

919278728

Pedram Farschtschian

Strategische Beurteilung von Private-Equity-finanzierten Buyouts

Bedeutung eines integrierten Ansatzes unter
besonderer Berücksichtigung des Profit Impact
of Market Strategy (PIMS)-Forschungsprojektes

Haupt Verlag
Bern · Stuttgart · Wien

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	xix
Tabellenverzeichnis.....	xxiii
Abkürzungs- und Symbolverzeichnis	xxv
Zusammenfassung.....	xxxI
Summary	xxxii
1. Einführung	1
1.1. Hintergrund der Forschung.....	1
1.2. Problemstellung.....	2
1.3. Aufbau und strukturelle Logik der Dissertation	4
2. Grundlagen, Literatursichtung und Forschungsdesign	7
2.1. Definitionen und Begriffsabgrenzungen	7
2.1.1. Private Equity	7
2.1.2. Private-Equity-Markt.....	10
2.1.3. Private-Equity-Firmen	12
2.1.4. Das <i>Profit Impact of Market Strategy</i> (PIMS)-Projekt	16
2.2. Grundlagen und Bezugsrahmen für Buyouts.....	19
2.2.1. Rahmenwerk zur Klassifizierung von Buyouts	20
2.2.1.1. <i>Buyout-Typologien nach der Zusammensetzung der Käuferseite</i>	21
2.2.1.2. <i>Buyout-Typologien nach den Beweggründen der Verkäuferseite</i>	22
2.2.1.3. <i>Buyout-Typologien nach Finanzierungsmerkmalen</i>	24
2.2.2. Buyout-Prozess.....	24
2.2.2.1. <i>Screening</i>	25
2.2.2.2. <i>Entscheidungsfindung und Selektionsprozess</i>	26
2.2.2.3. <i>Due Diligence, Strukturierung und Bewertung</i>	27
2.2.2.4. <i>Post-Investment-Management</i>	29
2.2.3. Buyout-Exits – Umwandlung illiquider Anteile in realisierte Erträge.....	30
2.2.4. <i>Leveraged Buyouts</i> – Akquisitionskonzept und Finanzierungsstruktur.....	32
2.2.5. Performance-Messung in Buyout-Transaktionen	34
2.2.6. Wertschöpfungstreiber in Buyout-Transaktionen.....	36
2.2.6.1. <i>Die Bedeutung des EBITDA und der EBITDA-Multiples</i>	37
2.2.6.2. <i>Modellbeispiel zur Veranschaulichung der Wertschöpfungstreiber</i>	39
2.2.6.3. <i>Überblick der Wertschöpfungstreiber in Buyout-Transaktionen</i>	41
2.2.6.4. <i>Wertsteigerung durch Operating Improvements</i>	42
2.2.6.5. <i>Wertsteigerung durch Multiple Uplifts</i>	43
2.2.6.6. <i>Wertsteigerung durch Financial Leverage</i>	45
2.2.6.7. <i>Zusammenspiel der Wertschöpfungstreiber</i>	47
2.3. Literatursichtung und Forschungsdefizite	48

