

Universität Hohenheim
Institut für Betriebswirtschaftslehre
Lehrstuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen
Prof. Dr. Hans-Peter Burghof



Thema XI

Solutions for Corporate Restructuring: Buyouts and Vulture Investments

Seminararbeit zur Veranstaltung Corporate Restructuring
im Sommersemester 2010

Eingereicht am 17. Mai 2010

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis

1 Problemstellung.....	1
2 Distressed Investing.....	2
2.1 Der Distressed-Markt und seine Akteure.....	2
2.2 Strategien der Distressed-Investoren.....	4
3 Turnaround Investing.....	5
3.1 Turnaround-Investoren.....	5
3.2 Kontrollerwerb über das Unternehmen durch den Investor.....	6
4 Die Wertsteigerung im Turnaround-Prozess.....	7
5 Thesenförmige Zusammenfassung und Ausblick.....	X

Literaturverzeichnis

Anhang

Abkürzungsverzeichnis

ISDA International Swaps and Derivatives Association

LBO Leveraged Buyout

M&A Mergers & Acquisitions

1 Problemstellung

Unternehmensrestrukturierungen sind dann notwendig, wenn ein Wandel des Unternehmens angestrebt wird. Unter den Begriff der Unternehmensrestrukturierung fallen dabei beispielsweise die Restrukturierung interner Strukturen, ein Management- oder Eigentümerwechsel oder auch die Familiennachfolge.

In dieser Arbeit wird jedoch die finanzielle Restrukturierung notleidender, das heißt in eine finanzielle Notlage geratener, Unternehmen fokussiert. Eine finanzielle Notlage liegt mit Eintritt eines Kreditereignisses vor: Das Unternehmen gerät in Zahlungsschwierigkeiten, da mit planmäßiger Tilgung und Zinszahlung nicht mehr gerechnet werden kann. Zu den von der ISDA definierten Kreditereignissen zählen unter anderem Insolvenz, Zahlungsaufschub, -ausfall und eine Umstrukturierung der Verbindlichkeiten. Kommt es bei einem solchen notleidenden Unternehmen zu einem Kauf beziehungsweise Verkauf, ist die Rede von *distressed M&A*. Potentielle Käufer des Unternehmens stellen dabei einerseits Finanzinvestoren, andererseits strategische Investoren dar. Finanzinvestoren werden gemeinhin auch als *private equity*-Investoren oder (im speziellen Fall der Krisenunternehmenstransaktionen) als *turnaround*-Investoren bezeichnet. Vom amerikanischen Begriff *vulture investor* wird aufgrund der in Deutschland seltenen Verwendung Abstand genommen.

Zahlreiche Studien belegen, dass ein notleidendes Unternehmen durch *distressed debt investing* erfolgreich restrukturiert werden kann. Anhand einer überdurchschnittlichen Post-Restrukturierungs-Performance zeigt sich, dass Finanzinvestoren entgegen ihrem Ruf oftmals die besten Sanierungsergebnisse erzielen. Entscheidend über den Erfolg ist vor allem die aktive Beteiligung im Unternehmen, das heißt die Investoren nehmen Management-Positionen im Zielunternehmen ein und können die Restrukturierung somit wesentlich beeinflussen und steuern. Die Annahme ist daher, dass *distressed*-Investoren im zu restrukturierenden Unternehmen durch ihre Aktivität eine Wertsteigerung herbeiführen.¹ Dies führen Hotchkiss und Mooradian (1997) auf eine Disziplinierung des Managements durch die Investoren zurück; *agency*-Konflikte, die in der Verschuldungssituation durch eigennütziges Verhalten des Managements entstehen, können abgebaut werden. Auch der Kapitalmarkt unterstützt diese These, indem er positiv auf den Kauf von Verbindlichkeiten des Unternehmens durch *distressed*-Investoren reagiert. Ziel dieser Arbeit ist, die Gründe für diesen Wertsteigerungseffekt durch externe Finanzinvestoren anhand unterschiedlicher Studien genauer zu untersuchen.

¹ Vgl. Hotchkiss/Mooradian (1997), S. 1 ff.

2 Distressed Debt

2.1 Der distressed-Markt und seine Akteure

Edward Altman (1999) erklärt den *distressed*-Markt als „securities market of problem firms that affords opportunities if their problems are resolved and if current prices are over discounted“.²

Altman orientiert sich an Marktwerten und definiert einen Anspruch als notleidend, wenn die Rendite einen *spread* von mindestens eintausend Basispunkten zu zehnjährigen US-Staatsanleihen aufweist.³

„Unter Distressed-Debt-Investitionen versteht man das Investieren in Fremdkapital notleidender Unternehmen, die mit der Leistung an die Gläubiger in Verzug sind.“⁴

Distressed debt umfasst dabei sämtliche Forderungen gegen das Unternehmen wie Unternehmenskredite, Lieferanten- und Kundenforderungen, Immobilien und Beteiligungen. Eine Studie von KPMG aus dem Jahre 2002 klassifizierte Kredite dann als *distressed*, wenn sie mit hoher Ausfallwahrscheinlichkeit geratet sind, eine drohende Zahlungsunfähigkeit erkennbar wird oder sich der Kreditnehmer in Liquiditätsschwierigkeiten befindet.⁵

Private equity-Investoren, die ihren Fokus auf dieses notleidende Kapital ausgerichtet haben, gewinnen zunehmend an Bedeutung, doch in Deutschland ist das *distressed investing* im Vergleich zum US-amerikanischen Markt unterentwickelt. Der starke US-Markt ist auf die dortigen günstigen rechtlichen und wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zurückzuführen. Das amerikanische Insolvenzrecht ist schuldnerfreundlich, *Chapter 11* stellt eine erfolgreiche Fortführung des Unternehmens in den Mittelpunkt. In Deutschland hingegen steht der Gläubigerschutz an erster Stelle, dies gestaltet eine Fortführung des Unternehmens aus der Insolvenz heraus schwieriger. Dennoch entwickelt sich seit 2003 durch den Eintritt amerikanischer *distressed*-Investoren wie Cerberus in den deutschen Markt ein dynamisches Wachstum hierzulande.⁶ Mittlerweile existiert auch eine Vielzahl an deutschen *private equity*-Unternehmen, die ihre Tätigkeit auf den *turnaround* von Unternehmen ausgerichtet haben. Zu den bekann-

² Altman (1999), S. 5

³ Vgl. Altman/Banana (2003), S. 22

⁴ Huth (2007)

⁵ Vgl. KPMG (2002), S. 7

⁶ Vgl. Dickler/Schalast (2006), S. 5

testen Marktteilnehmern zählen unter anderem Nordwind Capital, Capital Management Partners und Orlando Management.

