

Schalast, Christoph; Buxkaemper, Marius; Büchler, Christian; Wedel, Gregor

Working Paper

Incentivierung des Managements bei Unternehmenskäufen/Buy-Outs mit Private Equity Investoren - eine empirische Untersuchung

Frankfurt School - Working Paper Series, No. 161

Provided in Cooperation with:

Frankfurt School of Finance and Management

Suggested Citation: Schalast, Christoph; Buxkaemper, Marius; Büchler, Christian; Wedel, Gregor (2011) : Incentivierung des Managements bei Unternehmenskäufen/Buy-Outs mit Private Equity Investoren - eine empirische Untersuchung, Frankfurt School - Working Paper Series, No. 161, Frankfurt School of Finance & Management, Frankfurt a. M.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/45494>

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.

Frankfurt School – Working Paper Series

No. 161

**Incentivierung des Managements bei
Unternehmenskäufen/Buy-Outs mit
Private Equity Investoren
– eine empirische Untersuchung –**

**by Christoph Schalast, Marius Buxkaemper,
Christian Büchler, Gregor Wedell**



**Frankfurt School of
Finance & Management
Bankakademie | HfB**

Sonnemannstr. 9–11 60314 Frankfurt am Main, Germany
Phone: +49(0)69 154 0080 Fax: +49(0)69 154 008 728
Internet: www.frankfurt-school.de

Abstract

Since years, incentives for the management have become a standard upon acquisitions of companies by Private Equity Investors – so-called Buy-Outs. However, until this date there are no empirical studies available on the arrangements of management participations and potential conflicts of interest especially on occasion of sales from one Private Equity Investor to another – so-called Secondary Buy-Outs. This present study is based on a survey among Private Equity Investors and Management Teams in companies controlled by Private Equity Investors. It shows a high degree of sensibility of all parties concerned for the issue of incentives and the potential conflict of interest involved with it. It also showed that market standards for management incentives have developed in the meantime. In practice, the instrument to prevent conflicts is therefore the transparency of the transaction. The only way to prevent criminal and civil consequences (damages) for the managers involved, as well as obstructing or even frustrating the process as a whole, is an open and transparent communication about the selling process and possible concepts of incentives between all parties concerned, i.e. seller, buyer and the management involved. Despite the frequency of such transactions there are – until today – no market standards or guide lines for this necessary transparency. The present study intends to create initial groundwork for this.

Key words: Management Buy-Out, MBO, Management Buy-In, MBI, Leveraged Buy-Out, Private Equity, Secondary Buy-Out, Managementbeteiligung, Beteiligungsvertrag, Bad-Leaver/Good-Leaver, Interessenkonflikt, Beteiligungsquote, Garantien, Exit, Incentivierung, Reporting, Transparenz

JEL classification: K12, K19, K22, K29

ISSN: 14369753

Contact:

Prof. Dr. Christoph Schalast
Frankfurt School of Finance & Management
Academic Director M&A Studiengang
Sonnemannstraße 9-11
D-60314 Frankfurt am Main
c.schalast@fs.de

Marius Buxkaemper
Deutsche Bank AG
Corporate & Investment Bank
Global Banking – Structured Finance
Roßmarkt 18
D-60311 Frankfurt am Main
marius.buxkaemper@db.com

Christian Büchler
Commerzbank AG
Kaiserplatz
D-60311 Frankfurt am Main
christian.buechler@commerzbank.com

Gregor Wedell, LL.M.
Schalast & Partner Rechtsanwälte
Mendelssohnstraße 75-77
D-60325 Frankfurt am Main
gregor.wedell@schalast.com

1	Vorwort.....	4
2	Ausgangspunkt	5
2.1	Potentielle Interessenkonflikte bei Buy-Outs	5
2.2	Einzelne Problemlagen	6
2.2.1	Möglichkeiten der Einflussnahme durch das Management.....	6
2.2.2	Anreizsystem „niedriger Kaufpreis“.....	7
2.2.3	Auktion	8
3	Ergebnisse der Befragungen	8
3.1	Grundkonzept.....	8
3.2	Private Equity Sponsoren.....	8
3.2.1	Durchführung.....	8
3.2.2	Teilnehmer der Erhebung	9
3.2.3	Interessenkonflikte des Managements.....	11
3.2.4	Incentivierung des Managements	13
3.2.5	Zwischenergebnis	16
3.3	Management.....	17
3.3.1	Darstellung	17
3.3.2	Teilnehmer der Untersuchung	17
3.3.3	Incentivierung.....	19
3.3.4	Garantien, Exit, Reporting.....	23
3.3.5	Secondary Buy-Out	27
3.3.6	Zwischenergebnis	28
4	Bewertung und weitere Forschung	29
I.	Anhang: Fragebogen für Private Equity Sponsoren	31
II.	Anhang: Auswertung aller Fragen für Private Equity Sponsoren	38
III.	Anhang: Fragebogen für Management	54
IV.	Anhang: Auswertung aller Fragen für Management	54

1 Vorwort

Die vorliegende Publikation beruht auf den Bachelor Thesen von Christian Büchler und Marius Buxkaemper, die auf Anregung und mit Unterstützung der Co-Autoren im Wintersemester 2010/11 an der Frankfurt School entstanden sind. Eine gekürzte Fassung der Studie ist im Gablerverlag im Herausgeberwerk M&A Science Award 2010 erschienen. Mit dem vorliegenden Working Paper werden die Ergebnisse der Befragung zur Incentivierung von Management-Teams erstmals vollständig publiziert. Angesichts des Fehlens von empirischen Untersuchungen zu diesem Thema schien dies zweckmäßig. Das Forschungsprojekt, welches erstmals auf der Fachtagung „Mergers & Acquisitions im Spannungsfeld der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften – Aktuelle Erkenntnisse aus Forschung und Praxis“, der Mergers & Acquisitions Alumni Deutschland e.V. am 4. November 2010 präsentiert wurde, wurde mit dem M&A Science Award 2010 (3. Rang) ausgezeichnet.

Ausdrücklich möchten wir uns bei Dr. Jutta Wollersheim, M.Sc. (TU München) für ihre Unterstützung bedanken. Für die vorliegende Untersuchung und ihre Auswertung sind allein die Autoren verantwortlich.

2 Ausgangspunkt

2.1 Potentielle Interessenkonflikte bei Buy-Outs

Unternehmenskäufe mit Beteiligung von Private Equity Investoren (Buy-Outs) weisen eine Reihe von Besonderheiten auf; eine davon ist die Incentivierung der Geschäftsführung bei Management-Buy-Outs (MBO)¹, Management-Buy-Ins (MBI)² oder auch sogenannten Secondary-Buy-Outs (SBO)³, bei dem ein Finanzinvestor ein Unternehmen an einen anderen Private Equity Investor weiter veräußert. Solche Transaktionen können zu Interessenkonflikten zwischen dem Management-Team/und den Eigentümern des Unternehmens (MBO/MBI) sowie den Alt- bzw. Neu-Gesellschaftern führen (SBO). Manager von Zielunternehmen wissen heute, dass Incentivierungen durch Private Equity Sponsoren marktüblich sind, aber auf der anderen Seite auch mit Risiken etwa im Hinblick auf persönliche Garantien verbunden sind.

Wenn heute Unternehmen veräußert werden, unabhängig davon, ob es sich um eine Nachfolgeregelung, den Verkauf eines nicht strategischen Konzernteils (Carve-Out) oder den Exit eines Private Equity Investors handelt, wird regelmäßig ein Auktionsverfahren durchgeführt. In diesem Verfahren hat das Management erhebliche Möglichkeiten, auf die Auswahl des künftigen Eigentümers Einfluss zu nehmen. Dies beginnt bereits bei der Formulierung einer künftigen Unternehmensstrategie mit Wachstums- und Entwicklungsszenarien, der Unterstützung des Due Diligence-Prozesses sowie insbesondere den in einem solchen Verfahren üblichen Management-Präsentationen.⁴ Dabei lässt es sich gar nicht vermeiden, dass das Management bei der Vorbereitung eines Unternehmenskaufes und lange bevor der Käufer feststeht in Kontakt mit Kaufinteressenten gerät. Hinzu kommt, dass Manager auch selbst Kaufinteressenten identifizieren können. Im weiteren Verlauf des Verkaufsprozesses, das heißt, der Datenraumphase und den Question und Answers, wird dieser Kontakt regelmäßig intensiver werden. Spätestens in dieser Phase wird sich bei den beteiligten Managern eine Meinung dahingehend herausgebildet haben, wer für sie der attraktivste Erwerber ist – insbesondere wer ihnen das attraktivste Beteiligungspaket anbietet. Dies gilt umso mehr, wenn diese Pakete – was eine der Fragen in der nachfolgenden empirischen Untersuchung war – bereits vor Abschluss der Transaktion präsentiert werden. Es ist also nicht auszuschließen, dass in dieser Phase einer Transaktion die Loyalitäten des Managements schwankend werden, ungeachtet der Tatsache, dass die rechtlichen Verpflichtungen aus Geschäftsführerdienstvertrag und Organstellung weiter bestehen. Verletzungen dieser Pflichten könnten zu Schadensersatzansprüchen gegenüber den (Noch-) Eigentümern aus § 823 Abs. 2 BGB i.V.m. den Vermögenstatbeständen von StGB, AktG und GmbHG führen. Die (Noch-) Gesellschafter sollten sich in dieser Phase des potentiellen Konfliktes bewusst sein und können gegebenen-

¹ Vgl. Schalast/Barten (2008), S. 10

² Vgl. Schneck (2006), S. 258

³ Vgl. Gietl (2009), S. 2

⁴ Vgl. Wedell (2008), S. 35 ff.

falls Gegenstrategien (z.B. eigene Incentivierungspakete und Transparenzpflichten etc.) umsetzen, was aber möglicherweise Folgekonflikte noch weiter verschärft.

In der Literatur wurde die Thematik der Managementbeteiligung bei Transaktionen mit Private Equity Investoren häufig, seltener aber die damit verbundenen Zielkonflikte problematisiert.⁵ Im Vordergrund der Untersuchungen stehen gesellschaftsrechtliche und praktische Fragestellungen sowie Fragestellungen der steuerlichen Optimierung.⁶ Soweit ersichtlich fehlen – bis auf die Studie von Weihe und Elschen, die allerdings Interessenkonflikte bei M&A-Prozessen im Allgemeinen betrachten⁷ – empirische Untersuchungen zu der Thematik. Insbesondere fehlen Informationen über die heute im Markt üblichen Strukturen der Managementbeteiligungen, ihre Einschätzung durch die Private Equity Investoren und die Management-Teams. In den Corporate Governance Guidelines von 2005/2010 der European Private Equity & Venture Capital Association (EVCA) wird die Thematik nur am Rande angesprochen und letztendlich wird nur abstrakt „Transparenz“ eingefordert. Konkrete Guidelines zur Erreichung der erforderlichen Transparenz und auch zum richtigen Zeitpunkt fehlen dagegen. Vorrangiges Ziel der vorliegenden Studie ist es, durch eine Befragung von Managern in Unternehmen, die im Eigentum von Private Equity Sponsoren sind sowie von Private Equity Managern. Informationen über die Struktur von heute üblichen Managementincentivierungen sowie das Bewusstsein der Beteiligten für damit verbundene Interessenkonflikte zu erlangen. Weiteres Ziel der Untersuchung ist es, Grundlagen für künftige Forschungen in diesem Bereich zur Verfügung zu stellen.

2.2 Einzelne Problemlagen⁸

2.2.1 Möglichkeiten der Einflussnahme durch das Management

Nach dem Regelablauf einer solchen Transaktion kommt das Management üblicherweise zu einem frühen Stadium der Transaktion mit der Käuferseite in Berührung. Ab diesem Zeitpunkt besteht für das Management die Möglichkeit, durch die Art und Weise des Auftretens und die Art und Güte der zur Verfügung gestellten Informationen die Überlegungen des Käufers insbesondere zur Kaufpreisfindung entscheidend zu beeinflussen. Insbesondere die Planzahlen für die Zukunft, die allein vom Management ermittelt werden, haben in den gängigen Unternehmensbewertungsmethoden einen derart hohen Einfluss auf die Kaufpreisbildung, dass auch insoweit erhebliche Auswirkungen des Handelns der Geschäftsführung entstehen.⁹ Wei

⁵ Vgl. Rhein (1996); Tirpitz (2001); Hohaus/Koch-Schulte (2008)

⁶ Vgl. beispielhaft hierfür: Hohhaus/Weber (2010), S. 2771-2777

⁷ Vgl. Weihe (2003); Weihe/Elschen (2004)

⁸ Der folgende Abschnitt beruht auf Wedell (2008), S. 35-37

⁹ Vgl. Brebeck/Kohres/Schönbeck (2005), S. 91

terhin besteht die Möglichkeit, in unterschiedlicher Intensität Risiken und Chancen, die in der Gesellschaft oder ihrem Geschäftsmodell liegen, aufzudecken, beziehungsweise entsprechende Inhalte den Datenrauminformationen beizufügen.

Dies muss nicht einmal in der Absicht geschehen, damit zum Beispiel den Kaufpreis, den die Altgesellschafter schließlich erhalten, zu verringern, sondern diese Vorgehensweise mag auch häufig entsprechenden Empfehlungen der Berater auf Verkäuferseite folgen, wenn man sich dort nach den Umständen der Gesellschaft entschlossen hat, dem Käufer Kenntnis über möglichst viele Risiken in der Due Diligence zu verschaffen, um danach eine entsprechende Position im Rahmen der Verhandlungen über den Gewährleistungskatalog beziehen zu können.¹⁰

In Bezug auf die Planungen der Geschäftsführung für die Zukunft und die entsprechenden Auswirkungen auf den Preis wird es im Interesse der Altgesellschafter sein, ein möglichst positives Bild der Entwicklungsmöglichkeiten und der erzielbaren Erträge zeichnen zu lassen, während es eher im Interesse des Managements sein dürfte, hier konservative Planzahlen zu Grunde zu legen. Denn das Management wird später vom Erwerber eben an der Zielerreichung in Bezug auf diese Planzahlen gemessen und auch ohne eine MBO-Maßnahme bestimmen sich ohne Weiteres die erfolgsabhängigen Gehaltskomponenten des Managements an einer solchen Zielerreichung.¹¹

2.2.2 Anreizsystem „niedriger Kaufpreis“

Insbesondere in Bezug auf die Kaufpreisfindung wird der Konflikt zwischen den Interessen der Altgesellschafter und denen des Managements deutlich. Während die Altgesellschafter selbstverständlich an der Erzielung eines möglichst hohen Kaufpreises interessiert sind, wäre es ungeachtet der gesetzlichen und schuldrechtlichen Bindungen des Managements an die Altgesellschafter allein im Hinblick auf die künftige MBO-Maßnahme für das Management erstrebenswert, wenn der Kaufpreis so niedrig wie möglich ausfallen könnte.

Dies wird deutlich, wenn man auf die Regelabläufe der LBO/MBO Struktur zurückgeht. Je niedriger der Gesamtkaufpreis für das Private Equity Unternehmen ist, desto niedriger ist auch der Eigenkapitalanteil dem das Management zum Erwerb seiner Anteile einsetzen muss.

Zu dem hat die Höhe des Kaufpreises erhebliche Auswirkungen auf die nachher beim Zielunternehmen anfallenden Zins- und Tilgungsbelastungen.¹² Diese Belastungen beeinflussen zum einen die Liquidität und damit die unternehmerische Gestaltungsfreiheit der Geschäftsführung, zum anderen ist davon auszugehen, dass bei einem niedrigen Kaufpreis die durch den Exit zu erzielenden Profite entsprechend höher ausfallen, auch wenn es an deren Verteilung zwischen dem ausscheidenden Investor und dem Management geht.

¹⁰ Vgl. Haas/Müller (2004), S. 1172

¹¹ Vgl. Bittmann (2005), S. 324

¹² Siehe dazu Schaffler (2006), S. 2 m.w.N.

Auch insoweit ist eine klar gegenläufige Interessenlage des Managements und der Altgesellschafter erkennbar, während sich die Interessen des Managements mit denen des Erwerbers nahezu decken.

2.2.3 Auktion

Besondere Probleme entstehen dann, wenn im Rahmen einer Auktion neben Finanzinvestoren auch strategische Investoren angesprochen werden. Während bei einem Erwerb durch einen Finanzinvestoren das MBO-Paket mit einer erheblichen Beteiligung und entsprechenden vermögensrechtlichen Auswirkungen lockt, droht bei einem Erwerb durch einen Strategen unter Umständen sogar die Entlassung des Managements, je nach dem, welche Synergien der Erwerber haben möchte.