2.3.1.	<i>Agency Theory</i> als vorherrschender Betrachtungsblickwinkel	49
2.3.2.	Forschungsbeiträge zu den Investitionskriterien des Selektionsprozesses	51
2.3.3.	Forschungsdefizite – Mängel der existierenden Literatur	54
2.4.	Erkenntnisperspektiven, Forschungsfragen und Forschungsziele	56
2.4.1.	Erfahrungsobjekt, Erkenntnisobjekt und Erkenntnisziel	58
2.4.2.	Forschungsfragen	59
2.4.3.	Forschungsziele	60
2.5.	Forschungsdesign und Methodik	61
2.5.1.	Wissenschaftstheoretische Positionierung	62
2.5.2.	Iterativ-kybernetisches Forschungsdesign mit Feedback	63
2.5.3.	Datenerhebung mittels explorativer, semi-strukturierter Leitfaden-Interviews	64
2.5.4.	Selektion der in die Studie einzubeziehenden Private-Equity-Firmen	66
3.	Marktentwicklungen und resultierende Implikationen	69
3.1.	Status und Bedeutung des Private-Equity-Marktes	70
3.1.1.	Etablierung von Private Equity als <i>Dritter Kapitalmarkt</i>	70
3.1.2.	Relativer Entwicklungsgrad ausgewählter europäischer Private-Equity-Märkte	72
3.1.3.	Dominante Rolle der Buyouts innerhalb des Private-Equity-Marktes	74
3.2.	Entwicklungen des Buyout-Marktes	77
3.2.1.	<i>Too much money chasing too few deals</i>	77
3.2.2.	Mit Buyout-Firmen konkurrierende Hedge-Fonds	78
3.2.3.	Einfluss signifikanter Mittelzuflüsse auf die <i>Valuation Multiples</i>	78
3.2.4.	Auswirkungen auf die Struktur der Akquisitionsfinanzierung	79
3.2.5.	Veränderungen in den Beweggründen der Verkäuferseite	81
3.2.6.	Zunehmender Reifegrad des Buyout-Marktes	83
3.3.	Strategische und ökonomische Implikationen	86
3.3.1.	Schwindende Bedeutung der <i>Multiple Uplifts</i>	86
3.3.2.	Schwindende Bedeutung des <i>Financial Leverage</i>	89
3.3.3.	Verlagerung der Wertschöpfungstreiber	94
3.4.	Wertschöpfung jenseits der <i>Multiple Uplifts</i> und des <i>Financial Leverage</i>	97
3.4.1.	Heuschrecken-Polemik und wachsender politischer Druck	97
3.4.2.	Preissteigerung vs. Wertsteigerung	101
3.4.3.	Kurzfristig finanzwirtschaftliche vs. nachhaltig realwirtschaftliche <i>Operating Improvements</i>	102
3.5.	Nachhaltige <i>Operating Improvements</i> durch strategisches Management	106
4.	Bestandsaufnahme des Status quo	111
4.1.	In die Studie einbezogene Private-Equity-Firmen	113
4.1.1.	Eckdaten der einbezogenen Private-Equity-Firmen	114
4.1.2.	Aufteilung der Private-Equity-Firmen anhand der bevorzugten <i>Deal Size</i>	116
4.2.	Haltedauer der Beteiligungen und Performance-Messung	118
4.2.1.	Haltedauer der Beteiligungen	118

