

Secondary Buy-Outs – Ausgewählte Aspekte

Andreas Rötheli

Inhalt

I.	Einleitung.....	138
II.	Definition/Gründe für <i>Secondary Buy-Outs</i>	138
	1. Definition.....	138
	2. Gründe für Secondary Buy-Outs	139
	a) Typische Exit-Varianten.....	139
	aa) Trade Sale	139
	bb) IPO	140
	b) Secondary Buy-Out	140
	aa) Allgemein.....	140
	bb) Gründe für das verkaufende Private Equity Unternehmen	141
	aaa) Limitierte Fond-Lebensdauer.....	142
	bbb) IPO.....	142
	ccc) Kaufpreis in Cash.....	143
	ddd) Lösung von Interessenkonflikten bei den Aktionären.....	143
	eee) Speditive Abwicklung.....	143
	fff) Kaufpreishöhe?	144
	cc) Gründe für das kaufende Private Equity Unternehmen	144
	aaa) Zusätzliches Potenzial zur Entwicklung des Unternehmens	144
	bbb) Grösse der Portfoliogesellschaften.....	145
	ccc) Anderer Lebenszyklus des kaufenden Fonds	145
	ddd) Statistische Wahrscheinlichkeit	145
	dd) Gründe für das Management	146
	ee) Zusammenfassung	147
III.	Besonderheiten eines Secondary Buy-Outs	148
	1. Gewährleistungsdiskrepanz (<i>Warranty Gap</i>).....	148
	a) Normale M&A Transaktion.....	148
	b) Clean Exit.....	149
	aa) Fund Documentation	149
	bb) Lebensdauer des Fonds	150
	c) Lösungsansätze für kaufendes Private Equity Unternehmen	150
	aa) Umfassende Due Diligence	151
	bb) Gewährleistungen und Garantien vom Management.....	151
	cc) Kaufpreisanpassung post Closing.....	152
	dd) Roll-Over	152
	ee) Verwässerung.....	153
	ff) Andere Schutzmöglichkeiten	153

2. Interessenkonflikt beim Management	154
3. Interessengleichschaltung (<i>Alignment</i>)	156
IV. Schlussfolgerungen	159

I. Einleitung

In den letzten Monaten und Jahren wurde verschiedentlich von *Secondary Buy-Outs* in Zeitungen und Fachzeitschriften berichtet.

Dieser Artikel soll ein paar praktische Besonderheiten dieser *Secondary Buy-Outs* vermitteln. Die allgemein zivil- oder steuerrechtlichen Aspekte von *Leveraged Buy-Outs* werden hier nicht behandelt, da sie im Rahmen der M&A Seminarien des Europa Instituts vor ein paar Jahren bereits erläutert wurden.

Nach ein paar Definitionen werden zuerst die Gründe dargelegt, weshalb es überhaupt *Secondary Buy-Outs* gibt, und anschliessend werden ein paar praktische Besonderheiten der *Secondary Buy-Outs* beleuchtet.

II. Definition/Gründe für *Secondary Buy-Outs*

1. Definition

Ein *Buy-Out* kann allgemein als eine Transaktion beschrieben werden, in der das bisherige Management (*Buy-Out*) oder eine nahestehende Managergruppe von aussen (*Buy-In*) ein Unternehmen gemeinsam mit Finanzinvestoren, d.h. typischerweise mit Private Equity Funds, erwirbt. *Management Buy-Outs* sind insbesondere üblich bei *Spin-Offs* oder im Rahmen der Nachfolgeregelung von Unternehmen, bei denen der verkaufende Altaktionär das Unternehmen in die bewährten Hände des bislang schon im Unternehmen tätigen Managements gibt.

Ein *Secondary Buy-Out* ist ein *Buy-Out* eines bereits erfolgten *Buy-Outs*, d.h. der Verkauf einer Portfoliogesellschaft eines Private Equity Funds, welcher das Management im ersten *Buy-Out* gesponsort hat, an ein neues Private Equity Haus. Ein nachfolgender Verkauf derselben Gesellschaft an wieder-

um einen Private Equity Sponsor wäre dann ein *Tertiary Buy-Out* usw. In unseren europäischen Nachbarländern sind derartige Transaktionen bereits üblich, was auch ein Indikator für den Reifegrad der Private Equity Industrie in einem jeweiligen Land ist.

Ein *Secondary Buy-Out* weist gewisse Besonderheiten auf, die ihn von anderen M&A Transaktionen unterscheiden. Diese ergeben sich aus den Eigenheiten der Verkäuferschaft, die sich aus dem Management und dem Private Equity Unternehmen zusammensetzt. Diese Besonderheiten schlagen sich vor allem in drei Bereichen nieder, nämlich in der Diskussion bezüglich Gewährleistungen und Garantien, dem Gleichschalten der Interessen des Managements und des Private Equity Hauses und schlussendlich im inhärenten Interessenkonflikt, der bei einer derartigen Transaktionsstruktur gegeben ist. Auf diese spezifischen Besonderheiten wird nachfolgend eingegangen.

2. Gründe für Secondary Buy-Outs

a) Typische Exit-Varianten

Die typischen Private Equity *Exit* Szenarien sind ein *Trade Sale*, d.h. der Verkauf der Portfoliogesellschaft an einen industriellen Investor, ein *IPO*, das allgemein als „Königsweg“ beschrieben wird oder eben ein *Secondary Buy-Out*.

Ganz kurz zusammengefasst sind die wichtigsten Vor- und Nachteile des *Trade Sales* und des *IPO*, auf die nachher nicht mehr eingegangen wird, die folgenden:

aa) Trade Sale

Beim *Trade Sale* handelt es sich um ein vollständiges *Exit*, d.h. alle Aktien des Portfoliounternehmens werden aufgrund der *Tag* oder *Drag-Along* Klauseln im Aktionärbindungsvertrags an den industriellen Käufer veräußert. Ganz allgemein wird angenommen, dass der Kaufpreis, den der industrielle Investor zu bezahlen bereit ist, hoch ist, da (nur) er Synergien mit einem derartigen Kauf erzielen kann.

Ein Nachteil kann sein, dass das Management über diesen *Exit* nicht beglückt ist, da sein Unternehmen dabei die Unabhängigkeit und das Management manchmal seinen Job verliert.

bb) IPO

Das *IPO* ist beim Management vielfach die beliebteste *Exit*-Methode, da es dabei die „Kontrolle“ über die Unternehmung behält und zusätzlich seine sowie die Reputation der Unternehmung erhöht. Zudem kommt, dass durch die begleitende Kapitalerhöhung dem Unternehmen anders als beim *Trade Sale* oder beim *Secondary Buy-Out* erhebliche Mittel zufließen, weshalb es, wie vorher bereits erwähnt, als „Königsweg“ beschrieben wird.

