

Seminararbeit

Solutions for Corporate Restructuring: Buyouts and Vulture Investments

vorgelegt bei
Prof. Dr. Hans-Peter Burghof
Universität Hohenheim

Sommersemester 2010

Inhaltsverzeichnis

<i>Abkürzungsverzeichnis</i>	III
<i>Variablenverzeichnis</i>	IV
<i>Einleitung</i>	1
<i>1 Buyouts</i>	2
<i>1.1 Überblick buyouts</i>	2
<i>1.2 Erfolgreiche buyouts, nach T. Katzer</i>	3
<i>1.2.1 Ursachen für erfolgreiche buyouts</i>	3
<i>1.3 Erfolgreiche buyouts, nach S. Smart und J. Waldfogel</i>	4
<i>1.4 Eine etwas andere Betrachtungsweise</i>	7
<i>1.4.1 Von U. Graebner</i>	7
<i>1.4.2 Von M. Kropp</i>	11
<i>2 Vulture Investments</i>	13
<i>2.1 Überblick vulture investments</i>	14
<i>2.1.1 Zahlen und Fakten</i>	14
<i>2.2 Die Performance und die Struktur des Unternehmens nach der Sanierung</i>	15
<i>2.3 Non-performing loans als Voraussetzung für eine erfolgreiche Restrukturierung ...</i>	17
<i>2.3.1 Passive Investmentstrategie</i>	17
<i>2.3.2 Aktive Investmentstrategie</i>	17
<i>3 Zusammenfassung</i>	17
<i>Literatur- und Quellenverzeichnis</i>	V

Abkürzungsverzeichnis

Aufl.	Auflage
BO	buyout(s)
bzw.	beziehungsweise
ebd.	ebenda
EBDIT	Earnings before Depreciation, Interest and Tax
EK	Eigenkapital
et al.	et alia
f.	folgende
ff.	fortfolgende
FK	Fremdkapital
Hrsg.	Herausgeber
IBO	Institutioneller buyout
IRR	Internal Rate of Return
KKR	Kohlberg Kravis Roberts & Co.
LBO	Leveraged buyout
LESOP	Leveraged Employee Stock Ownership Plan
MBO	Management buyout
MLGPE	Merrill Lynch Global Private Equity
NPL	Non-performing loans
u. A.	unter Anderem
US	United States
Vgl.	Vergleiche

Variablenverzeichnis

<i>E</i>	Erwartungswert
<i>X</i>	Leistungsfähigkeit
<i>R</i>	Restrukturierung
<i>k</i>	Zeiteinheit
<i>t</i>	Zeitpunkt

Solutions for Corporate Restructuring: *buyouts* and *vulture investments*¹

Einleitung

Ob *buyouts* und *vulture investments* Lösungen zur Unternehmenssanierung sind, manifestiert sich an der Frage, ob durch selbige Wert generiert wird. Dabei sollte Wert hier keinesfalls aus der rein materiellen respektive finanziellen Perspektive betrachtet werden, sondern ebenso unter dem Aspekt, was dies für Arbeitnehmer, Gesellschaft und Staat zu bedeuten hat. Somit wird die Frage nach dem Wert eigentlich eine mit ethischen Strukturen, Utilitarismus oder pareto-optimaler Zustand? Im Laufe meiner Arbeit werde ich versuchen, auch zu diesem Punkt Stellung zu nehmen.

Schnell wird auffallen, dass es schwierig ist, diese Frage pauschal zu beantworten, und sich viele Autoren dabei nicht einig sind. Jedoch zeigt vor allem die Empirie eine eindeutige Tendenz.

Ein *buyout* ist eine Mehrheitsbeteiligung, die als Teilbereich der *private equity* gilt, also einer bestimmten Art der Unternehmensakquise. Im Normalfall kaufen Investoren die Mehrheit eines nicht börsennotierten Unternehmens, um diese später dann wieder mit Gewinn zu verkaufen; im Gegenzug dazu soll das Unternehmen zu frischem Kapital und *know-how* gelangen.