4.2.1.1.	<i>Historische Haltedauer der Beteiligungen</i>	118
4.2.1.2.	<i>Den Halteperioden zugrunde liegende Faktoren</i>	118
4.2.1.3.	<i>Einfluss des aktuellen konjunkturellen Aufschwungs auf die Haltedauer</i>	119
4.2.2.	Zukunftserwartungen.....	119
4.2.3.	Performance-Messung bei den einbezogenen Private-Equity-Firmen.....	120
4.3.	Investitionskriterien zur Beurteilung potenzieller Buyout-Investments.....	122
4.3.1.	Vorgelagerte und fondsbezogene Fundamentalkriterien	123
4.3.2.	Übersicht der angewandten Investitionskriterien im Entscheidungsprozess	124
4.3.3.	Bedeutung und Relevanz der häufigst genannten Investitionskriterien	127
4.3.3.1.	<i>Qualität des Management-Teams</i>	127
4.3.3.2.	<i>Marktanteil</i>	132
4.3.3.3.	<i>Marktwachstum</i>	134
4.3.3.4.	<i>Potential for Value Creation and Growth</i>	135
4.3.3.5.	<i>Profitabilität</i>	140
4.3.4.	Priorisierung der angewandten Investitionskriterien	141
4.3.5.	Weitere Investitionskriterien	143
4.3.5.1.	<i>Zyklizität</i>	144
4.3.5.2.	<i>Technologielastigkeit</i>	144
4.3.5.3.	<i>Cashflow-Stabilität und Cashflow-Visibilität</i>	145
4.3.5.4.	<i>Exit-Möglichkeiten</i>	145
4.3.5.5.	<i>Kapitalintensität</i>	146
4.3.5.6.	<i>Produktqualität, Produktportfolio und Geographische Diversifikation/Expansion</i>	146
4.3.5.7.	<i>Marktgrösse und Marktregulierung</i>	147
4.3.5.8.	<i>Markteintrittsbarrieren und Wettbewerbsintensität</i>	147
4.3.5.9.	<i>Kapazitätsauslastung und Kundenabhängigkeit</i>	148
4.3.5.10.	<i>Buy-and-Build-Möglichkeiten</i>	148
4.3.5.11.	<i>Erfahrung und Kompetenz der PE-Firma sowie Transaktionskomplexität</i>	148
4.3.6.	Standardisierte Analysemethoden und Entscheidungsfindung	149
4.4.	Wertschöpfungstreiber und Zukunftsaussblick	151
4.4.1.	Notwendige Differenzierung im Kontext der Bewertungs- <i>Multiples</i>	151
4.4.2.	Zusammensetzung der Wertschöpfungstreiber.....	153
4.4.3.	Relativierung der Bedeutung der <i>Operating Improvements</i>	155
4.4.4.	Zum Verhältnis der <i>Operating Improvements</i> und den <i>Multiples</i>	156
4.4.5.	Beständigkeit und Unabdingbarkeit des <i>Financial Leverage</i>	156
4.4.6.	Zukünftige Renditeerwartungen	157
4.5.	Integration der Erkenntnisse	158
5.	Notwendigkeit des Einbezugs strategischer Unternehmensführung.....	163
5.1.	Kybernetisches Konzept strategischer Unternehmensführung.....	166
5.1.1.	Strategische Unternehmensführung aus systemtheoretischer Sicht.....	168
5.1.2.	Strategische Unternehmensführung nach GÄLWEILER	173
5.1.3.	Das unternehmerische Navigationssystem nach GÄLWEILER	176
5.1.3.1.	<i>Liquidität und deren Steuerung als eine der Kernaufgaben des Finanzwesens</i>	177
5.1.3.2.	<i>Erfolg und dessen Steuerung als eine der Kernaufgaben des Rechnungswesens</i>	178
5.1.3.3.	<i>Bestehende Erfolgspotenziale – Marktanteile und Erfahrungskurve</i>	179
5.1.3.4.	<i>Neue Erfolgspotenziale – Das Kundenproblem als langfristige Orientierungsgrundlage</i>	181
5.1.4.	Zusammenfassende Übersicht	184

