2003
43.	Kahlert, Holger / Seeger, Norbert Bilanzierung von Unternehmenszusammenschlüssen nach US-GAAP	2003
42.	Beiträge von Studierenden des Studiengangs BBA 012 unter Begleitung von Prof. Dr. Norbert Seeger Rechnungslegung im Umbruch - HGB-Bilanzierung im Wettbewerb mit den internationalen Standards nach IAS und US-GAAP	2003
41.	Overbeck, Ludger / Schmidt, Wolfgang Modeling Default Dependence with Threshold Models	2003
40.	Balthasar, Daniel / Cremers, Heinz / Schmidt, Michael Portfoliooptimierung mit Hedge Fonds unter besonderer Berücksichtigung der Risikokomponente	2002

39.	Heidorn, Thomas / Kantwill, Jens Eine empirische Analyse der Spreadunterschiede von Festsatzanleihen zu Floatern im Euroraum und deren Zusammenhang zum Preis eines Credit Default Swaps	2002
38.	Böttcher, Henner / Seeger, Norbert Bilanzierung von Finanzderivaten nach HGB, EstG, IAS und US-GAAP	2003
37.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	2002
36.	Heidorn, Thomas Bewertung von Kreditprodukten und Credit Default Swaps	2001
35.	Heidorn, Thomas / Weier, Sven Einführung in die fundamentale Aktienanalyse	2001
34.	Seeger, Norbert International Accounting Standards (IAS)	2001
33.	Stehling, Frank / Moormann, Jürgen Strategic Positioning of E-Commerce Business Models in the Portfolio of Corporate Banking	2001
32.	Strohhecker, Jürgen / Sokolovsky, Zbynek Fit für den Euro, Simulationsbasierte Euro-Maßnahmenplanung für Dresdner-Bank-Geschäftsstellen	2001
31.	Roßbach, Peter Behavioral Finance - Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie?	2001
30.	Heidorn, Thomas / Jaster, Oliver / Willeitner, Ulrich Event Risk Covenants	2001
29.	Biswas, Rita / Löchel, Horst Recent Trends in U.S. and German Banking: Convergence or Divergence?	2001
28.	Löchel, Horst / Eberle, Günter Georg Die Auswirkungen des Übergangs zum Kapitaldeckungsverfahren in der Rentenversicherung auf die Kapitalmärkte	2001
27.	Heidorn, Thomas / Klein, Hans-Dieter / Siebrecht, Frank Economic Value Added zur Prognose der Performance europäischer Aktien	2000
26.	Cremers, Heinz Konvergenz der binomialen Optionspreismodelle gegen das Modell von Black/Scholes/Merton	2000
25.	Löchel, Horst Die ökonomischen Dimensionen der ‚New Economy'	2000
24.	Moormann, Jürgen / Frank, Axel Grenzen des Outsourcing: Eine Exploration am Beispiel von Direktbanken	2000
23.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Peter / Seiler, Stefan Neue Möglichkeiten durch die Namensaktie	2000
22.	Böger, Andreas / Heidorn, Thomas / Graf Waldstein, Philipp Hybrides Kernkapital für Kreditinstitute	2000
21.	Heidorn, Thomas Entscheidungsorientierte Mindestmargenkalkulation	2000
20.	Wolf, Birgit Die Eigenmittelkonzeption des § 10 KWG	2000
19.	Thiele, Dirk / Cremers, Heinz / Robé, Sophie Beta als Risikomaß - Eine Untersuchung am europäischen Aktienmarkt	2000
18.	Cremers, Heinz Optionspreisbestimmung	1999
17.	Cremers, Heinz Value at Risk-Konzepte für Marktrisiken	1999
16.	Chevalier, Pierre / Heidorn, Thomas / Rütze, Merle Gründung einer deutschen Strombörse für Elektrizitätsderivate	1999
15.	Deister, Daniel / Ehrlicher, Sven / Heidorn, Thomas CatBonds	1999
14.	Jochum, Eduard Hoshin Kanri / Management by Policy (MbP)	1999

13.	Heidorn, Thomas Kreditderivate	1999
12.	Heidorn, Thomas Kreditrisiko (CreditMetrics)	1999
11.	Moormann, Jürgen Terminologie und Glossar der Bankinformatik	1999
10.	Löchel, Horst The EMU and the Theory of Optimum Currency Areas	1998
09.	Löchel, Horst Die Geldpolitik im Währungsraum des Euro	1998
08.	Heidorn, Thomas / Hund, Jürgen Die Umstellung auf die Stückaktie für deutsche Aktiengesellschaften	1998
07.	Moormann, Jürgen Stand und Perspektiven der Informationsverarbeitung in Banken	1998
06.	Heidorn, Thomas / Schmidt, Wolfgang LIBOR in Arrears	1998
05.	Jahresbericht 1997	1998
04.	Ecker, Thomas / Moormann, Jürgen Die Bank als Betreiberin einer elektronischen Shopping-Mall	1997
03.	Jahresbericht 1996	1997
02.	Cremers, Heinz / Schwarz, Willi Interpolation of Discount Factors	1996
01.	Moormann, Jürgen Lean Reporting und Führungsinformationssysteme bei deutschen Finanzdienstleistern	1995

HFB – WORKING PAPER SERIES
CENTRE FOR PRACTICAL QUANTITATIVE FINANCE

No.	Author/Title	Year
04.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Interest Rate Convexity and the Volatility Smile	2006
03.	Becker, Christoph/ Wystup, Uwe On the Cost of Delayed Currency Fixing	2005
02.	Boenkost, Wolfram / Schmidt, Wolfgang M. Cross currency swap valuation	2004
01.	Wallner, Christian / Wystup, Uwe Efficient Computation of Option Price Sensitivities for Options of American Style	2004

HFB – SONDERARBEITSBERICHTE DER HFB - BUSINESS SCHOOL OF FINANCE & MANAGEMENT

No.	Author/Title	Year
01.	Nicole Kahmer / Jürgen Moormann Studie zur Ausrichtung von Banken an Kundenprozessen am Beispiel des Internet (Preis: € 120,--)	2003

Printed edition: € 25.00 + € 2.50 shipping

Download: http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/Publications/list_of_publication?year=2007

Order address / contact

Frankfurt School of Finance & Management
Sonnemannstr. 9 – 11 ▪ D – 60314 Frankfurt/M. ▪ Germany
Phone: +49 (0) 69 154 008 – 734 ▪ Fax: +49 (0) 69 154 008 – 728
eMail: m.biemer@frankfurt-school.de
Further information about Frankfurt School of Finance & Management
may be obtained at: http://www.frankfurt-school.de