

# Mythen und Wahrheiten über die Einflussfaktoren von Buy-out-Performance

Bernd Kreuter, Feri Trust GmbH, Oliver Gottschalg\*, HEC School of Management & Stephan Schödel, Bain&Company

► Dieser Forschungsbericht diskutiert eine Reihe wichtiger Einflussfaktoren auf die Performance von Buy-out-Transaktionen, indem weit verbreitete Annahmen (Mythen) der Private Equity-Industrie den Ergebnissen einer empirischen Analyse einer großen Anzahl von Buy-outs gegenübergestellt werden. Insgesamt konnten die Autoren sowohl einige Fälle identifizieren, in denen die weit verbreiteten Annahmen der Industrie von den analysierten Daten bestätigt wurden, als auch einige wichtige Widersprüche. Die Ergebnisse sind vorläufige Erkenntnisse über die strategischen Hintergründe und die Wertentstehungsmechanismen von Buy-out-Transaktionen.

## 1. Einleitung

Die Private Equity-Industrie im Allgemeinen und Buy-outs im Besonderen zeichnen sich durch einen Mangel an öffentlich zugänglichen Informationen aus, insbesondere was die Performance von einzelnen Investments und deren Hintergründe angeht. Daher sind die komplexen Mechanismen, mit Hilfe derer Buy-outs Wert generieren, weitgehend unbekannt und die meisten bestehenden Theorien über Buy-out-Performance scheinen eher subjektiv. Darüber hinaus hat die Erfahrungsvielfalt zur Entstehung einer Reihe von ungeprüften Annahmen in der Private Equity-Industrie geführt. Einige davon werden gemeinhin als wahr akzeptiert, andere hingegen häufiger angezweifelt. Bis heute wurden die meisten dieser Annahmen nicht empirisch durch die Analyse einer großen Anzahl von Buy-outs validiert (oder widerlegt). Deshalb haben die Autoren im Folgenden zehn häufig genannte Einflussfaktoren auf die Performance von Buy-outs untersucht. Dazu haben sie die INSEAD Buy-out Datenbank, die aktuell über 5.500 realisierte und unrealisierte Buy-out-Investments von mehr als 350 Private Equity-Fonds enthält, statistisch analysiert, um die Validität der verbreiteten Annahmen zu überprüfen.

Es gibt verschiedene Wege, um die Performance von Buy-outs zu messen. Viele Praktiker bevorzugen die Multiples des investierten Kapitals, um die „absoluten“ Erträge zu messen. Der Nachteil dieser Methode ist, dass die Halteperiode des Investments dabei nicht in Betracht gezogen wird<sup>1</sup>. Dieses Problem kann umgangen werden, indem man Buy-out-Performance stattdessen mit der realisierten Brutto-IRR misst. Auf diese Weise kann man erkennen,

ob Buy-outs mit längeren Halteperioden den längeren Kapitaleinsatz durch entsprechend höhere Wertsteigerungen rechtfertigen.

Im Folgenden werden die zehn Treiber von Buy-out-Performance ausschließlich anhand der realisierten Brutto-IRR gemessen. Die analysierten Faktoren beziehen sich u.a. auf die Merkmale des Deals und der akquirierten Firma wie z.B. die Haltedauer, die Größe der Transaktionen, die Industrie der Firma und die operative Performance. Außerdem werden GP<sup>2</sup>-bezogene Faktoren wie deren Erfahrung, Industrie-Fokus oder die Fähigkeit, Deals proaktiv anzustoßen, untersucht. Abschließend betrachtet der Forschungsbericht noch den Akquisitionsprozess selbst anhand von Faktoren wie der Professionalität der Verkäufer oder der Festlegung der angemessenen Eigentumsbeteiligung für das Management.

## 2. Analyse

### 2.1 „Buy-and-flip“ oder „buy-and-grow“?

Mit Blick auf die Auswirkungen der Halteperiode auf die Performance von Buy-outs gibt es widersprüchliche Einschätzungen der Industrieexperten. (1) Einige argumentieren, dass der größte Teil des Wertes „im Voraus“ geschaffen wird. Wenn der GP also in der Lage ist, die akquirierte Firma schnell wieder zu verkaufen, maximiert er dadurch die Erträge für die Investoren: Schnelle Deals in einer „buy-and-flip“-Art performen am besten. (2) Im Gegensatz dazu behaupten andere Praktiker, dass sich GPs in der heutigen Marktumgebung durch fundamentale Wertschöpfung differenzieren müssten, die Zeit braucht: Buy-outs mit langen Halteperioden performen besser.