5.2.	Positionierung aktueller Investitionskriterien.....	186
5.3.	Diskussion und Repositionierung aktueller Investitionskriterien.....	190
5.3.1.	Qualität des Management-Teams – A und O bei der Realisierung des <i>Potential for Value Creation and Growth</i>	190
5.3.2.	Marktanteil – Mittel zur Maximierung und Absicherung der Profitabilität.....	192
5.3.3.	Marktwachstum – Rückenwind für Unternehmenswachstum	193
5.3.4.	<i>Potential for Value Creation and Growth</i> – Hybrides Investitionskriterium.....	195
5.3.5.	Profitabilität – Typischer Bezugspunkt finanzieller Erfolgsmessgrößen.....	197
5.3.6.	Diskussion und Repositionierung der weiteren Investitionskriterien	197
5.4.	Notwendigkeit der Konzentration auf Erfolgspotenziale	201
5.5.	Notwendigkeit der Kenntnis erfolgspotenzialorientierter Kernfaktoren	205
6.	(Kybernetisches) Instrumentarium zur Erfolgspotenzialbestimmung	211
6.1.	Grundlagen des <i>Profit Impact of Market Strategy</i> (PIMS)-Projektes	213
6.1.1.	Abgrenzung von PIMS gegenüber der Portfolioplanung.....	213
6.1.2.	Grundidee und Grundprämisse des PIMS-Ansatzes.....	216
6.1.3.	Basiskriterien, konzeptionelle Grundpfeiler und Erfolgsmassstäbe	217
6.1.3.1.	<i>Die zwei zentralen Kriterien des Grundkonzepts.</i>	217
6.1.3.2.	<i>Strategische Geschäftseinheiten als Bezugsobjekte.</i>	219
6.1.3.3.	<i>Das Konzept des bedienten Marktes</i>	220
6.1.3.4.	<i>Massstabe für den Erfolg</i>	221
6.1.4.	Inhalt, Aufbau und Struktur der PIMS-Datenbank(en).....	223
6.1.4.1.	<i>Die PIMS-Datenerhebung</i>	224
6.1.4.2.	<i>Die PIMS-Mitgliedschaft</i>	225
6.1.4.3.	<i>Die Forschungsdatenbank als Herzstück des PIMS-Programms.</i>	226
6.1.4.4.	<i>Die weiteren Satelliten-Datenbanken</i>	227
6.2.	Strategische Kern-(Struktur-)Faktoren des Unternehmenserfolges	228
6.2.1.	Die acht strategischen Hauptfaktoren nach PIMS	231
6.2.1.1.	<i>Relativer Marktanteil</i>	232
6.2.1.2.	<i>Produktivität</i>	235
6.2.1.3.	<i>Investmentintensität</i>	237
6.2.1.4.	<i>Relativer Kundennutzen</i>	239
6.2.1.5.	<i>Innovationsrate</i>	244
6.2.1.6.	<i>Reales Marktwachstum</i>	245
6.2.1.7.	<i>Kundenkonzentration (Kundenprofil)</i>	247
6.2.1.8.	<i>Vertikale Integration (Wertschöpfungstiefe)</i>	249
6.2.2.	Wechselwirkungen verschiedener Faktoren	250
6.2.3.	Weitgehende Irrelevanz industriespezifischer und geographischer Aspekte.....	253
6.3.	Quantitative Bestimmung von Erfolgspotenzialen.....	254
6.3.1.	Die zentralen PIMS-Anwendungsmodelle	255
6.3.1.1.	<i>Das PAR-ROI-Modell</i>	256
6.3.1.2.	<i>Der Report on Look-Alikes (ROLA)</i>	257
6.3.1.3.	<i>Das Limited Information Model (LIM)</i>	259
6.3.1.4.	<i>Das Business Start-Up-Model</i>	260
6.3.1.5.	<i>Die Customer Value Analysis bzw. Value Map</i>	263
6.3.2.	Quantitative Bestimmung bestehender Erfolgspotenziale: Das PAR-ROI-Modell ..	264
6.3.2.1.	<i>Statistische Konzeption des PAR-ROI-Modells</i>	264