Vor diesem Hintergrund ergeben sich vielfältige Ableitungen dieser Problemlagen, je nach dem, ob die Zusammenhänge aus dem Blickwinkel des Private Equity Sponsors oder des Managements betrachtet werden.

Hier setzen die Fragestellungen an, die zur Zusammenstellung und Ausgestaltung der Fragebögen für die empirischen Erhebungen geführt haben.

3 Ergebnisse der Befragungen

3.1 Grundkonzept

Für die vorliegende Untersuchung wurden die Adressaten im November und Dezember 2010 auf Grundlage eines von den Autoren abgestimmten Fragebogens (siehe Anhang 1 und 3) angeschrieben. Befragt wurden Geschäftsführer von Private Equity Sponsoren sowie die Geschäftsführer von Unternehmen, die von Private Equity Sponsoren kontrolliert werden. Nachfolgend werden die Ergebnisse der Befragung im Zusammenhang dargestellt. Die vollständige Auswertung der Fragebögen finden sich im Anhang 2 – (Private Equity Sponsoren) und Anhang 4 – (Management). Bezugnahmen auf Auswertungen im Anhang sind mit dem Buchstaben „F“ sowie der laufenden Nummer der Frage gekennzeichnet.

3.2 Private Equity Sponsoren

3.2.1 Durchführung

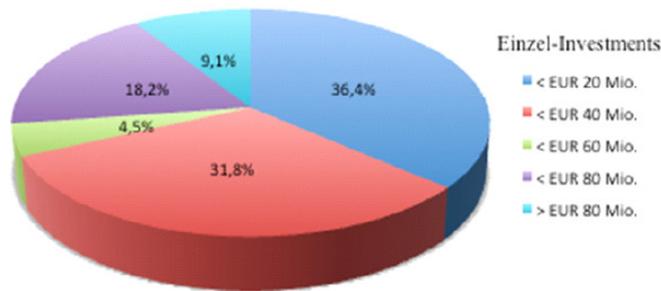
Zwischen Mitte November und Dezember 2010 wurde die Befragung mit dem Ziel durchgeführt, die Einschätzungen von auf dem deutschen Markt aktiven Private Equity Sponsoren zu Interessenkonflikten und möglichen Incentivierungen des Managements bei MBOs, MBIs und SBOs zu erfassen und zu analysieren. Dazu wurden 60 Private Equity Sponsoren – alles Mitglieder im Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften – befragt, die auf dem deutschen Markt vorrangig in kleine und mittelständische Unternehmen investieren. Adressat des Fragebogens war die Geschäftsführung des Private Equity Sponsors,

der Anonymität zugesichert wurde. Die Rücklaufquote betrug 36,67%, was einer Anzahl von 22 auswertbaren Fragebögen entspricht. Der für die Untersuchung eingesetzte Fragebogen gliedert sich in drei Blöcke: Angaben zum Private Equity Sponsor, Interessenkonflikte des Managements und Incentivierung/Beteiligung des Managements. Im ersten Block werden allgemeine Information, wie z.B. Volumen der in Fonds verwalteten Eigenmittel oder welche Branchenschwerpunkte vorliegen, abgefragt. Der zweite Block umfasst Fragen zu strategischen Entscheidungen im Transaktionsprozess und Einschätzungen und Wahrnehmungen zu dem Interessenkonflikt. Der dritte Block untersucht schließlich die Incentivierungen des Managements im Detail.

3.2.2 Teilnehmer der Erhebung

Trotz der Sensibilität des Themas zeigt die gute Rücklaufquote von 36,67% sowie die Tatsache, dass knapp die Hälfte der Teilnehmer Interesse an den Ergebnissen der Studie haben, welchen Stellenwert diese Thematik bei den Teilnehmern hat. Aus dem Teilnehmerfeld der Studie verwalten zehn Private Equity Sponsoren Eigenmittel-Fonds mit einem Gesamtvolumen von mehr als 300 Mio. €, was mit 45,5% der Mehrheit entspricht (F1). Ein Teilnehmer bildet eine Ausnahme, da das Kapital nicht in einem Fondsvehikel gesammelt, verwaltet und aus diesem investiert wird, sondern Kapital „deal-by-deal“, also erst bei konkretem Finanzierungsanlass bereitgestellt wird. Dass die angeschriebenen Investoren auch größtenteils in kleine bis mittelständische Unternehmen investieren, zeigt sich darin, dass ca. 68,2% der getätigten Einzel-Investments unter 40 Mio. € lagen (Abbildung 2.1).

Abbildung 2.1 Aufteilung Einzelinvestments

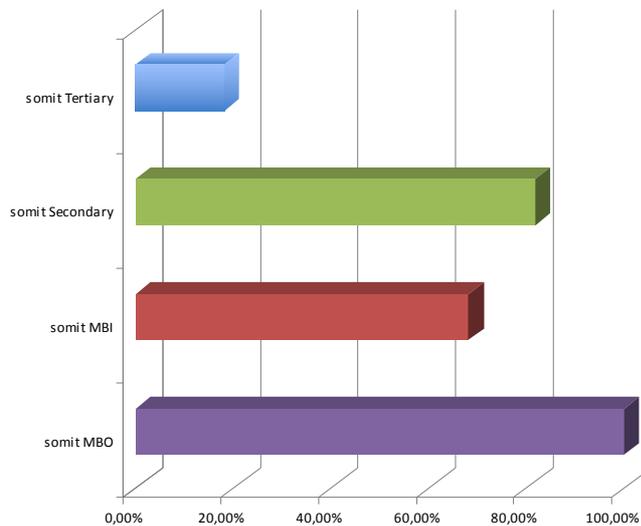


Werden die Private Equity Sponsoren nach ihren Branchenschwerpunkten befragt, so ergibt sich ein gemischtes Bild. Bei der Frage waren Mehrfachnennungen möglich. Mit neun Antworten (29,0%) geben die meisten Investoren an, keinen definierten Schwerpunkt zu haben. Die am zweithäufigsten genannte Antwort ist das Gesundheitswesen, die acht Teilnehmer als Fokus angegeben haben. Weitere Nennungen gab es bei dieser Frage auch für produzierendes/verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistungen mit 12,9% bzw.

19,4% der Befragten. Darüber hinaus haben vier Teilnehmer der Untersuchung andere Schwerpunkte wie Restrukturierungen (zwei Nennungen) und Retail, Consumer & Leisure oder Energie, Bildung & Industrietechnik (jeweils eine Nennung). Der Anteil des Gesundheitswesens von 25,8% liegt dabei im Trend und der Bereich wies im Jahr 2009 europaweit eine der höchsten Investitionsvolumina auf (F3).¹³

Von großer Relevanz für das Ziel der Untersuchung ist die Frage, welche der Transaktionsvarianten MBO, MBI oder SBO durchgeführt wurden. Alle befragten Private Equity Sponsoren haben mindestens zwei der oben genannten Varianten durchgeführt. Der MBO mit 100% und der SBO mit 81,8% sind die am häufigsten durchgeführten Transaktionen. MBIs wurden von 68,2% der Investoren begleitet. Damit lassen sich also zu jeder der drei in dieser Studie untersuchten Transaktionsarten Aussagen treffen (Abbildung 2.2).

Abbildung 2.2 Durchgeführte Transaktionsarten



Eine zentrale Frage für eine Einflussnahme durch das Management und potentielle Interessenkonflikte ist, zu welchem Zeitpunkt es in die Gespräche mit einbezogen wird. Die Relevanz resultiert aus der angesprochenen Bedeutung des Managements als Informationslieferant und der Schlüsselposition in Bezug auf die Unternehmensführung. Mit 72,7% hat die deutliche Mehrheit der Teilnehmer die Geschäftsführung des

¹³ Vgl. BVK (2010), S. 7

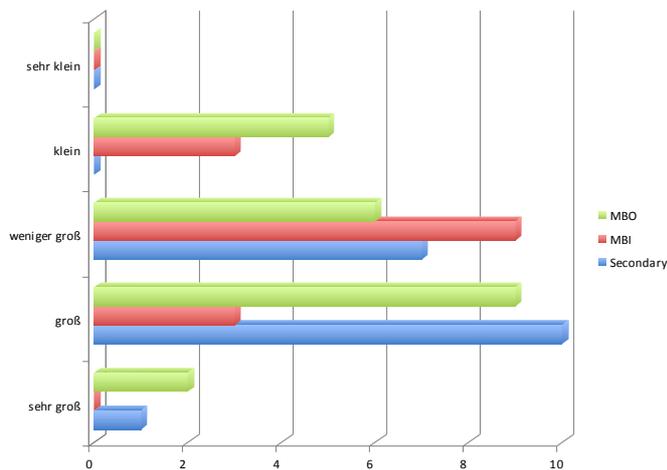
jeweiligen Zielunternehmens von Anfang an in die Gespräche mit einbezogen. Nur 22,7% der Befragten haben angegeben, das Management erst kurz vor oder nach Unterzeichnung des Unternehmenskaufvertrages mit einbezogen zu haben. Ein befragter Private Equity Sponsor gab an, das Management erst nach der Wirksamkeit der Abtretung der Anteile eingebunden zu haben (F5).

3.2.3 Interessenkonflikte des Managements

Dieser Abschnitt fragt nach potentiellen Interessenkonflikten, die für das Management bei einer Private Equity Transaktion entstehen können. Insbesondere wird untersucht, welche Bedeutung diese Konflikte für den Private Equity Sponsor haben und ob Management Teams versuchen, Einfluss auf die Transaktion zu nehmen.

Die erste Frage dieses Abschnittes erfasst die generelle Einschätzung der Private Equity Sponsoren zum Stellenwert der Interessenkonflikte des Managements bei den hier behandelten Transaktionen, ohne auf einzelne der vorher genannten Konflikte einzugehen.

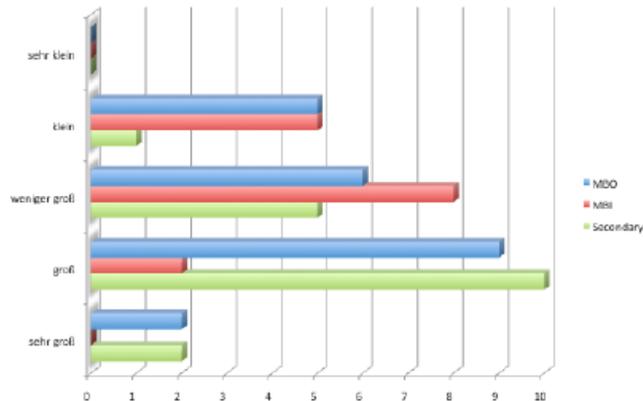
Abbildung 2.3 Stellenwert des Interessenkonflikts generell



Bei MBOs stufen neun von 22 (40,9%) die Interessenkonflikte als groß ein und sogar 10,0% als sehr groß. Die andere Hälfte der Teilnehmer (ca. 50,0%) misst dem allerdings eine weniger große bis lediglich kleine Bedeutung zu. Von den 15 Befragten, die einen MBI begleitet haben, schätzen 80,0% etwaige Interessenkonflikte als weniger groß bzw. klein ein. Bei den restlichen 20,0% liegt die Einschätzung bei groß. Der SBO birgt relativ gesehen die größten Interessenkonflikte – 61,1% gaben diese als sehr groß bis groß an. Die übrigen stufen Interessenkonflikte als weniger groß ein (Abbildung 2.3).

Bezogen auf die Kaufpreisfindung für das Zielunternehmen, schätzen bei einem MBO 40,9% der Teilnehmer den Interessenkonflikt als groß bzw. sehr groß ein (10,0%). Die andere Hälfte der Teilnehmer (ca. 30,0%) misst auch diesbezüglich dem Interessenkonflikt bei der Kaufpreisfindung eine weniger große bis lediglich kleine Bedeutung zu. Knapp 87,0% der befragten Private Equity Fonds halten den Konflikt bei einem MBI für weniger groß (53,3%) bzw. klein (33,3%). Am stärksten wird der Konflikt bei einem Secondary, sehr groß bzw. groß (66,7%), gesehen (Abbildung 2.4).

Abbildung 2.4 Interessenkonflikt bei Kaufpreisbindung



Um die Auswirkungen der Interessenkonflikte nachvollziehen zu können, wurden die Teilnehmer gefragt, ob Management-Teams ihrer Meinung nach für entsprechende Transparenz gesorgt und vertragliche bzw. rechtliche Pflichten gegenüber den Verkäufern gewahrt haben. Dieses wurde von 9,1% der Teilnehmer als voll zutreffend und von 72,7% als zutreffend bezeichnet. Die restlichen 18,2% beantworteten diese Frage mit „neutral“ (F8). Trotz dieser Transparenz gaben 45,4% der befragten Private Equity Sponsoren an, dass das Management stark – neun Mal – oder sogar sehr stark – ein Mal – versucht hat, Einfluss auf die Verhandlungen zu nehmen. Ein Teilnehmer merkte darüber hinaus an, dass seiner Erfahrung nach insbesondere bei Secondaries die versuchte Einflussnahme sehr stark sei. Als neutral stufen dies 27,3% ein. Weniger stark oder weniger bis gar nicht, wurden jeweils mit 13,6% angegeben.

Bezüglich der Variante MBI, geben 86,7% der Teilnehmer an, dass das Management nicht versucht hat, Verhandlungen zu erschweren oder zu blockieren; 13,3% hingegen sagen, dass dies der Fall war (F10).

Da bei einem SBO das Management in der Mehrzahl der Fälle gleichzeitig als Verkäufer auftritt, wurden die Teilnehmer befragt, wie stark die Geschäftsführung in die Verhandlungen einbezogen wurde. In 66,7% der Fälle war der Grad der Einbeziehung sehr stark oder stark. 16,7% gaben diesen als weniger stark an,

bzw. sagten, dass gar keine Einbeziehung stattfand. Der Rest antwortete mit „neutral“ (F11).

3.2.4 Incentivierung des Managements

Die Incentivierung des Managements, die im Folgenden näher beleuchtet wird, stellt eine Möglichkeit dar, verschiedene Interessenkonflikte zu lösen oder abzuschwächen. Speziell werden hier Managementbeteiligungen, Boni- und Kombinationsmodelle und rechtliche bzw. vertragliche Anreize untersucht.

Bis auf einen Fall haben sich die betroffenen Management-Teams im Transaktionsverlauf beraten lassen. Ein Aspekt dabei ist die Kostenregelung für die Beratungsleistungen, die auch schon als Incentivierung im Prozess angesehen werden kann. Damit kann der Private Equity Sponsor bereits am Anfang einen Anreiz für das Management setzen, indem er diese Kosten übernimmt, was bei 18,2% der Befragten der Fall war, bei 22,7% haben Gesellschafter und Käufer die Kosten übernommen. Beim Großteil hat das Management die Kosten für die Beratung allein getragen (45,5%). Eine Kostenteilung zwischen Investor und Management gab es in lediglich 9,1% der Fälle (F6).

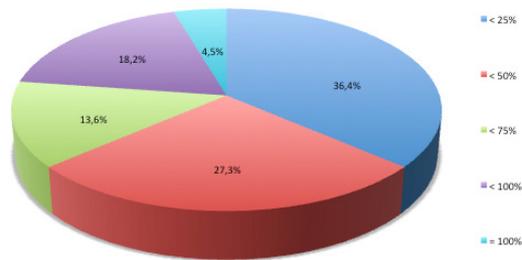
Von den befragten Private Equity Investoren gaben alle an, das Management beteiligt bzw. rückbeteiligt zu haben (F14). Bei der Frage nach den Beteiligungsarten waren Mehrfachnennungen möglich. Von den 22 Teilnehmern gaben 18 an, das Management über eine direkte Kapitalbeteiligung incentiviert zu haben und in sechs Fällen fand eine virtuelle Kapitalbeteiligung Anwendung. Eine Sweet Equity Komponente haben 12 Teilnehmer als Instrument angegeben. Weitere neun mal wurden Boni- bzw. Kombinationsmodelle gewählt (F15).

Die prozentuale Beteiligung des Managements gemessen an Eigenkapital an der Unternehmung lag in der Mehrheit der Fälle (54,5%) zwischen 10-15%. Die am zweit meisten genannte Beteiligungsquote lag mit fünf Nennungen zwischen 15-20%. (Rück-) Beteiligungsquoten über 20,0% oder unter 10,0% wurden verhältnismäßig weniger genannt (F16).