Die Analyse von 2.469 realisierten Buy-out-Investments in Nordamerika und Europa unterstützt deutlich die erste Hypothese: schnellere Transaktionen performen besser als solche mit langer Halteperiode. Insgesamt gibt es eine inverse Beziehung zwischen Halteperiode und Buy-out-

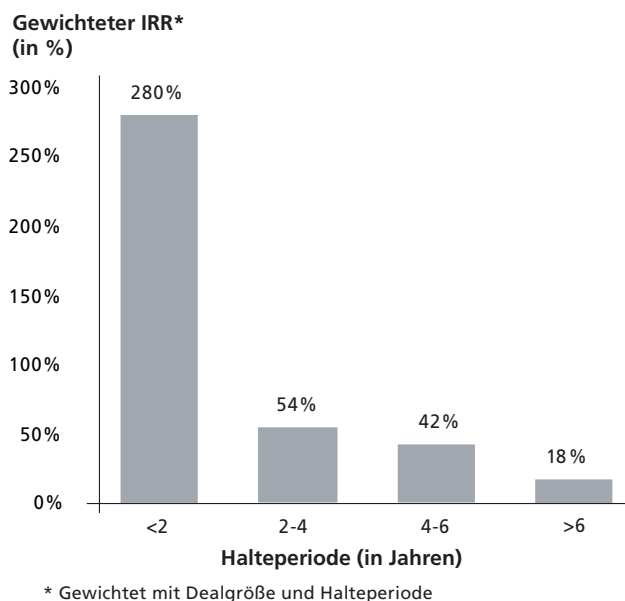
\* Autorenkontakt: oliver.gottschalg@insead.edu

1 Gottschalg, O., Loos, N. & Zollo, M. (2004) „Working out where the value lies“, European Venture Capital Journal, June 2004.

2 In diesem Artikel wird die Terminologie der Private-Equity-Industrie benutzt. Deshalb werden die Investoren in Buyout-Fonds als Limited Partners (LP) and Buyout-Fondsmanager als General Partners (GP) bezeichnet.

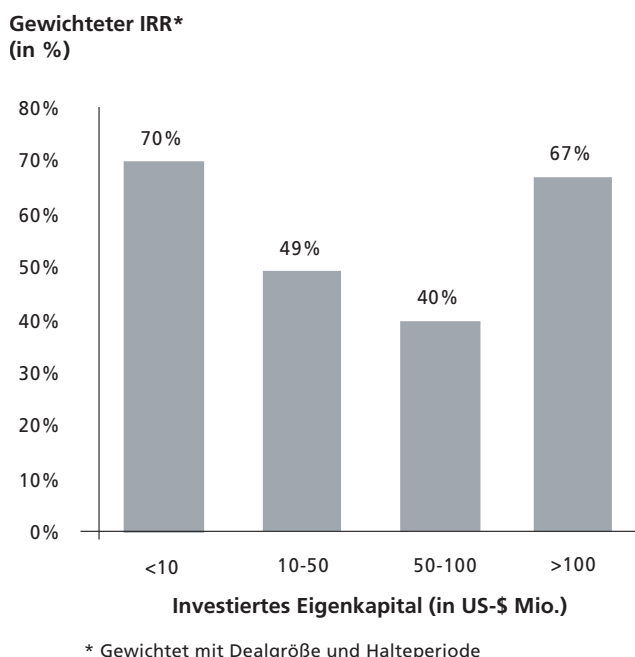
**Abb. 1 | Buy-out Performance und Halteperiode**

Quelle: INSEAD Buyout Database – Total sample =2.469



**Abb. 2 | Buy-out-Performance und Transaktionsgröße**

Quelle: INSEAD Buyout Database – Total sample =2.469



Performance: Deals mit einer Haltezeit unter 2 Jahren hatten eine durchschnittliche Performance von 280% IRR; bei einer Haltedauer von 2-4 Jahren war die Performance im Schnitt 54% IRR; Investitionen, die 4-6 Jahre gehalten wurden, erreichten noch 42% IRR; und diejenigen, die noch länger im Portfolio des GP verblieben, warfen durchschnittlich nur noch 18% IRR ab (vgl. Abb.1). Diese Ergebnisse unterstützten die unterstellte Überlegenheit der „buy-and-flip“ Transaktionen.<sup>3</sup>

**2.2 Performen Mega-Deals am besten?**

Das zweite wesentliche Merkmal jedes Buy-outs ist die Dealgröße. In den vergangenen Jahren ging der Trend immer stärker in Richtung größerer Fonds und größerer Deals. Die Manager größerer Fonds argumentieren, dass das profitabelste Segment des Buy-out-Marktes das der Mega-Deals ist. Im Gegensatz dazu weisen die Verfechter kleiner Transaktionen darauf hin, dass kleine Unternehmen diejenigen sind, die am wenigstens effizient und wettbewerbsfähig sind, so dass ein Private Equity-Fond gerade dort substantiell Wert schaffen kann, was schlussendlich zu den besten Erträgen führt.<sup>4</sup>

Zur Untersuchung dieser Fragen wurde wiederum die Performance von 2.469 realisierten Buy-outs in Nordamerika und Europa anhand der IRR untersucht. Eine konvexe Beziehung zwischen der Dealgröße und der Performance existiert: sehr kleine Buy-outs und Mega-Deals performen signifikant besser als mittelgroße Transaktionen (vgl. Abb.2). Die kleinsten Deals liefern sogar noch etwas höhere Erträge als die Mega-Deals: Investments mit weniger als 10 Mio. US-\$ liefern durchschnittlich eine IRR von 70%, Mega-Deals 67% IRR, wohingegen mittelgroße Deals deutlich schlechtere Erträge erwirtschaften; immerhin noch 49% für Transaktionen zwischen 10-50 Mio. US-\$ und nur 40% IRR für den Größenbereich von 50-100 Mio. US-\$.

