Die Buyout-Industrie wurde durch die Finanzkrise hart getroffen. Aggressive Finanzierungsstrukturen mit hohem Fremdkapitalanteil waren angesichts stark schwindender Unternehmensrenditen plötzlich nicht mehr tragbar. Zusätzlich wurde das Neu-Geschäft durch eine weitverbreitete Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe stark gebremst. Diese Entwicklungen führten in den letzten Jahren zu stetigen Anpassungen des Buyout-Investitionskalküls.

CHRISTIAN BÖHLER
MICHEL SUTTERLÜTI

BUYOUT-RETURN-MODELL

Einfluss der Finanzkrise auf die wesentlichen Wertgeneratoren

1. EINLEITUNG

In den Jahren vor der Finanzkrise und der aktuellen Schuldenkrise konnten hohe Leverages bei Buyouts betrachtet werden, wobei der Fremdkapitalanteil in Extremfällen bis zu 90% der Bilanzsumme ausmachte. Dies widerspiegelte sich auch in den Verschuldungsfaktoren, die bis zu einem Faktor 5 des Verhältnis Net Debt/EBITDA vorgekommen sind. Nach der Finanzkrise sind die Banken-Richtlinien strenger geworden, indem bei Schweizer Buyouts tendenziell ca. 50% Eigenkapital aufgebracht werden sollte. Der De-Leverage während der Haltedauer des Portfoliounternehmens bildet einen von drei Wertgeneratoren im Buyout-Return-Modell, welche im vorliegenden Artikel im Kontext der Finanzkrise von 2008/2009 beleuchtet werden. Die zwei weiteren Wertgeneratoren im Modell sind die Multiple Expansion sowie der Profit Improvement.

Beim Wertgenerator Multiple Expansion konnte vor der Finanzkrise ein hohes Multiple respektive Bewertungsniveau ausgemacht werden, welches von Verkäufern oft zur Preismaximierung genutzt wurde. Während der Finanzkrise war man mit Bewertungseinbrüchen konfrontiert, welche insbesondere auf Grund der unterschiedlichen Erwartungen von Käufern und Verkäufern zu einer tiefen Anzahl an Unternehmenstransaktionen führte. Die Bewertungs-Multiples haben sich nach der Finanzkrise schnell erholt, wobei es diesbezüglich je nach Industrie materielle Unterschiede gibt.

Der wohl zentralste Wertgenerator Profit Improvement wurde bereits vor der Finanzkrise stark beachtet. Allerdings mussten in letzter Zeit die Private-Equity-Häuser bedingt durch die Wachstumseinbrüche in der Finanzkrise eine noch aktivere Rolle bei der strategischen und operativen Steuerung der Portfoliounternehmen einnehmen.

In den folgenden Ausführungen wird in einem ersten Schritt das Buyout-Return-Modell dargestellt (Kapitel 2). Im Anschluss wird der Einfluss der Finanzkrise von 2008/2009 auf die wesentlichen Wertegeratoren untersucht (Kapitel 3). Abschliessend wird ein Fazit und Ausblick für das Buyout-Geschäft vorgenommen (Kapitel 4).