Aber es handelt sich um eine langwierige und teure *Exit*-Variante, die zudem das Management während vier bis sechs Monaten daran hindert, das Unternehmen mit voller Kraft zu leiten und weiterzubringen. Vielfach scheut das Private Equity Unternehmen ein *IPO*, da die Marktschwankungen und Konjunkturaussichten bei einem Verfahren, das ungefähr ein halbes Jahr dauert, die ganze Prozedur gefährden kann und es aufgrund der *Lock-up* Verpflichtungen nicht ganz aus dem Portfoliounternehmen aussteigen kann und damit das künftige Kursrisiko mitträgt. Zudem besteht noch ein Prospekthaftpflichtrisiko. Deshalb planen die meisten Private Equity Unternehmen, die ein *IPO* einer Portfoliogesellschaft ins Auge fassen, einen sogenannten *dual track*, d.h., das gleichzeitige Vorbereiten eines *IPO* sowie des Verkaufs der Gesellschaft in einer limitierten Auktion.

b) Secondary Buy-Out

aa) Allgemein

Neben dem *IPO* und dem *Trade Sale* ist der *Secondary Buy-Out* die häufigste *Exit*-Variante.

Es liegt nicht spontan auf der Hand, wie ein zweiter *Buy-Out* Fond eine Wertsteigerung erreichen kann, wenn die Private Equity Unternehmen grundsätzlich über dieselben Investmentstrategien verfügen und sich das erste Private Equity Unternehmen dazu entschlossen hat, die Gesellschaft zu verkaufen.

Das Ziel eines jeden *Buy-Out* Fonds ist grundsätzlich

- strategische Werte in Unternehmen zu erkennen,
- darauf basierend zusammen mit dem existierenden Management oder einem neuen Management das Unternehmen zu kaufen oder zumindest eine substanzielle Beteiligung einzugehen,
- das Unternehmen basierend auf einem *Business Plan* und/oder einer neuen Strategie zu reorganisieren und zu neuen unternehmerischen Zielen zu führen, und
- danach mit einem Kapitalgewinn an einen neuen Aktionär zu verkaufen.

Hat nun das erste *Buy-Out* Unternehmen aus seiner Sicht seine Ziele erreicht, scheint eigentlich für das zweite *Buy-Out* Unternehmen nur wenig Raum zu bleiben, eine attraktive Rendite zu erzielen.

Deshalb wurde für lange Zeit ein Verkauf durch ein Private Equity Haus an ein anderes Private Equity Haus in der Private Equity Szene skeptisch beurteilt und bei vielen als *exit of last resort* bezeichnet. Es gibt auch heute noch Stimmen, die sagen, dass Investoren sehr vorsichtig sein sollten, wenn ein *Buy-Out* Fonds mehr als 20% seiner Geldmittel in Sekundärtransaktionen investiert hat.

Auch *Secondary* Transaktionen sind in der Regel über einen relativ hohen Fremdkapitalanteil finanziert und können dadurch zu hohen finanziellen Belastungen für das Beteiligungsunternehmen führen. Das Beteiligungsunternehmen muss deshalb entsprechend ein hohes operatives Ergebnis erzielen, damit die Zinszahlungen und Amortisationen vollständig gedeckt werden können. Dies ist umso schwieriger, als das Unternehmen bereits vor der zweiten Transaktion eine hohe Fremdkapitalquote auswies.

Die Frage muss deshalb erlaubt sein, weshalb es trotz dieser kritischen Stimmen zu mehr und mehr Sekundärtransaktionen kommt.

bb) Gründe für das verkaufende Private Equity Unternehmen

Es gibt in der Tat mehrere Gründe, weshalb ein *Secondary Buy-Out* in den vergangenen Jahren eine wichtige Rolle für *Exits* bei Private Equity Investments gespielt hat und dies auch in Zukunft wird.

aaa) Limitierte Fond-Lebensdauer

Erstens haben *Buy-Out* Fonds wie auch andere Private Equity Funds in der Regel eine limitierte Lebensdauer. Sobald ca. 70% der zur Verfügung gestellten Mittel investiert sind, sucht das Private Equity Haus neue Mittel für zukünftige Aktivitäten. Die bisherigen institutionellen Investoren wie auch eventuell neue Investoren werden nur Mittel zur Verfügung stellen, wenn das Fondsmanagement den Investoren eine ansprechende Rendite gebracht hat und einen entsprechenden *track record* aufweisen kann. Um dies zu erreichen, muss es seine Portfoliounternehmen innert einer Frist von typischerweise 3-5 Jahren veräussern.

Daneben steht ein anderer Grund, warum Portfoliounternehmen häufig innert der genannten Frist die Hand wechseln. Die Fondsmanager werden neben den *Management Fees* namentlich auch durch den *carried interest* motiviert, einer Gewinnbeteiligung der Managementgesellschaft und deren *Manager*. Dieser *Carry* von typischerweise 20% fällt nur an, wenn den Investoren ihr Einsatz mit einer entsprechenden Rendite zurückbezahlt werden konnte. Damit entsteht auch von dieser Seite ein gewisser Zeitdruck, sämtliche Beteiligten nicht über Gebühr auf ihren Ertrag warten zu lassen.

Diese beiden Gründe führen allgemein dazu, dass die Portfoliounternehmen innert einer relativ kurzen Zeitspanne die Hand wechseln.

bbb) IPO

Ein weiterer Grund für den Verkauf an einen Finanzinvestor ist, dass der Erfolg von Börsengängen vom richtigen Zeitpunkt abhängt, mit anderen Worten, dass das *IPO*-Fenster gerade offen ist. Börsengänge sind nicht zu jeder Zeit zu vorteilhaften Bedingungen möglich. Wenn nunmehr der *Buy-Out* Fond aus den vorerwähnten Gründen nicht länger warten kann oder will, bis sich die nächste vernünftige Gelegenheit ergibt, die Gesellschaft an die Börse zu bringen, bleibt vielfach nur der Verkauf der Gesellschaft.