Die Stichprobe enthält nur Buy-outs, aber keine Venture Capital-Fonds. Deshalb wurde eine zusätzliche Analyse durchgeführt, um zu testen, ob die gute Performance kleiner Investments von kleinen, Start-up-ähnlichen Investments in der Periode 1998 bis 2001 getrieben wurde. Die Autoren konnten allerdings belegen, dass der allgemeine Trend, dass kleine Investments gut performen, schon vor 1998 existierte. Außerdem konnte dieser Trend sowohl für die nordamerikanische Teilstichprobe als auch für die europäische etabliert werden. Zusammenfassend wird die Hypothese, dass Mega-Deals am besten performen, also nur teilweise durch die Ergebnisse der Analyse unterstützt, da die höchsten Erträge im Bereich der kleinsten Investments erwirtschaftet zu werden scheinen.<sup>5</sup>

3 Beachte: Dieselben Daten wurden auch mit Blick auf den „absoluten“ Ertrag analysiert. Das Ergebnis unterstützt dann die zweite Hypothese. Buyouts mit mittleren und langen Halteperioden liefern höhere Multiples als Transaktionen mit kurzen Halteperioden: Haltedauern von 4-6 Jahren schneiden dann am besten ab, gefolgt von 2-4-jährigen, weiter gefolgt von Deals unter 2 Jahren und auf dem letzten Platz wieder Investments, die länger als 6 Jahre im Portfolio blieben. Folgt man dieser Art der Renditemessung erreicht man mit der „buy-and-grow“-Strategie die besten Erträge, solange die Haltezeit 6 Jahre nicht übersteigt.

4 Faber J. & Kreuter B. (2002) „Wie attraktiv sind kleinere Private-Equity-Fonds?“ Absolut Report Nr. 9: pp. 34-39.

5 Beachte: Dieselben Daten wurden auch mit alleinigem Blick auf den „absoluten“ Ertrag analysiert. Das Ergebnis unterstützt diesmal nicht die Hypothese, dass Mega-Deals am besten performen. Interessanterweise ist auch bei dieser Betrachtungsart die Performance der kleinen Buy-outs am besten. Wenn die Transaktionen nach dem Umfang des investierten Eigenkapitals gruppiert werden, ergibt sich folgendes Ergebnis: Investments unter 10 Mio. US-\$ performen am besten, gefolgt von Eigenkapitalanlagen zwischen 50-100 Mio. US-\$, gefolgt von Deals zwischen 10-50 Mio. US-\$ und schließlich Investments über 100 Mio. US-\$.

## 2.3 Werden die Erträge von Buy-outs von der Performance des Aktienmarktes getrieben?

Sowohl GPs als auch LPs sind an der Verbindung zwischen Markttrends und den Erträgen aus Buy-outs interessiert. GPs versuchen allgemein zu verstehen, wie positive oder negative Marktumgebungen die Erträge ihrer Deals beeinflussen. LPs wiederum müssen als Grundlage für die strategische Assetallokation während ihrer Portfolioallokationsentscheidungen in verschiedene Assetklassen unter anderem die Wechselwirkungen zwischen den Aktienmärkten und der Performance von Buy-outs in Betracht ziehen.

Meist schätzen LPs Investments in Buy-out-Fonds wegen ihrer Portfoliodiversifikationseigenschaften. Es wird bisweilen angenommen, dass Buy-outs Cash Flows unabhängig oder sogar negativ korreliert zu den Aktienmärkten generieren. Dies wird wiederholt als ein Grund für Investments in Buy-out-Fonds genannt, selbst wenn deren risikoadjustierte Performance nicht immer die der Aktienmärkte schlägt.<sup>6</sup>

Die Autoren verglichen deshalb die Erträge aus 1.109 realisierten Buy-outs mit den Erträgen, die eine Anlage in ein Portfolio aus börsennotierten Firmen, die in den gleichen Industrien tätig sind wie die Buy-out-Firmen, in demselben Zeitraum erzielt hätte. Es konnte eine statistisch signifikante (auf dem 99%-Niveau) positive Korrelation zwischen beiden Ertragsarten etabliert werden. Das suggeriert, dass sich die Performance von den Buy-outs und den Aktienmärkten der entsprechenden Industrien in die gleiche Richtung bewegen.