Rein faktisch ist der deutsche *distressed debt*-Markt jedoch auf *non-performing loans* beschränkt, da das Bankgeheimnis die Banken an dieses bindet, so lange die Forderung tatsächlich als uneinbringbar gilt. Erst wenn der Zahlungsausfall beziehungsweise das Kreditereignis tatsächlich eintritt, sind die Kredite für die Bank veräußerbar.⁷

2008 erreichte die anfängliche Bankenkrise die Realwirtschaft und brachte zahlreiche Unternehmen in große finanzielle Schwierigkeiten. Im Jahre 2009 wurden in Deutschland als Folge 11,6% mehr Unternehmensinsolvenzen als im Vorjahr gemeldet.⁸ Auch viele etablierte Unternehmen wie Märklin, Arcandor, Escada, Qimonda, Rosenthal und Schiesser mussten 2009 einen Antrag auf Eröffnung des Insolvenzverfahrens stellen. Während Qimonda aufgrund fehlender interessierter Investoren aktuell die Insolvenzabwicklung durchläuft, wurden Escada und Rosenthal erfolgreich an strategische Investoren veräußert. Die Insolvenzverwalter von Arcandor und Märklin befinden sich noch in Gesprächen mit potentiellen Investoren. Damit stehen die Chancen für ein weiterhin starkes Wachstum der *distressed*-Branche gut.

Das angeschlagene Unternehmen über Investoren zu sanieren ist dabei nicht nur für die Investoren und das Unternehmen, das durch die Restrukturierung auf eine Zukunft hoffen kann, sowie *stakeholder*, sondern auch für die Banken ein sehr interessanter Lösungsweg. Die momentane wirtschaftliche Schieflage vieler Unternehmen und die strengeren Eigenkapitalanforderungen durch Basel II setzen Banken unter Druck, „Abschreibungen auf Forderungen gegenüber Krisenunternehmen zu begrenzen“⁹. Diese hochriskanten Kreditforderungen belasten das Rating der Institute, so dass eine Portfoliobereinigung von Nöten ist. Zwar werden Banken in der Regel nicht den vollen Betrag ihrer ausstehenden Forderungen von den Investoren erhalten, dennoch fällt der Betrag bei einer Insolvenz für die Bank in jedem Fall niedriger aus.¹⁰

Doch nicht nur die von Basel II betroffenen Banken sind angehalten, ihre Finanzierung zu optimieren, auch Unternehmen müssen wegen der verschärften Lage umdenken. Die Kreditbeschaffung wird aufgrund der selektiveren und restriktiveren Anforderungen der Banken insbesondere für notleidende Unternehmen zum Problem. *Private equity*-Investoren können

⁷ Vgl. Dickler/Schalast (2006), S. 8

⁸ Vgl. Statistisches Bundesamt Deutschland, Pressemitteilung Nr. 085, 09.03.2010

⁹ Schulz/Reick (2009), S. 14

¹⁰ Vgl. Dickler/Schalast (2006), S. 8

hier erneut einen Lösungsansatz darstellen, da sie Unternehmen, die aufgrund ihrer schlechten Bonität am Kapitalmarkt keine Mittel aufnehmen können, diese zur Verfügung stellen und auch eine dauerhafte Finanzierung absichern können.¹¹ Allerdings ist zu bedenken, dass auch für die Investoren durch fehlende Kreditvergabe der *leverage*-Hebel gesenkt wird, was zu einer geringeren Investment-Aktivität führen kann. Aktuell ist wegen der zunehmenden Popularität der Branche ein gegenläufiges Problem auf dem *distressed*-Markt wahrzunehmen. *Private equity*-Fonds werden immer mehr Gelder zur Verfügung gestellt, in Folge können mehr Transaktionen realisiert werden und die Selektion der Zielunternehmen wird gelockert. Gleichzeitig sind auch immer mehr Akteure am Markt, die um die Zielunternehmen konkurrieren, was fallende Renditen mit sich bringt.¹²

2.2 Strategien der distressed-Investoren

„Chess is an appropriate metaphor for distressed investing because, more than any other form of investment, to be successful it requires a well-conceived strategy.“¹³

Die Literatur stellt drei mögliche Strategien der Investoren fest. Zum einen die passive Strategie, die auf eine Fehlbewertung des notleidenden Kapitals abzielt und versucht, durch die erwartete Korrektur eine Rendite erzielen zu können. Klassische passive Investoren stellen Hedge-Fonds dar, die ihr Portfolio durch notleidende Titel diversifizieren, um an einer erfolgreichen Restrukturierung zu partizipieren, ohne daran selbst aktiv beteiligt zu sein.¹⁴ Eine weitere Strategie der Investoren ist die sogenannte *bondmail*-Strategie, deren Namen sich an den englischen Begriff *blackmail* (Erpressung) anlehnt. Die Investoren kaufen gezielt einen anteiligen Anspruch am Unternehmen, um dann durch ihre Stimmrechte im Insolvenzverfahren andere Investoren unter Druck zu setzen. Sie stimmen bei Abstimmungen gegen (beziehungsweise nicht für) wichtige Punkte der Reorganisation und ziehen das Insolvenzverfahren somit künstlich in die Länge. Durch diese blockierende Gegenposition können sie in der Regel einen größeren Anteil für sich selbst erwarten.