Oft erlangen aber nur die sogenannten *large buyouts* ruhmlose Aufmerksamkeit, wie beispielsweise die Übernahme des Hilton-Konzerns durch Blackstone im Juli 2007 für 19 Milliarden Euro oder die bisher größte durch das Konsortium Bain Capital, KKR und MLGPE für 33 Milliarden US-Dollar.² Unternehmenskäufe betreffen aber die gesamte deutsche Wirtschaft und vor allem den Mittelstand.³

Ein *vulture investment* hingegen bezeichnet eine Investition in ein notleidendes Wertpapier oder einen Beteiligungserwerb. Meistens sind dies Investitionen in Unternehmen, die vor dem Konkurs stehen. Die Investitionsstrategie kann aktiv als auch passiv sein.

Bezeichnend für eine aktive Strategie ist, dass der *investment manager* versucht, schrittweise (wieder) Gewinne zu erwirtschaften – relativ zu einem Marktindex – oder eine überdurchschnittliche, risikobereinigte Performance zu erreichen. Außerdem besitzt der *investment ma-*

¹ Zu deutsch: Lösungen zur Unternehmenssanierung: Übernahmen und Vulture („Geier“)-Investitionen

² Vgl. Katzer (2007), S.1.

³ Vgl. BVK e.V. (22.04.2010), online

nager eine bestimmte Entscheidungsfreiheit bezüglich der Portfolioaktivität, er investiert also einen bestimmten Anteil und selektiert Sicherheiten.

Bei einer passiven Investitionsstrategie werden Investoren mit dem Ziel einer langfristigen Wertsteigerung und begrenztem Verwaltungsaufwand bestimmte Investments verkaufen, also eine Investitionsstrategie verfolgen, die (begrenzt) Kauf- und Verkaufsaktionen beinhaltet.⁴

1 Buyouts

Während der letzten 20 Jahre konnten sich *buyouts* (kurz *BO*) bei M&A-Transaktionen als bedeutende Form der Unternehmensübernahme etablieren. Dabei stieg das globale Volumen im ersten Halbjahr 2006 auf 315 Milliarden US-Dollar (im gesamten Jahr 2005 waren es nur 297 Milliarden).

Durch die zunehmende Bedeutung von *buyouts* entwickelte sich ein immer stärkerer Wettbewerb unter Finanzinvestoren sowie zwischen Finanzinvestoren und strategischen Käufern.^{5, 6} Auch für Katzer (2007) ist die wichtigste Frage, die sich bei einer Bewertung von *buyouts* stellt, ob Finanzinvestoren bei diesen Beteiligungsformen Wert generieren.⁷

1.1 Überblick buyouts

Bei der Realisierung von *buyouts* gibt es viele verschiedene Formen beziehungsweise Möglichkeiten, die bedeutendsten darunter sind:

1. *Leveraged buyout* (kurz *LBO*): Die Übernahme wird mit einem hohen Fremdkapital (FK)-Anteil finanziert.
2. *Management buyout* (kurz *MBO*): Hierbei wird die Übernahme durch das Management vorgenommen.
3. Institutioneller *buyout* (kurz *IBO*): Übernahme durch einen institutionellen beziehungsweise Finanz-Investor.

Da allerdings keine der existierenden Definitionen besagt, ab welchem Verschuldungsgrad (FK/ EK) ein *buyout* als „*leveraged*“ gilt, sind die Grenzen zwischen *LBO* und *MBO* fließend; auch *management buyouts* sind mitunter kreditfinanziert. Feststeht dagegen, dass *MBO* für Investoren wohl die *buyouts* mit dem geringsten Risiko darstellen, da das Management mit dem Unternehmen bereits vertraut ist.⁸

⁴ Vgl. Prof. Dr. Ottmar Schneck (10.05.2010), online

⁵ Ein strategischer hat einen bestimmten Grund dafür, ein Unternehmen kaufen zu wollen. In erster Linie wird dabei nach Unternehmen gesucht, die mit dem eigenen Synergien generieren, also einen höheren Wert als den so genannten intrinsischen aufweisen; dementsprechend höher kann der Preis ausfallen, den ein strategischer Käufer zu zahlen bereit ist.