Investitionen in Buy-outs scheinen also eine weniger geeignete Hedging-Möglichkeit gegen die Volatilität der Aktienmärkte zu sein, als allgemein angenommen – wenn nicht sogar das Gegenteil der Fall ist. Dies würde auch intuitiv Sinn machen, da die Bewertungen der Portfoliofirmen von Private-Equity-Fonds zum Ein- und Ausstiegszeitpunkt von den jeweiligen M&A-Multiples, die wiederum von den Bewertungen des Aktienmarktes abhängen, stark beeinflusst werden. Die Bewertungen derjenigen Portfoliofirmen, die durch einen IPO verkauft werden, hängen sogar direkt vom Aktienmarkt ab. Allerdings ist der Korrelationskoeffizient zwischen Buy-outs und Aktienmärkten kleiner 0,5, was darauf hinweist, dass ein gewisser Portfoliodiversifikationseffekt durch eine Mischung von Aktienmarktinvestments und Buy-outs in der Tat erzielt werden kann. Auf jeden Fall sollten sowohl GPs als auch LPs makro-ökonomische Entwicklungen aufmerksam verfolgen.

## 2.4 Welche Industriemerkmale machen einen Buy-out erfolgreich?

Einige Praktiker argumentieren, dass gewisse Merkmale manche Industrien attraktiver für Buy-outs machen als andere. Zu diesen Merkmalen zählen im Wesentlichen Stabilität, hohe Margen, starker Operating Cash Flow, Umsatzwachstum in der betroffenen Industrie und erwartete Effi-

ziensteigerungen. Auf Basis einer Stichprobe von 205 realisierten Buy-outs in Europa testeten die Autoren die Beziehung zwischen den Erträgen aus Buy-outs und drei fundamentalen Merkmalen der Industrie, in der der Deal stattfand: (1) der Industriedurchschnitt der EBITDA-Marge zum Zeitpunkt des Buy-outs; (2) die durchschnittliche Wachstumsrate der Industrie während der Halteperiode bezogen auf die Umsätze der Industrie; (3) die Veränderung der EBITDA-Marge der Industrie während der Halteperiode.

Die Ergebnisse unterstützen die Hypothese, dass ein starker Operating Cash Flow, der durch eine hohe Industrie-EBITDA-Marge zum Zeitpunkt des Buy-outs abgebildet wird, ein starker Indikator für die Erträge von Buy-outs ist. Im Gegensatz dazu liefert die Analyse keinen Hinweis auf einen systematischen Zusammenhang zwischen der Buy-out-Performance und der Wachstumsrate der Umsätze der Industrie oder Verbesserungen der EBITDA-Marge während der Haltezeit. Das bedeutet nicht zwangsläufig, dass das Wachstum einer Industrie die Erträge des Buy-outs nicht positiv beeinflusst, allerdings ist die Wahrscheinlichkeit eines erfolgreichen Buy-outs in einer schrumpfenden Industrie genauso groß wie in einer wachsenden.

In einer Anschlussanalyse betrachteten die Autoren die operative Performance, für die 70 der ursprünglich 205 Transaktionen, für die die Daten verfügbar waren. Es konnte gezeigt werden, dass die Portfoliofirmen mit niedrigen EBITDA-Margen zum Buy-out-Zeitpunkt bessere Erträge erwirtschafteten. Weiterhin wurde entdeckt, dass erfolgreiche Buy-outs im Allgemeinen mit Umsatzrückgängen einhergingen. Insgesamt suggeriert dies ein Muster: Erfolgreiche Buy-out-Targets sind Firmen in hochmargigen Industrien, die in Bezug auf die EBITDA-Marge schlechter performen als der Industrieschnitt. Während der Haltezeit schrumpfen diese Firmen dann maßvoll zur Erreichung der Industrieprofitabilität.

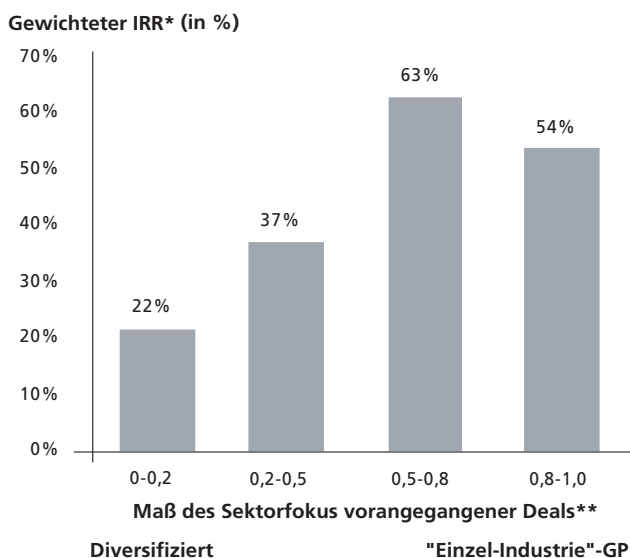
## 2.5 Macht der GP wirklich einen Unterschied?