In dieser Arbeit wird die aktive Strategie thematisiert. Hier zielen die Investoren auf eine aktive Beteiligung am Unternehmen ab, um den Restrukturierungsprozess zu beeinflussen oder selbst durchzuführen. Nach dem Erwerb eines zumindest maßgeblichen Einflusses durch den Kauf von Forderungen gegen das Unternehmen, um eine Verhandlungsmacht gegenüber den

¹¹ Vgl. Schmidt (2009), S. 46

¹² Gietl et al. (2008), S. 4 f.

¹³ Moyer (2005), S. 8

¹⁴ Vgl. Liebler et al. (2004), S. 652

anderen Interessenvertretern zu gewinnen, nehmen aktive Investoren in der Regel eine Management-Position ein und begleiten die Restrukturierung, indem sie Wissen und Kapital einfließen lassen. Für Investoren, die sich dieser Strategie verschreiben, trifft der Begriff des *turnaround*-Investors am besten zu.

3 Turnaround Investing

3.1 Turnaround-Investoren

Abbildung 1 zeigt Finanzierungsstufen, in denen *private equity*-Investoren aktiv werden können. Das *distressed investing* trägt dabei mit dem *venture investing* das am stärksten ausgeprägte Risikopotential. In diesem Bereich aktiv zu werden stellt für die Investoren somit eine besondere Herausforderung dar, die eine präzise Untersuchung des Zielunternehmens vorab und eingehende Kenntnisse der Akteure über den Markt verlangt.

Die am deutschen Markt aktivsten *turnaround*-Investoren sind *private equity*-Fonds, die sich darauf konzentriert haben, die Kontrolle über Krisenunternehmen zu gewinnen und diese intensiv operativ und finanziell zu restrukturieren. Im Vergleich zu strategischen Investoren können Finanzinvestoren keine Synergien durch den Kauf eines Unternehmens nutzen. Aus diesem Grund fällt der Kaufpreis, den ein Finanzinvestor zu zahlen bereit ist, in aller Regel geringer aus als der eines strategischen Investors. Für den *turnaround*-Investor ist somit (neben einem angemessenen Kaufpreis) seine eigene Restrukturierungskompetenz der wichtigste Werthebel.¹⁵

¹⁵ Vgl. Schulz/Reick (2009), S. 14 f.

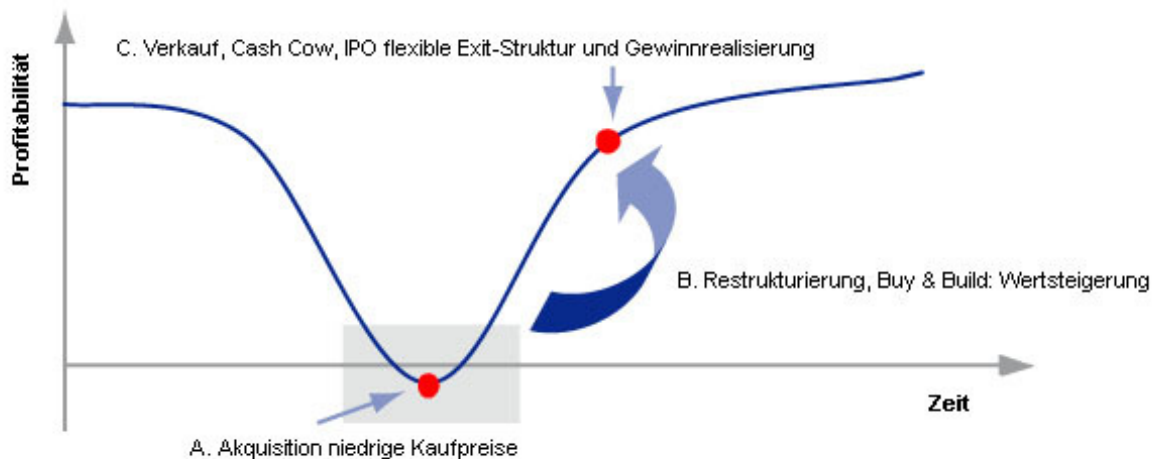


Abbildung 2: Quelle: Arques Industries AG Homepage

Nach eigenen Angaben sieht ein klassischer Restrukturierungsprozess beim *turnaround*-Investor Arques Industries AG einen *bargain purchase*, den Erwerb unter dem Substanzwert des Unternehmens, vor. Der Investitionszeitraum beträgt dabei in der Regel drei bis fünf Jahre mit anschließendem *exit* – oder aber es wird eine langfristige *buy & build*-Aktivität angestrebt. Das bestehende Management wird durch Beteiligungs-Manager aus dem eigenen Hause ersetzt, welche dann eine Neuausrichtung und operative Effizienzsteigerung unter Sicherstellung der kurz- beziehungsweise mittelfristigen Liquidität anstreben. Auch Orlando Management verschreibt sich einer langfristigen Weiterentwicklung mit dem Ziel der Wertsteigerung unter Zufuhr von Management-Kapazitäten und Kapital.

Bei der Investition in ein notleidendes Unternehmen können vier Zielsetzungen unterschieden werden, die bereits bei der Strukturierung des *deals* implementiert werden sollen. Neben der Maximierung der Rendite und gleichzeitiger Begrenzung des Verlustrisikos soll Einfluss auf das Management beziehungsweise Kontrolle über das Unternehmen gewonnen werden. Dabei sollen die Sicherung der Liquidität und eine *exit*-Möglichkeit angestrebt werden.¹⁶

Das Bild der *turnaround*-Investoren in der Öffentlichkeit ist noch immer schlecht. Nimmt ein Investor Aktivität in einem Krisenunternehmen auf, wird diese Situation sofort mit Entlassungen, Einsparungen und einem strengen, ausbeutenden Management in Verbindung gebracht. Hedge-Fonds, die (wie jüngst im Falle Märklin) bei der Restrukturierung versagen, tragen dazu bei.

¹⁶ Vgl. Kraft (2000), S. 18 f.

Die nachfolgenden Kapitel stellen anhand aktueller Studien dar, welche Erfolgsfaktoren dennoch identifiziert werden können und warum *turnaround*-Investoren im Schnitt weit bessere Ergebnisse erzielen als andere Restrukturierer.

