

Private Equity Investments
Der Börsengang als eine von vielen Exit-Möglichkeiten

Bachelorarbeit
in
Corporate Finance
am
**Institut für schweizerisches Bankwesen
der Universität Zürich**

bei
Prof. Dr. R. Volkart

Verfasser:
Michel Hefti

Abgabedatum: 19.07.2007

Executive Summary

Problemstellung

Bei einem Private Equity Investment handelt es sich um ein zeitlich befristetes Investment in typischerweise privat gehaltene Unternehmen. Dabei kann das einzelne Investment in verschiedene Phasen unterteilt werden. Die letzte Phase bildet der Exit. Dabei geht es um den Ausstieg der Private-Equity-Gesellschaft aus ihrer Beteiligung an einem Unternehmen. Dieser Ausstieg ist für die Performance des Investments von entscheidender Bedeutung, da während der Zeit des Investments typischerweise kaum wesentliche Gewinne erzielt werden. In der Literatur werden die Exit-Möglichkeiten i.d.R. in folgende fünf Kategorien unterteilt:

- *Börsengang*: Bei dieser Exit-Variante wird das Unternehmen, an welchem die Private-Equity-Gesellschaft eine Beteiligung hält, an die Börse gebracht.
- *Trade Sale*: Verkauf der Private-Equity-Beteiligung an einen industriellen Käufer mit strategischen Absichten.
- *Secondary Purchase*: Diese Ausstiegsvariante wird durch den Verkauf der Beteiligung der Private-Equity-Gesellschaft an eine andere Private-Equity-Gesellschaft oder einen institutionellen Finanzinvestor realisiert.
- *Buy Back*: Das Unternehmen bzw. das Management des Unternehmens kauft die Beteiligung von der Private-Equity-Gesellschaft zurück.
- *Liquidation*: Die Geschäftstätigkeit des Unternehmens wird eingestellt und die einzelnen Assets liquidiert.

Diese Exit-Möglichkeiten werden in dieser Arbeit mit ihren Vor- und Nachteilen erläutert. Der Fokus liegt dabei auf dem Exit über den Börsengang. Das Ziel dieser Arbeit ist es, diesen Prozess des Exits aus der Sicht der Private-Equity-Gesellschaft wie auch aus jener des Unternehmens aufzuzeigen. Weiter sollen mögliche Einflussfaktoren auf die unterschiedliche Häufigkeit der Börsengänge zwischen den USA und Europa anhand eines Vergleichs herausgearbeitet werden.

Die Kenntnis der Vor- und Nachteile wie auch der Einflussfaktoren auf die Häufigkeit der Börsengänge ist deshalb von Bedeutung, weil sie bei der Erklärung der unterschiedlichen Attraktivität des Börsengangs als Exit-Möglichkeit hilft. Zudem können aus den Einflussfaktoren Massnahmen zur Verbesserung der Attraktivität abgeleitet werden. Dies ist deshalb wichtig, da der Börsengang allgemein als attraktivste Ausstiegsvariante angesehen wird.

Vorgehen

Im ersten Teil dieser Arbeit werden die Begriffe und das Private Equity Investment kurz erläutert. Dabei wurde festgelegt, dass der breit definierte Begriff Private Equity für den Rahmen dieser Arbeit auf den Venture-Capital-Bereich eingeschränkt wird. Das heisst, dass hauptsächlich (jedoch nicht ausschliesslich) Aspekte für Investments in junge, innovative und wachstumsstarke Unternehmen behandelt werden.

Der zweite Teil befasst sich anhand des prozentualen Anteils mit der Bedeutung der fünf Exit-Möglichkeiten und ihren Vor- und Nachteilen. Dabei werden bereits bestehende empirische Untersuchungen mit einbezogen.

Der dritte Teil behandelt den Börsengang als Exit-Variante. Dabei wird dieser genauer erklärt und unterschiedliche Aspekte aus der Sicht der Private-Equity-Gesellschaft und der Optik des Unternehmens, an welchem die Private-Equity-Gesellschaft beteiligt ist, dargestellt.

Im vierten Teil wird versucht, auf der Basis der gewonnenen Erkenntnisse und eines Vergleichs zwischen den USA und Europa, Einflussfaktoren auf die unterschiedliche Häufigkeit des Börsengangs als Exit-Möglichkeit in den beiden Regionen zu finden. Wie bereits in den vorherigen Teilen werden dabei Aussagen hauptsächlich auf der Grundlage vorhandener Literatur gemacht.