Üblicherweise rechtfertigen GPs ihre Gebühren und den Carried Interest mit ihren speziellen Fähigkeiten, zur Wertschaffung in Buy-outs beizutragen. Auch die LPs würden zustimmen: Erfolg und Misserfolg eines Buy-outs hängen ganz wesentlich von den Fähigkeiten des GPs ab, die richtige Firma zur Akquisition zu finden. Deshalb müssen die „richtigen“ Fondsmanager sorgfältig ausgewählt werden. Während man davon ausgehen kann, dass sich die Performance von GP zu GP unterscheidet, ist es interessant zu analysieren, ob die Performanceunterschiede in der Art der Deals oder im GP selbst begründet liegen. Um diese Frage beantworten zu können, haben die Autoren zuerst den Einfluss einer Reihe von dealspezifischen Merkmalen auf die Performance quantifiziert: Timing von Ein- und Ausstieg,

<sup>6</sup> Gottschalg, O., Phalippou, L. & Zollo, M. & (2004) „The Performance of Private Equity Funds“, Working Paper of the INSEAD-Wharton Alliance.

**Abb. 3: Buy-out-Performance und Industriefokus des GP**

Quelle: INSEAD Analysis, INSEAD Buyout Database  
 - Total sample = 2.091 (exklusive unrealisierter Deals)



\* Gewichtet mit Dealgröße und Halteperiode  
 \*\* Herfindahl-Messzahl der Homogenität berechnet als die Summe der Quadrate der Prozentanteile von 10 Industrien

Dealgröße, Haltedauer, Aktienmarktperformance während der Haltedauer und Industriesektor. Sodann analysierten die Autoren, in welchem Maß die Performance eines einzelnen Investments über die dealspezifischen Details hinaus von der Beteiligung eines bestimmten GPs abhängt.

Die Ergebnisse unterstreichen die Existenz eines signifikanten „GP-Effekts“: Demnach scheint die Performance eines Buy-outs davon abzuhängen, wer die Transaktion durchführt. Während einige GPs regelmäßig outperformen, scheinen andere regelmäßig an Deals mit schwächerer Performance beteiligt zu sein. Diese Ergebnisse betonen, wie wichtig es für LPs ist, den richtigen GP auszuwählen, wenn es um Investments in Buy-out-Fonds geht.

**2.6 Ist die Erfahrung von GPs ein wichtiger Faktor der Buy-out-Performance?**

Im Anschluss an die obigen Erkenntnisse ist der konsequente nächste Schritt, die Faktoren hinter dem positiven Einfluss der GPs auf die Wertentstehung in Buy-outs zu identifizieren. Während ihrer Due Diligence schenken die LPs dem Management-Team der GPs viel Beachtung. Das beruht auf der Annahme, dass GPs in den vorangegangenen Transaktionen wichtige Fähigkeiten entwickelt haben. Diese Hypothese wurde mit Hilfe der Daten der Autoren getestet. Es konnte gezeigt werden, dass es in der Tat eine positive Korrelation zwischen der Performance eines Buy-outs und der Anzahl von Deals, die der gleiche GP schon vorher gemanaged hat, besteht. Das bestätigt, dass GPs mit jedem Buy-out zusätzliche Fähigkeiten aufbauen. Insgesamt kann man im Durchschnitt die Anzahl der vorangegangenen Deals als Basis einer validen Vorhersage

von zukünftigem Erfolg betrachten. Ganz allgemein existiert eine positive Lernkurve. Obwohl diese Erkenntnisse intuitiv ziemlich offensichtlich erscheinen, widersprechen sie ähnlichen Studien aus dem Bereich Corporate M&A: Die Performance von Akquisitionen im Corporate Bereich steigt nicht mit der Erfahrung, die Firmen im Management von Akquisitionen gemacht haben.<sup>7</sup>

**2.7 Performen fokussierte GPs besser?**

Ein anderes wichtiges Differenzierungskriterium von GPs ist ihr Ansatz in der Auswahl von Industriesegmenten. Die eine Fraktion von GPs bevorzugt eine Diversifikationsstrategie, um die besten Erträge zu erwirtschaften, da auf diese Weise die Abhängigkeit von einem einzelnen Industriesegment limitiert wird. Im Gegensatz dazu glauben andere GPs, die beste Performance erzielen zu können, indem sie sich auf ein einzelnes oder wenige ausgewählte Industriesektoren fokussieren, weil Wertschaffung und Industrienkenntnis zusammenhängen.

Auf der Basis von 2.091 realisierten Buy-outs in Nordamerika und Europa analysierten die Autoren die durchschnittliche Performance von Buy-outs als Funktion des Industriefokus aller vorangegangenen Investments (vgl. Abb. 3), wobei der Industriefokus auf einer Skala von 0 (weitestgehend diversifiziert) und 1 (Fokus auf 1 Industrie) dargestellt wird. Die Ergebnisse bedeuten starke Unterstützung der These, dass GPs mit einer fokussierten Industriestrategie besser performen. Interessanterweise erzielten diejenigen GPs die besten Erträge, die einen leicht diversifizierten Ansatz – wenige, ausgewählte Industriesegmente statt eines einzigen – verfolgten. Man kann annehmen, dass die leichte Diversifikation eine Vermeidung von negativen Industrietrends erleichtert.