3.2 Kontrollerwerb über das Unternehmen durch den Investor

Um eine aktive Einflussnahme am Unternehmen zu erhalten, muss der Investor zumindest einen maßgeblichen Einfluss auf das Unternehmen erwerben. Nur dann hat er unter anderem die Möglichkeit, Management- beziehungsweise Aufsichtsratspositionen zu besetzen und eigene Reorganisationspläne einzureichen.¹⁷ Um den Wert von *distressed debt* zu ermitteln, muss vorerst der Unternehmenswert gefunden werden. Hierzu werden vor allem die Substanzwertmethode, die *discounted cash flow*-Methode und Multiplikatormodelle verwendet.¹⁸ Besonders wichtig ist die Auswahl des Anspruchs, in den investiert werden soll.

Exhibit 1. Hierarchy of Claims in Chapter 11 from Most Senior to Most Junior

1.	Secured claims
2.	Superpriority claims (e.g., debtor-in-possession financing)
3.	Priority claims
3a.	Administrative expenses (including legal and professional fees incurred in the case)
3b.	Wages, salaries, or commissions
3c.	Employee benefit claims
3d.	Claims against facilities that store grain or fish produce
3e.	Consumer deposits
3f.	Alimony and child support
3g.	Tax claims
3h.	Unsecured claims based on commitment to a federal depository institutions regulatory agency
4.	General unsecured claims
5.	Preferred stock
6.	Common stock

Quelle: Gilson 1995, S.10

Kommt es zu einer Liquidierung, wird die Bedienung der Ansprüche mit absteigendem Rang unwahrscheinlicher. *Secured claim* stellt somit die sicherste, *common stock* die unsicherste Anlageform dar. Besonders im US-amerikanischen Insolvenzrecht nach *Chapter 11* spielt der Kauf der passenden Forderungen gegen das Unternehmen eine große Rolle.

In Deutschland rückt der *debt-to-equity swap* immer mehr in den Mittelpunkt, denn mit diesem Instrument kann eine Schuldenrestrukturierung mit einer Beteiligung am Unternehmen

¹⁷ Vgl. Schalast/Daynes (2005), S. 26

¹⁸ Vgl. Schalast/Daynes (2005), S. 30

kombiniert werden.¹⁹ Dabei wird der *buyout* des Unternehmens in der Regel mit großem Fremdkapitaleinsatz gehebelt.

4 Die Wertsteigerung im turnaround-Prozess

Im Jahre 2007 machten *private equity buyouts* 19,5% aller M&A-Aktivitäten aus – das Interesse an *buyouts* steigt. Nachdem sich *private equity*-Unternehmen lange Zeit vor allem auf *venture capital* konzentriert hatten, ist der Markt nun nahe der Sättigung und folglich sinken die Renditen. Der *buyout*-Markt hingegen war lange Zeit wegen mangelnder Kenntnisse kaum entwickelt, hier ist noch mit hohen Gewinnen aus Investitionstätigkeiten zu rechnen.²⁰

Der *buyout* wird typischerweise nur zu 10-40% aus dem Eigenkapital des *private equity*-Fonds bezahlt, die restlichen 60-90% werden durch Fremdkapital finanziert (*LBO*).²¹

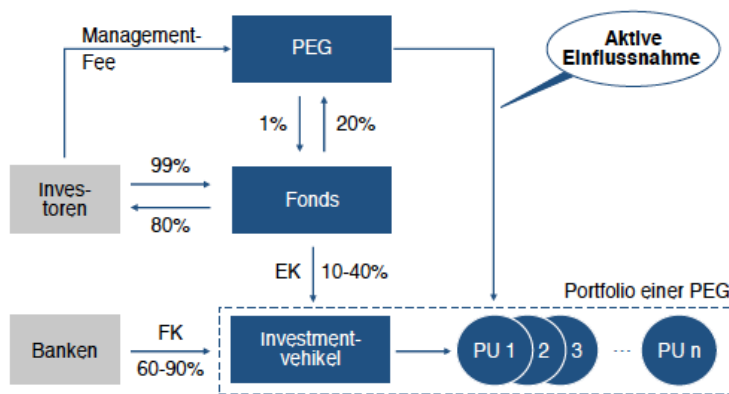


Abbildung 3: Quelle: Gietl/Landa/Hungenberg (2008), S.9

Wie aus Abbildung 3 hervorgeht, ist es üblich, dass Investoren dem *private equity*-Fonds eine *management fee* für dessen aktive Beteiligung am Zielunternehmen entrichten.

Gietl/Landa/Hungenberg (2008) identifizieren drei grundlegend verschiedene Wertsteigerungsformen durch einen *private equity buyout*:²² Zum einen der Werttransfer, der mit der passiven Strategie gleichzusetzen ist, also dem Ausnutzen von Arbitrage durch asymmetrische Informationen und Marktungleichgewichten. Daneben ergibt sich die finanzielle Strukturierung, die auf eine Rendite durch den *leverage*-Effekt abzielt. Auch hier ist wie beim Werttransfer keine Veränderung der Ertragskraft des Zielunternehmens vorgesehen.