Interessant ist dabei, wie viel „eigenes Geld“ die Manager für ihre Beteiligung aufbringen mussten. Bei 36,4% und damit dem Gros der Transaktionen lag der Anteil des „eigenen Geldes“ unter 25,0%, dicht gefolgt von dem zweitgrößten Anteil mit einem Eigenaufwand von bis zu 50,0%. (Abbildung 2.5). Dass es keinen Incentive in Form von Sweet Equity gab, war lediglich ein Mal der Fall.

Kommentar [f1]: Ist dieser Satzbau richtig?

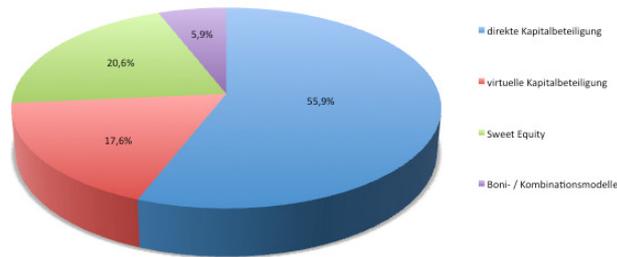
Abbildung 2.5 Anteil „Eigenes Geld“ an Beteiligung



Da sich bei einem SBO noch die weitere Thematik anschließt, dass die Manager nicht nur in Zukunft beteiligt werden, sondern auch auf der Verkäuferseite stehen, interessiert die Frage, ob ein vergleichbarer Incentive bei einer Weiterveräußerung an einen zweiten Private Equity Investor die Regel ist. Diesbezüglich antworteten 61,1% der Teilnehmer, dass die Geschäftsführung bei einem Secondary zwischen 25-50,0% des Verkaufserlöses wieder reinvestieren mussten. In 16,7% der Fälle lag die Quote unter 25,0%. Bei 22,2% der Befragten musste das Management zwischen 50-75,0% des Erlöses aufbringen (F18). Was die Möglichkeiten der Beteiligung für verschiedene Führungsebenen angeht, so wurden diese in 63,6% der Fälle ausschließlich für die erste Managementebene angeboten. Die zweite Ebene bekam bei 31,8% der Transaktion die Gelegenheit sich zu beteiligen. Für die dritte Ebene stellt sich diese Möglichkeit eher selten; hier gab es eine Nennung (F19).

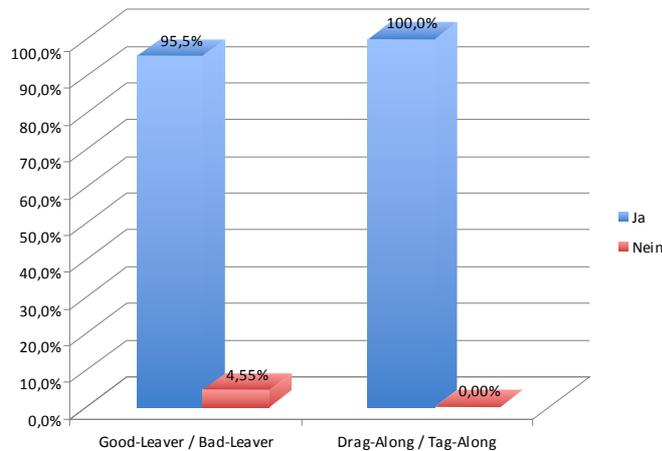
Die Private Equity Sponsoren wurden weiter gefragt, welche Art von (Rück-)Beteiligungen den verschiedenen Interessenlagen am besten Rechnung tragen. Der direkten Kapitalbeteiligung wird mit 55,9% der Antworten die größte Bedeutung zugemessen. Ebenso trifft dies für die virtuelle Beteiligung zu, die hier auf 17,6% kommt (Frage 15: 13,3%). Für Sweet Equity (20,6%) und Boni-/ Kombinationsmodelle (5,9%) gab es weniger Nennungen (Abbildung 2.6).

Abbildung 2.6 Geeignete Arten der Incentivierung



Neben den monetären Anreizen, wurden die Private Equity Investoren auch nach vertraglichen bzw. rechtlichen Anreizen gefragt. Die Auswertung zeigt dabei deutlich, dass Klauseln wie Good-Leaver/Bad-Leaver für den Austritt eines Managers aus der Unternehmung ebenso als Standard genutzt werden wie Drag-Along/Tag-Along Rechte für den Anteilsverkauf oder -erwerb. Beide Klauseln wurden mit Ausnahme eines Teilnehmers in Bezug auf Good-Leaver/Bad-Leaver angewendet (Abbildung 2.7).

Abbildung 2.7 Good-Leaver/Bad Leaver und Drag-Along/Tag-Along



Bei Garantien als weitere Vereinbarungen zwischen Käufer und Management haben 55,2% der Befragten angegeben, Reliance auf zur Verfügung gestellte Informationen gefordert zu haben. Performance Garantien fanden in 24,1% der Fälle Anwendung. In einem Fall wurden Performance Budgets als Garantie gefordert. Neben diesen Antworten haben fünf Teilnehmer angegeben, keinerlei Garantien gefordert zu haben.

3.2.5 Zwischenergebnis

Die Untersuchung zeigt deutlich, dass die Themen Incentivierung und Interessenkonflikte in Transaktionen eine bedeutende Rolle für Private Equity Sponsoren spielen. Der Großteil der Teilnehmer stuft generell Konflikte, insbesondere für die Transaktionsarten MBO und SBO als groß bis sehr groß ein. Einzig der MBI wird von den Befragten unkritischer gesehen. Die Kaufpreisfindung ist dabei einer der Hauptkonfliktpunkte.

Auch wenn für die meisten befragten Private Equity Gesellschaften das Management für ausreichende Transparenz im Verlauf der Transaktion gesorgt hat, sind viele der Meinung, dass die Einflussnahme durch die Geschäftsführung durchaus spürbar ist. Alle Teilnehmer haben das Management beteiligt bzw. rückbeteiligt, um die Geschäftsführung an das Unternehmen zu binden und Eigeninteresse an einer positiven, zukünftigen Entwicklung herzustellen. Die dabei am häufigsten verwendeten Arten von Incentivierung sind die direkte Kapitalbeteiligung, oft verbunden mit Sweet Equity Komponenten. Die Manager haben in den meisten Fällen zwischen 10,0% bis 20,0% der Anteile am Unternehmen erworben, für die sie in der Regel unter 50,0% „eigenes Kapital“ aufbringen mussten. Im Falle eines SBO mussten die Geschäftsführer ihren Verkaufserlös in erheblichem Maße wieder in die Unternehmung einbringen. Interessant ist auch, dass nicht nur die erste Führungsebene eines Unternehmens beteiligt wurde bzw. sich beteiligen konnte, sondern

ca. 32,0% der Befragten auch die zweite „Riege“ einbezogen haben. Klauseln, die ein Ausscheiden aus der Unternehmung regeln und solche die Mitveräußerungsrechte und -pflichten regeln haben sich inzwischen zu einem Standard entwickelt. In der Regel werden schließlich Garantien (Reliance) vom Management der Zielgesellschaft gefordert. Dabei liegt der Fokus auf Informationen, die von der Geschäftsführung zur Verfügung gestellt werden.

3.3 Management

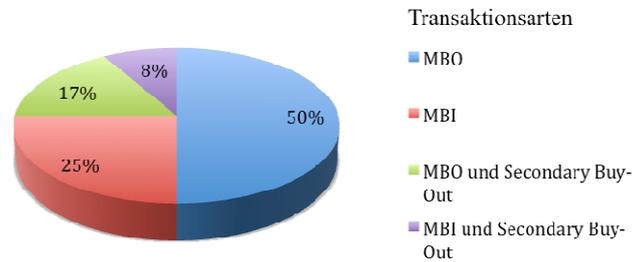
3.3.1 Darstellung

Die nachfolgend dargestellte Befragung wurde zwischen Oktober und Dezember 2010 mit dem Ziel durchgeführt, die Incentivierungsmethoden und die Interessenkonflikte deutscher Manager, die einen MBO oder MBI durchlaufen haben, zu untersuchen. Die Untersuchung wurde mit Hilfe eines Fragebogens durchgeführt. Die Befragten sollten, falls nur ein MBO oder MBI durchgeführt wurde, zu 23 Fragen Stellung nehmen. Wenn darüber hinaus auch ein SBO durchlaufen wurde, sollten acht zusätzliche Fragen beantwortet werden. Es wurden 68 Unternehmen angeschrieben, die sich im Portfolio eines Private Equity Sponsors befinden. Der Rücklauf von 24 verwertbaren Fragebögen führte zu einer Quote von 35,29%.

3.3.2 Teilnehmer der Untersuchung

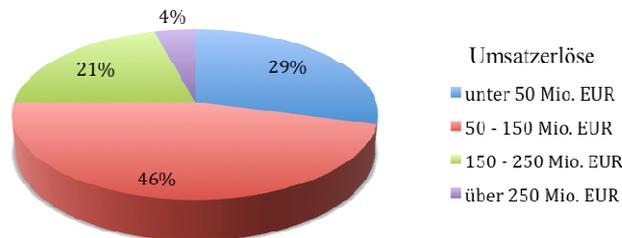
Auch wenn der Fragebogen ein sensibles Thema anspricht, zeigt zum einen die gute Rücklaufquote und zum anderen die Offenheit, mit der diese die Auskünfte gegeben wurden, dass sich ein bemerkenswerter Teil der Unternehmen mit diesem Thema beschäftigt. Die Hälfte der befragten Unternehmen hat einen MBO durchlaufen, ein Viertel einen MBI und ein weiteres Viertel einen MBO oder MBI mit einem nachfolgenden SBO (Abbildung 2.8).

Abbildung 2.8 Transaktionsformen



Darüber hinaus haben sich Manager unterschiedlicher Branchen an der Studie beteiligt. Der größte Teil von 41,7% ist im produzierenden und/oder verarbeitenden Gewerbe tätig. Aus dem Dienstleistungsgewerbe kommen 29,2% der Unternehmen und aus dem Gesundheitswesen lediglich 8,3%. Die Beteiligung aus anderen Branchen belief sich auf 20,8%, wobei hier im Wesentlichen die Branchen Tourismus und Einzelhandel genannt wurden (F1). Der Fokus der Befragung lag auf mittelständischen Unternehmen. 95,8% der einbezogenen Unternehmen generieren einen jährlichen Umsatz von unter 250 Mio. €. Lediglich ein Unternehmen mit einem höheren Jahresumsatz hat an der Befragung teilgenommen (Abbildung 2.9). Wie sich der nachfolgenden Grafik entnehmen lässt, gehört ein Großteil der Unternehmen eher zu den kleineren Mittelständlern mit einem Jahresumsatz unter 150 Mio. €.

Abbildung 2.9 Unternehmensgröße nach Umsatz

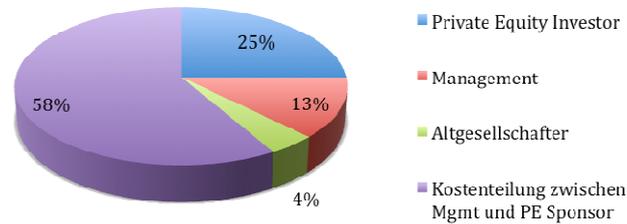


3.3.3 Incentivierung

Ein Private Equity hat regelmäßig einen Wissensvorsprung in Bezug auf das Financial Engineering gegenüber den Managern, die an dem Zielunternehmen beteiligt werden sollen. Um diese Informationslücke zu schließen, sollte sich das Management professionell beraten lassen. Da es zahlreiche Beratungsangebote gibt, wurde gefragt, wie dies geschehen ist. 84,4% haben eine M&A-Boutique, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft oder persönliche Kontakte genutzt, um sich über die Struktur eines solchen Deals zu informieren. In vielen Fällen wurden auch mehrere Alternativen genutzt. Am Häufigsten, mit einem Anteil von 46,8%, wurden M&A-Boutiquen zu Rate gezogen. Die Hausbank der Unternehmen wurde, mit einem Anteil von 9,4% aller Nennungen, sehr selten zur Beratung hinzugezogen. Lediglich ein Management-Team hat sich nicht beraten lassen (F4). Hervorzuheben ist dabei, dass bei keinem der befragten Manager diese Beratung den Ausschlag für die Teilnahme an der Transaktion gegeben hat. Auf die Frage, ob sich die Beteiligten ausreichend informiert fühlten, antworteten 79% mit „ja“ (F6). Bis auf eine Ausnahme waren bei allen Beteiligten die persönliche Überzeugung durch Gespräche oder parallele strategische Interessen die ausschlaggebenden Faktoren, die Transaktion mit diesem Partner durchzuführen (F7).

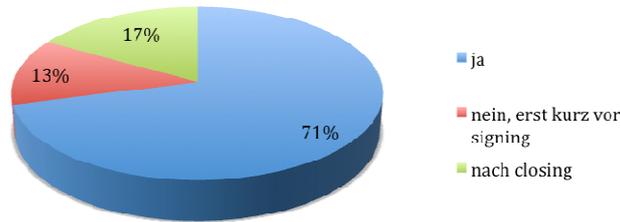
Da Beratungsleistungen nicht unerhebliche Kosten verursachen, wurde die Frage gestellt, wer diese getragen hat. Bei weniger als der Hälfte der Befragten wurden die Kosten von einer Partei alleine getragen, bei 58% wurde eine Kostenteilung zwischen dem Private Equity Sponsor und dem Management-Team vereinbart. Lediglich bei einem der teilnehmenden Unternehmen wurden die Kosten durch den Altgesellschafter übernommen, was zeigt, dass dies eher unüblich ist (Abbildung 2.10).

Abbildung 2.10 Kostenübernahme



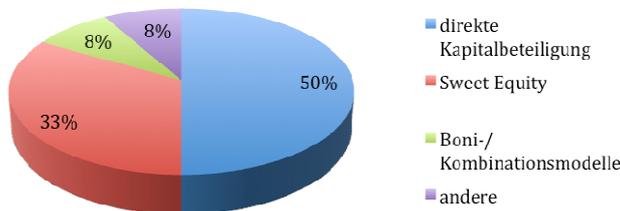
Die Antwort auf die Frage, wann erstmals über Incentivierung gesprochen wurde, zeigt, dass dieses Thema regelmäßig früh aufgegriffen wird. Alle Befragten gaben an, dass vor Vertragsvollzug (closing) darüber gesprochen wurde – der Großteil von 91,7% griff diesen Punkt vor Unterzeichnung des Unternehmenskaufvertrages (signing) auf, oft schon beim ersten Kontakt mit dem (potentiellen) Investor (58,3%). Lediglich 8,3% sprachen erst nach signing jedoch noch vor closing über Incentivierung. 22 der 24 der Befragten beantworteten die Frage, wie intensiv sie in die Verhandlungen mit eingebunden wurden, mit „stark“ (F9) und fühlten sich darüber hinaus auch rechtzeitig über die Dealstruktur informiert. Jedoch zeigt die nächste Frage nach der Transparenz des Deals für das Management, dass diese nicht durchgängig gegeben war.

Abbildung 2.11 Transparenz des Deals



Obwohl 91,7% der Management-Teams der Ansicht waren, dass sie über die Struktur ausreichend informiert sind, war die Transaktion für 17% von ihnen erst nach closing transparent (Abbildung 2.11).

Abbildung 2.12 Arten der Rückbeteiligung



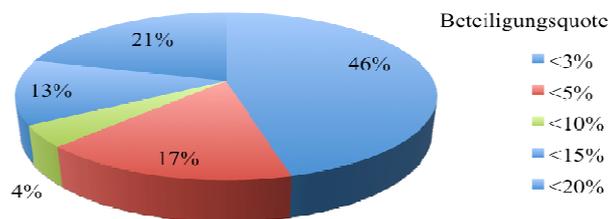
Üblicherweise werden Manager durch Beteiligungen, die oft überproportional von der Steigerung der Unternehmensleistung profitieren, incentiviert. Dabei existieren im Markt verschiedene Varianten, weshalb wir die Manager gefragt haben, welches Konzept sie bevorzugen.

Die Hälfte der befragten Manager bevorzugt eine direkte Kapitalbeteiligung am Zielunternehmen. Ein Drittel hätte sich die Anwendung von Sweet Equity gewünscht und lediglich 8,3% hätten sich Bonimodelle

oder eine Kombination aus mehreren Arten vorstellen können. Darüber hinaus haben weitere 8,3% einen Exit- oder Merger-orientierten Bonus vereinbart (Abbildung 2.12).