Zudem ist ein *Exit* durch einen Börsengang für den Private Equity Fund vielfach weniger attraktiv, da es sich dabei nicht um eine vollumfängliche Desinvestition handelt. Aufgrund der *Lock-up* Bestimmungen kann der *Private Equity Fund* nicht sein ganzes Paket im Rahmen eines *IPO* verkaufen.

ccc) Kaufpreis in Cash

Ein zusätzlicher Grund für einen *Secondary Buy-Out* ist die Form der Kaufpreiszahlung. Ein Private Equity Haus bezahlt den Kaufpreis grundsätzlich ausschliesslich bar anders als allenfalls ein *Trade Buyer*, der oftmals den Kaufpreis mit eigenen Aktien begleichen will. *Cash* ist selbstverständlich für den verkaufenden Fond besonders wichtig, da er den Erlös unverzüglich nach Vollzug der Transaktion an die institutionellen Investoren überweisen will und muss.

ddd) Lösung von Interessenkonflikten bei den Aktionären

Ein *Secondary Buy-Out* kann ausserdem eine hilfreiche Methode sein, unterschiedliche Zielsetzungen zwischen den Aktionären der Portfolio-Gesellschaft auszugleichen.

Es kann nämlich durchaus sein, dass der Private Equity Fund verkaufen will, das Management hingegen weiterhin motiviert ist, die Gesellschaft zu leiten. Bei einem *Trade Sale* läuft das Management vielfach die Gefahr, dass es nach Abschluss der Transaktion abgelöst und durch Vertreter der Käuferin ersetzt wird. Ein *Secondary Buy-Out* hilft, dieses Problem zu überwinden.

Es kann auch sein, dass einerseits ein Teil der *Manager* ausscheiden, ein anderer Teil des Managements aber sowie das *second Tier-Management* an einem erfolgreichen *Buy-Out* beteiligt sein will. In der Praxis ist es in der Tat selten, dass die Management-Gruppe des ersten *Buy-Outs* gemeinsam wiederum den zweiten *Buy-Out* mitmacht.

In dieser Konstellation kann ein *Secondary Buy-Out* helfen, die unterschiedlichen Zielvorstellungen innerhalb des Managements zu beseitigen und eine attraktive Lösung für alle Beteiligten zu finden.

eee) Speditive Abwicklung

Ein weiterer guter Grund für einen *Secondary Buy-Out* ist, dass es sich dabei um einen Verkaufsprozess handelt, der relativ einfach abgewickelt werden kann.

Verkäufer und Käufer sind professionelle Investoren, die die Eigenheiten einer derartigen Transaktion kennen. Zudem verfügt auch das Management

beim zweiten Mal über die notwendige Erfahrung, die die Abwicklung der Transaktion unter Umständen einfacher machen kann. Gerade diese Erfahrung kann aber auch zur Folge haben, dass es für den zweiten *Buy-Out* Fond vielfach schwieriger wird, die *terms and conditions* mit dem Management zu verhandeln.

fff) Kaufpreishöhe?

Ist allenfalls der Preis, den Private Equity Funds für ein Unternehmen zu zahlen bereit sind, ein zusätzlicher Grund für die Attraktivität von *Secondary Buy-Outs* ? Es war sicherlich in den vergangenen paar Jahren so, dass Private Equity Funds hohe Preise bezahlen konnten, weil die Finanzierungsbedingungen sehr grosszügig waren und zudem den neueren Fonds sehr hohe Mittel zugeflossen sind. Es war deshalb nicht ungewöhnlich und teilweise sogar wahrscheinlich, dass ein Private Equity Haus bei einer Auktion gewann, obwohl es in den meisten Fällen keine Synergien realisieren konnte.

Auf Grund der momentan herrschenden Kreditkrise sind diese Zeiten wohl vorerst vorüber. Es könnte deshalb durchaus sein, dass die Anzahl von *Secondary Buy-Out* Transaktionen in absehbarer Zukunft nicht wachsen oder sogar abnehmen wird.

cc) Gründe für das kaufende Private Equity Unternehmen

Es wurden oben verschiedene Gründe aufgezeigt, weshalb aus Sicht des verkaufenden Private Equity Unternehmens ein *Secondary Buy-Out* Sinn macht. Wo liegt nunmehr aber das Interesse des zweiten *Buy-Outs* Fonds, die Gesellschaft in einer derartigen Transaktionsstruktur zu kaufen?

aaa) Zusätzliches Potenzial zur Entwicklung des Unternehmens

Ein *Secondary Buy-Out* hat für einen Private Equity Käufer nur Sinn, wenn er das Wachstum und die Profitabilität der Portfoliogesellschaft in einem zweiten Schritt nochmals erhöhen kann.

Ganz allgemein haben gute Unternehmen kein begrenztes Entwicklungspotenzial. Wenn ein Finanzinvestor aussteigt, heisst dies nicht notwendigerweise, dass ein Unternehmen keine Wachstumschance mehr hat.

Es ist durchaus denkbar, dass mit dem neuen Finanzinvestor

- ein Vorstoss in weitere Kundensegmente oder neue Märkte,
- eine Optimierung der Produktion oder der Dienstleistungen, oder aber
- Ergänzungsakquisitionen (sogenannte Add-ons),

möglich sind, die vorher wegen mangelnder Verfügbarkeit von Zielgesellschaften oder mangels zusätzlicher Mittel nicht zustande kamen.

Man kann ein von einem Private Equity Fund gehaltenes Unternehmen auch mit einem börsenkotierten Unternehmen vergleichen, das über Jahre und Jahrzehnte erfolgreich gewachsen ist und weiter wächst. Auch in einem börsenkotierten Unternehmen steigen Finanzinvestoren z.B. Anlagefonds als Aktionäre ein und aus, ohne dass dies ein Zeichen dafür wäre, dass das Wachstumspotenzial des Unternehmens bereits ausgeschöpft ist.

bbb) Grösse der Portfoliogesellschaften

Es kann sein, dass eine Portfolio-Gesellschaft besser zur Investmentstrategie des zweiten Private Equity Funds passt oder auch dass ein kleinerer *Buy-Out* Fund einem grösseren internationalen *Buy-Out* Fund Platz macht, damit dieser eine internationale Wachstumsstrategie beginnen oder weiterführen kann, für die dem ersten Fond die Mittel, Kenntnisse und Beziehungen gefehlt haben.

ccc) Anderer Lebenszyklus des kaufenden Fonds

Es wurde bereits dargelegt, dass ein Private Equity Fund aus verschiedenen Gründen zu einem gegebenen Zeitpunkt ein Unternehmen verkaufen will. Es kann durchaus sein, dass ein ähnlicher Fonds seinerseits im aufbauenden Investmentzyklus ist und nach passenden Einkaufsmöglichkeiten Ausschau hält.

ddd) Statistische Wahrscheinlichkeit

Schlussendlich ist es statistisch wahrscheinlich, dass in Zukunft vermehrt Private Equity Unternehmen als Verkäufer auftreten werden, da in den letz-

ten Jahren die Private Equity und *Buy-Out* Branche sehr erfolgreich war und viele Unternehmen kaufen konnte. Es gilt nun, innert nützlicher Frist diese Gesellschaften gewinnbringend zu verkaufen und es ist mehr als wahrscheinlich, dass dabei wiederum viele Private Equity Unternehmen als Käufer in Erscheinung treten werden.

dd) Gründe für das Management

Es wurde aufgezeigt, dass gute Gründe für ein *Secondary Buy-out* seitens der beiden dabei involvierten Private Equity Unternehmen bestehen.