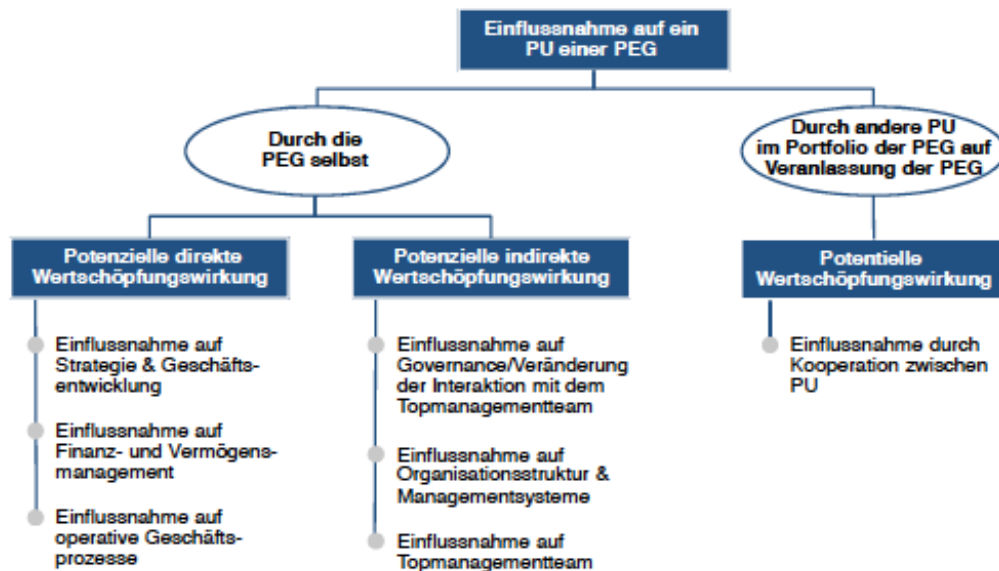
¹⁹ Vgl. Schumacher/Rittmann (2009)

²⁰ Vgl. Gietl et al. (2008), S. 3 f.

²¹ Vgl. Gietl et al. (2008), S. 9

²² Vgl. Gietl et al. (2008) S. 11 f.

Die Wertschöpfung als letzte identifizierte Form der Wertgenerierung nach Gietl/Landa/Hungenburg entspricht der vorab umrissenen aktiven Strategie, die auf eine langfristige Wertsteigerung im Unternehmen und eben nicht nur eine kurzfristige Wertgenerierung für die Investoren abzielt.



Die Studie von Gietl/Landa/Hungenburg definiert drei mögliche direkte Einflusskategorien: Die Optimierung des Finanz- und Vermögens-Managements, das die Kapitalkosten des Zielunternehmens durch eine Verbesserung der Kapitalstruktur gewährleisten soll; die Verbesserung der strategischen Positionierung, indem auch die Unternehmensstrategie neu ausgestaltet wird (Durchsetzung des *shareholder value*-Gedankens, M&A-Aktivitäten zur Portfoliooptimierung des Unternehmens); außerdem die Verbesserung der operativen Geschäftsprozesse, die Kosten senken und Erträge steigern soll.²³

Zudem erkennen die Autoren der Studie zusätzlich drei indirekte Wertschöpfungsmöglichkeiten: Einflussnahme auf das Management (Ersetzen oder intensive Beratung des Managements), Optimierung der *governance*-Strukturen (Schaffung von Anreizen für das Management, sich im Sinne der *shareholder* zu verhalten) sowie Unterstützung des Managements durch eine Neugestaltung der Organisationsstruktur und Managementsysteme (leistungsabhängige Vergütung auch auf unteren und mittleren Führungsebenen, Umgestaltung der Reporting- und Controlling-Systeme).²⁴ Dabei ergaben Experten-Interviews zusätzlich die Erkenntnis, dass in der Praxis auch Kooperationen zwischen den einzelnen Portfoliounternehmen der *private equity*-Fonds initiiert werden, um den Wissensaustausch zu fördern.

²³ Vgl. Gietl et al. (2008) S. 15

²⁴ Vgl. Gietl et al. (2008) S. 17 f.

Um nicht nur kurz- und mittelfristige finanzielle Erfolge zu betrachten, ist es wichtig, auch die Veränderung der Management- und Geschäftsprozesse zu betrachten, da die Wettbewerbsfähigkeit des Unternehmens langfristig von diesen Komponenten abhängt.²⁵

Eine Studie von McKinsey untersucht die Schlüsselmerkmale erfolgreicher *private equity*-Firmen. Dabei wurde eine starke Korrelation zwischen fünf Schritten aufgezeigt, die *private equity*-Firmen in der Unternehmensführung umsetzen können, um eine Performance über der ihrer *industry peers* zu erreichen.²⁶ Die Hauptquelle der Wertschöpfung ergab sich in zwei Dritteln aller *private equity deals* aus einer tatsächlichen Outperformance, in einem Drittel der Geschäfte ging die Wertsteigerung auf Markt- oder Branchenzuwächse zurück.²⁷

Als ersten Schritt hin zu einem erfolgreichen Ergebnis bilden Heel/Kehoe (2005) die Wissensgenerierung über das Unternehmen heraus. Dazu sammelt das *private equity*-Unternehmen Informationen durch das Management, Lieferanten, Kunden und weitere externe Quellen.²⁸

Der zweite Schlüsselfaktor ist die Management-Disziplinierung. Dies erfolgt durch Performance-Intensivierungen, welche sich zu 15-20% am totalen Eigenkapital des Unternehmens orientieren. Gleichzeitig wird das Management durch eigene Investition in das Unternehmen stark an die Entwicklung seines Erfolges gebunden. Als dritten Faktor identifizieren Heel und Kehoe die Ausarbeitung und ständige Überprüfung eines Wertgestaltungsplanes. Viertens stellt sich die Zeit, welche die Investoren für das Zielunternehmen aufwenden, als herausragend wichtig heraus. *Turnaround*-Investoren halten das Zielunternehmen durchschnittlich 4,4 Jahre, das liegt über der Haltedauer von gewöhnlichen *buyouts*.²⁹ Die nachfolgende Abbildung zeigt die aufgewandte Zeit der nach Ausmaß des Erfolgs kategorisierten *deals*. Dabei wird deutlich, dass im Besonderen die intensive Betreuung und Interaktion im und mit dem Management des Zielunternehmens in der Anfangsphase von großer Bedeutung ist, um einen strategischen Konsens zu finden. Nach den ersten hundert Tagen wenden auch die erfolgreichen Investoren nur noch 5-14% ihrer Zeit für das Zielunternehmen auf.