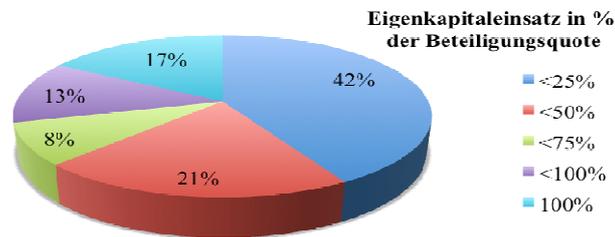
Als Nächstes wurde nach der Höhe der Beteiligungsquote gefragt. Die Ergebnisse zeigen, dass die Beteiligungsquoten der befragten Management-Teams in allen Fällen unter 20% lagen. Die Ergebnisse dazu sind relativ ausgewogen, jedoch fällt auf, dass häufig (45,8%) die Beteiligungsquote der Manager unter 3% lag (Abbildung 2.13).

Abbildung 2.13 Höhe der Rückbeteiligung in Prozent am Eigenkapital



Die Manager müssen in der Regel für ihre Beteiligung Eigenkapital mitbringen. Dafür wurde gefragt, wie hoch der prozentuale Anteil der Eigenmittel an der Beteiligung war. 62,5% der Manager mussten maximal die Hälfte der Beteiligungsquote in Eigenkapital zur Verfügung haben. Lediglich 16,7% gaben an, dass sie 100% Eigenmittel mit einbringen mussten (Abbildung 2.14).

Abbildung 2.14 Eigenkapitaleinsatz in Prozent bei Beteiligungsquote



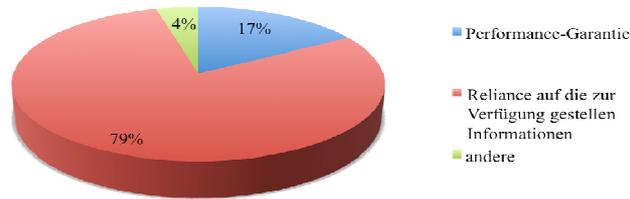
Nachfolgend wurde gezielt hinterfragt, ob die „Wunsch“-Beteiligungsquote des Managements erreicht wurde. Bei 58,3% der Beteiligten war dies der Fall. In den wenigsten Fällen wurde die Beteiligungsquote auf Wunsch des Investors erhöht (12,5%). Was auffällt, ist, dass 29,2% ihren Anteil an der Beteiligung auf Wunsch des Investors verringert haben. Der Beteiligungsvertrag zwischen dem Management und dem Private Equity Sponsor wurden in 87,5% der vorliegenden Rückläufe vor closing unterzeichnet – davon sogar in 66,7% der Fälle bereits vor signing des Deals. Nur in drei der 24 vorliegenden Rückläufer wurde der Beteiligungsvertrag erst nach closing unterzeichnet (12,5%).

3.3.4 Garantien, Exit, Reporting

Im folgenden Abschnitt wird auf die vertraglichen Vereinbarungen zwischen Private Equity Sponsor und Management eingegangen. Dies betrifft Garantien, Exit-Strategien und Reportingpflichten des Managements. Darüber hinaus soll untersucht werden, ob es Differenzen bezüglich der strategischen Ausrichtung des Unternehmens gegeben hat.

Eingangs wurde die Frage gestellt, ob dem Management von Seiten des Private Equity Sponsors eine Performance-Garantie und/ oder eine Reliance auf die zur Verfügung gestellten Informationen auferlegt wurden, um später eventuelle Regressansprüche geltend machen zu können.

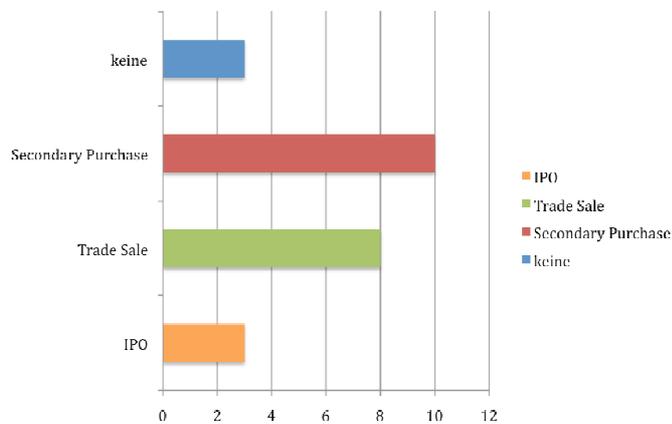
Abbildung 2.15 Vertragliche/Rechtliche Vereinbarungen



Mit 16,7% der Manager wurden Performance-Garantien vereinbart, die an bestimmte Ziele geknüpft wurden. Am häufigsten wurden Reliance auf die zur Verfügung gestellten Informationen ausgehandelt, da sich hier ein recht großes Risiko für den Private Equity Sponsor verbirgt (79,2%). Nur bei einem der 24 Beteiligten wurden keine Garantien oder Reliance-Vereinbarung vereinbart (Abbildung 2.15).

Im Nachfolgenden wurde dem Management die Frage nach einer vorher ausgehandelten Exit-Strategie gestellt.

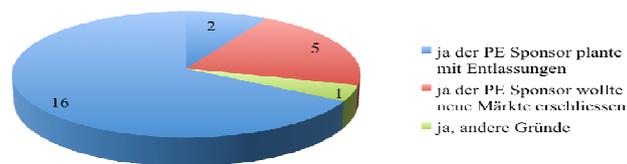
Abbildung 2.16 Exit-Strategien



Bezüglich zehn der 24 befragten Unternehmen (41,7%), wurde als Exit-Strategie ein Secondary Purchase vereinbart. Obwohl es üblich ist, dass bei dieser Art von Transaktionen Exit-Vereinbarungen getroffen werden, ist es bemerkenswert, dass bei 12,5% der befragten Unternehmen keinerlei Exit-Szenario geplant war. Ein Verkauf an einen strategischen Investor/Trade Sale wurde bei acht der 24 Unternehmen (33,3%) angedacht und bei drei Transaktionen war ein Börsengang IPO geplant, was lediglich einem Anteil von 12,5% entspricht. Die Möglichkeit des Buy Back, also der Rückkauf durch den Altgesellschafter findet in Deutschland derzeit nur selten Anwendung. Dies spiegeln auch die Ergebnisse der Befragung, da diese Möglichkeit nicht einmal genannt wurde (Abbildung 2.16).

Ein weiterer Interessenkonflikt zwischen Private Equity Sponsor und Management kann bezüglich der strategischen Ausrichtung des Zielunternehmens auftreten. Aus diesem Grund wurde dem Management die Frage gestellt, ob die strategischen Interessen des Sponsors und die eigenen Interessen auseinander gingen.

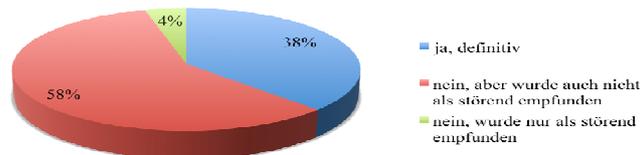
Abbildung 2.17 Strategische Ausrichtung



In 33,3% der Fälle waren die strategische Vorstellung des Investors und die des Managements unterschiedlich. Dies hatte verschiedene Hintergründe. Bei zwei Transaktionen plante der Sponsor mit Entlassungen (8,3%) und bei fünf der 24 Befragten (20,8%) hatte der Sponsor vor, neue Märkte zu erschließen und das Unternehmen dadurch komplett neu auszurichten (Abbildung 2.17). In einem Fall hatte das Management eine Wachstumsstrategie geplant, die der Private Equity Sponsor nicht mittragen wollte (F19). Aufgetretene Differenzen konnten regelmäßig durch einen Kompromiss beigelegt werden (F20). Festzuhalten ist weiter, dass bei 66,7% der teilnehmenden Unternehmen die strategischen Vorstellungen übereinstimmen (F19).

Weiter wurde dem Management die Frage nach seinen Reportingpflichten gestellt. Bei 75% aller befragten Unternehmen wurde ein monatliches Reporting vereinbart. Die längste Periode (25%) für das Reporting die genannt wurde, ist das vierteljährliche Reporting (F21).

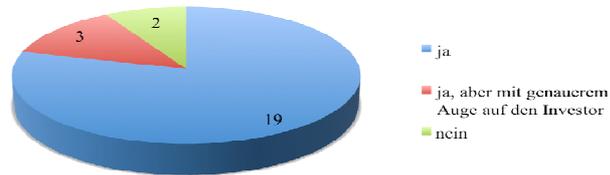
Abbildung 2.18 Reporting



Dabei erachteten 58% der Befragten die Einführung oder Fortführung einer Reportingpflicht als Effizienz steigernd. 38% standen dieser Thematik eher neutral gegenüber und nur 4% empfanden es als störend (Abbildung 2.18).

Abschließend wurde gefragt, wie zufrieden das Management mit dem Verlauf der Transaktion im Allgemeinen war bzw. ob es rückblickend eine derartige Transaktion wieder durchführen würde.

Abbildung 2.19 Allgemeine Einschätzung der Transaktion



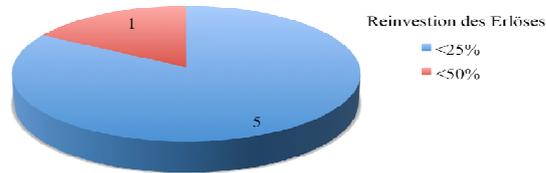
Hier zeichnet sich ein eindeutiges Bild ab: 79,2% der Manager, die an der Befragung teilgenommen haben, würden die Transaktion wieder durchführen. Weitere 12,5% würden dies auch tun, aber mit einem genaueren Auge auf den Investor. Nur zwei der 24 (8,3%) Beteiligten sind nicht bereit, eine solche Transaktion noch einmal zu durchlaufen (Abbildung 2.19). Als Gründe hierfür wurden zum einen Intransparenz und zum anderen Abhängigkeit vom Private Equity Sponsor genannt (F23).

3.3.5 Secondary Buy-Out

Zusätzliche Fragen sollten von den Teilnehmern beantwortet werden, wenn sie ein SBO durchlaufen hatten, was bei sechs Teilnehmern der Fall war. Auf die Frage, ob sie über den Verkauf rechtzeitig informiert wurden, antworteten alle mit „ja“. Ein Management-Team hat diesen Verkauf sogar selbst initiiert (F24). Demzufolge wurde das Management auch regelmäßig in die Kaufpreisverhandlungen direkt eingebunden (F25). Darüber hinaus wurde die Frage gestellt, ob das Management im Unternehmen bleiben sollte, oder ob es geplant war, ein neues Management-Team in die Geschäftsführung einzubringen. In den hier vorliegenden Rückläufen sollte in allen Fällen das Management dem Unternehmen erhalten bleiben und nicht ersetzt werden (F26). Daraus folgt, dass alle Beteiligten die Frage, ob sie sich hintergangen fühlten, mit „nein“ beantworteten (F27).

Wenn ein SBO durchgeführt wird, muss das Management schließlich in der Regel einen Teil seines Erlöses, den es als Anteilseigner bekommt, wieder reinvestieren.

Abbildung 2.20 Reinvestition des Erlöses bei einem Secondary Buy-Out



Hier zeigen die Ergebnisse der Befragung, dass alle der Beteiligten, weniger als 50% ihres Verkaufserlöses wieder reinvestieren mussten (Abbildung 2.20). Fünf der sechs Management-Teams (83,3%), die bereits einen SBO durchlaufen haben, mussten sogar nur weniger als 25% ihres Erlöses wieder in das Unternehmen investieren (F28). Alle sechs Teilnehmer beantworteten die Frage, ob sie von dem Private Equity Sponsor incentiviert wurden, mit „ja“ (F29).

3.3.6 Zwischenergebnis

Die Ergebnisse der Befragung in Bezug auf die Interessenkonflikte und Incentivierungsmethoden aus Sicht des Managements zeigen, dass der Großteil der Befragten grundsätzlich mit dem Ablauf der Transaktion zufrieden war. Dies wird bereits durch den großen Anteil derer deutlich, die eine solche Transaktion jederzeit wieder durchlaufen würden. Schon vor der eigentlichen Transaktion wurde das Thema Incentivierung aufgegriffen, was für den reibungslosen Ablauf eines solchen Deals wichtig, aber auch konfliktrichtig ist. Die Ergebnisse zeigen, dass der Private Equity Sponsor sich sehr wohl seines Informationsvorsprungs bezüglich der Strukturierung einer solchen Transaktion bewusst ist, aber auch durchaus bereit ist, die Kosten für eine professionelle Beratung des Managements mitzutragen. Auffällig ist auch, dass die Mehrzahl der befragten Manager einen Partner aufgrund von eigenen Eindrücken ausgewählt haben. In 92% der Fälle wurde das Management stark in die Verhandlungen mit dem Gesellschafter eingebunden. Manager erwarten heute von Private Equity Sponsoren eine Kapitalbeteiligung, jedoch gewinnt die Anwendung von Sweet Equity an Bedeutung. Auch wenn in einigen Fällen, die gewünschte Beteiligungsquote nicht erreicht wurde, entstanden hieraus keine weiteren Konflikte. Differenzen bei der strategischen Ausrichtung des Unternehmens, konnten in allen berichteten Fällen, nach Verhandlungen der Beteiligten beigelegt werden. Reportingpflichten sind heute Marktstandard – mehr als ein Drittel aller Teilnehmer empfanden die Reportingabfrage der Investoren sogar als Effizienz steigernd. Die Ergebnisse der Teilnehmer, die zusätzlich zu

einem MBO oder MBI einen SBO durchlaufen haben, zeigen, dass dabei keine speziellen Konflikte aufgetreten sind. Es wurde auch bei diesen Verträgen frühzeitig über eine Incentivierung des Managements gesprochen, z.B. eine überproportionale Beteiligung am erfolgsabhängigen Earn-Out. Bewertung und weitere Forschung

Die Marktbefragung hat gezeigt, dass heute sowohl bei Private Equity Investoren wie auch betroffenen Managern eine hohe Sensibilität hinsichtlich des Themas Incentivierung und auch hinsichtlich der Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dieser Incentivierung besteht. Dies zeigt sich schon darin, dass – trotz eines sonst oftmals bei Befragungen im Zusammenhang mit Private Equity Investoren zu beobachtenden Desinteresses der Befragten – diesmal eine recht gute Rücklaufquote bei beiden Fragebögen, das heißt, sowohl bei den Sponsoren als auch den Managern erreicht werden konnte. Dabei wurde zunächst deutlich, dass sich inzwischen Marktstandards für diese Incentivierung herausgebildet haben. Doch können diese Modelle im Detail eventuell variieren weshalb ohne Beratung solche Transaktionen für das Management kaum durchführbar sind.

4 Bewertung und weitere Forschung

Die Marktbefragung hat gezeigt, dass heute sowohl bei Private Equity Investoren als auch betroffenen Managern eine hohe Sensibilität hinsichtlich des Themas Incentivierung und auch hinsichtlich der Interessenkonflikte im Zusammenhang mit dieser Incentivierung besteht. Dies zeigt sich schon darin, dass – trotz eines sonst oftmals bei Befragungen im Zusammenhang mit Private Equity Investoren zu beobachtenden Desinteresses der Befragten – diesmal eine recht gute Rücklaufquote bei beiden Fragebögen, das heißt, sowohl bei den Sponsoren wie auch den Managern erreicht werden konnte. Dabei wurde zunächst deutlich, dass sich inzwischen Marktstandards für diese Incentivierung herausgebildet haben. Doch können diese Modelle im Detail eventuell variieren weshalb ohne Beratung solche Transaktionen für das Management kaum durchführbar sind.

Das in der Praxis übliche Instrument zur Vermeidung von Konflikten ist die Transparenz der Transaktion.¹⁴ Nur wenn alle Beteiligten, das heißt, Verkäufer, Käufer und das beteiligte Management offen und transparent über den Verkaufsprozess und etwaige Incentivierungskonzepte kommunizieren, kann verhindert werden, dass nicht zuletzt für die beteiligten Manager straf- und zivilrechtliche Konsequenzen (Schadensersatz) drohen oder der Prozess insgesamt be- bzw. verhindert wird. Hervorzuheben ist, dass die Beteiligten sich dieser Konflikte bewusst sind, wobei allgemeine Marktstandards für die Umsetzung dieser durchgehend anerkannten Transparenzverpflichtungen derzeit nur in Ansätzen erkennbar sind. An dieser Stelle sind weitere Aktivitäten in Abstimmung mit den Interessenverbänden EVCA und BVK sinnvoll.