Wie steht es diesbezüglich beim Management? Wie allgemein bekannt ist, ist es äusserst schwierig wenn nicht unmöglich, ein Unternehmen erfolgreich zu verkaufen, wenn das Management diesen Prozess nicht tatkräftig mitunterstützt.

Das Management muss nämlich unter anderem

- zusammen mit dem Verwaltungsrat einen Business Plan erstellen,
- das Info Memo mitgestalten,
- den Data Room einrichten (lassen),
- aus offensichtlichen Gründen die Management Präsentationen halten, und
- Fragen aus der Due Diligence beantworten.

Daraus wird ersichtlich, dass das Management eine zentrale Rolle beim Verkaufsprozess einnimmt und ebenfalls einen grossen Einfluss auf den gebotenen Kaufpreis hat. Es hat deshalb bei Auktionen oftmals ein entscheidendes Wort bei der Auswahl des Käufers, zumindest wenn die gebotenen Kaufpreise vergleichbar sind.

Ein gutes, starkes Management neigt vielfach eher einem Finanzinvestor zu. Es kann nämlich dadurch seine Position wahren, da der Finanzinvestor ausser bei einem *Management Buy-In* auf das bestehende Management angewiesen ist.

Zudem verfügt es mit einem Finanzinvestor über einen Mehrheitsaktionär, der dem Management grundsätzlich eine grössere Autonomie gewährt, ausser vielleicht bezüglich der Finanzkontrolle des Unternehmens.

Nicht ganz nebensächlich ist sicherlich auch, dass es für das Management finanziell sehr attraktiv sein kann, das Unternehmen an ein Private Equity Unternehmen zu verkaufen. Nur in diesem Fall wird dem Management ein reeller monetärer *Incentive* gegeben, der ihm bei erfolgreichem späterem *Exit* erlauben wird, einen steuerfreien Kapitalgewinn zu realisieren. Der Kapitalgewinn ist im *Secondary Buy-Out* übrigens in der Regel ungleich höher als bei der ersten Transaktion, da das Management in der Regel einen höheren Equity-Anteil erhält.

Zum Schluss sei hier aber auch ausdrücklich darauf hinweisen, dass es äusserst schwierig ist, die Gesellschaft in einem *Secondary Buy-Out* zu verkaufen, wenn das Management der Auffassung ist, dass es beim ersten Mal nicht fair behandelt wurde. Es kann auch sein, dass während des Haltens des Unternehmens die Beziehung zwischen dem Management und dem Private Equity Unternehmen aus verschiedenen Gründen getrübt wurde.

Ein Management kann beinahe jeden Verkauf des Unternehmens torpedieren und es ist deshalb für jedes Private Equity Unternehmen wie auch für deren Berater essentiell, das Management bei der Stange zu halten, damit beim Verkauf alles rund läuft.

Ausserdem wird das kaufende Private Equity Unternehmen die Zielgesellschaft nur kaufen, wenn es auch mit dem Management handelseinig wurde. Ein vergrämtes Management kann wiederum zu einem Stolperstein für eine erfolgreiche Transaktion werden.

ee) Zusammenfassung

Zusammenfassend gibt es also für alle Beteiligten gute Gründe, je nach Situation einen *Secondary Buy-Out* in die Wege zu leiten und im gegebenen Zeitpunkt zu favorisieren. Die Risiken vor allem für das kaufende Private Equity Unternehmen sind aber aus den vorgenannten Gründen vielfältig und sollten sorgfältig evaluiert werden.

III. Besonderheiten eines Secondary Buy-Outs

Ein *Secondary Buy-Out* ist grundsätzlich ähnlich strukturiert wie ein „normaler/erster“ *Buy-Out* und wirft weitgehend die gleichen juristischen Fragen auf. Hier können exemplarisch die folgenden, bestens bekannten Themen erwähnt werden:

- die immer wiederkehrende und noch immer nicht zufriedenstellende Regelung der indirekten Teilliquidation,
- die Fusion zwischen der neuen Akquisitionsholding, der früheren Akquisitionsholding, die nunmehr die Zielgesellschaft ist, und der operativen Gesellschaft (oder nur mit der Zielgesellschaft, falls bereits beim ersten *Buy-Out* die Akquisitionsholding mit der operativen Gesellschaft fusioniert wurde), um die Gewährung von Sicherheiten zu erleichtern und zumindest die teilweise Abzugsfähigkeit der Schuldzinsen vom Ertrag der operativen Gesellschaft zu ermöglichen, oder
- selbst wenn dies nicht möglich sein sollte, die Leitung und Verwaltung der gekauften Unternehmensgruppe zu erleichtern.

Auf diese Fragen wird hier nicht eingegangen und es wird auf die diesbezüglich einschlägige Literatur hingewiesen.

Drei Besonderheiten eines *Secondary Buy-Outs* sollen hingegen erwähnt werden, nämlich den sogenannten *Warranty Gap*, den Interessenkonflikt des Managements, sowie die Interessengleichschaltung beim Management und den Private Equity Unternehmen.

1. Gewährleistungsdiskrepanz (*Warranty Gap*)

a) *Normale M&A Transaktion*

Gewährleistungen und Garantien stellen das Herzstück jedes Unternehmenskaufvertrages dar. Ein Käufer kann davon ausgehen, dass er vom Verkäufer der Gesellschaft gegen unbekannte Verbindlichkeiten oder andere Vorfälle geschützt wird, die zu einer Verminderung des Wertes der Zielgesellschaft per Akquisitionsdatum führen könnte.