²⁵ Vgl. Gietl et al. (2008), S. 19

²⁶ Vgl. Heel/Kehoe (2005), S. 1

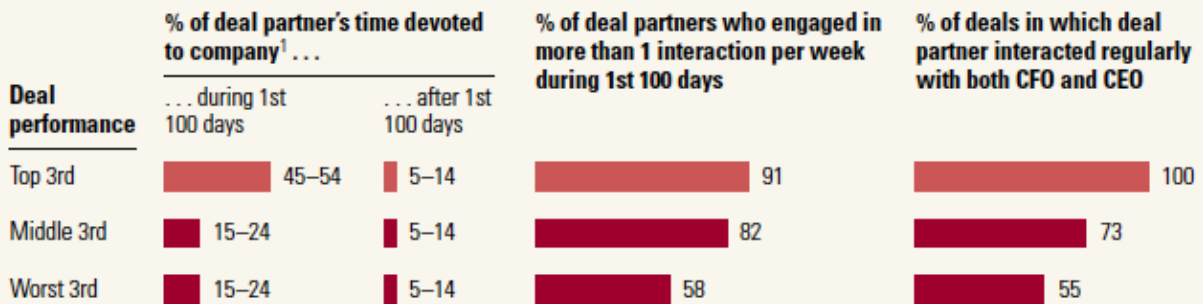
²⁷ Vgl. Heel/Kehoe (2005), S. 2

²⁸ Vgl. Heel/Kehoe (2005), S. 2

²⁹ Vgl. Kraft (2000), S. 21

Time well spent

Deals in which company outperformance was main source of value (n = 38 deals)



¹Median time of deal partners in sample.

Source: Interviews with deal partners and CEOs of exited investments; McKinsey analysis

Quelle: McKinsey Quarterly (2005), S.25

Den letzten Schlüsselfaktor stellt die Bereitstellung von Management-Kapazitäten dar. Die Unternehmen mit der besten Performance in der Studie verstärken das Management bereits vor dem *closing*. Kraft (2000) identifiziert fünf Grundmodelle, um das Management im *turnaround*-Prozess zu kontrollieren und zu betreuen:³⁰

- 1.) Zusammenarbeit mit dem bestehenden Management
- 2.) Einbringung von externen Experten und Managern
- 3.) Einsatz eigener Mitarbeiter des *turnaround*-Investors
- 4.) Zusammenarbeit mit Unternehmensberatern
- 5.) Einsatz von Interim-Managern

Es lässt sich somit festhalten, dass durch eine intensive Steuerung oder Betreuung des Unternehmens und seines Managements eine Wertsteigerung im Unternehmen erreicht werden kann.

Auswahlkriterien der *turnaround*-Investoren bei der Zielunternehmenssuche sind deutlich von alternativen Finanzierungsformen zu unterscheiden: „turnaroundspezifische Kriterien, gefolgt von finanziellen und produktbezogenen Überlegungen“³¹. Da das bestehende Management in den meisten Fällen ohnehin ersetzt oder zumindest ergänzt wird, spielt dieses als Kriterium eine untergeordnete Rolle. Eine Umfrage identifizierte die Lebensfähigkeit des Kerngeschäf-

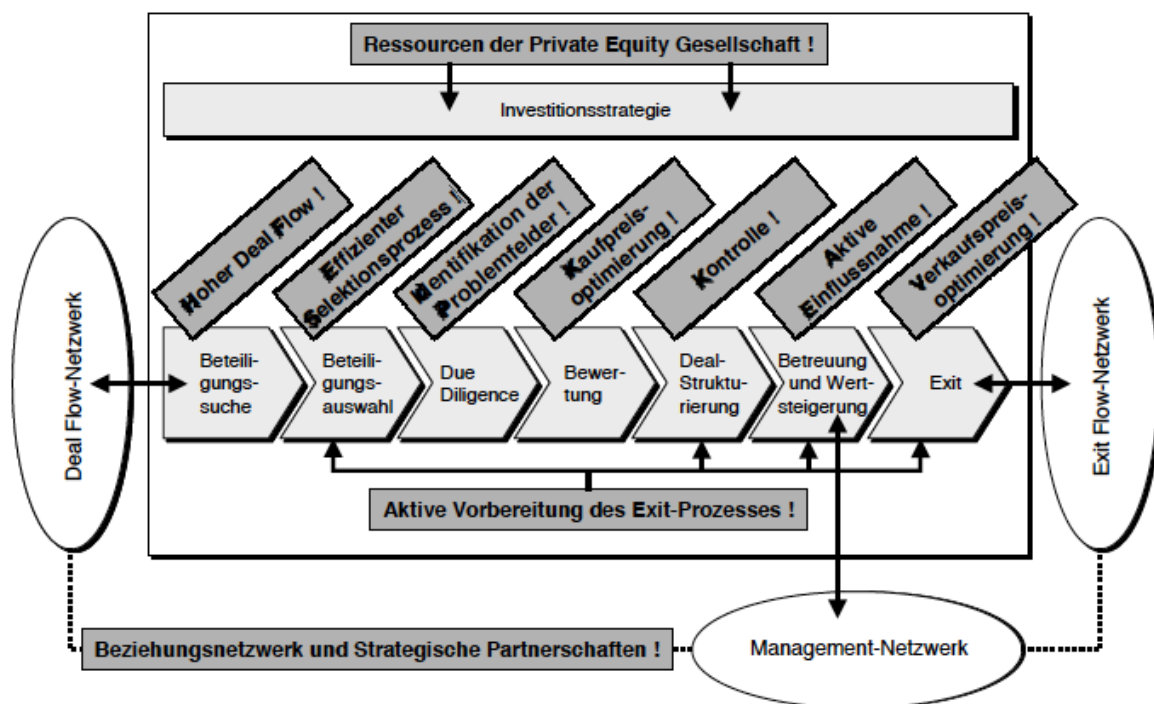
³⁰ Kraft (2000), S. 22

³¹ Kraft (2000), S. 15

tes als das wichtigste Auswahlkriterium der Investoren. Die Profitabilität sei nachrangig, ein ausbaufähiger Kern wie ein „bekannter Markenname, eine solide Kundenbasis, eine besondere technologische Kompetenz oder besonders qualifiziertes Personal“ ist ausschlaggebend.³²

Ist nach eingehender Prüfung, unter anderem durch eine *due diligence*, die Entscheidung für eine Investition in ein Unternehmen getroffen worden, gilt es zu prüfen, ob der Erwerb über einen *asset* oder *share deal* vorgenommen werden und welcher Anteil am Unternehmen erworben werden soll. In der Praxis werden die meisten Beteiligungskäufe mittels eines *share deals* durchgeführt. *Asset deals* erfreuen sich umso größerer Nutzung, je größer die Not des betroffenen Unternehmens ist.