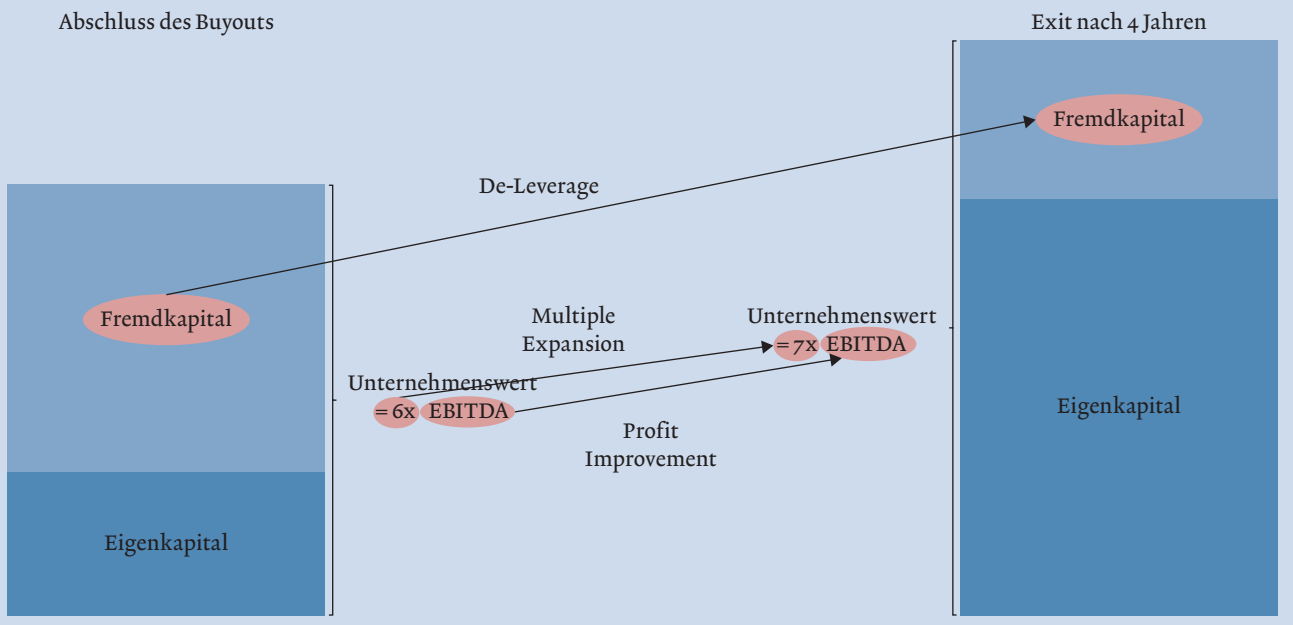
2. BUYOUT-RETURN-MODELL

2.1 Theoretische Grundlage. Das Buyout-Return-Modell kommt bei der Übernahme von Portfoliounternehmen durch Private-Equity-Gesellschaften zur Anwendung, welche bereits einen gewissen Reifegrad in der Unternehmensentwicklung vorweisen können, positive Gewinne erwirtschaften und sich daher für die kreditfinanzierte Übernahme (Leveraged-Buyout) eignen. Bei der Bewertung des zu übernehmenden Transaktionsobjekts kommen oftmals verschiedene Methoden zur Anwendung, wobei insbesondere den «Earnings Multiples» von vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen (Trading Multiples) sowie von vergleichbaren bereits stattgefundenen Transaktionen (Transaction Multiples) besondere Beachtung geschenkt werden. Zur Bestimmung des Unternehmenswerts (Enterprise Value, EV) sind typischerweise die EV/EBITDA-Multiples ausschlaggebend, da der EBITDA vor Abschreibungen cash-näher ist als beispielsweise der EBIT. Eine Discounted-Cashflow-Methode (DCF) kommt eher selten zur Anwendung und ist insbesondere für die Bewertung beispielsweise in einer Non-Binding-Offer-Phase von tieferer Relevanz, da der Business-

CHRISTIAN BÖHLER,
DR. OEC. HSG,
EIDG. DIPL. FINANZANALYTIKER,
CIIA, PRINCIPAL, AKINA,
ZÜRICH

MICHEL SUTTERLÜTI,
M.A., MAS ACCOUNTING &
FINANCE, MANAGER,
THE CORPORATE FINANCE
GROUP AG, ZÜRICH

Abbildung 1: **3 WERTGENERATOREN IM KLASSISCHEN BUYOUT-RETURN-MODELL**



Plan zusammen mit dem Management erst noch detailliert plausibilisiert werden muss oder generell beträchtliche Unsicherheiten betreffend der zukünftigen Ertragsentwicklungen bestehen.

Kommt eine Transaktion nach erfolgreicher Due Diligence und Einigung der Parteien zu Stande, bezahlt das Private-Equity-Unternehmen einen gewissen Preis für das Unternehmen, woraus sich unter anderem der definitive EV/EBITDA Einstiegsmultiple im Buyout-Return-Modell ergibt. In *Abbildung 1* sind das Modell und seine 3 Wertgeneratoren schematisch dargestellt: Beim Einstieg wird ein EV/EBITDA-Multiple von 6x bezahlt. Die Finanzierung des Unternehmenswerts respektive Kaufpreises erfolgt im vorliegenden Beispiel mehrheitlich mit Fremdkapital (70%) sowie Eigenkapital (30%). Nach Haltedauer des Portfoliounternehmens von 4 Jahren erfolgt der Verkauf respektive Exit. Aus der Abbildung wird dabei ersichtlich, dass die erzielte Eigenkapitalrendite von 3 Wertgeneratoren abhängig ist: (i) Erzielung eines maximalen Verkaufspreises respektive Ausstiegsmultiples (im Beispiel 7x); (ii) Erzielung eines maximalen EBITDA als relevanter Performance-Indikator in der Multiples-Bewertung; (iii) die Minimierung des Fremdkapitalanteils bis zum Zeitpunkt des Exit. Faktoren (i) und (ii) determinieren den Unternehmenswert beim Exit. Faktor (iii) determiniert

Abbildung 2: **ENTRY SITUATION/AKQUISITIONSFINANZIERUNG**
in TCHF

Wertgenerator De-Leverage		
De-Leverage (Amortisationsdauer in Jahren)	5	
Senior Loan Bank	60 000	
Net Debt/EBITDA	3,0x	
Debt Ratio	50%	
Wertgenerator Profit Improvement		
EBITDA entry	20 000	
Wertgenerator Multiple Expansion		
EV entry	120 000	target debt und excess cash free
Debt entry	–60 000	
Equity entry	60 000	
EV/EBITDA Multiple entry	6x	
Andere Faktoren		
Steuern	20%	

den Eigenkapitalwert, welcher aus der Differenz von Unternehmenswert minus Fremdkapital berechnet wird.