Ein Private Equity Käufer folgt gleichen Grundsätzen wie ein *Trade Buyer*. Er verlangt vom Verkäufer Schutz in der Form von Gewährleistungen und Garantien. In der Tat schuldet der *Manager* des Private Equity Funds den Investoren, ähnlich wie ein Verwaltungsrat gegenüber seiner Gesellschaft, dass er deren Interessen sorgfältig wahrnimmt. Dieser *Manager* wird deshalb von den Verkäufern der Zielgesellschaft die üblichen Gewährleistungen und Garantien verlangen. Zusätzlich dazu wird er das Unternehmen einer sorgfältigen Prüfung unterziehen und von seinen Beratern entsprechende *Due Diligence Reports* in verschiedenen Bereichen einholen.

Wie für alle anderen *M&A* Transaktionen ist es auch für einen Private Equity Käufer üblich, sich auf eine Transaktion nur auf der Grundlage eines *Due Diligence* Verfahrens einzulassen. Er hat übrigens auch gar keine andere Wahl, da er ansonsten von den Banken die gewünschte Fremdfinanzierung nicht erhält.

b) *Clean Exit*

Im Rahmen eines *Secondary Buy-Outs* sind nun aber die Erwartungen des verkaufenden und des kaufenden Private Equity Unternehmens, was die Gewährleistungen und Garantien angeht, diametral entgegengesetzt.

Der übliche Schutzmechanismus mit *Reps and Warranties* einerseits und *Indemnities* andererseits wie bei „normalen“ *M&A*-Transaktionen ist aus verschiedenen Gründen hier nicht möglich.

Die wichtigsten Gründe sind die Folgenden:

aa) *Fund Documentation*

Ein Private Equity Unternehmen wird so gut und umfangreich wie möglich zu vermeiden versuchen, irgendwelche Gewährleistungen oder Garantien abgeben zu müssen. Es gilt die *Maxime*, so wenig *Post Exit* Verbindlichkeiten wie möglich einzugehen.

Es ist offensichtlich, dass dies eigentlich für alle Verkäufer gilt. Der primäre Grund dafür bei den Private Equity Unternehmen ist hingegen, dass das Private Equity Haus unter dem den Regeln des entsprechenden *Funds* dazu vertraglich verpflichtet ist, Erlöse aus dem Verkauf den Investoren sofort nach Erhalt auszubezahlen. Das Private Equity Haus hat deshalb gar nie die

flüssigen Mittel zur Verfügung, um eventuellen Verbindlichkeiten aus Gewährleistungsansprüchen nach Vollzug der Transaktion nachzukommen.

bb) Lebensdauer des Fonds

Wie bereits oben dargelegt hat ein jeder Private Equity Fund nur eine beschränkte Lebensdauer. Er kann deshalb keine Verpflichtungen eingehen, die potenziell über die Lebensdauer des Fonds hinausgehen. Dies ist aber bei quasi allen Gewährleistungsstreitfällen ein Problem, auch wenn die Ansprüche innert einer limitierten Periode der Gegenpartei gemeldet werden müssen. In der Tat mahlen die Mühlen sowohl der ordentlichen Gerichte als auch der Schiedsgerichte in der Regel nicht genügend schnell, um diese Konflikte zeitgerecht zu erledigen.

Zusammenfassend wird deshalb das verkaufende Private Equity Unternehmen „grosszügigerweise“ anbieten, ausschliesslich zuzusichern und Gewähr zu leisten, dass

- die Kaufaktien rechtsgültig ausgegeben wurden, voll liberiert und bar jeder Nachschusspflicht sind,
- die Kaufaktien im unbeschwerten alleinigen Eigentum der Verkäufer stehen und unbelastet von Rechten oder Anwartschaften Dritter sind, und
- die Käuferin mit Übergabe der Aktienzertifikate uneingeschränktes Alleineigentum an den Kaufaktien erhält.

Dieser für eine *M&A* Transaktion sehr eingeschränkte Gewährleistungskatalog ist bei *Secondary Buy-Outs* in Europa weitgehend ein Standard geworden. Er hat mittlerweile auch auf dem Schweizer Markt Fuss gefasst.

c) Lösungsansätze für kaufendes Private Equity Unternehmen

Es gelingt meistens dem verkaufenden Private Equity Unternehmen, einen sogenannten *Clean Exit* zu realisieren und wenig bis gar keine Gewährleistungen oder Garantien abzugeben. Das heisst nun aber nicht, dass das kaufende Private Equity Unternehmen unbedingt mit leeren Händen dasteht.

aa) Umfassende Due Diligence

Ein auch bei anderen M&A Transaktionen üblicher Schutz vor (bösen) Überraschungen ist die Durchführung einer extensiven und detaillierten *Due Diligence* auf allen für die Zielgesellschaft relevanten Gebieten. Es sollen das Unternehmen und seine Produkte bzw. Dienstleistungen im gesamten Marktumfeld durchleuchtet werden, um die mit dem Unternehmenskauf verbundenen Risiken auszuloten.

Wie entdeckte Risiken anschliessend in der Vertragsverhandlung behandelt werden ist Verhandlungssache und Frage der Verhandlungsposition. Es kann erfahrungsgemäss und aufgrund der vorher gemachten Überlegungen durchaus sein, dass das verkaufende Private Equity Unternehmen eher einer Kaufpreisreduktion als einer Garantieabgabe zustimmt.

bb) Gewährleistungen und Garantien vom Management

Eine andere sehr übliche Lösung, die Karenz von Gewährleistungen seitens des verkaufenden Private Equity Unternehmens aufzuwiegen, besteht darin, sich von den Managern der Zielgesellschaft gesondert, d.h. entweder im Aktionärbindungsvertrag oder in einem separaten Dokument, Gewährleistungen und Garantien bezüglich der Zielgesellschaft geben zu lassen.

Allerdings handelt es sich im allgemeinen darum, dass das Management den üblichen Katalog von Gewährleistungen durchgeht und falls notwendig alle möglichen Probleme der Zielgesellschaft ehrlich und umfassend offenlegt. Es ist also mehr ein Auskunfts- und Aufdeckungsverfahren und eine formelle Gewährleistung, dass alle bekannten Probleme aufgedeckt wurden.

Man darf nämlich bei *Management Buy-Outs* nie vergessen, dass es für den Finanzinvestor ausserordentlich schwierig und unangenehm ist, gegen das Management seiner Zielgesellschaft vorzugehen, das er in der Transaktion unterstützt hat. Ausserdem benötigt er das Management, da er weder über die industrie-spezifischen Kenntnisse noch über die Zeit verfügt, die Gesellschaft alleine zu führen. Deshalb sollte in jedem Fall der Schwellenwert für einen *Warranty Claim* gegen das Management bei derartigen Transaktionen hoch angesetzt werden.