Der Schwerpunkt des fünften und letzten Teils dieser Arbeit bildet eine für diese Arbeit durchgeführte Umfrage, aus welcher, unter Einbezug der erarbeiteten Erkenntnisse, Denkanstösse und mögliche Massnahmen zur Attraktivitätssteigerung des Börsengangs als Exit-Möglichkeit aus einer Private-Equity-Beteiligung in der Schweiz abgeleitet werden.

Resultat

Durch die Betrachtung des Börsengangs als Exit-Möglichkeit aus einer Private-Equity-Beteiligung werden verschiedene Vor- und Nachteile ersichtlich, welche je nach Situation eine unterschiedliche Rolle spielen können. Dabei ist der Börsengang im Vergleich zu anderen Exit-Varianten nicht immer die beste Lösung. Dennoch kann gesagt werden, dass der IPO eines Unternehmens, an welchem die Private-Equity-Gesellschaft eine Beteiligung hält, oft die attraktivste Ausstiegsvariante darstellt. Der wahrscheinlich wichtigste Grund liegt in dem hohen Gewinn, welcher bei dieser Variante von der Private-Equity-Gesellschaft erzielt werden kann.

Zu berücksichtigen ist, dass die Vor- und Nachteile eine Auflistung von möglichen Argumenten und nicht eine exakte empirische Untersuchung darstellen. So können auch nicht alle Vor- und Nachteile quantitativ beurteilt werden.

Bei der Untersuchung der Bedeutung, d.h. des prozentualen Anteils der verschiedenen Exit-Möglichkeiten, kann festgehalten werden, dass der Trade Sale sowohl in den USA wie in Europa die bedeutendste Exit-Variante ist. Weiter wird der IPO in den USA häufiger als Ausstieg aus einer Beteiligung verwendet, als dies in Europa der Fall ist.

Der Unterschied in der Bedeutung des Börsengangs als Exit-Möglichkeit kann verschiedene Ursachen haben. In dieser Arbeit wurden 1. die Geschichte und Kultur, 2. die Banken- und Marktorientierung, 3. die Börsenplätze, 4. die Steuern und Gesetze, 5. die Beteiligungsschwerpunkte und 6. die Quelle des Private-Equity-Kapitals als mögliche Einflussfaktoren untersucht. Dabei stellt sich bei den ersten fünf Betrachtungspunkten ein möglicher Effekt auf die unterschiedliche Attraktivität des Börsengangs als Exit-Variante zwischen den USA und Europa heraus. Beim letzten Aspekt ist der Effekt, wenn überhaupt einer besteht, unklar. Jedoch müssten, um eine definitive Aussage über die Einflussfaktoren machen zu können, diese vertiefter empirisch untersucht und weitere Faktoren berücksichtigt werden.

Bezüglich der auf Basis einer Umfrage herausgearbeiteten Denkanstösse und möglichen Massnahmen kann zusammenfassend gesagt werden, dass wahrscheinlich einiges getan werden könnte, um den Anteil der Börsengänge in der Schweiz als Exit-Variante aus Private-Equity-Beteiligungen zu steigern. So hätte ein spezielles Börsensegment für junge, innovative und wachstumsstarke Unternehmen nach der Meinung vieler Umfrageteilnehmer einen positiven Effekt. Ob ein solches auf Stufe Schweiz und/oder Europa geschaffen werden soll, ist jedoch umstritten. Zudem müssten die Lehren aus dem Scheitern des SWX New Markets gezogen werden.

Aus der steuerlichen Sicht ist der Exit über den Börsengang relativ attraktiv. Jedoch bestehen u.a. Verbesserungsmöglichkeiten bei der steuerlichen Doppelbelastung und bei den Mitarbeiteroptionen. Administrative Erleichterungen beim Börsengang würden einen weiteren positiven Effekt auf den Anteil der Exits über einen Börsengang haben. Zudem müsste die Möglichkeit geschaffen werden, dass Erfahrungen mit dem Börsengang als Exit-Variante gesammelt werden können. Mit den Erfahrungen könnte auch eine entsprechende Kultur wachsen.