Die drei identifizierten Wertgeneratoren können durch den Buyout-Investoren respektive das Unternehmen in unterschiedlicher Weise stimuliert werden: De-Leverage erfolgt insbesondere durch die Rückzahlung von Fremdkapital aus operativem Cashflow während der Haltedauer des Portfoliounternehmens. Allenfalls kann auch die Veräusserung von Anlagevermögen (z. B. Sale-Lease-Back einer Liegenschaft) zu weiterem De-Leverage führen. Profit Improvement respektive EBITDA-Maximierung erfolgt über organisches Wachstum (neue Märkte oder neue Produkte), Wachstum über Akquisitionen oder Kosten- respektive Margen-Optimierung. Eine Multiple Expansion respektive Erzielung eines höheren Verkaufspreises kann typischerweise durch Re-Positionierung des Unternehmens (z. B. in Segment mit höherem Industrie-Multiple) oder durch Wachstums-/Grösseneffekte erzielt werden.

2.2 Musterfall: Wertgeneratoren und Rendite-Effekte. Um die einzelnen Effekte der Wertgeneratoren auf die Rendite zu betrachten, wird ein Musterfall beigezogen, welcher 3 verschiedene Exit Szenarien miteinander vergleicht. Die Annahmen in *Abbildung 2* zum Zeitpunkt der Übernahme des Portfoliounternehmens (Entry Situation) bilden die Grundlage für die 3 Exit-Szenarien. Das aufgeführte Portfoliounternehmen wird zu einem Unternehmenswert von CHF 120 Mio. akquiriert, wobei der Akquisitionspreis zu 50% mit einem Senior Loan von einer oder mehrerer Banken finanziert wird. In Relation zum EBITDA entspricht dies einem Nettoverschuldungfaktor von 3x, was in etwa den Richtlinien der Banken nach der Finanzkrise entspricht. Dabei wird eine Amortisationsdauer von 5 Jahren festgelegt.

Beim Verkauf des Portfoliounternehmens nach einer Haltedauer von 5 Jahren kommen 3 Exit-Szenarien zur Anwendung, welche den Einfluss der einzelnen Wertgeneratoren auf den Return betrachten (vgl. *Abbildung 3*). In Szenario 1 entsprechen die zwei Wertgeneratoren Profit Improvement und Multiple Expansion, welche den Unternehmenswert determinieren, den Werten der Entry Situation. Der Return wird somit in diesem Fall lediglich durch den Wertgenerator De-Leverage generiert. Szenario 2 betrachtet nebst dem De-Leverage zusätzlich die Multiple Expansion, wobei der Exit Multiple auf 9x festgesetzt wurde und somit den Entry Multiple um 50% übersteigt. Schliesslich wird in Szenario 3 der Wertgenerator Profit Improvement einbezogen, indem der EBITDA gegenüber der Entry-Situation um 50% höher ist.

Abbildung 4 zeigt die Entwicklung von Erfolgs- und Mittelflussrechnung bei den Szenarien 1 und 2. Bei Betrachtung des Exit-Szenario 3 in *Abbildung 5*, in welchem ein um 50% höherer EBITDA resultiert als beim Entry, beträgt das jährliche EBITDA-Wachstum im Modell durchschnittlich 8%.

Abbildung 3: **3 EXIT-SZENARIOS**
in TCHF

	Szenario 1	Szenario 2	Szenario 3
Wertgenerator De-Leverage			
De-Leverage (Amortisationsdauer in Jahren)	5	5	5
Wertgenerator Profit Improvement			
EBITDA exit	20 000	20 000	30 000
Wertgenerator Multiple Expansion			
EV exit	120 000	180 000	180 000
EV/EBITDA Multiple exit	6x	9x	6x

Abbildung 4: **EXIT-SZENARIO 1 UND 2**
in TCHF

Income Statement & Cash Flow consolidated	Acquisition	2012	2013	2014	2015	2016
Target EBITDA	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000	20 000
CAGR 2012–2016		0%	0%	0%	0%	0%
Target Depreciation		–500	–500	–500	–500	–500
Target EBIT		19 500	19 500	19 500	19 500	19 500
Target Steuern (Annahme 20%)		–3 900	–3 900	–3 900	–3 900	–3 900
Target Net Profit		15 600	15 600	15 600	15 600	15 600
Interests Senior Loan Bank	5,00%	–2 700	–2 100	–1 500	–900	–300
Net Profit consolidated		**12 900**	**13 500**	**14 100**	**14 700**	**15 300**
Depreciation		500	500	500	500	500
Investments		–500	–500	–500	–500	–500
Amortisation Senior Loan Bank		–12 000	–12 000	–12 000	–12 000	–12 000
Cash Flow consolidated		**900**	**1 500**	**2 100**	**2 700**	**3 300**