Empirische Ergebnisse belegen zudem, dass Mehrheitsinvestoren signifikant höhere Renditen als Minderheitsinvestoren aufweisen.³³ Wie bereits erwähnt ist zu einer aktiven Einflussnahme am Unternehmen zumindest ein maßgeblicher Einfluss zur Mitbestimmung notwendig, eine Minderheitsbeteiligung ist folglich nicht ausreichend, um eine Outperformance der *industry peers* zu erreichen.



Quelle: Kraft (2000), S.3

³² Vgl. Kraft (2000), S. 15

³³ Vgl. Kraft (2000), S. 19

Während des *turnaround*-Prozesses ist es wichtig, dass ausreichend Liquidität und Kapital zur Verfügung stehen, um die Umsetzung der erwünschten Ziele zu erreichen. Im Gegensatz zu klassischen *buyouts* ist bei *turnarounds* eine Ablösung der Gläubiger und der Aufbau einer stärkeren Eigenkapitaldecke des Unternehmens von Nöten.³⁴ Damit ist es neben einer hohen Management-Qualität beziehungsweise qualifizierten Management-Steuerung enorm wichtig, dass die *private equity*-Investoren über genügend Kapital für den langwierigen und hohen Bedarf an Mittelzufluss sowie für die Verbesserung der Eigenkapitalquote verfügen.

Im Zuge des Erwerbs des Unternehmens durch einen *LBO* wird eine hohe Verschuldung aufgenommen, die wegen einer möglichen Reduktion von *agency*-Kosten wertsteigernd wirken kann. Das *empire building*-Denken der Unternehmen wird eliminiert. Der hohe Fremdkapitalanteil zwingt das Management, auf unprofitable Projekte zu verzichten und sich auf Kernkompetenzen zu besinnen. Dadurch kann ein schlankeres und langfristig wettbewerbsfähigeres Unternehmen geschaffen werden.³⁵

Um diese Wertgenerierungsansätze auch erfolgreich durchsetzen zu können, müssen Investoren die erforderlichen Fähigkeiten, Kenntnisse und Erfahrungen mitbringen. Altman (1999) arbeitete folgende notwendigen Eigenschaften eines *distressed debt*-Investoren heraus: Wissen um die fundamentale Ertragskraft der Basiswerte des Zielunternehmens, Einigung über die Qualität des Managements, Kenntnis der Unternehmensumwelt sowie Rangfolge der Schulden und das nötige Durchhaltevermögen, den langwierigen Reorganisationsprozess zu durchlaufen.³⁶

5 Thesenförmige Zusammenfassung und Ausblick

„Capital alone does not ensure a successful turnaround or special situation investment. The vision to see the opportunities, and the willingness to take on and manage the special risks, make the critical difference. These are the fundamentals of any successful investment, but particularly a turnaround investment.“³⁷

Fast alle Studien belegen, dass eine Restrukturierung durch einen aktiven Finanzinvestor die beste Möglichkeit für ein Unternehmen in einer Notlage darstellt. Durch externe Kapital- und *know-how*-Zuflüsse kann das Unternehmen enorme Wertsteigerungseffekte erzielen. Zwar

³⁴ Vgl. Kraft (2000), S. 10

³⁵ Vgl. Achleitner/Fingerle (2003), S. 14f.

³⁶ Vgl. Altman (1999)

³⁷ Questor Management Company (2000)

muss klar sein, dass der Investor in erster Linie an seinem eigenen Gewinn interessiert ist, allerdings ist einem guten *turnaround*-Investor auch bewusst, dass er dies nur durch intensiven Zeit-, Kapazitäts- und Kapitalaufwand erreichen kann.

Turnaround-Investoren werden sich in der Zukunft mit einigen Herausforderungen beschäftigen müssen. Während der Markt weiter wächst, werden die Renditen aus Mangel an lukrativen Investments sinken. Andererseits entwickelt sich der Markt antizyklisch, in der Krise ergeben sich für Investoren also viele attraktive Investitionsalternativen. Schwierig bleibt jedoch die durch Basel II eingeschränkte Kreditvergabe. Der *leverage*-Effekt wird sinken, wodurch erneut höhere Renditen erwirtschaftet werden müssen, um den gesunkenen Hebeleffekt zu kompensieren. Eine Umfrage von Deloitte ergab, dass *private equity*-Unternehmen in der Zukunft einen höheren Eigenkapitaleinsatz bei *buyouts* erwarten. Aktuell sind ca. 50% Eigenkapitalanteil üblich. Auf Vorkrisenquoten stellt sich kaum noch ein Investor ein, sogenannte *club deals* werden jedoch als Lösung gesehen. Hier bilden mehrere *private equity*-Unternehmen einen Zusammenschluss, um gemeinsam einen *buyout* zu bewältigen.

Der Europäische Branchenverband EVCA gibt an, dass der durchschnittliche Fremdkapitalanteil bei *buyouts* von 2004 bis 2007 bei 57% lag, im Jahre 2009 jedoch nur noch bei 36%. Der sich ergebende Fehlbetrag wird vorwiegend mit Eigenkapital gedeckt, da auch *Mezzanine*-Kapital in der Krise einbrach. Bei diesem erheblichen Eigenkapitaleinsatz ist eine aktive Beteiligung am Unternehmen Voraussetzung, um eine möglichst hohe Rendite erwirtschaften zu können. Folglich ist zu erwarten, dass vermehrt aktive Strategien von Finanzinvestoren eingesetzt werden. „Wertschöpfung durch operative Kompetenz statt extreme Kredithebel lautet das Motto.“³⁸