**2.8 Führt die proaktive Generierung des Dealflows zu besseren Erträgen?**

Die Fähigkeit, einen soliden Dealflow – nach Möglichkeit mit einer großen Anzahl proprietärer Transaktionen – zu generieren, wird häufig als klarer Indikator für die Qualität eines GPs gewertet. Die Frage ist, ob diese weit verbreitete Annahme quantitativer Überprüfung standhält. Um dem nachzugehen, verglichen die Autoren die durchschnittliche Performance von Investments aus vier unterschiedlichen Quellen: (1) „öffentliche“ Deals, die in der gesamten Private Equity-Industrie bekannt sind und bei denen es deshalb eine hohe Anzahl potenzieller Bieter gibt; (2) Transaktionen, die aus dem Netzwerk des GPs entstehen (entweder durch persönliche Beziehungen oder Beziehungen zwischen Firmen); (3) Investments, die durch einen Vermittler initiiert werden; (4) Deals, die der GP proaktiv anstößt, z.B. indem potenzielle Targets in bestimmten Industrien direkt angesprochen werden.

<sup>7</sup> Zollo, M. & Gottschalg, O. (2004) „When Experience Hurts - Experiential learning, perceived task homogeneity and the confidence trap“ Working Paper der INSEAD-Wharton Alliance.

Die Analyse von 205 realisierten, europäischen Buy-outs deutet klar auf die hohe Bedeutung eines proaktiven Dealflows hin. Transaktionen aus dieser Quelle haben die deutlich beste Performance verglichen mit den anderen drei Quellen. Auf der anderen Seite erwirtschafteten „öffentliche“ Deals durchschnittlich die niedrigsten Erträge. Überraschenderweise performen Deals aus dem Netzwerk der GPs etwas schlechter als vermittelte Deals. Diese Beobachtung nährt die Annahme, dass es einen potentiellen Interessenkonflikt zwischen dem Bestreben des GPs, die Erträge für die eigenen Investoren zu maximieren, und privaten Zielen im Netzwerk geben könnte (vgl. Abb. 4).

### 2.9 Wie sieht das richtige Anreizsystem für das Management aus?

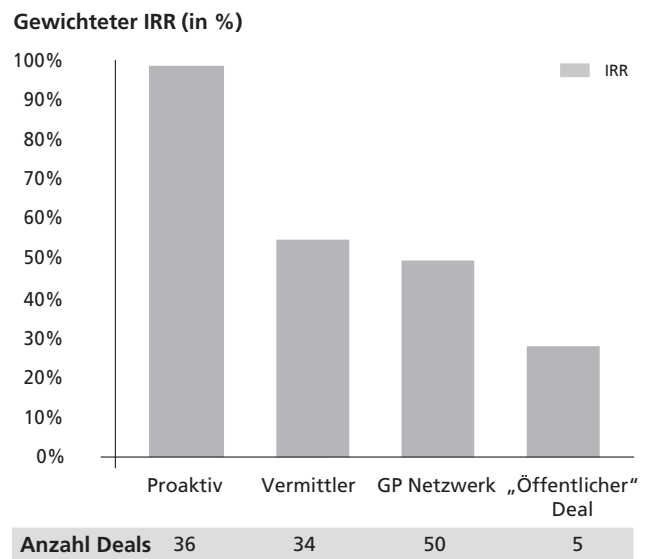
In den Augen von LPs ist die Fähigkeit des GPs, das Management der Portfoliofirmen zu stärken, ein weiteres Qualitätsmerkmal. Ein effektives Anreizsystem für das Management der Portfoliofirmen zu entwerfen, wird häufig als eine der Kernkompetenzen von Buy-outmanagern angesehen. Ein wesentlicher Teil des Anreizsystems ist im allgemeinen eine Eigenkapitalbeteiligung und deren Ausgestaltung.

Von den oben analysierten 205 realisierten Buy-outs in Europa waren für 85 Daten bzgl. der Eigenkapitalbeteiligung des Managements verfügbar. Auf dieser Basis wurde der Zusammenhang zwischen der Performance von Buy-outs und dem Prozentsatz des Eigenkapitals, das dem Management der Portfoliofirmen gehört, analysiert. Die Ergebnisse suggerieren einen konkaven (bzw. inversen U-Form) Zusammenhang, der besagt, dass Buy-outs mit sehr geringer (weniger als 5%) oder sehr großer (mehr als 20%) Eigenkapitalbeteiligung des Managements schlechter performen als solche mit mittleren Beteiligungen (5-10% bzw. 10-20%). Eine mittlere Eigenkapitalbeteiligung scheint also eine entscheidende Motivation für das Management von Portfoliofirmen darzustellen; schließlich soll es sich für das Management lohnen, den Wert des Eigenkapitals durch die eigene Arbeit zu steigern.