Abbildung 5: **EXIT-SZENARIO 3**
in TCHF

Income Statement & Cash Flow consolidated	Acquisition	2012	2013	2014	2015	2016
Target EBITDA	20 000	21 689	23 522	25 508	27 663	30 000
CAGR 2012–2016		8%	8%	8%	8%	8%
Target Depreciation		–500	–725	–1 161	–1 724	–2 286
Target EBIT		21 189	22 796	24 347	25 939	27 714
Target Steuern (Annahme 20%)		–4 238	–4 559	–4 869	–5 188	–5 543
Target Net Profit		16 952	18 237	19 478	20 752	22 171
Interests Senior Loan Bank	5,00%	–2 700	–2 100	–1 500	–900	–300
Net Profit consolidated		**14 252**	**16 137**	**17 978**	**19 852**	**21 871**
Depreciation		500	725	1 161	1 724	2 286
Investments (Ersatzinvestitionen)		–500	–500	–500	–500	–500
Investments (Wachstumsinvestitionen)		–2 252	–4 362	–5 624	–5 624	–5 624
Amortisation Senior Loan Bank		–12 000	–12 000	–12 000	–12 000	–12 000
Cash Flow consolidated		**0**	**0**	**1 015**	**3 451**	**6 033**

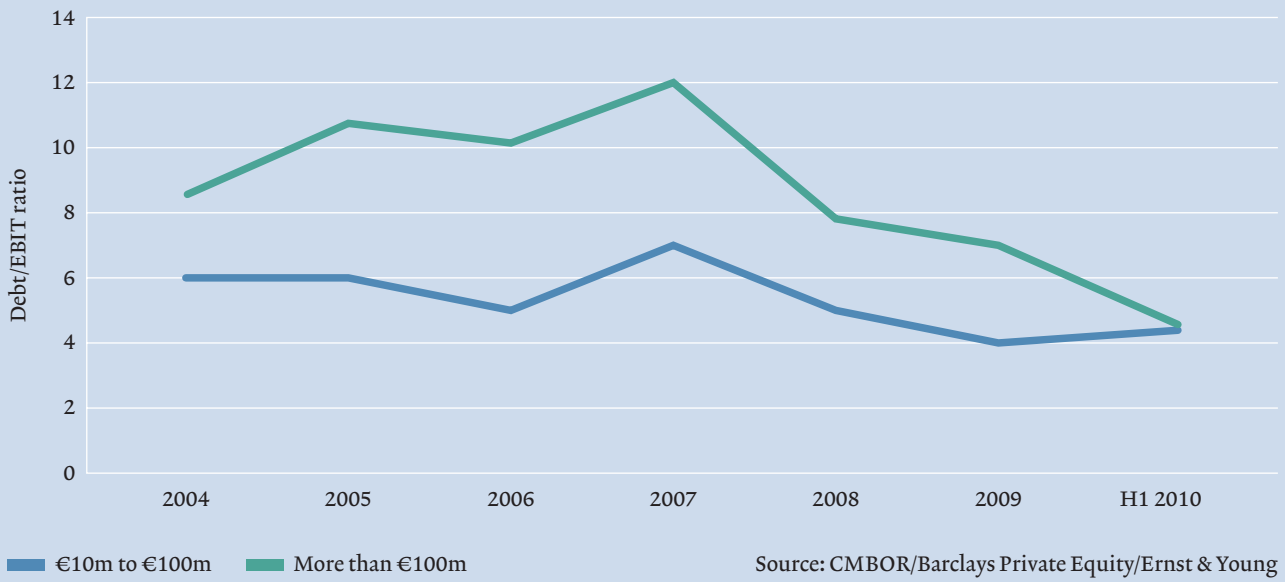
Um dieses Wachstum zu erreichen, wird angenommen, dass jährliche Wachstumsinvestitionen getätigt werden müssen, welche so hoch gewählt wurden, dass zum Zeitpunkt des Exits im Jahr 2016 der konsolidierte Excess Cash demjenigen in den Szenarien 1 und 2 entspricht.

Betrachtet man die Return-Kalkulation bei Szenario 1 wird ersichtlich, dass der De-Leverage-Effekt durch die Amortisation von Bankverbindlichkeiten bei einem Exit nach 5 Jahren eine Wertsteigerung von CHF 60 Mio. mit sich bringt, sofern die Resultate effektiv erreicht werden können und kein Cash Drain in den ersten Jahren der Haltedauer resultiert (vgl. *Abbildung 6*). Bezieht man beim De-Leverage den Excess Cash mit ein, ergibt sich eine Wertsteigerung von CHF 70,5 Mio. Der daraus resultierende Equity-Wert von CHF 130,5 Mio. beim Exit muss mit dem Equity-Wert von CHF 60 Mio. beim Entry verglichen werden, womit durch den reinen De-Leverage-Effekt bereits ein Return Multiple von 2,2x resultiert. Die *Internal Rate of Return (IRR)* entspricht in diesem Fall 16,8%, was bei Private Equity jedoch unter der angestrebten Rendite von 20–25% liegt.