Unter Umständen sind nicht alle verkaufenden Manager bereit, Gewährleistungen abzugeben. Dies betrifft vor allem diejenigen Manager, die beim

zweiten *Buy-Out* nicht mehr dabei sein wollen oder auch diejenigen, die zuvor noch keine exekutiven Funktionen bei der Zielgesellschaft eingenommen haben.

Demnach ist es unangemessen, wenn der Käufer beim Umfang der Managementgewährleistungen einen zu grossen Kompromiss eingeht. Es ist für das kaufende Private Equity Unternehmen von vitalem Interesse, die wichtigsten Geschäftsrisiken zu identifizieren und korrekt zu bewerten. Ein Käufer ist häufig nicht in der Lage, die Risiken der Zielgesellschaft vollständig oder korrekt zu identifizieren, da er kein Fachmann in allen Industrie- und Dienstleistungssektoren sein kann. Der übliche Gewährleistungsumfang kann das allgemeine Risikoprofil abdecken. Der Käufer ist deshalb gut beraten, vom Management umfassende Gewährleistungen zu verlangen, auch wenn diese unter Umständen mit der *Sellers' Awareness* oder der *Best Knowledge* qualifiziert sind.

cc) Kaufpreisanpassung post Closing

Kaufpreisanpassungsklauseln im *SPA* sind eine mögliche Lösung, allfällige Risiken abzudecken, denen normalerweise mit Gewährleistungen begegnet wird. *Completion Accounts*, die vom Käufer erstellt werden oder, *Earn-Out*-Mechanismen stehen für die Käufer im Vordergrund.

Diesbezüglich gilt es aber festzuhalten, dass eine Preisanpassungs- oder *Earn-Out*-Klausel vom verkaufenden Private Equity Haus nur widerstrebend akzeptiert wird, da dies wiederum die sofortige Auszahlung des Erlöses aus dem Verkauf an die Investoren zumindest bis zu einem gewissen Grad verunmöglicht. Die vorher aufgeführten Gründe für einen *clean Exit* gelten hier ebenso.

dd) Roll-Over

Schlussendlich bleibt noch ein anderer Schutz für das kaufende Private Equity Haus zu erwähnen, den sogenannten *Roll-Over*. Das kaufende Private Equity Unternehmen wird von den verkaufenden Managern nämlich verlangen, dass ein substanzieller Teil des Erlöses aus dem Verkauf der Zielgesellschaft in das vom kaufenden Private Equity Haus gegründete neue Kaufsvehikel re-investiert wird. Dieser sogenannte *Roll-Over* wird unter III.3. unten näher thematisiert.

ee) Verwässerung

Der Aktionärbindungsvertrag zwischen dem Management und dem Private Equity Unternehmen wird vorsehen, dass die Managementbeteiligung bei Nichterreichen der gemeinsam vereinbarten Zielvorgaben verwässert wird.

Es ist deshalb im wohlverstandenen Interesse des Managements, gegenüber dem kaufenden Private Equity Unternehmen mit offenen Karten zu spielen.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass der *Warranty Gap* durch eine extensive *Due Diligence*, den *Roll-Over* sowie mit den Gewährleistungen und Garantien der Manager in den meisten Fällen geschlossen werden kann.

ff) Andere Schutzmöglichkeiten

Es gibt selbstverständlich noch andere probate Mittel, die berechtigten Erwartungen der Käuferin zu erfüllen.

Schematisch seien hier die Folgenden erwähnt:

- Der Kauf einer Unternehmung von einem anderen Private Equity Unternehmen heisst, dass das Unternehmen anlässlich der Ersttransaktion bereits einer Due Diligence unterzogen und von den Banken der Käuferin als in Ordnung befunden wurde. Zudem ist bekannt, dass Finanzinvestoren allgemein die Beteiligungsfirmen strikte führen müssen, um
 - die restriktiven Vereinbarungen (*restrictive covenants*) in den Finanzierungsdokumenten einzuhalten, und
 - das Portfoliounternehmen gewinnbringend verkaufen zu können.

In einer derartigen Konstellation ist es deshalb weniger wahrscheinlich, dass es beim zweiten Verkauf noch viele Leichen im Keller hat. Hier gilt es allerdings zwischen den verschiedenen Private Equity Unternehmen zu unterscheiden.

- In Secondary Buy-Outs wird dem Käufer vielfach ein Vendor Due Diligence Report zur Verfügung gestellt, auf den er sich nach Vollzug der Transaktion in einem gewissen Umfang verlassen darf. Damit kann sich der Käufer von Beginn weg auf die darin aufgeworfenen Probleme konzentrieren und zusammen mit dem Verkäufer eine für beide Parteien mögliche Lösung effizient angehen.

- Es ist selbstverständlich auch möglich, bestimmte Risiken mit einer Garantie (*Indemnity*) oder mit einer Hinterlegung eines Teils des Kaufpreises (*Escrow*) zu sichern, wobei bei *Secondary Buy-outs* beide Lösungen aus den nunmehr bekannten Gründen jeweils auf hartnäckigen Widerstand des verkaufenden *Private Equity* Unternehmens stossen. Ein *Escrow* eines Kaufpreisanteils hat einen direkten Einfluss auf den IRR des *Private Equity* Unternehmens und somit vielfach auch auf den Kapitalgewinn des mitverkaufenden Managements. Es ist deshalb einfach nachzuvollziehen, dass der Käufer mit einem derartigen Vorschlag bei den Verkäufern nicht spontan auf Gegenliebe stossen wird.
- Als weitere Möglichkeit, den *Warranty Gap* zu schliessen, ist an *Warranty Insurance* zu denken. Der Abschluss einer derartigen Versicherungspolice vermag in der Tat die bestehende Lücke zwischen den Erfordernissen des verkaufenden und den Erwartungen des kaufenden *Private Equity* Unternehmens bezüglich Gewährleistungen definitiv zu schliessen. Nichtsdestotrotz ist diese Lösung bislang in der Schweiz nur äusserst selten zur Anwendung gekommen.

2. Interessenkonflikt beim Management

Neben dem nun erläuterten Interessenkonflikt bezüglich Gewährleistungen zwischen dem verkaufenden und dem kaufenden *Private Equity* Haus gibt es aber noch einen zweiten Interessenkonflikt, dem bei *Secondary Buy-Outs* gebührend Rechnung zu tragen ist.

Es handelt sich dabei um den Interessenkonflikt des Managements.