In einem zweiten Schritt untersuchten die Autoren die Verteilung der gleichen 81 Investments über die vier Kategorien von Eigenkapitalbeteiligungen (von weniger als 5% bis über 20%). Überraschenderweise wurde in der Mehrzahl der Transaktionen eine suboptimale Eigenkapitalbeteiligung an das Management vergeben. In 22 der Deals waren es weniger als 5%, während es in 35 mehr als 20% waren. Nur in 24 Fällen wurde eine Eigenkapitalbeteiligung im vorteilhaften Bereich von 5-20%, in dem die höchsten Erträge zu verzeichnen waren, angeboten.

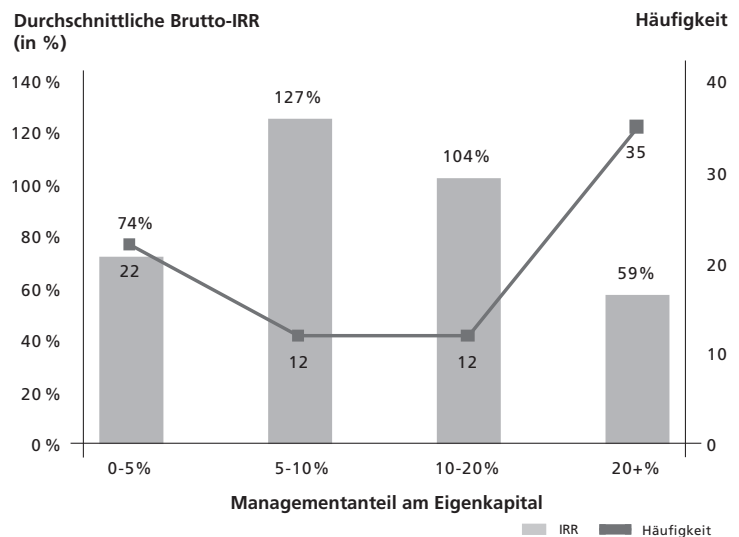
**Abb. 4 | Buy-out-Performance und Quelle des Deals**

Quelle: INSEAD Analysis, INSEAD Buyout Database, 205 European Buyouts Investments (alle realisiert), Fehlende Deals: Keine Informationen erhältlich



**Abb. 5 | Buy-out-Performance und Eigenkapitalanteil für das Management**

Quelle: INSEAD Analysis, INSEAD Buyout Database, 205 European Buyouts Investments (alle realisiert), Fehlende Deals: Keine Informationen erhältlich

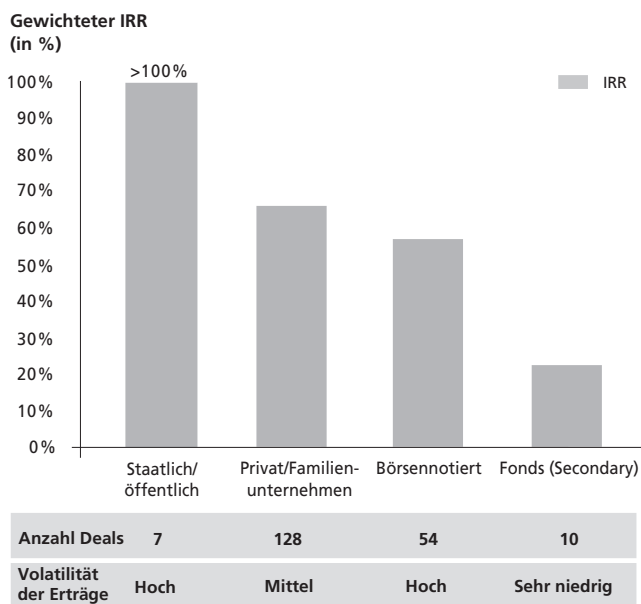


Diese zweite Erkenntnis widerspricht dem weit verbreiteten Glauben, dass GPs es im Allgemeinen verstehen, das richtige Anreizsystem für die Manager ihrer Portfoliofirmen zu etablieren (vgl. Abb. 5).

8 Berg, A. & Gottschalg, O. (2005) „Understanding Buyout Value Generation“, forthcoming in the Journal of Restructuring Finance, Vol. 2, No. 1: pp 1-29; Kaplan, Steven N. (1989). The Effects of Management Buy-outs on Operating Performance and Value. Journal of Financial Economics, vol. 24, no. 2 (November): pp. 217-254; Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, vol. 76, no. 2 (May): pp. 323-329.  
 9 Berg, A. & Gottschalg, O. (2005) „Understanding Buyout Value Generation“, forthcoming in the Journal of Restructuring Finance, Vol. 2, No. 1, pp 1-29.

**Abb.6: Buy-out-Performance und Verkäufermerkmale**

Quelle: INSEAD Analysis, INSEAD Buyout Database, 205 European Buyouts Investments (alle realisiert), Fehlende Deals: Keine Informationen erhältlich



**2.10 Beeinflusst die Erfahrung der Verkäufer die Erträge?**

Viele Praktiker scheinen die wissenschaftliche Theorie, dass die Performance eines Investments negativ mit der Erfahrung der Verkäufer korreliert ist, zu unterstützen.<sup>8</sup> Dies fußt auf der Überlegung, dass es durch professionelle und erfahrene Verkäufer für Buy-out-Fonds schwieriger wird, durch Finanzarbitrage oder Informationsvorteile Wert zu schöpfen. Gemäß dieser Logik würde man bei Sekundär-Buy-outs niedrige Erträge erwarten, wohingegen Investments in Firmen, die zuvor im Staatsbesitz waren, die höchste Rendite erzielen müssten.