Abbildung 6: **RETURN CALCULATION**
in TCHF

Exit Calculation nach 5 Jahren Haltedauer (2016)	Szenario 1	Szenario 2	Szenario 3
EBITDA Multiple (exit)	6x	9x	6x
EBITDA	20 000	20 000	30 000
EV Exit	120 000	180 000	180 000
Holding Senior Loan Bank (nach 5 Jahren vollständig amortisiert)	0	0	0
Excess Cash exit (= Cash Flow consolidated)	10 500	10 500	10 500
Equity Wert	130 500	190 500	190 500
Return Exit nach 5 Jahren Haltdauer (2016)	**Szenario 1**	**Szenario 2**	**Szenario 3**
De-Leverage	60 000	60 000	60 000
Multiple Expansion	0	60 000	0
Profit Improvement	0	0	60 000
Excess cash	10 500	10 500	10 500
Return absolut	70 500	130 500	130 500
Return Multiple	2,2x	3,2x	3,2x
Internal Rate of Return	16,8%	26,0%	26,0%

Abbildung 7: **EVCA DEBT/EBIT**



* This sample includes all buyouts, not only private equity-backed buyouts. However, as non-private-equity-backed buyouts are typically smaller in size (mainly sub €10m deals), the data is still representative for private equity-backed buyouts.

Quelle: European Private Equity and Venture Capital Association. EVCA Buyout Report 2010, in: http://www.evca.eu/publications/PBBR10.pdf, S. 13.

Das Szenario 2 weist einen um 50% höheren Exit Multiple von 9x EV/EBITDA auf, wodurch der Wert des Enterprise Value CHF 180 Mio. beträgt. Schliesslich ergibt sich ein Equity-Wert nach Einbezug des De-Leverage Effekts (inkl. Excess Cash) von CHF 190,5 Mio. Somit beträgt der absolute Return 3,2x und die IRR 26%. Dies entspricht im Fall von Private Equity der erwarteten Rendite.

In Szenario 3 ist ersichtlich, dass durch den Profit Improvement ohne Berücksichtigung einer Multiple Expansion auch ein Unternehmenswert von CHF 180 Mio. resultiert, da der EBITDA beim Exit um 50% höher ist als beim Entry. Dies schlägt sich auch im Equity-Wert nieder, wobei der De-Leverage demjenigen in den Szenarien 1 und 2 entspricht, da der zusätzlich erwirtschaftete Cash für Wachstumsinvestitionen benötigt wurde. Es ergibt sich ebenfalls ein absoluter Return von 3,2x und eine IRR von 26%.

3. EINFLUSS DER FINANZKRISE AUF DIE WESENTLICHEN WERTGENERATOREN

Wie die gesamte Wirtschaft wurde auch die Buyout-Industrie durch die Finanzkrise von 2008/2009 hart getroffen. Portfoliounternehmen und ihre Private-Equity-Investoren waren vielfach mit schwindenden Unternehmensrenditen, steigenden Finanzierungskosten und notleidenden Banken konfrontiert. Gestützt auf statistische Daten sowie Einschätzungen von Marktteilnehmern wird im folgenden Kapitel der Einfluss der Finanzkrise auf das Buyout-Investitionskalkül und seine 3 Wertgeneratoren untersucht und dargestellt.

3.1 De-Leverage. *Abbildung 7* zeigt den Verschuldungsfaktor bei europäischen Private-Equity-Buyout-Transaktionen. Während im Sommer 2007 Private-Equity-Buyout-Transaktionen mit einem Transaktionswert von über EUR 100 Mio. noch mit einer Verschuldung im Umfange des 11,9-fachen EBIT getätigt wurden, sank dieser Multiplikator Mitte 2009 auf den 7-fachen EBIT. Interessant erscheint die Tatsache, dass der Verschuldungsfaktor bei grösseren Transaktionen bis Mitte 2010 weiter gesunken ist auf eine Verschuldung des 4,5-fachen EBIT. Gegenüber Mitte 2009 betrug die Abnahme mehr als –30%.

Die Rezession konnte jedoch im Jahr 2010 überwunden werden und das reale BIP-Wachstum in der Schweiz betrug im Q2 2010 ganze 3,4% gegenüber dem Vorjahr [1]. Derselbe Trend konnte auch in der grössten Volkswirtschaft der EU, in Deutschland ausgemacht werden, wo das BIP im Q2 2010 gegenüber dem Vorjahresquartal real sogar um 5% stieg [2]. Dies zeigt, dass trotz einer erneut erstarkten Konjunktur die Private-Equity-Firmen auf Grund der Finanzkrise, insbesondere bei grösseren Deals, die Eigenkapitalquote für die Firmenkäufe stark erhöhen mussten respektive weniger Leve-

«Die Private-Equity-Investoren und ihre Portfoliounternehmen wurden durch die Finanzkrise mit schwindenden Unternehmensrenditen, steigenden Finanzierungskosten und notleidenden Banken konfrontiert.»

rage von den Banken zur Verfügung stand. Obschon diese Tendenz bei den Transaktionen unter EUR 100 Mio. nicht ganz so drastisch zum Vorschein kommt, lässt sich trotzdem erkennen, dass die Verschuldung von knapp 7x EBIT Mitte 2007 auf ca. 4,5x EBIT Mitte 2010 zu liegen kam, was auch bei dieser Kategorie einer starken Reduktion von insgesamt ca. –35% entspricht. Somit ist in beiden Kategorien der Transaktionen eine Kehrtwende zu einem deutlich höheren Eigenkapitalanteil auszumachen, welcher trotz konjunkturell besseren Bedingungen seit 2010 nachhaltig grösser blieb als vor der Finanzkrise.