In einem normalen *MBO* ist das Management ebenfalls einem Interessenkonflikt unterworfen. In der Tat ist es in dieser Ausgangssituation einerseits Arbeitnehmer der Zielgesellschaft und andererseits indirekt Käufer der Zielgesellschaft, da es am Kapital des Akquisitionsvehikels beteiligt ist oder nach der Transaktion sein wird. Zudem nimmt es im Rahmen eines Unternehmensverkaufs, wie bereits dargelegt, verschiedene sehr wichtige Aufgaben wahr, die potenziell zu Konflikten führen können.

Diese delikate Situation wird bei einem *Secondary Buy-Out* noch verschärft, da hier das Management ebenfalls Arbeitnehmer und Käufer ist, aber zudem noch Verkäufer. Das Management muss sich in dieser schwierigen Situation gegenüber seinem mitverkaufenden wie auch seinem neuen mitkaufenden

Private Equity *Sponsor* korrekt verhalten und zusätzlich noch seine eigenen Interessen wahrnehmen.

Entscheidend in einer derartigen Konstellation ist, dass die Parteien wissen, in welcher Interessensituation sich das Management befindet, da ein Verkaufsprozess, und *a fortiori* ein *Secondary Buy-Out*, ohne aktive Beteiligung des Managements unvorstellbar ist. Zumindest hat eine *Secondary Buy-Out* Transaktion den Vorteil, dass der Käufer weiss, dass das Management auch am Kaufpreis interessiert und beteiligt ist, was bei einem ersten *Management Buy-Out* nicht unbedingt der Fall ist. Das Private Equity Unternehmen ist in dieser Situation oftmals unsicher, in welcher Eigenschaft das Management ihm gegenüber eigentlich handelt.

Das verkaufende Private Equity Unternehmen wird deshalb dafür sorgen, dass das mitverkaufende Management bis zum Abschluss des Kaufvertrages mit ihm zusammen in einer Interessengemeinschaft bleibt, da ja beide Verkäufer sind.

Ein Motivations-Mittel ist, – wie auch in vielen anderen Situationen – dass dem Management für den Fall eines erfolgreichen Verkaufs des Beteiligungsunternehmens eine zusätzliche finanzielle Entschädigung zukommt.

Diese zusätzliche finanzielle Abgeltung ist auf Grund der Investitionsstruktur vielfach automatisch gegeben, da das Management üblicherweise über *Sweet Equity* verfügt und zudem dem Beteiligungsunternehmen keine Aktionärsdarlehen gewährt hat. Ich komme im nächsten und letzten Kapitel meines Referates auf diese verschiedenen Formen der Interessengleichschaltung zwischen dem kaufenden Private Equity Unternehmen und dem Management zurück. Beim *Exit* hat dies als Konsequenz, dass das Management eigentlich an einem möglichst hohen Preis interessiert sein sollte, obwohl es diesen als Käufer wiederum bezahlen muss.

Es kann aber auch vorkommen, dass im Aktionärbindungsvertrag explizit vereinbart wird, dass der Verkaufserlös überproportional dem Management zugute kommt, wenn gewisse Schwellenwerte erreicht werden. Dies hat normalerweise zur Folge, dass das Management entsprechend motiviert ist, den Preis möglichst hoch zu halten.

Andererseits kommt es auch vor, dass dem Management eine spezielle Abgeltung zugesprochen wird (*Stay Bonus*), um sie für den Verkaufsprozess zu motivieren und die dadurch verursachte Mehrbelastung abzugelten. Es gilt

selbstverständlich zu vermeiden, dass die Manager ihren Fokus allzu schnell ausschliesslich auf die zukünftigen neuen (Mit-)Eigentümer richten.

Schlussendlich ist es *Best Practice*, dass das Management bei derartigen Transaktionen in die Preisverhandlungen nicht direkt einbezogen wird.

In jedem Fall ist aber wichtig, dass die beteiligten Parteien mit offenen Karten spielen und die seitens der beiden Private Equity Unternehmen geschnürten Pakete, sofern sie eine ins Gewicht fallende Grösse erreichen, zumindest in den Grundzügen offenlegen. In der Tat ist Transparenz ein wichtiges Element, wenn in einem von Interessenkonflikten übersäten Umfeld überhaupt eine Transaktion zustande kommen soll.

3. Interessengleichschaltung (*Alignment*)

Zum Schluss soll auf die Frage eingegangen werden, wie die Interessen der beteiligten Personen soweit wie möglich gleichgeschaltet werden können (*Alignment of Interest*).

Die Gleichschaltung der Interessen zwischen dem Management und dem Finanzinvestor ist ein wichtiger Bestandteil eines jeden erfolgreichen *Buy-Outs*. Es geht einerseits darum, das Management zu motivieren, die gemeinsam mit dem Finanzinvestor ausgemachten hohen Ziele zu erreichen. Dafür werden die entsprechenden finanziellen Anreize geschaffen.

Andererseits soll dafür gesorgt sein, dass das Management zumindest teilweise das Risiko der Finanzinvestoren teilt, indem es auch Eigenkapital in das Akquisitionsvehikel investiert.

In einem ersten *Buy-Out* wird dieser Ausgangssituation insofern Rechnung getragen, dass dem Management offeriert wird, mit einem Abschlag auf dem Kaufpreis in das Aktienkapital des Akquisitionsvehikels zu investieren. Dagegen wird vom Management meistens nicht verlangt, proportional zu seinem *Equity Investment* auch noch ein Aktionärsdarlehen zu geben. Dies hat beim *Exit* logischerweise einen entsprechenden zusätzlichen Hebeleffekt auf dem Management-Investment zur Folge.

Gegebenenfalls wird diese sogenannte *Sweet Equity* sogar ganz oder teilweise vom Private Equity Unternehmen vorfinanziert, namentlich beim ersten *Buy-Out*, da das Management in diesem Zeitpunkt kaum über das notwendige Kapital verfügt, um eine derartige Investition zu tätigen. Der Umfang der

Investition hängt von den spezifischen Gegebenheiten ab, liegt aber im allgemeinen in der Höhe von mindestens einem Jahresgehalt. Die Grundregel ist, dass das Management ein Investment in einer Höhe tätigen soll, die schmerzt, wenn es verloren gehen sollte. Es wird gesagt, dass das Management *skin in the deal* haben muss.

Den Managern wird im Aktionärbindungsvertrag verboten, die Aktien zu veräußern oder in irgendwelcher Form zu belasten und zudem wird vereinbart, dass sie ihre Anteile an der Gesellschaft verlieren, falls sie aus irgendwelchem Grund aus der Gesellschaft aussteigen sollten. Dabei wird selbstverständlich zwischen den sogenannten *Good and Bad Leavers* unterschieden, wobei die ersteren beim Ausstieg den fair *Market Value* für ihre Aktien und die letzteren den Nominalwert erhalten sollen.