6.3.2.2.	<i>Interpretation und Aussagekraft des PAR-ROI</i>	265
6.3.2.3.	<i>Visualisierung der schrittweisen Ermittlung des PAR-ROI</i>	266
6.3.2.4.	<i>Kontrastierung der aktuellen Rentabilität und des Renditepotenzials</i>	268
6.3.2.5.	<i>Vergleich der aktuellen Rentabilität und des Renditepotenzials</i>	269
6.3.2.6.	<i>Von der Quantifizierung bestehender hin zu derjenigen neuer Erfolgspotenziale</i> ..	272
6.3.3.	Bestimmung zukünftiger bzw. neuer Erfolgspotenziale	273
6.3.3.1.	<i>Die Customer Value Analysis zur qualitativen Evaluation zukünftiger Erfolgspotenziale</i>	273
6.3.3.2.	<i>Das Business Start-Up-Model zur quantitativen Bestimmung zukünftiger Erfolgspotenziale</i>	274
6.4.	Kritik am PIMS-Programm und Leistungsbeiträge der PIMS-Forschung	276
6.5.	Kritische Würdigung aktueller Investitionskriterien	280
6.5.1.	Bezugsrahmen der kritischen Würdigung	280
6.5.2.	Kritische Würdigung der Anwendung der Nicht-PIMS-Faktoren	283
6.5.2.1.	<i>Qualität des Management-Teams: Weder Freikarte noch Todesurteil</i>	284
6.5.2.2.	<i>Potential for Value Creation and Growth: PIMS als Quantensprung in der Potenzialermittlung und -quantifizierung</i>	287
6.5.2.3.	<i>Strategische Irreführung durch das Investitionskriterium der Profitabilität</i>	288
6.5.2.4.	<i>Abriss weiterer Investitionskriterien</i>	291
6.5.3.	Integration der Erkenntnisse	292
7.	Feedback im Anwendungszusammenhang	295
7.1.	Vorstellung zweier Investitionsoportunitäten	297
7.1.1.	Selektion der Investitionsoportunitäten	299
7.1.2.	<i>Investment Opportunity I: Project Railway</i>	300
7.1.2.1.	<i>Background and Investment Opportunity</i>	300
7.1.2.2.	<i>Products</i>	300
7.1.2.3.	<i>Market</i>	300
7.1.2.4.	<i>Financials</i>	301
7.1.2.5.	<i>Key Investment Considerations</i>	301
7.1.3.	<i>Investment Opportunity II: Project Automotive</i>	301
7.1.3.1.	<i>Background and Investment Opportunity</i>	301
7.1.3.2.	<i>Products</i>	302
7.1.3.3.	<i>Market</i>	302
7.1.3.4.	<i>Financials</i>	302
7.1.3.5.	<i>Key Investment Considerations</i>	303
7.2.	Beurteilung gemäss der aktuellen Praxis	303
7.2.1.	Anwendung der im ersten Praxisteil erhobenen Investitionskriterien	304
7.2.2.	Einfluss von Intuition, Subjektivität und Erfahrungsschatz	305
7.2.3.	Notwendigkeit der Involvierung von Industrieexperten	307
7.2.4.	Integration der Erkenntnisse	307
7.3.	Konfiguration und Operationalisierung des PIMS-Projektes	309
7.3.1.	PIMS-PAR-ROI-Analyse des Project Railway	310
7.3.1.1.	<i>Strukturfaktoren der Wettbewerbsposition</i>	311
7.3.1.2.	<i>Strukturfaktoren der Marktumwelt</i>	311
7.3.1.3.	<i>Strukturfaktoren der Kapital- und Kostenstruktur</i>	312
7.3.1.4.	<i>IST- und PAR-ROI/S des Project Railway</i>	313
7.3.2.	PIMS-PAR-ROI-Analyse des Project Automotive	314

7.3.2.1.	<i>Strukturfaktoren der Wettbewerbsposition</i>	314
7.3.2.2.	<i>Strukturfaktoren der Marktumwelt</i>	315
7.3.2.3.	<i>Strukturfaktoren der Kapital- und Kostenstruktur</i>	315
7.3.2.4.	<i>IST- und PAR-ROI/S des Project Automotive</i>	316
7.3.3.	PAR- und IST-Vergleich beider Investitionsoportunitäten.....	317
7.4.	Spektrum der Beiträge und Grenzen des PIMS-Projektes.....	318
7.4.1.	Methodische Anwendung richtiger, strategisch relevanter Kernfaktoren.....	319
7.4.2.	Empirische Fundierung, Objektivität und Erfahrungs-Datenbank.....	321
7.4.3.	Reduktion der Unsicherheit durch Konzentration auf das Wesentliche	324
7.4.4.	Beiträge und Grenzen im Anwendungszusammenhang	324
7.4.5.	Weiterführende Beiträge entlang des Buyout-Prozesses	330
7.5.	Validierung der Ergebnisse und des Beitrags von PIMS	332
8.	Schlussbetrachtungen	335
8.1.	Zusammenfassende Thesen	335
8.2.	Wissenschaftlicher Beitrag: Erkenntnisse, Grenzen und Ansatzpunkte für weitere Forschung	338
8.3.	Beitrag für die Praxis: Inhaltliche Ergebnisse und methodische Konsequenzen	342
Anhang	347	
Anhang A:	Anschreiben an die Interviewpartner	349
Anhang B:	Leitfaden der 1. Interview-Iteration	350
Anhang C:	Leitfaden der 2. Interview-Iteration	351
Anhang D:	Blindprofile (Teaser) der Investitionsoportunitäten.....	352
Anhang E:	Übersicht aller erhobenen Investitionskriterien	353
Anhang F:	Übersicht aller Schweizer Buyouts der Finanzinvestoren	357
Anhang G:	Portraits der Finanzinvestoren	359
Interviewverzeichnis	365	
Expertengespräche	371	
Literaturverzeichnis	373	
Internetquellen	399	