Ebenso zeigen Statisiken der EVCA [3], dass sich die Finanzierungsstrukturen bei grösseren sowie kleineren Transaktionen annäherten. Aufgrund der Statistiken hat somit der Wertgenerator des De-Leverage, also die Entschuldung der Portfoliogesellschaft während der Haltedauer des Portfoliounternehmens, an Bedeutung verloren, da bei Buyout-Transaktionen mehr Eigenkapital eingebracht werden muss und somit weniger Raum für Fremdkapitalrückzahlungen bleibt.

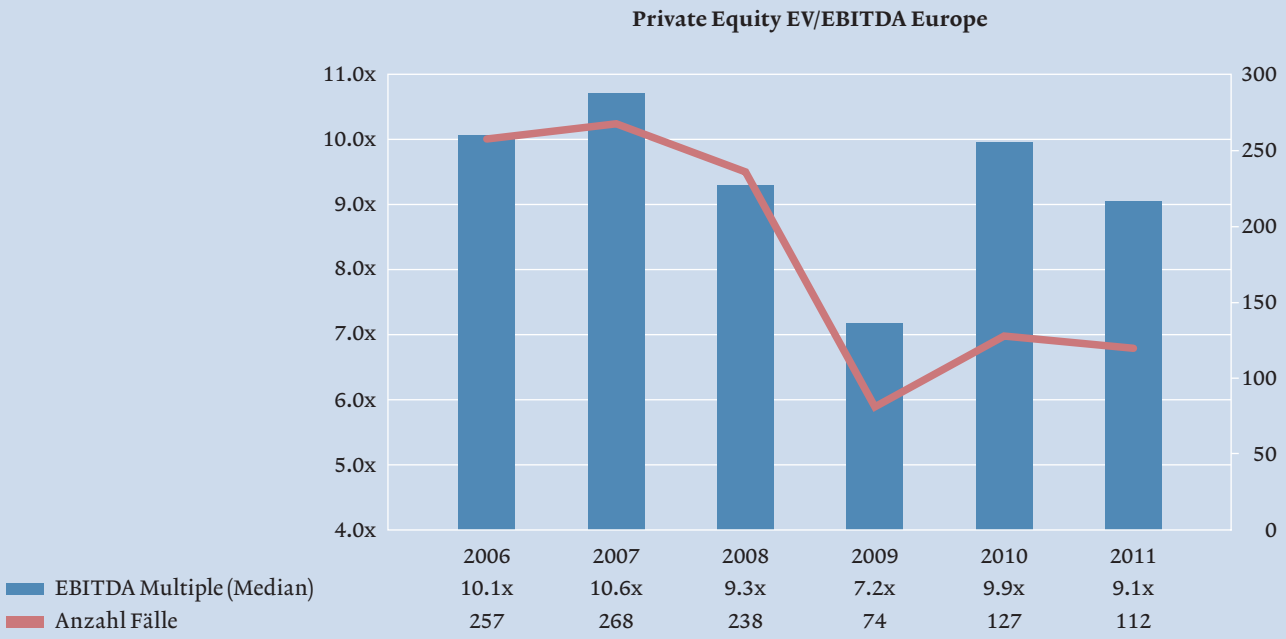
3.2 Multiple Expansion. Bei der statistischen Analyse des Wertgenerators Multiple Expansion werden im Folgenden die EBITDA Bewertungsmultiplikatoren zwischen 2006 und 2011 herbeigezogen, um den Einfluss der Finanzkrise aufzuzeigen.

Kurz vor Beginn der Finanzkrise im Jahr 2007 wurde für einen Buyout 10,6x EBITDA bezahlt (Median), was rekordhohe Preise bedeutete (vgl. *Abbildung 8*). Begünstigt wurden diese hohen Multiples nebst der genügend vorhandenen Liquidität auch durch das historisch starke Wachstum nach der Dotcom-Krise bis ins Jahr 2007, welches in den Planzahlen von Praxismodellen weiterprojiziert wurde. Daraus entstand ein Spiraleneffekt, der durch die höher erwarteten zukünftigen Renditen die Preise noch weiter in die Höhe trieb. Der dramatische Einbruch der Multiples und der dadurch bezahlten Preise im Jahr 2008 und vor allem im Jahr 2009 zeigte sich in einem Median der Multiples EV/EBITDA von 7,2x. Somit wird ersichtlich, dass Buyouts, welche im Jahr 2007 zu sehr hohen Preisen getätigt wurden, während der Finanzkrise einem negativen Multiple-Effekt ausgesetzt waren. Denn anstelle einer Multiple Expansion über die Haltedauer, erfolgte eine Multiple Decrease, wodurch viele Eigenkapital-Renditen negativ wurden. Zu erwähnen ist allerdings, dass in der Finanzkrise viel weniger Transaktionen und daher auch weniger Exits getätigt wurden; dies geschah auf Grund der spärlich vorhandenen Liquidität und damit zusammenhängend der restriktiven Vergabe von Krediten durch Banken in Kombination mit tiefen Auftragseingängen.