¹⁴ Vgl. Wedell (2008), S. 43 ff., 46

Auffällig ist weiter, dass sowohl von Seiten der Private Equity Sponsoren, aber noch mehr von Managern, die in Private Equity finanzierten Unternehmen tätig sind, weiterhin Bereitschaft zur Durchführung dieser Transaktionen und insgesamt eine hohe Zufriedenheit mit dem Ablauf vorhanden sind. Gleiches gilt für die Private Equity Investoren. Dies spricht dafür, dass es den Befragten gelungen ist, die Interessenkonflikte im Interesse aller Beteiligten zu lösen. Allerdings fehlen Stimmen von Unternehmensverkäufern, z.B. bei Nachfolgeregelungen, die an Finanzinvestoren verkauft haben. Die vorliegende Untersuchung sollte daher um eine entsprechende Erhebung ergänzt werden. Des weiteren wäre es sinnvoll, die Ergebnisse der Untersuchung auch dadurch abzusichern, dass bekannt gewordene Zivil-/Schiedsgerichtsverfahren zwischen (ehemaligen) Managern und Unternehmenskäufern/-verkäufern analysiert werden.

I. Fragebogen für Private Equity Sponsoren

Frankfurt School of Finance & Management

Frankfurt am Main

Erhebungsbogen zum Thema

Incentivierung des Management bei MBO's, MBI's und Secondary Buy-Outs

hier: aus Sicht eines Private Equity Sponsors

Untersuchung im Rahmen einer Bachelor Thesis

von Marius Buxkämper

unter der wissenschaftlichen Leitung von

Professor Dr. Christoph Schalast

und

Gregor Wedell, LL.M.

Einleitung:

Im Rahmen meiner Bachelor Thesis führe ich eine empirische Untersuchung durch, die aus Sicht eines Private Equity Sponsors zeigen soll, welche Interessenkonflikte beim Management eines non-public Unternehmens in einer der oben genannten Transaktionsarten entstehen (können) und welche Art von Incentivierung diesen Konflikt abmildern oder lösen kann.

Die Ergebnisse der Befragung werden in anonymisierter Form ausgewertet und interpretiert.

Die Beantwortung des Fragebogens dauert nicht länger als ca. 10 Minuten.

Fragebogen

I. Block: Angaben zum Private Equity Investor

1. Welches Volumen haben die von Ihrer Gesellschaft verwalteten Eigenmittel-Fonds in Summe?

< EUR 100 Mio. < EUR 200 Mio. < EUR 300 Mio. > EUR 300

2. Wie hoch sind in etwa die Einzel-Investments je Transaktion?

< EUR 20 Mio. < EUR 40 Mio. < EUR 60 Mio. < EUR 80 Mio. > EUR 80 Mio.

3. Welche Branchenschwerpunkte haben Ihre Fonds?

produzierendes/verarbeitendes Gewerbe

Dienstleistungen

Gesundheitswesen

keine definierten Schwerpunkte

andere Schwerpunkte...

4. Welche der Transaktionsstrukturen MBO, MBI, Secondary oder Tertiary hat Ihre Gesellschaft bislang begleitet?

alle o.g. Strukturen

nur MBI

nur MBO

nur Secondary

nur Tertiary

MBO und Secondary

MBO und Tertiary

MBO und MBI

MBI und Secondary

MBI und Tertiary

MBO, MBI und Sec.

MBO, MBI and Tertiary

II. Block: Interessenskonflikte des Management

5. Zu welchem Zeitpunkt ist die Entscheidung über das Management Konzept getroffen worden bzw. wann wurde das Management kontaktiert?
- zu Beginn der Gespräche
 - kurz vor Signing
 - nach Signing
 - vor Closing
 - nach Closing
6. Hat sich das Management beraten lassen und wenn ja, wer hat hierfür die Kosten getragen?
- Sie als Private Equity Investor
 - das Management
 - die Gesellschafter
 - Kostenteilung zwischen _____ und _____
7. Für wie groß halten Sie die Interessenskonflikte des Managements bei – sofern relevant -
- a) einem MBO
sehr groß groß weniger groß klein sehr klein
 - b) einem MBI (aus Sicht des bestehenden Managements)
sehr groß groß weniger groß klein sehr klein
 - c) einem Secondary (bisheriges Management bleibt)
sehr groß groß weniger groß klein sehr klein
8. Haben Management Teams bei von Ihnen durchgeführten Transaktionen Ihrer Meinung nach für entsprechende Transparenz gesorgt und sowohl vertragliche als auch rechtliche Verpflichtungen gegenüber den Gesellschaftern gewahrt?
- trifft voll zu trifft zu neutral trifft weniger zu trifft nicht zu

9. Gegenfrage: Wie stark versuchen Management Teams Einfluss auf den Verlauf der Verhandlungen zu nehmen?
sehr stark stark neutral weniger stark wenig/gar nicht
10. Spezialfall MBI (falls durchgeführt): Hat das bestehende Management versucht Verhandlungen zu blockieren oder zu erschweren?
ja nein
11. Spezialfall Secondary (falls durchgeführt): Inwieweit wurde das Management bei den Verhandlungen zur Transaktion einbezogen?
sehr stark stark neutral weniger stark wenig/gar nicht
12. Werden Ihrer Meinung nach Richtlinien wie die „EVCA – Corporate Governance Guidelines“ im Rahmen der Transaktion gelebt?
trifft voll zu trifft zu neutral trifft weniger zu trifft nicht zu
13. Für wie groß erachten Sie den Interessenkonflikt bei der Kaufpreisfindung seitens des Managements bei – sofern relevant -
- a) einem MBO:
sehr groß groß weniger groß klein sehr klein
 - b) einem MBI:
sehr groß groß weniger groß klein sehr klein
 - c) einem Secondary:
sehr groß groß weniger groß klein sehr klein

21. Wurden für die Beteiligungen in der Regel Klauseln wie Good-Leaver / Bad-Leaver Klauseln vereinbart?

ja nein

22. Wurden für die Beteiligungen in der Regel Drag-along / Tag-along Klauseln vereinbart?

ja nein

23. Welche Garantien wurden von dem Management gefordert?

Reliance auf Informationen

Performance Garantien

andere _____

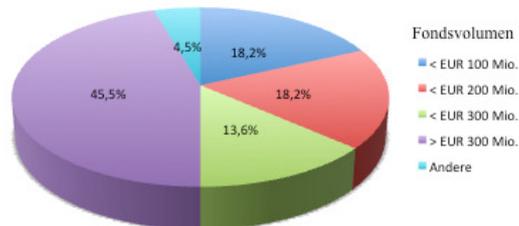
II. Auswertung aller Fragen für Private Equity Sponsoren

Nachfolgend die Auswertung des Fragebogens. Fragen sind hier mit „F“ und fortlaufender Nummer gekennzeichnet.

Block I: Angaben zum Private Equity Sponsor

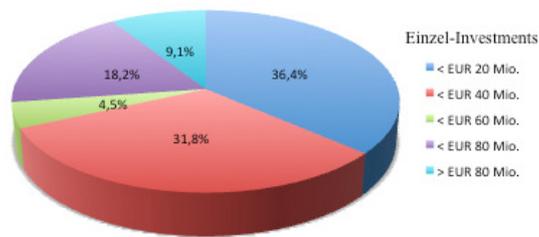
F 1: Welches Volumen haben die von Ihrer Gesellschaft verwalteten Eigenmittel-Fonds in Summe? „Andere“ ist hier ein Teilnehmer, der Deal-by-deal finanziert.

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
< EUR 100 Mio.	4	18,18%	18,18%
< EUR 200 Mio.	4	18,18%	36,36%
< EUR 300 Mio.	3	13,64%	50,00%
> EUR 300 Mio.	10	45,45%	95,45%
Andere	1	4,55%	100,00%
Gesamt	22	100,00%	



F 2: Wie hoch sind in etwa die Einzelinvestments je Transaktion?

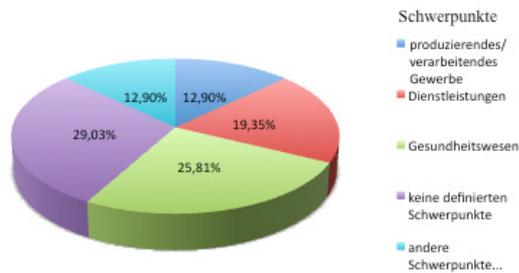
	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
< EUR 20 Mio.	8	36,36%	36,36%
< EUR 40 Mio.	7	31,82%	68,18%
< EUR 60 Mio.	1	4,55%	72,73%
< EUR 80 Mio.	4	18,18%	90,91%
> EUR 80 Mio.	2	9,09%	100,00%
Gesamt	22	100,00%	



F 3: Welche Branchenschwerpunkte haben Ihre Fonds?

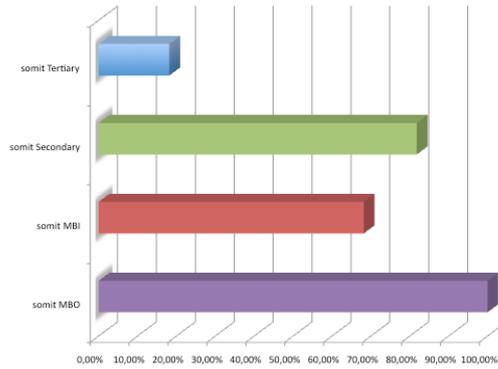
	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
produzierendes/verarbeitendes Gewerbe	4	12,90%	12,90%
Dienstleistungen	6	19,35%	32,26%
Gesundheitswesen	8	25,81%	58,06%
keine definierten Schwerpunkte	9	29,03%	87,10%
andere Schwerpunkte...	4	12,90%	100,00%
Gesamt	31	100,00%	

Restrukturierungen	2
Retail, Consumer & Leisure	1
Energie, Bildung & Industrietechnik	1



F 4: Welche der Transaktionsstrukturen MBI, MBO, Secondary oder Tertiary hat Ihre Gesellschaft bislang begleitet?

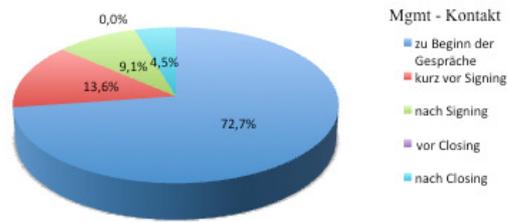
	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
alle o.g. Strukturen	4	18,2%	18,18%
MBO, MBI und Sec.	7	31,8%	50,00%
MBO und MBI	4	18,2%	68,18%
MBO und Secondary	7	31,8%	100,00%
Gesamt	22	100,0%	
nur MBO	0		
nur Tertiary	0		
MBO und Tertiary	0		
MBI und Secondary	0		
nur MBI	0		
MBI und Tertiary	0		
MBO, MBI and Tertiary	0		
nur Secondary	0		
somit MBO	22	100,00%	
somit MBI	15	68,18%	
somit Secondary	18	81,82%	
somit Tertiary	4	18,18%	



Block II: Interessenkonflikte des Management

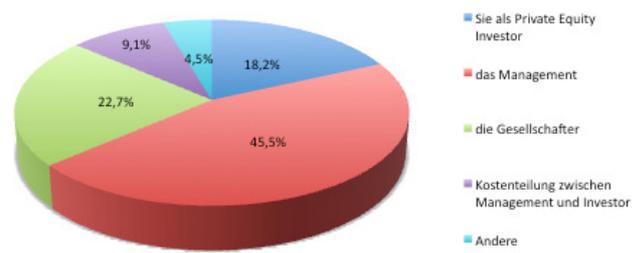
F 5: Zu welchem Zeitpunkt ist die Entscheidung über das Management Konzept getroffen worden, bzw. Wann wurde das Management kontaktiert?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
zu Beginn der Gespräche	16	72,7%	72,73%
kurz vor Signing	3	13,6%	86,36%
nach Signing	2	9,1%	95,45%
vor Closing	0	0,0%	95,45%
nach Closing	1	4,5%	100,00%
Gesamt	22	100,0%	



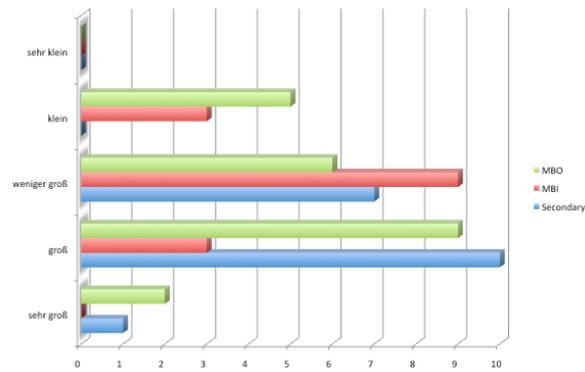
F 6: Hat sich das Management beraten lassen und wen ja, wer hat dafür die Kosten getragen?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
Sie als Private Equity Investor	4	18,2%	18,18%
das Management	10	45,5%	63,64%
die Gesellschafter	5	22,7%	86,36%
Kostenteilung zwischen Management und Investor	2	9,1%	95,45%
Andere	1	4,5%	100,00%
Gesamt	22	100,0%	
Management ohne Beratung	1		



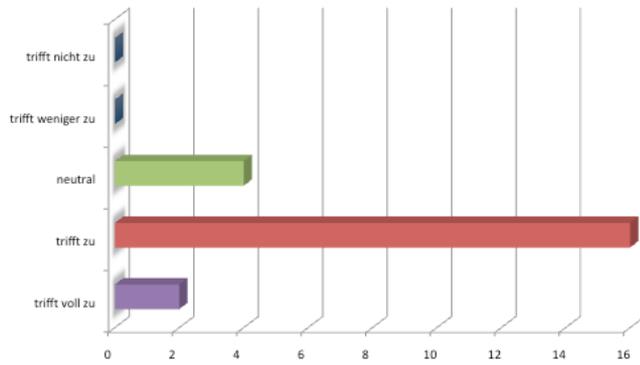
F 7: Für wie groß halten Sie den Interessenkonflikt des Management bei – sofern relevant – a) MBO, b) MBI (aus Sicht des bestehenden Management) und c) Secondary (bisheriges Management bleibt)?

	MBO	MBI	Secondary
sehr groß	2	0	1
groß	9	3	10
weniger groß	6	9	7
klein	5	3	0
sehr klein	0	0	0
Gesamt	22	15	18



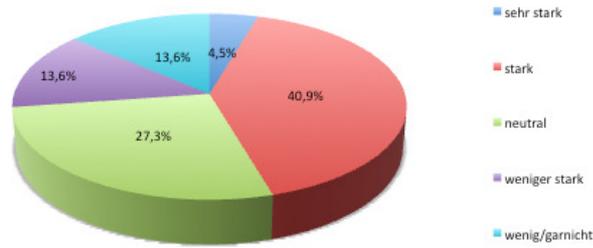
F 8: Haben Management Teams bei von Ihnen durchgeführten Transaktionen Ihrer Meinung nach für entsprechende Transparenz gesorgt und sowohl vertragliche als auch rechtliche Verpflichtung gegenüber den Gesellschaftern gewahrt?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
trifft voll zu	2	9,1%	9,09%
trifft zu	16	72,7%	81,82%
neutral	4	18,2%	100,00%
trifft weniger zu	0	0,0%	100,00%
trifft nicht zu	0	0,0%	100,00%
Gesamt	22	100,0%	



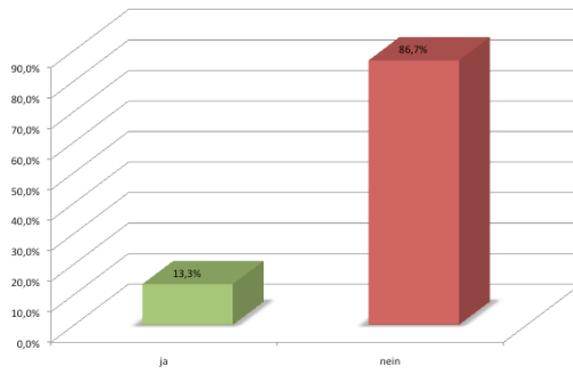
F 9: Gegenfrage: Wie stark versuchen Management Teams Einfluss auf den Verlauf der Verhandlungen zu nehmen?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
sehr stark	1	4,5%	4,55%
stark	9	40,9%	45,45%
neutral	6	27,3%	72,73%
weniger stark	3	13,6%	86,36%
wenig/garnicht	3	13,6%	100,00%
Gesamt	22	100,0%	
insbesondere bei Secondary stark	1		



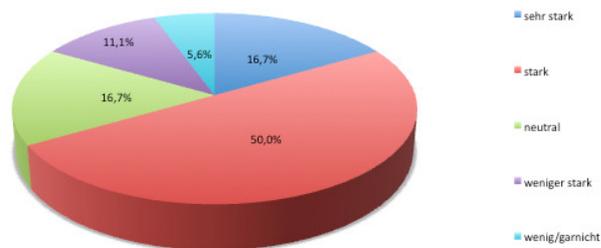
F 10: Spezialfall MBI (falls durchgeführt): Hat das bestehende Management versucht Verhandlungen zu blockieren oder zu erschweren?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
ja	2	13,3%	13,33%
nein	13	86,7%	100,00%
Gesamt	15	100,0%	