⁶ Vgl. Katzer (2007), S.1-3.

⁷ Vgl. Katzer (2007), S. 9.

⁸ Vgl. Katzer (2007), S. 14.

1.2 Erfolgreiche buyouts, nach T. Katzer

Katzer grenzt die Frage nach dem Erfolg eines *buyout* auf zwei wesentliche Problemstellungen ein:

1. Liegt ein klar definiertes Ziel vor?
2. Mit welchen Zielerreichungsinstrumenten soll dieses erreicht werden?

Weiterhin legt er sich darauf fest, den Erfolg an der festgestellten Maximierung des Vermögens der Anteilseigner, dem *shareholder value*, festzumachen, da bei dieser Betrachtung die meisten beteiligten Parteien berücksichtigt werden: Vom *buyout*-Intermediär⁹ über das Management bis hin zu *private equity*-Investoren. Hierbei profitieren alle signifikant von einer Unternehmenswertsteigerung.¹⁰

Einen Teil der Wertgenerierung schreibt er ebenso Synergiepotentialen zu, nämlich der Zusammenarbeit zwischen *buyout*-Intermediär und Management. Dabei resultiert der geschaffene Mehrwert aus dem Wissenstransfer des *know-how* des Investors und des Managements et vice versa (*buyout*-Synergie-Effekt).¹¹

1.2.1 Ursachen für erfolgreiche buyouts

Der Autor macht hierbei intrinsische und extrinsische Wertgenerierung als Hauptursachen aus. Intrinsische Wertgenerierung wird ausschließlich durch das Management geleistet und beinhaltet Aspekte wie beispielsweise Motivation, Engagement, Hingabe, Tatkraft und Teamgeist. Extrinsische Wertgenerierung wird ausschließlich durch den Finanzinvestor geleistet. Dabei beeinflusst vor allem der Zeithorizont der Beteiligung (kurz- oder langfristig) die Investitionsstrategie; die sogenannten extrinsischen Wertgenerierungspotentiale bedingen, wie aktiv sich ein Finanzinvestor selbst um seine Beteiligungsgesellschaft kümmern kann oder ob er hierfür auf Experten aus seinem Netzwerk angewiesen ist.¹²

Somit werden extrinsische als auch intrinsische Wertgenerierungspotentiale mehr oder weniger ausschließlich durch immaterielle Vermögensgegenstände (*intangibles*) determiniert und sind damit äußerst schwer zu quantifizieren,¹³ worauf ich hier jedoch nicht weiter eingehen möchte.

⁹ Finanzinvestor: (*buyout*-)Intermediär zwischen Kapitalsuchenden Unternehmen und Kapitalgebenden Investoren.

¹⁰ Vgl. Katzer (2007), S. 19 f.

¹¹ Vgl. Katzer (2007), S. 21.

¹² Vgl. Katzer (2007), S. 29-32.

¹³ Vgl. ebd. Katzer (2007), S. 32 f.

1.3 Erfolgreiche buyouts, nach S. Smart und J. Waldfogel

Generiert *corporate restructuring* Wert für Anteilseigner durch eine anschließende Verbesserung der Betriebsleistung? Dabei verbessert sich die finanzielle und die reale Leistung (Faktorproduktivität) der Unternehmen nach dem *buyout* wie auch die Produktivität der *assets*.