Im Gegensatz zum Leverage-Effekt ist signifikant, dass sich die Multiples im Jahr 2010 in Europa generell wieder stark erholt haben, zumal auch wieder mehr Transaktionen getätigt wurden und auf Grund der besseren wirtschaftlichen Prognosen die Private-Equity-Akteure bereit waren, wieder höhere Preise zu bezahlen. Dieser Trend konnte jedoch im Jahr 2011 aufgrund der aufkommenden Schuldenkrise im Euroraum nicht fortgesetzt werden, womit der EV/EBITDA Median Multiple der Buyouts in Europa auf 9,1x sank.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass in allen Märkten während der Finanzkrise die EV/EBITDA-Transaktions-Multiples sanken, welche Käufer bei Private Equity Buyouts zu bezahlen bereit waren. Auch die Anzahl an Fällen ging während der Finanzkrise überall drastisch zurück, was nebst

Abbildung 8: **MULTIPLES EV/EBITDA EUROPE**



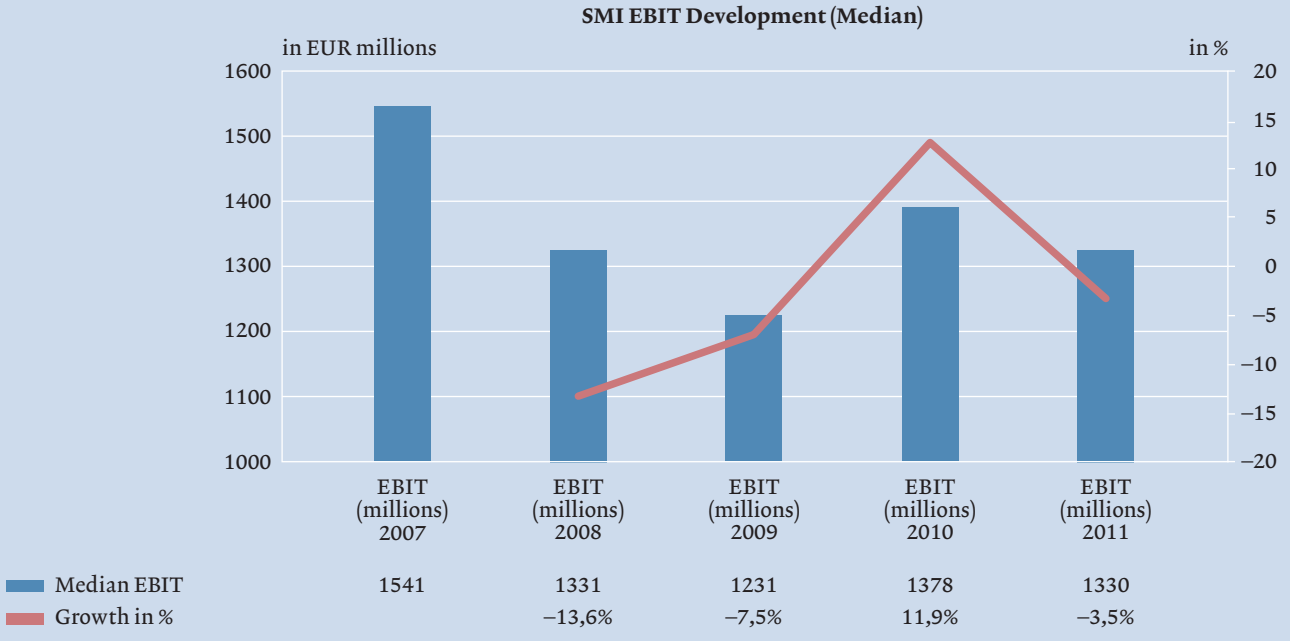
Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Mergermarket Limited, Multiples, in: www.mergermarket.com

den unsicheren Prognosen auch auf die Kreditklemme zurückgeführt werden kann sowie auf die geringere Bereitschaft auf der Verkäuferseite, zu einem solchen tiefen vorherrschenden Preisniveau auszusteigen. Interessant erscheint die Tatsache, dass bei den publizierten Buyout EV/EBITDA-Multiples in Europa die Transaktionen unter EUR 100 Mio. einen viel drastischeren Rückgang erlitten haben, als diejenigen über EUR 100 Mio. Sicherlich ist diese Tendenz mit Vorsicht zu geniessen, da die Anzahl an publizierten Fällen bei den grösseren Transaktionen klein ist. Eine Tendenz, welche jedoch erkannt werden kann, ist, dass sich die Transaktions-Multiples nach der Krise im Jahr 2010 wieder sehr schnell erholt haben und angestiegen sind, was auch mit der zurückgewonnen Zuversicht bezogen auf bessere Prognosen zusammenhing. Denn im Jahr 2011 folgte mit der Schuldenkrise im Euroraum gleich eine erneute Trübung der Aussichten, womit die für Buyouts bezahlte Multiples wieder leicht zurückgingen.