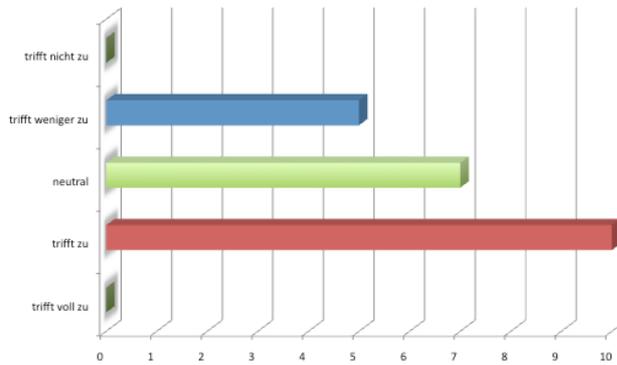
F 11: Spezialfall Secondary (falls durchgeführt): Inwieweit wurde das Management bei den Verhandlungen zur Transaktion einbezogen?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
sehr stark	3	16,7%	16,67%
stark	9	50,0%	66,67%
neutral	3	16,7%	83,33%
weniger stark	2	11,1%	94,44%
wenig/garnicht	1	5,6%	100,00%
Gesamt	18	100,0%	



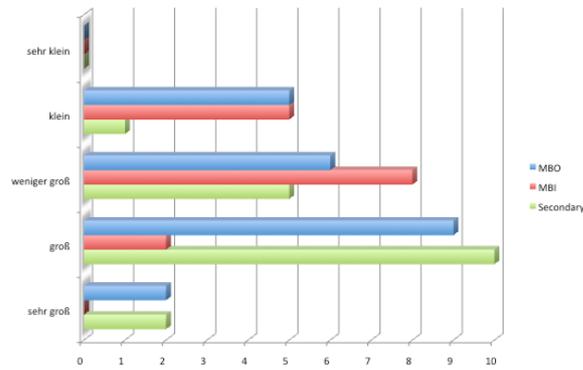
F 12: Werden Ihrer Meinung nach Richtlinien wie die „EVCA – Corporate Governance Guidelines“ im Rahmen der Transaktion gelebt?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
trifft voll zu	0	0,0%	0,00%
trifft zu	10	45,5%	45,45%
neutral	7	31,8%	77,27%
trifft weniger zu	5	22,7%	100,00%
trifft nicht zu	0	0,0%	100,00%
Gesamt	22	100,0%	



F 13: Für wie groß erachten Sie den Interessenkonflikt bei der Kaufpreisfindung seitens des Managements bei – sofern relevant – a) einem MBO, b) einem MBI und c) einem Secondary?

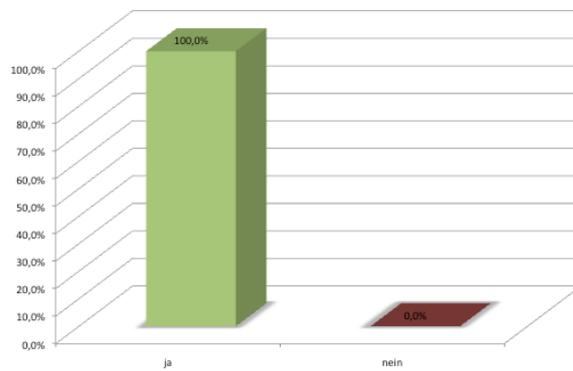
	MBO	MBI	Secondary
sehr groß	2	0	2
groß	9	2	10
weniger groß	6	8	5
klein	5	5	1
sehr klein	0	0	0
Gesamt	22	15	18



Block III: Incentivierung / Beteiligung des Management

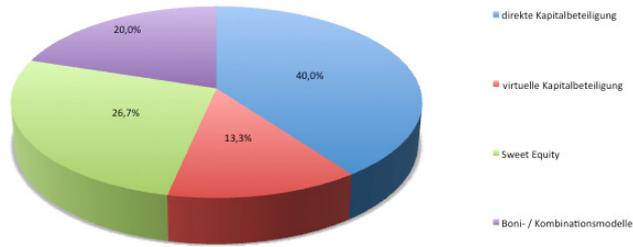
F 14: Haben Sie in Ihren Transaktionen generell das Management beteiligt / rückbeteiligt?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
ja	22	100,0%	100,00%
nein	0	0,0%	100,00%
Gesamt	22	100,0%	



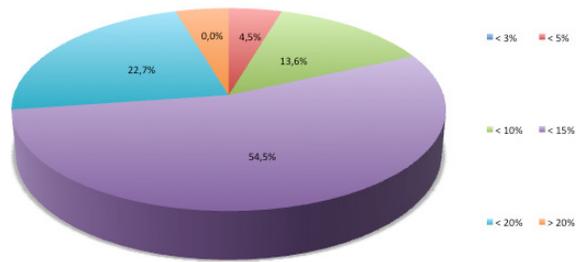
F 15: Wie haben Sie das Management rückbeteiligt?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
direkte Kapitalbeteiligung	18	40,0%	40,00%
virtuelle Kapitalbeteiligung	6	13,3%	53,33%
Sweet Equity	12	26,7%	80,00%
Boni- / Kombinationsmodelle	9	20,0%	100,00%
Gesamt	45	100,0%	



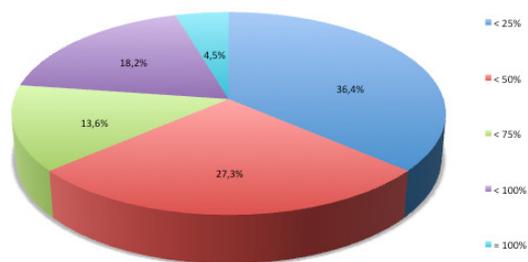
F 16: Wie hoch waren in der Regel die prozentualen Rückbeteiligungen des Management an den Gesamtanteilen?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
< 3%	0	0,0%	0,00%
< 5%	1	4,5%	4,55%
< 10%	3	13,6%	18,18%
< 15%	12	54,5%	72,73%
< 20%	5	22,7%	95,45%
> 20%	1	4,5%	100,00%
Gesamt	22	100,0%	



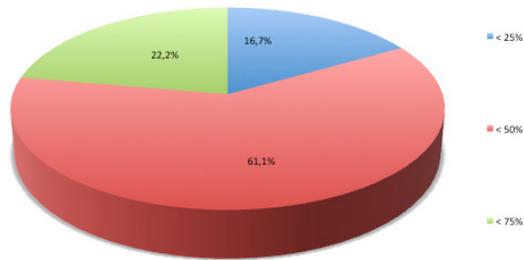
F 17: Wieviel „eigenes Geld“ mussten die Manager für ihre Beteiligungen aufbringen (in % der Beteiligungsquote)?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
< 25%	8	36,4%	36,36%
< 50%	6	27,3%	63,64%
< 75%	3	13,6%	77,27%
< 100%	4	18,2%	95,45%
= 100%	1	4,5%	100,00%
Gesamt	22	100,0%	



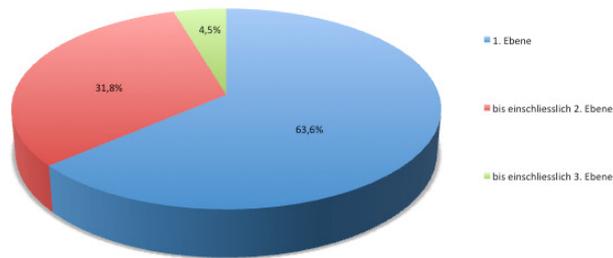
F 18: Spezialfall Secondary (falls durchgeführt): Wieviel % des Verkaufserlöses musste das Management re-investieren?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
< 25%	3	16,7%	16,67%
< 50%	11	61,1%	77,78%
< 75%	4	22,2%	100,00%
Gesamt	18	100,0%	



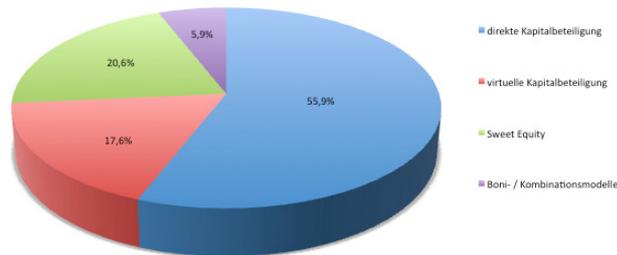
F 19: Bis zu welcher Managementebene wurden Beteiligungsmöglichkeiten angeboten?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
1. Ebene	14	63,6%	63,64%
bis einschliesslich 2. Ebene	7	31,8%	95,45%
bis einschliesslich 3. Ebene	1	4,5%	100,00%
Gesamt	22	100,0%	



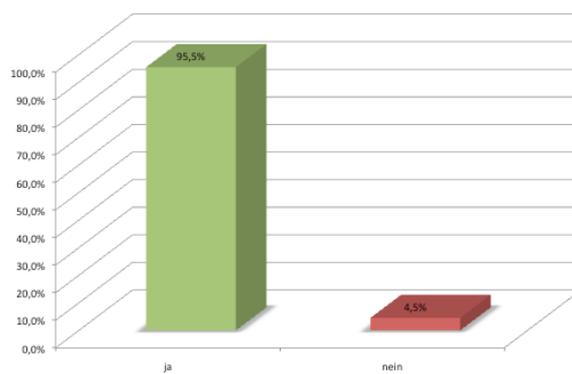
F 20: Welche Art von (Rück-)beteiligung trägt Ihrer Meinung nach den verschiedenen Interessenlagen am besten Rechnung?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
direkte Kapitalbeteiligung	19	55,9%	55,88%
virtuelle Kapitalbeteiligung	6	17,6%	73,53%
Sweet Equity	7	20,6%	94,12%
Boni- / Kombinationsmodelle	2	5,9%	100,00%
Gesamt	34	100,0%	



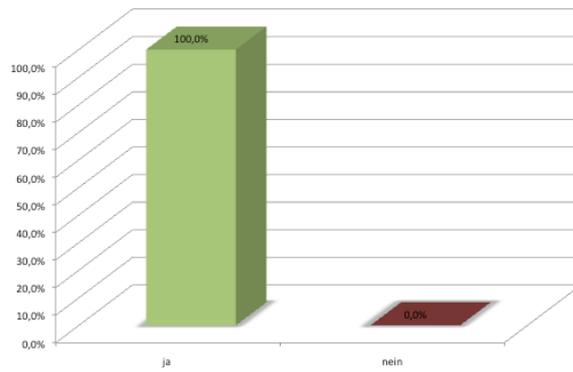
F 21: Wurden für die Beteiligungen in der Regel Klauseln wie Good-Leaver / Bad-Leaver Klauseln vereinbart?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
ja	21	95,5%	95,45%
nein	1	4,5%	100,00%
Gesamt	22	100,0%	



F 22: Wurden für die Beteiligungen in der Regel Drag-along / Tag-along Klauseln vereinbart?

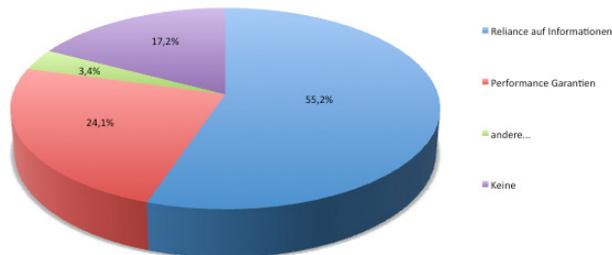
	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
ja	22	100,0%	100,00%
nein	0	0,0%	100,00%
Gesamt	22	100,0%	



F 23: Welche Garantien wurden von dem Management gefordert?

Die Antwortmöglichkeit „keine“ war in dem Fragebogen nicht mitaufgeführt, wurde hier aber aufgrund der mehrfachen Nennung aufgenommen.

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
Reliance auf Informationen	16	55,2%	55,17%
Performance Garantien	7	24,1%	79,31%
andere...	1	3,4%	82,76%
Keine	5	17,2%	100,00%
Gesamt	29	100,0%	
Performance budgets = andere	1		



III. Fragebogen für Management

Frankfurt School of Finance & Management

Frankfurt am Main

Erhebungsbogen zum Thema

Incentivierung des Management bei MBOs, MBIs und Secondary Buy-Outs

hier: aus Sicht des Management

Untersuchung im Rahmen einer Bachelor Thesis

von Christian Büchler

unter der wissenschaftlichen Leitung von

Professor Dr. Christoph Schalast

und

Gregor Wedell, LL.M.

Einleitung:

Im Rahmen meiner Bachelor Thesis führe ich eine empirische Untersuchung durch, die aus Sicht des Management zeigen soll, welche Interessenkonflikte beim Management eines non-public Unternehmens in einer der oben genannten Transaktionsarten entstehen (können) und welche Art von Incentivierung diesen Konflikt abmildern oder lösen kann.

Die Ergebnisse der Befragung werden in anonymisierter Form ausgewertet und interpretiert.

Die Beantwortung des Fragebogens dauert nicht länger als ca. 10 Minuten.

Fragebogen:

I. Block: Allgemeine Angaben zum Unternehmen und Deal

1. In welcher Branche ist Ihr Unternehmen tätig?

Produzierendes/-verarbeitendes Gewerbe

Dienstleistungsgewerbe

Gesundheitswesen

andere _____

2. Wie groß ist Ihr Unternehmen nach Umsatz?

< 50 Mio. EUR

< 150 Mio. EUR

< 250 Mio. EUR

> 250 Mio. EUR

3. Welche Art von Transaktion haben Sie durchlaufen?

MBO

MBI

MBO und Secondary Buy-Out

MBI und Secondary Buy-Out

II. Block: Interessenkonflikte und Incentivierung des Management

4. Haben Sie sich professionell beraten lassen?

Hausbank/ Investmentbank

Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

Beratungsunternehmen

M&A-Boutique

persönliche Kontakte

andere Wege:

Nein, ich habe mich nicht beraten lassen (weiter mit Frage 6)

5. Wer hat die Kosten übernommen?

Private Equity Investor

Sie als Management

Altgesellschafter

Kostenteilung zwischen _____ und _____

6. Fühlten Sie sich ausreichend informiert über PE's?

ja

nein

7. Was war der ausschlaggebende Punkt, warum Sie sich gerade für diesen Partner entschieden haben?

Empfehlung einer der Berater aus Frage 4

persönliche Überzeugung aufgrund von Gesprächen

selbe strategische Interessen

8. Wann wurde über Intencivierung gesprochen?

ab erstem Kontakt

kurz vor signing

erst nach signing

vor closing

nach closing

9. Wie stark wurden Sie in die Verhandlungen mit eingebunden?

stark

durchschnittlich

kaum

10. Haben Sie Ihrer Meinung nach rechtzeitig Informationen über die Dealstruktur gehabt?

ja

nein

11. War der Deal für Sie die ganze Laufzeit transparent?

- ja
- nein, erst kurz vor signing
- nein, nur nach signing
- vor closing
- nach closing

12. Welche Art von Rückbeteiligung hätten Sie sich gewünscht?

- direkte Kapitalbeteiligung
- virtuelle Beteiligung
- Sweet Equity
- Boni-/Kombinationsmodelle
- andere:

13. Wie hoch war die Rückbeteiligungsquote?

- <3%
- <5%
- <10%
- <15%
- <20%
- >20%

14. Wurde die von Ihnen gewünschte Beteiligungsquote erreicht?

- ja
- nein, wurde auf Wunsch des PE erhöht
- nein, wurde auf Wunsch des PE verringert

15. Wie viel eigenes Geld mussten Sie mit einbringen (in % der Beteiligungsquote)?

- <25%
- <50%
- <75%
- <100%
- =100%

16. Wann wurde der Beteiligungsvertrag unterzeichnet?

- Vor signing
- Vor closing
- Nach closing

17. Welche Arten von Garantien wurden vereinbart?

- Performance-Garantie
- Reliance auf die zur Verfügung gestellten Informationen
- andere:

18. Welche Exit-Strategie wurde vereinbart?

- IPO

- Trade Sale

- Buy Back

- Secondary Purchase

19. Gingen die Pläne zur strategischen Ausrichtung des Unternehmens auseinander?

- ja, der Private Equity Investor plante mit Entlassungen
- ja, der Private Equity Investor wollte neue Märkte erschliessen
- ja, andere Gründe:

nein (weiter mit Frage 21)