Bei einem *Secondary Buy-Out* ist diese Interessengleichschaltung sehr viel schwieriger zu erreichen, da sich das Management in einer ungleich besseren Verhandlungsposition befindet.

Dazu kann man zum Beispiel nur die folgenden Sachverhalte erwähnen:

- Erstens wird das verkaufende Management beim Exit bereits eine beträchtliche Geldsumme erhalten, falls es sich um eine erfolgreiche Zielgesellschaft handelt. Das Management wird deshalb darauf erpicht sein, diesen hoffentlich steuerfreien Kapitalgewinn soweit als möglich zu realisieren und nicht einen zu grossen Teil davon in die neue Struktur einzubringen. Seitens des Private Equity Unternehmens tendiert man hingegen dazu, einen möglichst hohen Roll-Over des Verkaufserlöses zu verlangen. Die Höhe hängt von verschiedenen Faktoren ab und es gibt diesbezüglich keine Standard Practice.
- Zweitens gilt es zu beachten, dass der Roll-Over dem Management einen zu grossen Eigenkapitalanteil bescheren kann, was zu reduzierten Kontrollmöglichkeiten seitens des kaufenden Private Equity Unternehmens als neuem Eigentümer der Gesellschaft führen kann.
- Drittens will das Management nicht, dass der Wert seiner Aktien im Akquisitionsvehikel durch Klauseln im Aktionärbindungsvertrag gefährdet ist. Mit anderen Worten akzeptiert es in einer derartigen Konstellation nicht, dass das Private Equity Unternehmen die Aktien beim Austritt aus der Gesellschaft zum Nominalwert zurückkaufen kann. Es

ist der Auffassung, dass der zuvor bereits geschaffene Mehrwert der Gesellschaft nicht auf dem Spiel stehen sollte.

Die grosse Frage ist deshalb bei all diesen Sachverhalten, wie man ein Management motivieren kann, weiterhin einen grossen Einsatz zu leisten, wenn es wirtschaftlich vom Erfolg des Unternehmens nicht mehr abhängig ist; oder mit anderen Worten wie kann ein Management auch in schlechten Zeiten motiviert bleiben, wenn ein erfolgreicher *Exit* des *Secondary Buy-Outs* für das Management wirtschaftlich nicht mehr entscheidend ist, da es bereits beim ersten *Exit* entsprechend viel gelöst hat.

Die aus Sicht des kaufenden Private Equity Unternehmens erprobten Lösungen sind die Folgenden:

- Es wird dem Management erlaubt, einen gewissen (möglichst kleinen) Teil des Kaufpreises in bar einzulösen; eine Richtgrösse dafür sind ca. 25% bis zu 33 1/3 % des von Management erzielten Kaufpreises, wobei hier natürlich die Grösse der Transaktion von entscheidender Bedeutung ist. Je höher der Kaufpreis desto tiefer die Quote, die dem Management in Form einer Barzahlung zugestanden wird.
- Ein anderer Teil des Kaufpreises wird im sogenannten *institutional strip* investiert. Die Manager investieren in das Portfoliounternehmen zu den gleichen Bedingungen wie das kaufende Private Equity Unternehmen mit einer Mischung aus Eigenkapital und nachrangigen Aktionärsdarlehen.
- Dem Management wird zusätzlich *Sweet Equity* offeriert, um es für die Zukunft zu motivieren

Abhängig vom Umfang des *Roll-Overs* kann es sich auch anbieten, zwei Aktienklassen zu schaffen; die erste, um die bereits vor dem zweiten *Buy-Out* geleistete Arbeit gebührend abzugelten. Diese Aktien werden in jedem Fall, also unabhängig von den Gründen des Austritts, zum Marktwert, wie er im Zeitpunkt des zweiten LBO galt, zurückzukaufen sein. Die zweite Aktienklasse kann dann in Form von *Sweet Equity* gestaltet werden, damit das Management wieder entsprechend motiviert wird.

Wie bereits vorher gesehen, gilt es mit dem *Roll-Over*, die Motivation des Managements und die Verlässlichkeit des vorgelegten *Business Plans* zu testen. Ein hoher realisierter Kapitalgewinn beim Management zusammen

mit einer kleinen Reinvestition in die neue Akquisitionsstruktur kann dazu führen, dass dem Management beim Eintritt von Problemen relativ schnell die notwendige Motivation fehlt, Probleme effizient zu lösen. Es wird sich nämlich die Frage stellen, ob sich der zusätzliche Aufwand überhaupt lohnt.

Zudem ist es auch eine Private Equity Lebensweisheit, dass der beim Management eingetretene Motivationsschub, der einerseits durch die Unabhängigkeit vom Altaktionär sowie durch die Kapitalinvestition beim ersten *Buy-Out* erreicht wird, nur schwer zu wiederholen ist. Ein Manager eines grossen *Buy-Out* Fonds sagte dazu: „*The change that takes place purely because managers are no longer employees is extraordinary. [...] With a secondary buy-out, you don't get that effect – the easy gains and low-hanging fruit are at the primary buy-out stage.*“¹

Die Kardinalfrage ist deshalb, ob das Management bei einem *Secondary Buy-Out* eher Verkäufer oder Käufer ist. Wenn es an das weitere Entwicklungspotential glaubt, wird es sich auch nochmals freudig am Unternehmen beteiligen. Der Schwerpunkt sollte deshalb auf den Verhandlungen der *Sweet Equity* Komponente des *Secondary Buy-Outs* liegen und nicht allzu sehr auf dem Kaufpreis.

In allen anderen Fällen ist das kaufende Private Equity Unternehmen gut beraten, nochmals über die Bücher zu gehen, bevor es einen *Secondary Buy-Out* sponsort.

IV. Schlussfolgerungen

Ein *Secondary Buy-Out* ist eine wichtige *Exit*-Methode, deren Potential noch nicht ausgeschöpft ist.

Es gibt viele Vorteile für das verkaufende *Buy-Out* Unternehmen und das Management, ist aber für das kaufende Private Equity Haus eher schwierig.

Der entscheidende Faktor für das Gelingen eines *Secondary Buy-Outs* ist die weitere Motivation des Managements, dessen Interessen durch geschickte Strukturierung der Anreize mit denjenigen der kaufenden *Buy-Out* Struktur gleichgeschaltet werden sollten.

¹ LAMB TOM, Chairman of Investment Committee, Barclays Private Equity, London.