Diese Studie zeigt: Unternehmenssanierungen, unter Anderem durch Übernahmen, schaffen betriebliche Leistungsfähigkeit durch Modifizierung der Motivation beziehungsweise der Intention von Managern, der Reduktion von *agency costs* und einer Verbesserung der Faktorproduktivität. Andere, vor allem ältere Studien hingegen zeigten keine Verbesserung der Betriebsleistung nach einer Übernahme.¹⁴

Bei der Bewertung des Effekts der Unternehmenssanierung auf die Leistung von Unternehmen kann nicht nur die Performance nach einer Reorganisation mit der davor verglichen werden. Diese *benchmark* muss die *erwartete* Veränderung der Performance restrukturierender Unternehmen berücksichtigen – sowie unvorhergesehene Schocks auf die Leistungsfähigkeit, unabhängig von der Entscheidung zu restrukturieren. Dabei ist eine der beliebtesten Kennzahlen die Ex-Post-Performance-Bewertung eines sanierenden Unternehmens relativ zu den Ergebnissen, die von Unternehmen erreicht werden, die in derselben Branche tätig sind. Dieses *benchmark* misst sozusagen die „Differenz der Differenz“ oder die Veränderung der Performance der restrukturierenden Unternehmen abzüglich der zeitgleichen Veränderung der Performance der kontrollierenden Unternehmen. Das Problem hierbei liegt in der Annahme, dass das reorganisierende Unternehmen die gleiche Veränderung der Leistungsfähigkeit erfährt wie dessen Wettbewerber. Unterschiede in der Dynamik der Performance der einzelnen Unternehmen lassen dies eher unrealistisch erscheinen, sollte sich die organisationale Struktur, bei der sich die Performance-Bewertungen der Unternehmen einer Branche angleichen, nicht ändern.

Ein wichtiger Grund dafür, dass der Unterschied in der Performance nicht restrukturierender Unternehmen keine adäquate Maßeinheit bildet, ist die Tatsache, dass die Auswahl an Gesellschaften, die sich reorganisieren, keineswegs zufällig ist. Die Ursachen für eine Restrukturierung können abhängen von vergangener und erwarteter zukünftiger Leistungsfähigkeit, wobei natürlich eher bei niedriger Performance restrukturiert wird.¹⁵

Eine gute Kennzahl für den Effekt einer Restrukturierung bezüglich der Unternehmens-Performance ist wichtig, da sie Aufschluss über die organisationale Leistungsfähigkeit gibt.

¹⁴ Vgl. Smart/ Waldfogel (1994), S. 503.

¹⁵ Vgl. ebd. Smart/ Waldfogel (1994), S. 503 f.

Wenn Unternehmen privatisiert werden, wird normalerweise Eigen- durch Fremdkapital ersetzt. Dabei ist eine der wichtigsten Fragen, ob gestiegene *cash flows* der Sanierung angerechnet werden dürfen oder eher anderen Faktoren.¹⁶

Hierfür muss zu allererst eine mögliche Entscheidung für die Reorganisation untersucht werden, wofür die Autoren zuerst Beobachtungen anderer grob zusammenfassen: Jensen et al. (1986) beispielsweise stellen die Theorie auf, dass bestimmte Restrukturierungsarten Wert generieren, indem die Intentionen respektive Motivationen der Manager und Besitzer mittels Reduktion der *agency costs* modifiziert werden, um Effizienzgewinne zu erreichen. Shleifer und Summers (1988) hingegen beschreiben bei Unternehmensübernahmen lediglich einen Werttransfer von *stakeholdern* (vor allem Angestellte) zu *shareholdern*. Lowenstein (1985) erörtert die Möglichkeit, dass Manager, die ihr Unternehmen mittels *LBO* privatisieren, geheime Informationen über die Zukunft ihrer Gesellschaft haben, die ihnen erlauben, selbige zu einem Preis zu kaufen, der (weit) unter dem liegt, den ein gleichwertig informierter Investor zahlen würde. Daraus lässt sich auf eine verbesserte finanzielle Performance nach einem *buyout* schließen, wobei die Quelle der Wertsteigerung offensichtlich nicht direkt mit einer Übernahme verbunden ist.¹⁷ Der Theorie nach wird vermutet, dass sich restrukturierende Unternehmen systematisch von anderen unterscheiden, die Empirie beweist es: Weder die Art der Gesellschaften, die privatisiert werden, noch das Timing sind zufällig. Palepu (1986), Smart (1992) et al. konnten einen Unterschied zwischen Unternehmen, die sich in Verfügungsrechtstransaktionen befanden, und anderen ausmachen.