20. Wenn ja, wie wurden diese Differenzen beigelegt?

- Übereinkunft nach Verhandlungen
- Kompromissvereinbarung
- andere:

21. Welches Reporting wurde vereinbart?

- monatlich
- vierteljährlich
- halbjährlich
- jährlich

22. Hat dies Ihrer Meinung nach zur Effizienzsteigerung beigetragen?

- ja, definitiv
- nein, aber wurde auch nicht als störend empfunden
- nein, wurde nur als störend empfunden

23. Würden Sie im rückblickend betrachtet wieder eine Transaktion dieser Art begleiten?

- ja
 - ja, aber mit genauerem Auge auf den Investor
 - nein
 - wieso?
-
-

III. Block: Sonderfall Secondary Buy-Out (falls durchlaufen)

24. Wurden Sie über den geplanten Verkauf rechtzeitig informiert?

- ja
- nein

25. Wurden Sie in Kaufpreisverhandlungen mit eingebunden?

- ja
- nein

26. Sollten Sie im Management bleiben?

- ja
- nein, geplant wurde als MBI, aber ich konnte mich halten

27. Fühlten Sie sich deshalb übergangen?

- ja
- nein

28. Wie viel % Ihres Erlöses mussten Sie reinvestieren?

- <25%
- <50%
- <75%

29. Hat der Verkäufer Sie intenciviert?

- ja
- nein (weitere mit Frage 30)

30. Wenn ja, wie?

31. War Rechtssicherheit gegeben? Haben Sie sich sicher gefühlt?

- Ja
- Nein

IV. Auswertung aller Fragen für Management

F 1: In welcher Branche ist Ihr Unternehmen tätig?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
Produzierendes/-verarbeitendes Gewerbe	10	41,67%	41,67%
Dienstleistungsgewerbe	7	29,17%	70,83%
Gesundheitswesen	2	8,33%	79,17%
andere	5	20,83%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 2: Wie groß ist Ihr Unternehmen?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
unter 50 Mio. EUR	7	29,17%	29,17%
50 - 150 Mio. EUR	11	45,83%	75,00%
150 - 250 Mio. EUR	5	20,83%	95,83%
über 250 Mio. EUR	1	4,17%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 3: Welche Art von Transaktion haben Sie durchlaufen?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
MBO	12	50,00%	50,00%
MBI	6	25,00%	75,00%
MBO und Secondary Buy-Out	4	16,67%	91,67%
MBI und Secondary Buy-Out	2	8,33%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 4: Haben Sie sich professionell beraten lassen?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
Hausbank/ Investmentbank	3	9,38%	9,38%
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft	7	21,88%	31,25%
Beratungsunternehmen	1	3,13%	34,38%
M&A-Boutique	15	46,88%	81,25%
persönliche Kontakte	5	15,63%	96,88%
andere Wege	0	0,00%	96,88%
Nein, ich habe mich nicht beraten lassen	1	3,13%	100,00%
Gesamt	32	100,00%	

F 5: Wer hat die Kosten übernommen?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
Private Equity Investor	6	25,00%	25,00%
Sie als Management	3	12,50%	37,50%
Altgesellschafter	1	4,17%	41,67%
Kostenteilung zwischen Mgmt und PE Sponsor	14	58,33%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 6: Fühlten Sie sich ausreichend informiert über PE's

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
ja	19	79,17%	79,17%
nein	5	20,83%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 7: Was war der ausschlaggebende Punkt warum Sie sich gerade für diesen Partner entschieden haben?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
Empfehlung einer der Berater aus Frage 4	0	0,00%	0,00%
persönliche Überzeugung aufgrund von Gesprächen	13	54,17%	54,17%
selbe strategische Interessen	10	41,67%	95,83%
keine Alternative	1	4,17%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 8: Wann wurde über Intencivierung gesprochen?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
ab erstem Kontakt	14	58,33%	58,33%
kurz vor signing	8	33,33%	91,67%
erst nach signing	2	8,33%	100,00%
vor closing	0	0,00%	100,00%
nach closing	0	0,00%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 9: Wie stark wurden Sie in die Verhandlungen mit eingebunden?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
stark	22	91,67%	91,67%
durchschnittlich	0	0,00%	91,67%
kaum	2	8,33%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 10: Haben Sie Ihrer Meinung nach rechtzeitig Informationen über die Dealstruktur gehabt?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
ja	22	91,67%	91,67%
nein	2	8,33%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 11: War der Deal für Sie die ganze Laufzeit transparent?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
ja	17	70,83%	70,83%
nein, erst kurz vor signing	3	12,50%	83,33%
nein, nur nach signing	0	0,00%	83,33%
vor closing	0	0,00%	83,33%
nach closing	4	16,67%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 12: Welche Art von Rückbeteiligung hätten Sie sich gewünscht?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
direkte Kapitalbeteiligung	12	50,00%	50,00%
virtuelle Beteiligung	0	0,00%	50,00%
Sweet Equity	8	33,33%	83,33%
Boni-/Kombinationsmodelle	2	8,33%	91,67%
andere: Optionen v. Mgmt wurden v. PE erfüllt. A) Sweet Equity, B) Exit-Bonus, C) Merger-orientierter Bonus	2	8,33%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 13: Wie hoch war die Rückbeteiligungsquote?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
<3%	11	45,83%	45,83%
<5%	4	16,67%	62,50%
<10%	1	4,17%	66,67%
<15%	3	12,50%	79,17%
<20%	5	20,83%	100,00%
>20%	0	0,00%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 14: Wurde die von Ihnen gewünschte Beteiligungsquote erreicht?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
ja	14	58,33%	58,33%
nein, wurde auf Wunsch des PE erhöht	3	12,50%	70,83%
nein, PE wurde auf Wunsch des PE verringert	7	29,17%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 15: Wie viel eigenes Geld mussten Sie einbringen (in % der Beteiligungsquote)?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
<25%	10	41,67%	41,67%
<50%	5	20,83%	62,50%
<75%	2	8,33%	70,83%
<100%	3	12,50%	83,33%
100%	4	16,67%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 16: Wann wurde der Beteiligungsvertrag unterzeichnet?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
vor signing	16	66,67%	66,67%
vor closing	5	20,83%	87,50%
nach closing	3	12,50%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 17: Welche Arten von Garantien wurden vereinbart?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
Performance-Garantie	4	16,67%	16,67%
Reliance auf die zur Verfügung gestellten Informationen	19	79,17%	95,83%
andere: Keine	1	4,17%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 18: Welche Exit-Strategie wurde vereinbart?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
IPO	3	12,50%	12,50%
Trade Sale	8	33,33%	45,83%
Buy Back	0	0,00%	45,83%
Secondary Purchase	10	41,67%	87,50%
keine	3	12,50%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 19: Gingen die Pläne zur strategischen Ausrichtung des Unternehmens auseinander?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
ja der PE Sponsor plante mit Entlassungen	2	8,33%	8,33%
Ja, der PE Sponsor wollte neue Märkte erschließen	5	20,83%	29,17%
ja, andere Gründe: Der PE hat die vorgeschlagene Wachstumsstrategie nicht mitgetragen	1	4,17%	33,33%
nein	16	66,67%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 20: Wenn ja, wie wurden diese Differenzen beigelegt?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
Übereinkunft nach Verhandlungen	3	37,50%	37,50%
Kompromissvereinbarung	5	62,50%	100,00%
andere:	0	0,00%	100,00%
Gesamt	8	100,00%	

F 21: Welches Reporting wurde vereinbart?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
monatlich	18	75,00%	75,00%
vierteljährlich	6	25,00%	100,00%
halbjährlich	0	0,00%	100,00%
jährlich	0	0,00%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 22: Hat dies Ihrer Meinung nach zur Effizienzsteigerung beigetragen?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
ja, definitiv	9	37,50%	37,50%
nein, aber wurde auch nicht als störend empfunden	14	58,33%	95,83%
nein, wurde nur als störend empfunden	1	4,17%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

F 23: Würden Sie rückblickend betrachtet wieder eine Transaktion dieser Art begleiten?

	Häufigkeit	Prozent	Kumulierte Prozent
ja	19	79,17%	79,17%
ja, aber mit genauerem Auge auf den Investor	3	12,50%	91,67%
nein (Gründe: Intransparenz, Abhängigkeit)	2	8,33%	100,00%
Gesamt	24	100,00%	

III Block: Sonderfall Secondary Buy-Out

F 24: Wurden Sie über den geplanten Verkauf rechtzeitig informiert?

	Häufigkeit	Prozent
ja	6	100,00%
nein	0	0,00%
Gesamt	6	100,00%

F 25: Wurden Sie in Kaufpreisverhandlungen mit eingebunden?

	Häufigkeit	Prozent
ja	6	100,00%
nein	0	0,00%
Gesamt	6	100,00%

F 26: Sollten Sie im Management bleiben?

	Häufigkeit	Prozent
ja	6	100,00%
nein, geplant wurde als MBI, aber ich konnte mich halten	0	0,00%
Gesamt	6	100,00%

F 27: Fühlten Sie sich deshalb übergangen?

	Häufigkeit	Prozent
ja	0	0,00%
nein	6	100,00%
Gesamt	6	100,00%

F 28: Wie viel % Ihres Erlöses mussten Sie reinvestieren?

	Häufigkeit	Prozent
<25%	5	83,33%
<50%	1	16,67%
<75%	0	0,00%
Gesamt	6	100,00%

F 29: Hat der Verkäufer Sie intenciviert?

	Häufigkeit	Prozent
ja	6	100,00%
nein	0	0,00%
Gesamt	6	100,00%

F 30: Wenn ja, wie?

Wenn ja, wie?
(1) überproportionale Teilhabe am erfolgsabhängigen Earn-Out
(2) Exit-Bonus war bei Deal ausgehandelt

F 31: War Rechtssicherheit gegeben? Haben Sie sich sicher gefühlt?

	Häufigkeit	Prozent
ja	6	100,00%
nein	0	0,00%
Gesamt	6	100,00%

Literatur

- Bittmann, B. (2005): Arbeits- und Dienstvertragsrechtliche Fragestellungen in: W. Berens, H. U. Brauner, J. Frodermann (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren, Stuttgart: Schäffer-Pöschel, 2005, S. 323-355.
- Brebeck, F./Kohtes, W./Schönbeck, T. (2005): Traditionelle und innovative Unternehmenswerbung durch Finanzinvestoren in: W. Berens, Hans U. Brauner, J. Frodermann (Hrsg.): Unternehmensentwicklung mit Finanzinvestoren Stuttgart: Schäffer-Pöschel, 2005, S. 87-115.
- BVK (2010), Bundesverband Deutscher Kapitalbeteiligungsgesellschaften (Hrsg.): Special-Private Equity in Europa 2009. Berlin: ohne Verlag.
- Gietl, R. (2009), Substanzuelle Wertschöpfung durch Private Equity-Gesellschaften in europäischen Secondary Buyout Investments. Berlin: Institut für Unternehmensplanung.
- Haas, U./Müller, H (2004).: Haftungsrisiken des GmbH-Geschäftsführers im Zusammenhang mit Unternehmensverkäufen, GmbHHR, S. 1169 ff.
- Hohaus, B./Koch-Schulte, B. (2008), Manager in Private-Equity-Transaktionen, in: Pöllath & Partners (Hrsg.), Transaktionen, Vermögen, Pro Bono, Festschrift zum zehnjährigen Bestehen von P+P. Berlin: ohne Verlag, 2008, S. 93-114.
- Hohaus, B./Weber, C. (2010), Resprechungsreport zu Managementbeteiligungen in Private-Equity-Transaktionen, Betriebsberater, S. 2771-2777.
- Rhein, T. (1996): Der Interessenkonflikt der Manager beim Management Buy-Out. München: C.H. Beck, 1996.
- Rötheli, A. (2009). Secondary Buy-Outs-Ausgewählte Aspekte. In R. Tschäni, Mergers & Acquisitions XI S. 290, Zürich: Schulthess.
- Schäffler, F. (2006): Finanzierung von LBO-Transaktionen: Die Grenzen der Nutzung des Vermögens der Zielgesellschaft, BB Beilage 2006, Nr. 009, S. 1 ff.
- Schalast, C./Barten, B. (2008): Private Equity und Familienunternehmen – eine Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung deutscher Maschinen- und Anlagenbauunternehmen. Frankfurt: Frankfurt School Working Paper Series Nr. 107.
- Schneck, O. (2006). Handbuch Alternative Finanzierungsformen. Weinheim: Wiley-VCH Verlag GmbH & Co. KG.
- Tirpitz, R. v. (2001): Die Pflichten der GmbH-Manager gegenüber den Altgesellschaftern bei Management Buy-Out, Frankfurt am Main, et. al., 2001.
- Wedell, G. (2008). Das Dilemma der GmbH-Geschäftsführung in der M&A-Transaktion. In C. Schalast, Aktuelle Aspekte des M&A-Geschäfts (p. 300). Frankfurt am Main: Frankfurt School Verlag.
- Weihe, R. (2003): Interessenkonflikte zwischen Unternehmensverkäufer und Management: Eine Analyse im Kontext der Mergers & Acquisitions-Beratung. Duisburg-Essen: Deutscher Universitätsverlag, 2003.
- Weihe, R., & Elschen, R. (2004). Interessenkonflikte im Mergers & Acquisitions-Prozess. Magazin Finanz Betrieb, S. 602-609.

Kommentar [f2]: Welches Jahr?

FRANKFURT SCHOOL / HFB – WORKING PAPER SERIES

No.	Author/Title	Year
160.	Herrmann-Pillath, Carsten Revisiting the Gaia Hypothesis: Maximum Entropy, Kauffman's "Fourth Law" and Physiosemiosis	2011
159.	Herrmann-Pillath, Carsten A 'Third Culture' in Economics? An Essay on Smith, Confucius and the Rise of China	2011
158.	Boeing, Philipp / Sandner, Philipp The Innovative Performance of China's National Innovation System	2011
157.	Herrmann-Pillath, Carsten Institutions, Distributed Cognition and Agency: Rule-following as Performative Action	2011
156.	Wagner, Charlotte From Boom to Bust: How different has microfinance been from traditional banking?	2010
155.	Libman Alexander / Vinokurov, Evgeny Is it really different? Patterns of Regionalisation in the Post-Soviet Central Asia	2010
154.	Libman, Alexander Subnational Resource Curse: Do Economic or Political Institutions Matter?	2010
153.	Herrmann-Pillath, Carsten Meaning and Function in the Theory of Consumer Choice: Dual Selves in Evolving Networks	2010
152.	Kostka, Genia / Hobbs, William Embedded Interests and the Managerial Local State: Methanol Fuel-Switching in China	2010
151.	Kostka, Genia / Hobbs, William Energy Efficiency in China: The Local Bundling of Interests and Policies	2010
150.	Umber, Marc P. / Grote, Michael H. / Frey, Rainer Europe Integrates Less Than You Think. Evidence from the Market for Corporate Control in Europe and the US	2010
149.	Vogel, Ursula / Winkler, Adalbert Foreign banks and financial stability in emerging markets: evidence from the global financial crisis	2010
148.	Libman, Alexander Words or Deeds – What Matters? Experience of Decentralization in Russian Security Agencies	2010
147.	Kostka, Genia / Zhou, Jianghua Chinese firms entering China's low-income market: Gaining competitive advantage by partnering governments	2010
146.	Herrmann-Pillath, Carsten Rethinking Evolution, Entropy and Economics: A triadic conceptual framework for the Maximum Entropy Principle as applied to the growth of knowledge	2010
145.	Heidom, Thomas / Kahlert, Dennis Implied Correlations of iTraxx Tranches during the Financial Crisis	2010
144.	Fritz-Morgenthal, Sebastian G. / Hach, Sebastian T. / Schalast, Christoph M&A im Bereich Erneuerbarer Energien	2010
143.	Birkmeyer, Jörg / Heidom, Thomas / Rogalski, André Determinanten von Banken-Spreads während der Finanzmarktkrise	2010
142.	Banner, Christina E. / Metz, Sabrina Are SMEs large firms en miniature? Evidence from a growth analysis	2010
141.	Heidom, Thomas / Kaiser, Dieter G. / Voinea, André The Value-Added of Investable Hedge Fund Indices	2010
140.	Herrmann-Pillath, Carsten The Evolutionary Approach to Entropy: Reconciling Georgescu-Roegen's Natural Philosophy with the Maximum Entropy Framework	2010
139.	Heidom, Thomas / Löw, Christian / Winker, Michael Funktionsweise und Replikationstil europäischer Exchange Traded Funds auf Aktienindices	2010
138.	Libman, Alexander Constitutions, Regulations, and Taxes: Contradictions of Different Aspects of Decentralization	2010
137.	Herrmann-Pillath, Carsten / Libman, Alexander / Yu, Xiaofan State and market integration in China: A spatial econometrics approach to 'local protectionism'	2010
136.	Lang, Michael / Cremers, Heinz / Hentze, Rainald Ratingmodell zur Quantifizierung des Ausfallrisikos von LBO-Finanzierungen	2010
135.	Banner, Christina / Feess, Eberhard When high-powered incentive contracts reduce performance: Choking under pressure as a screening device	2010
134.	Herrmann-Pillath, Carsten Entropy, Function and Evolution: Naturalizing Peircian Semiosis	2010