Die Autoren verglichen für 205 realisierte, europäische Deals den Einfluß der Verkäufer-charakteristiken auf die Performance. Vier Kategorien von Verkäufern wurden betrachtet: (1) Staatliche/öffentliche Unternehmen; (2) Firmen in Privatbesitz/Familienunternehmen (Spin-offs oder MBOs); (3) Börsennotierte Unternehmen (meist Spin-offs); (4) Private Equity-Fonds (sog. Sekundär-Buy-outs). Die Ergebnisse unterstützen die zuvor artikulierte Hypothese. Im Durchschnitt performen Privatisierungen aus Staatsbesitz am besten, während Sekundär-Buy-outs die niedrigsten Erträge liefern. Spin-offs von börsennotierten Unternehmen liefern leicht niedrigere Erträge als Buy-outs von Familienunternehmen.

Weiterhin verglichen die Autoren die vier Kategorien bzgl. der Volatilität der Erträge, d.h. der statistischen Varianz der Buy-out-Performance. Dabei zeigten sich die Erträge von Spin-offs börsennotierter Firmen volatil als Käufe von Familienunternehmen, wohingegen Sekundär-Buy-

outs sehr stabil erschienen. Dies ist vor dem Hintergrund des kürzlichen Anstiegs von Sekundär-Buy-outs besonders interessant. Während man nämlich dort zwar etwas geringere Erträge erwarten muss, scheint dafür auch das Risiko von Verlusten etwas geringer (vgl. Abb. 6).

**3. Zusammenfassung**

Die Analyse von 100 oder 1.000 Buy-outs kann nur den durchschnittlichen Performanceeffekt eines bestimmten Merkmals beschreiben, wenn man die anderen Charakteristiken als unverändert betrachtet. Der Leser sollte daher beachten, dass in bestimmten Situationen der gegenteilige Effekt des hier aufgezeigten eintreten kann. Deshalb sollten die Erkenntnisse dieses Forschungsberichts nur als Ergänzung zu der erfahrungsbasierten Expertise der Praktiker der Private Equity-Industrie angesehen werden.

Auf jeden Fall sind die hier dargestellten Analysen ein erster Schritt auf dem Weg zu einem umfassenden Verständnis der vollen Komplexität von Buy-out-Wertschöpfung. Insbesondere auch wegen des Mangels an repräsentativen, empirischen Erkenntnissen bzgl. der Faktoren, die die Performance von Buy-outs beschreiben, entdecken die Analysten erst allmählich die volle Breite an Mechanismen, mit Hilfe derer Buy-outs Wert generieren.<sup>9</sup>

Jedoch leiden die vorliegenden Analysen noch an gewissen Beschränkungen, so dass der Leser bei der Interpretation entsprechend vorsichtig sein sollte: Die Stichprobengröße für einige der vorgelegten Analysen ist relativ niedrig. Deshalb ist es möglich, dass die Ergebnisse nicht über alle Buy-outs hinweg generalisiert werden können. Außerdem konnte aufgrund der Stichprobengröße und der angewandten Methode (Vergleich von Performance-durchschnitten, bivariate und multivariate Regressionsanalyse) jeweils nur eine bzw. einige wenige Variable auf einmal analysiert werden. Schließlich waren die Autoren noch nicht in der Lage, mögliche Interaktionseffekte zwischen verschiedenen Faktoren zu erforschen. Es ist möglich, dass eine solch umfassende Analyse etwas andere Ergebnisse mit Blick auf den marginalen Performanceeffekt der einzelnen Variablen liefern würde.

Die INSEAD Buy-out Research Gruppe und Feri Trust, ein deutscher LP, haben ein gemeinsames Forschungsprojekt aufgesetzt, um detaillierte Informationen einer großen Anzahl von Buy-outs zu analysieren. Ihr Ziel ist es, ein besseres Verständnis der Faktoren, die letztendlich den Erfolg und Misserfolg von Buy-outs bestimmen, zu gewinnen. Die Autoren möchten alle GPs und LPs, die ihr Interesse an einem besseren Verständnis der strategischen Logik und den Wertschöpfungsmechanismen von Buy-outs teilen, einladen, sich an der INSEAD Buy-out Research Initiative zu beteiligen. Für weitergehende Informationen kontaktieren Sie bitte die Autoren unter [oliver.gottschalg@insead.edu](mailto:oliver.gottschalg@insead.edu) oder besuchen Sie [www.Buy-outresearch.org](http://www.Buy-outresearch.org). Die finanzielle Unterstützung der Wharton-INSEAD Alliance für Global Research wird dankbar gewürdigt. ■