Sollte wie oben erwähnt eine Restrukturierung aufgrund einer ungewöhnlich geringen Leistungsfähigkeit durchgeführt worden sein, besteht die Gefahr, dass ein einfacher Vergleich der Performance vor und nach dem *buyout* den Effekt einer Sanierung überbewertet. Weiter verzeichnen möglicherweise auch andere Unternehmen eine ähnliche Veränderung der Leistungsfähigkeit, beispielsweise nach einer *baisse*.¹⁸

¹⁶ Vgl. Smart/ Waldfogel (1994), S. 504.

¹⁷ Vgl. Smart/ Waldfogel (1994), S. 504.

¹⁸ Vgl. ebd. Smart/ Waldfogel (1994), S. 504 f.

1.3.1 Empirische Beweisführung

Wie beschrieben ist die wahrscheinlich einfachste Kennzahl des Effekts der Restrukturierung auf die Unternehmensperformance, also die schlichte Veränderung der Leistungsfähigkeit nach einem *buyout*:

$$X_{t+k}^R - X_t^R,$$

mit oben geschildertem und zu prüfendem Problem einer möglichen Veränderung der Performance auch ohne Sanierung.¹⁹ Nachfolgend werden von den Autoren drei Hypothesen über *buyouts* aufgestellt, die alle im Verlauf entweder bestätigt oder abgelehnt werden.

Hypothese eins: Vor einer möglichen Sanierung wird erwartet, dass die Leistungsfähigkeit auf aktuellem Level verbleiben würde:

$$E(X_{t+k}^R | t) = X_t^R.$$

Diese Hypothese muss abgelehnt werden, da die erwartete Veränderung der Performance ohne eine Restrukturierung nicht Null ist.²⁰

Da die beiden erstgenannten Schätzfunktionen eng miteinander verbunden sind, ist diese Ablehnung gleichbedeutend mit der Feststellung, dass die obige „schlichte Veränderung der Leistungsfähigkeit nach einem *buyout*“ kein adäquates Mittel darstellt, eine mögliche Performance-Veränderung zu identifizieren; sie würde den tatsächlichen Effekt nach oben verzerrt abbilden.²¹

Hypothese zwei: Bei den kontrollierenden Unternehmen treten keine Performance-Schocks auf:

$$E(X_{t+k} | t) = X_{t+k}.$$

Auch diese Hypothese wird abgelehnt; die Möglichkeit für Performance-Schocks besteht auch für kontrollierende Unternehmen.²²

Hypothese drei (folgt aus Hypothese zwei): Erwartete Verbesserungen sind bei sanierenden und kontrollierenden Unternehmen deckungsgleich:

$$[E(X_{t+k}^R | t) - X_t^R] = [E(X_{t+k} | t) - X_t].$$

Da auch diese Hypothese abgelehnt werden muss, folgt als einziges probates Mittel, um den Effekt einer Restrukturierung adäquat messen zu können, die so genannte „Differenz der Überraschungen“:

$$[X_{t+k}^R - E(X_{t+k}^R | t)] - [X_{t+k} - E(X_{t+k} | t)].²³$$

¹⁹ Vgl. Smart/ Waldfogel (1994), S. 505.

²⁰ Vgl. Smart/ Waldfogel (1994), S. 505 f.

²¹ Vgl. Smart/ Waldfogel (1994), S. 508.

²² Vgl. Smart/ Waldfogel (1994), S. 506.