3.3 Profit Improvement. Die statistische Analyse des Wertgenerators Profit Improvement erweist sich insofern als schwierig, als dass die Private Equity Funds oft nur aggregierte Performance-Zahlen veröffentlichen, in welchen der Beitrag aller drei Wertgeneratoren berücksichtigt wird. Deshalb beschränkt sich die vorliegende Analyse auf die Bottom-Line respektive Gewinnzahlen von börsenkotierten Unternehmungen.

Wie aus *Abbildung 9* ersichtlich, ging der EBIT-Median der *Swiss Market Index (SMI)*-Unternehmen von 2007 auf 2008 um –13,6% zurück. Der Rückgang im Jahr 2009 war jedoch nur rund halb so gross, womit die Erholung bereits früh einzusetzen begann, respektive die Unternehmen die nötigen Massnahmen auf der Kostenseite bereits implementiert hatten. Das im Jahr 2010 auszumachende EBIT-Median-Wachstum von knapp 12% bildete einerseits das Ende der Rezession ab, andererseits verblieb der Median-Wert gut 10% unter dem absoluten Wert von 2007. Dagegen stieg der EBIT-Median-Wert der Unternehmen des europäischen Leitindexes im Jahr 2010 über den Wert von 2007. Ein Grund dafür könnte der im Jahr 2010 an Stärke gewonnene Schweizer Franken sein, welcher sich negativ auf die Exportvolumen auswirkte, sofern die Unternehmen nicht von einem Natural Hedge auf der Beschaffungsseite profitieren konnten. Diese Tendenz verschärfte sich schliesslich im Jahr 2011 zusammen mit der sich zuspitzenden Schuldenkrise im Euroraum, was in einem leichten Rückgang des Median EBIT

Abbildung 9: **PROFIT IMPROVEMENT SMI**



Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an: Infinancials Corporatefocus

im Jahr 2011 resultierte. Dabei gab es jedoch starke Branchenunterschiede, da beispielsweise die Uhrenindustrie mit Richemont und Swatch allfällige Rückgänge im Euroraum mit hohen Wachstumsraten im asiatischen Raum wettmachen konnten. Bei Betrachtung der Einbrüche zeigt sich somit auf schweizerischer Ebene eine Abwärtstendenz, welche je nach Branche mehr oder weniger drastisch war.

4. FAZIT UND AUSBLICK FÜR DAS BUYOUT-GESCHÄFT

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die Finanzkrise von 2008/2009 insbesondere zu einer Verschiebung der einzelnen Gewichtungen der drei klassischen Wertgeneratoren geführt hat. Das grundsätzliche Buyout-Investitionskalkül hat sich dabei nicht verändert, d. h. nach wie vor wird eine Maximierung der Eigenkapitalrendite im Rahmen der traditionellen und etablierten Bewertungsmethoden angestrebt.

Die Analyse der Statistiken hinsichtlich des Leverages haben hervorgebracht, dass der Verschuldungsfaktor respektive Fremdkapitalanteil durch die Finanzkrise stark abgenommen hat und tief geblieben ist. Eine reine Financial-Engineering-Strategie bei Private Equity bringt somit keine hinreichende Rendite mehr, weshalb die tiefere Wertschöpfung mit den zwei anderen Wertgeneratoren Multiple Expansion sowie Profit Improvement kompensiert werden muss.

Beim Wertgenerator Multiple Expansion zeigen sich in den Statistiken vor der Finanzkrise rekordhohe EV/EBITDA-Multiples von Private-Equity-Transaktionen in Europa. Im Zuge der Finanzkrise folgte schliesslich ein Einbruch auf einen Faktor 7,2. Die Multiple-Niveaus haben sich zwar inzwischen wieder erholt, bleiben jedoch auf Grund der Schuldenkrise in Europa volatil und unterscheiden sich je nach Branche stark. Der Grundsatz «Buy low – Sell high» hat in der Private-Equity-Branche stark an Bedeutung gewonnen und auch attraktive Unternehmen werden in der Regel nicht mehr um jeden Preis akquiriert.

Aufgrund der nachhaltig tieferen Leverages bei Private Equity Buyouts und der volatilen Multiple-Entwicklung ist es umso wichtiger, die tieferen «inaktiven» Wertsteigerungsmöglichkeiten durch den Profit Improvement zu kompensieren. Nachhaltiges Unternehmenswachstum steht heute im strategischen Zentrum der meisten Buyout-Häuser, sei es über Akquisitionen respektive durch Branchenkonsolidierung oder auf organischem Wege. Damit leistet die Private-Equity-Branche heute einen äusserst wichtigen und nachhaltigen Beitrag zur Effizienz- und Ertragskraftsteigerung der Volkswirtschaft. ■

Anmerkungen: 1) Vgl. Staatssekretariat für Wirtschaft Seco, Bruttoinlandprodukt: http://www.seco.admin.ch/themen/00374/00456/00458/index.html?lang=de. **2)** Vgl. Statistisches Bundesamt Deutschland, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, in: https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/Indikatoren/Konjunkturindikatoren/VolkswirtschaftlicheGesamtrechnungen/vgr111.html. **3)** Vgl. European Private Equity and Venture Capital Association. EVCA Buyout Report 2010, in: http://www.evca.eu/publications/PBBR10.pdf, S. 14.