³⁸ Frank (2010), S. 24

Literaturverzeichnis

- Achleitner, Ann-Kristin/Fingerle, Christian H. (2003): Unternehmenswertsteigerung durch Management *Buyout*, in TUM EF Working Paper Series, No.01-03, Februar 2003
- Aichholzer, Clemens/Petzel, Jan (2003): The Challenges of German Turnaround Investing, in: Venture Capital & Private Equity Paper Assignment, Harvard Business School, Frühjahr 2003
- Altman, Edward (1999): *Distressed Securities: analyzing and evaluating market potential*, Beard Books, 1999
- Altman, Edward/Bana, Gaurav (2003): Defaults and Returns on High Yield Bonds: The Year 2002 in Review and the Market Outlook, in: Working Paper Series: Credit *Debt* Markets Research Group, Februar 2003
- Dickler, Robert A./ Schalast, Christoph (2006): *Distressed Debt* in Germany: What´s Next? Possible Innovative Exit Strategies, in: HfB Working Paper Series, No.73, April 2006
- Frank, Bernd (2010): Zaghafte Zuversicht am *Buyout*-Markt, in: Venture Capital Magazin, Heft 3/2010, S.24-25
- Gietl, Robert/Landau, Christian/Hungenberg, Harald (2008): Einflussnahme von Private Equity-Gesellschaften auf ihre Portfoliounternehmen und deren Entwicklung nach einem *Buyout*, April 2008
- Gilson, Stuart C. (1995): Investing in *Distressed* Situations: A Market Survey, in: Financial Analysts Journal, Nov/Dez 1995, S.8-27
- Heel, Joachim/Kehoe, Conor (2005): Why some private equity firms do better than others, in: McKinsey Quarterly, 2005 No.1
- Hotchkiss, Edith S./Mooradian, Robert M. (1997): Vulture investors and the market for control of *distressed* firms, in: Journal of Financial Economics, Vol. 43, S. 401-432
- Huth, Johannes (2007): *Distressed Debt* Markt: Des einen Leid ist oft des anderen Freud, in: Handelszeitung Online & Wall Street Journal vom 21.06.2007

- KPMG (2007): Kreditinstitute und Unternehmenskrisen, KPMG, Berlin
- Kraft, Volker (2000): Erfolgreiches Management von Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen, Working Paper, 2000
- Liebler, Joachim/Schiereck, Dirk/Schmid, Marc (2004): *Distressed Debt* Investing, in ÖBA Berichte und Analysen, September 2004
- Moyer, Stephen G. (2005): *Distressed Debt* Analysis: Strategies for Speculative Investors, November 2004
- Schalast, Christoph/Daynes, Christian (2005): Disstressed *Debt*-Investition in Deutschland- Geschäftsmodelle und Perspektiven, HfB-Working Paper Series No.66, September 2005
- Schmidt, Marc (2009): Von der Heuschrecke zum Heilsbringer? Der Katalysatoreffekt von Private Equity-Unternehmen in Restrukturierungsfällen, in: Venture Capital Magazin, Heft 10/2009, S.46
- Schulz, Sönke/Reick, Philipp (2009): Kreditsanierung durch *Distressed* M&A, in: Die Bank, Heft 10/2009, S.14-17
- Schumacher, Kai/Rittmann, Uwe (2009): *Debt* Restructuring- Auswirkungen auf Bilanzbild und Ausschüttungspotential, in: Venture Capital Extraheft „Munich Private Equity Training 2009“, S.12
- Statistisches Bundesamt Deutschland (2010): Pressemitteilung Nr.085, 09.03.2010
- Questor Management Company, Juli 2000

Anhang

Abbildung 1:

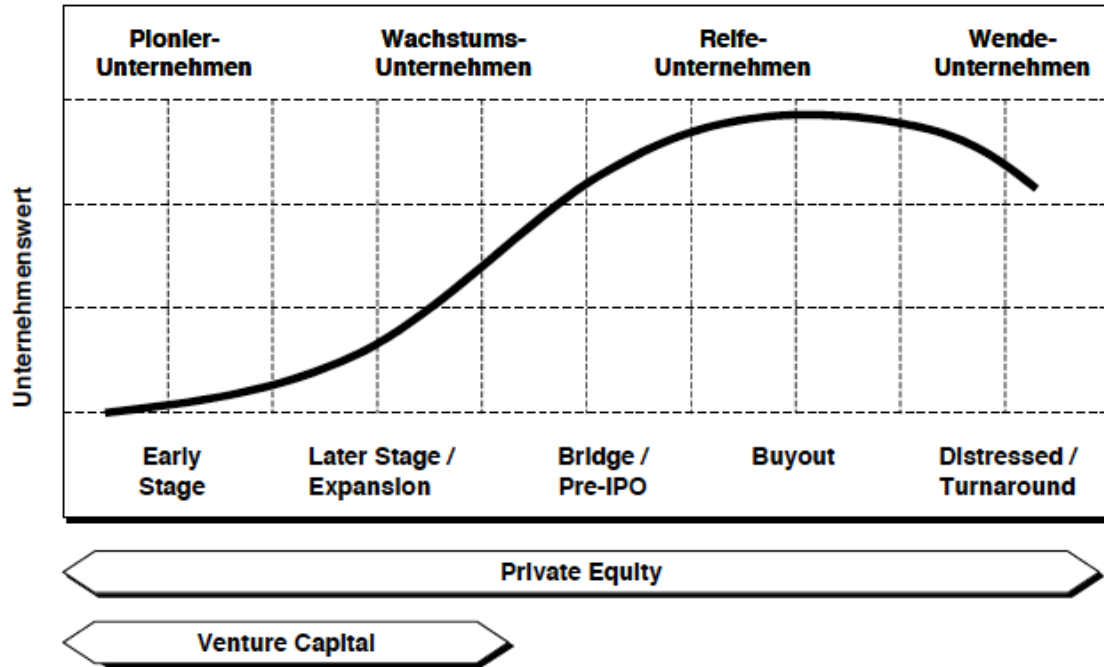


Abbildung 1: Finanzierungsstufen im Private Equity-Geschäft⁴

Quelle: Kraft, Volker (2000): Erfolgreiches Management von Private Equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen, Working Paper, 2000