Incentivierung des Managements bei Unternehmenskäufen/Buy-Outs mit Private Equity Investoren
– eine empirische Untersuchung –

133.	Banner, Christina E. / Behr, Patrick / Güttler, Andre Rating opaque borrowers: why are unsolicited ratings lower?	2009
132.	Herrmann-Pillath, Carsten Social Capital, Chinese Style: Individualism, Relational Collectivism and the Cultural Embeddedness of the Institutions- Performance Link	2009
131.	Schäffler, Christian / Schmaltz, Christian Market Liquidity: An Introduction for Practitioners	2009
130.	Herrmann-Pillath, Carsten Dimensionen des Wissens: Ein kognitiv-evolutionärer Ansatz auf der Grundlage von F.A. von Hayeks Theorie der „Sensory Order“	2009
129.	Hankir, Yassin / Rauch, Christian / Ueber, Marc It's the Market Power, Stupid! – Stock Return Patterns in International Bank M&A	2009
128.	Herrmann-Pillath, Carsten Outline of a Darwinian Theory of Money	2009
127.	Cremers, Heinz / Walzner, Jens Modellierung des Kreditrisikos im Portfoliofall	2009
126.	Cremers, Heinz / Walzner, Jens Modellierung des Kreditrisikos im Einwertpapierfall	2009
125.	Heidorn, Thomas / Schmaltz, Christian Interne Transferpreise für Liquidität	2009
124.	Banner, Christina E. / Hirsch, Christian The economic function of credit rating agencies - What does the watchlist tell us?	2009
123.	Herrmann-Pillath, Carsten A Neurolinguistic Approach to Performativity in Economics	2009
122.	Winkler, Adalbert / Vogel, Ursula Finanzierungsstrukturen und makroökonomische Stabilität in den Ländern Südosteuropas, der Türkei und in den GUS-Staaten	2009
121.	Heidorn, Thomas / Rupprecht, Stephan Einführung in das Kapitalstrukturmanagement bei Banken	2009
120.	Rosbach, Peter Die Rolle des Internets als Informationsbeschaffungsmedium in Banken	2009
119.	Herrmann-Pillath, Carsten Diversity Management und diversitätsbasiertes Controlling: Von der „Diversity Scorecard“ zur „Open Balanced Scorecard	2009
118.	Hölscher, Luise / Clasen, Sven Erfolgsfaktoren von Private Equity Fonds	2009
117.	Banner, Christina E. Is there a hold-up benefit in heterogeneous multiple bank financing?	2009
116.	Roßbach, Peter / Gießamer, Dirk Ein eLearning-System zur Unterstützung der Wissensvermittlung von Web-Entwicklern in Sicherheitsthemen	2009
115.	Herrmann-Pillath, Carsten Kulturelle Hybridisierung und Wirtschaftstransformation in China	2009
114.	Schalast, Christoph: Staatsfonds – „neue“ Akteure an den Finanzmärkten?	2009
113.	Schalast, Christoph / Alram, Johannes Konstruktion einer Anleihe mit hypothekarischer Besicherung	2009
112.	Schalast, Christoph / Bolder, Markus / Radünz, Claus / Siepmann, Stephanie / Weber, Thorsten Transaktionen und Servicing in der Finanzkrise: Berichte und Referate des Frankfurt School NPL Forums 2008	2009
111.	Werner, Karl / Moormann, Jürgen Efficiency and Profitability of European Banks – How Important Is Operational Efficiency?	2009
110.	Herrmann-Pillath, Carsten Moralische Gefühle als Grundlage einer wohlstandschaffenden Wettbewerbsordnung: Ein neuer Ansatz zur erforschung von Sozialkapital und seine Anwendung auf China	2009
109.	Heidorn, Thomas / Kaiser, Dieter G. / Roder, Christoph Empirische Analyse der Drawdowns von Dach-Hedgefonds	2009
108.	Herrmann-Pillath, Carsten Neuroeconomics, Naturalism and Language	2008
107.	Schalast, Christoph / Benita, Barten Private Equity und Familienunternehmen – eine Untersuchung unter besonderer Berücksichtigung deutscher Maschinen- und Anlagenbauunternehmen	2008
106.	Banner, Christina E. / Grote, Michael H. Equity Gap? – Which Equity Gap? On the Financing Structure of Germany's Mittelstand	2008
105.	Herrmann-Pillath, Carsten The Naturalistic Turn in Economics: Implications for the Theory of Finance	2008

Incentivierung des Managements bei Unternehmenskäufen/Buy-Outs mit Private Equity Investoren
– eine empirische Untersuchung –

104.	Schalast, Christoph (Hrsg.) / Schanz, Kay-Michael / Scholl, Wolfgang Aktionärsschutz in der AG falsch verstanden? Die Leica-Entscheidung des LG Frankfurt am Main	2008
103.	Banner, Christina E./ Müsch, Stefan Die Auswirkungen der Subprime-Krise auf den deutschen LBO-Markt für Small- und MidCaps	2008
102.	Cremers, Heinz / Vetter, Michael Das IRB-Modell des Kreditrisikos im Vergleich zum Modell einer logarithmisch normalverteilten Verlustfunktion	2008
101.	Heidorn, Thomas / Pleißner, Mathias Determinanten Europäischer CMBS Spreads. Ein empirisches Modell zur Bestimmung der Risikoaufschläge von Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)	2008
100.	Schalast, Christoph (Hrsg.) / Schanz, Kay-Michael Schaeffler KG/Continental AG im Lichte der CSX Corp.-Entscheidung des US District Court for the Southern District of New York	2008
99.	Hölscher, Luise / Haug, Michael / Schweinberger, Andreas Analyse von Steueramnestiedaten	2008
98.	Heimer, Thomas / Arend, Sebastian The Genesis of the Black-Scholes Option Pricing Formula	2008
97.	Heimer, Thomas / Hölscher, Luise / Werner, Matthias Ralf Access to Finance and Venture Capital for Industrial SMEs	2008
96.	Böttger, Marc / Guthoff, Anja / Heidorn, Thomas Loss Given Default Modelle zur Schätzung von Recovery Rates	2008
95.	Almer, Thomas / Heidorn, Thomas / Schmaltz, Christian The Dynamics of Short- and Long-Term CDS-spreads of Banks	2008
94.	Barthel, Erich / Wollersheim, Jutta Kulturunterschiede bei Mergers & Acquisitions: Entwicklung eines Konzeptes zur Durchführung einer Cultural Due Diligence	2008
93.	Heidorn, Thomas / Kunze, Wolfgang / Schmaltz, Christian Liquiditätsmodellierung von Kreditzusagen (Term Facilities and Revolver)	2008
92.	Burger, Andreas Produktivität und Effizienz in Banken – Terminologie, Methoden und Status quo	2008
91.	Löchel, Horst / Pecher, Florian The Strategic Value of Investments in Chinese Banks by Foreign Financial Institutions	2008
90.	Schalast, Christoph / Morgenschweis, Bernd / Sprengel, Hans Otto / Ockens, Klaas / Stachuletz, Rainer / Safran, Robert Der deutsche NPL Markt 2007: Aktuelle Entwicklungen, Verkauf und Bewertung – Berichte und Referate des NPL Forums 2007	2008
89.	Schalast, Christoph / Stralkowski, Ingo 10 Jahre deutsche Buyouts	2008
88.	Banner, Christina E./ 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.	Banner, Christina / Hänsel, Dennis Determinants of banks' engagement in loan securitization	2007
84.	Banner, Christina "Smoothing" versus "Timeliness" - Wann sind stabile Ratings optimal und welche Anforderungen sind an optimale Berichtsregeln zu stellen?	2007
83.	Banner, Christina E. Heterogeneous Multiple Bank Financing: Does it Reduce Inefficient 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 / Traugber, Patrick Handlungsalternativen einer Genossenschaftsbank im Investmentprozess unter Berücksichtigung der Risikotragfähigkeit	2007
78.	Gedesmeier, Dieter / Roffia, Barbara Monetary Analysis: A VAR Perspective	2007

Incentivierung des Managements bei Unternehmenskäufen/Buy-Outs mit Private Equity Investoren
– eine empirische Untersuchung –

77.	Heidom, Thomas / Kaiser, Dieter G. / Muschiol, Andrea Portfoliooptimierung mit Hedgefonds unter Berücksichtigung höherer Momente der Verteilung	2007
76.	Jobe, Clemens J. / Ockens, Klaas / Safran, Robert / Schalast, Christoph Work-Out und Servicing von notleidenden Krediten – Berichte und Referate des HfB-NPL Servicing Forums 2006	2006
75.	Abrar, Kamyar / Schalast, Christoph Fusionskontrolle in dynamischen Netzsektoren am Beispiel des Breitbandkabelsektors	2006
74.	Schalast, Christoph / Schanz, Kay-Michael 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.	Heidom, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Heterogenität von Hedgefondsindizes	2006
70.	Baumann, Stefan / Löchel, Horst The Endogeneity Approach of the Theory of Optimum Currency Areas - What does it mean for ASEAN + 3?	2006
69.	Heidom, Thomas / Trautmann, Alexandra Niederschlagsderivate	2005
68.	Heidom, Thomas / Hoppe, Christian / Kaiser, Dieter G. Möglichkeiten der Strukturierung von Hedgefondsportfolios	2005
67.	Belke, Ansgar / Polleit, Thorsten (How) Do Stock Market Returns React to Monetary Policy ? An ARDL Cointegration Analysis for Germany	2005
66.	Daynes, Christian / Schalast, Christoph Aktuelle Rechtsfragen des Bank- und Kapitalmarktrechts II: Distressed Debt - Investing in Deutschland	2005
65.	Gerdesmeier, Dieter / Polleit, Thorsten Measures of excess liquidity	2005
64.	Becker, Gemot M. / Harding, Perham / Hölscher, Luise 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.	Richard, Jörg / Schalast, Christoph / Schanz, Kay-Michael 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.	Heidom, 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.	Heidom, 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 / Heidom, Thomas Investitionen und Emissionen von Convertible Bonds (Wandelanleihen)	2004
49.	Chevalier, Pierre / Heidom, Thomas / Krieger, Christian Temperaturderivate zur strategischen Absicherung von Beschaffungs- und Absatzrisiken	2003

Incentivierung des Managements bei Unternehmenskäufen/Buy-Outs mit Private Equity Investoren
– eine empirische Untersuchung –

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.	Heidom, 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.	Heidom, 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.	Heidom, Thomas Bewertung von Kreditprodukten und Credit Default Swaps	2001
35.	Heidom, Thomas / Weier, Sven Einführung in die fundamentale Aktienanalyse	2001
34.	Seeger, Norbert International Accounting Standards (IAS)	2001
33.	Moormann, Jürgen / Stehling, Frank Strategic Positioning of E-Commerce Business Models in the Portfolio of Corporate Banking	2001
32.	Sokolovsky, Zbynek / Strohhecker, Jürgen Fit für den Euro, Simulationsbasierte Euro-Maßnahmenplanung für Dresdner-Bank-Geschäftsstellen	2001
31.	Roßbach, Peter Behavioral Finance - Eine Alternative zur vorherrschenden Kapitalmarkttheorie?	2001
30.	Heidom, 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.	Eberle, Günter Georg / Löchel, Horst Die Auswirkungen des Übergangs zum Kapitaldeckungsverfahren in der Rentenversicherung auf die Kapitalmärkte	2001
27.	Heidom, 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.	Frank, Axel / Moormann, Jürgen Grenzen des Outsourcing: Eine Exploration am Beispiel von Direktbanken	2000
23.	Heidom, 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.	Heidom, Thomas Entscheidungsorientierte Mindestmargenkalkulation	2000
20.	Wolf, Birgit Die Eigenmittelkonzeption des § 10 KWG	2000

Incentivierung des Managements bei Unternehmenskäufen/Buy-Outs mit Private Equity Investoren
– eine empirische Untersuchung –

19.	Creemers, Heinz / Robé, Sophie / Thiele, Dirk Beta als Risikomaß - Eine Untersuchung am europäischen Aktienmarkt	2000
18.	Creemers, Heinz Optionspreisbestimmung	1999
17.	Creemers, 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.	Creemers, Heinz / Schwarz, Willi Interpolation of Discount Factors	1996
01.	Moormann, Jürgen Lean Reporting und Führungsinformationssysteme bei deutschen Finanzdienstleistern	1995

**FRANKFURT SCHOOL / HFB – WORKING PAPER SERIES
CENTRE FOR PRACTICAL QUANTITATIVE FINANCE**

No.	Author/Title	Year
27.	Detering, Nils / Weber, Andreas / Wystup, Uwe Return distributions of equity-linked retirement plans	2010
26.	Veiga, Carlos / Wystup, Uwe Ratings of Structured Products and Issuers' Commitments	2010
25.	Beyna, Ingo / Wystup, Uwe On the Calibration of the Cheyette. Interest Rate Model	2010
24.	Scholz, Peter / Walther, Ursula Investment Certificates under German Taxation. Benefit or Burden for Structured Products' Performance	2010
23.	Esquivel, Manuel L. / Veiga, Carlos / Wystup, Uwe Unifying Exotic Option Closed Formulas	2010
22.	Packham, Natalie / Schlögl, Lutz / Schmidt, Wolfgang M. Credit gap risk in a first passage time model with jumps	2009
21.	Packham, Natalie / Schlögl, Lutz / Schmidt, Wolfgang M. Credit dynamics in a first passage time model with jumps	2009
20.	Reiswich, Dimitri / Wystup, Uwe FX Volatility Smile Construction	2009

Incentivierung des Managements bei Unternehmenskäufen/Buy-Outs mit Private Equity Investoren
– eine empirische Untersuchung –

19.	Reiswich, Dimitri / Tompkins, Robert Potential PCA Interpretation Problems for Volatility Smile Dynamics	2009
18.	Keller-Ressel, Martin / Kilin, Fiodar Forward-Start Options in the Barndorff-Nielsen-Shephard Model	2008
17.	Griebsch, Susanne / Wystup, Uwe On the Valuation of Fader and Discrete Barrier Options in Heston's Stochastic Volatility Model	2008
16.	Veiga, Carlos / Wystup, Uwe Closed Formula for Options with Discrete Dividends and its Derivatives	2008
15.	Packham, Natalie / Schmidt, Wolfgang Latin hypercube sampling with dependence and applications in finance	2008
14.	Hakala, Jürgen / Wystup, Uwe FX Basket Options	2008
13.	Weber, Andreas / Wystup, Uwe Vergleich von Anlagestrategien bei Riesterrenten ohne Berücksichtigung von Gebühren. Eine Simulationsstudie zur Verteilung der Renditen	2008
12.	Weber, Andreas / Wystup, Uwe Riesterrente im Vergleich. Eine Simulationsstudie zur Verteilung der Renditen	2008
11.	Wystup, Uwe Vanna-Volga Pricing	2008
10.	Wystup, Uwe Foreign Exchange Quanto Options	2008
09.	Wystup, Uwe Foreign Exchange Symmetries	2008
08.	Becker, Christoph / Wystup, Uwe Was kostet eine Garantie? Ein statistischer Vergleich der Rendite von langfristigen Anlagen	2008
07.	Schmidt, Wolfgang Default Swaps and Hedging Credit Baskets	2007
06.	Kilin, Fiodar Accelerating the Calibration of Stochastic Volatility Models	2007
05.	Griebsch, Susanne/ Kühn, Christoph / Wystup, Uwe Instalment Options: A Closed-Form Solution and the Limiting Case	2007
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 Announcements	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:

Working Paper: http://www.frankfurt-school.de/content/de/research/publications/list_of_publication/list_of_publication

Frankfurt School of Finance & Management
Working Paper No. 161

CPQF: http://www.frankfurt-school.de/content/de/cpqf/research_publications.html

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: e.lahdensuu@fs.de
Further information about Frankfurt School of Finance & Management
may be obtained at: <http://www.fs.de>