Zusammenfassend sei gesagt, dass eigentlich alle Schätzfunktionen (*M*)*BO*-Unternehmen eine erwartete Performance-Steigerung zuweisen, die höher ist als die der kontrollierenden Gesellschaften;²⁴ die beste unter ihnen weist für *BO*-Unternehmen eine starke Verbesserung im Verhältnis von betrieblichem Ertrag zu Umsatz aus. Diese Kennzahl steigt zwischen dem letzten Jahr vor einem *buyout* und dem ersten danach um 6,8%. Die Performance-Steigerung vom ersten zum zweiten post-*buyout*-Jahr liegt zwischen 11,5% und 21,4 %, im dritten beträgt sie zwischen 20% und 30% (der Median liegt bei 10,6%).²⁵

Die Ergebnisse dieser Schätzungen bestätigen also: *buyouts* verbessern die Betriebsleistung betroffener Unternehmen.

1.4 Eine etwas andere Betrachtungsweise

1.4.1 Von U. Graebner

Graebner versucht, die Übernahmeproblematik von einer anderen Seite zu beleuchten. Er berücksichtigt neben dem *shareholder value* mehr den der *stakeholder*.

Eine wichtige Eigenschaft von *LBO* sind die immens hohen Gewinne, die die Aktionäre und Investoren erwirtschaften. Diese gehen meist mit einer hohen Verschuldung der betroffenen Unternehmen einher. Auch er stellt also die Frage, ob Übernahmen wohlstandssteigernd oder nur wohlstandstransferierende Handlungen sind.²⁶

Folgende Argumente der Gegner und Befürworter von *buyouts* stellt er gegenüber (eine Auswahl):

Argumente der Gegner:

- Altaktionäre werden mit einem viel zu geringen Kaufpreis abgefunden;
- Die hohe Neuverschuldung und der mit einhergehende Anstieg des Risikos schädigt die Anleihen der Fremdkapitalgeber des alten Unternehmens;
- (*L*)*BO* gefährden die Zukunft der betroffenen Unternehmen, da hohe Schulden abzubauen sind und somit wichtige, zukunftssträchtige Investitionen unterlassen werden;
- *BO* brechen implizite Verträge der Angestellten der *targets*;
- Übernahmen führen zu einer Überschuldung des Unternehmenssektors;
- *buyouts* werden durch das Steuersystem subventioniert, also der Gesellschaft angelastet.²⁷

²³ Vgl. ebd. Smart/ Waldfoegel (1994), S. 506.

²⁴ Vgl. Smart/ Waldfoegel (1994), S. 509.

²⁵ Vgl. Smart/ Waldfoegel (1994), S. 511; Eine 10-prozentige Verbesserung der Performance entspricht einer Steigerung des Verhältnisses von betrieblichem Ertrag zu Umsatz um 11,7 % nach einem *buyout*.

²⁶ Vgl. Graebner (1991), S.13.

²⁷ Vgl. Graebner (1991), S.14.

Argumente der Befürworter:

- (L)BO machen Unternehmen effizienter;
- *buyouts* führen zu der volkswirtschaftlich effizientesten Verteilung von Kapital;
- BO minimieren respektive eliminieren die *agency costs*;
- Übernahmen mindern die Steuereinnahmen des Staates nicht;
- *buyouts* reduzieren Konkurskosten und die Liquidationswahrscheinlichkeit;
- (L)BO maximieren den Firmenwert für Investoren und Altaktionäre.²⁸

Somit ist die zentrale Frage, die sich bei Graebner herauskristallisiert, die nach der Herkunft der Transaktionsgewinne und den Zukunftsaussichten betroffener Unternehmen.²⁹

1.4.1.1 Richtigstellung der Statements der Gegner und Bestätigung der der Befürworter

Die Empirie zeigt, dass der Preis, den der (L)BO-Sponsor den Altaktionären bietet, im Normalfall weit über dem aktuellen Marktpreis der Gesellschaft liegt. Die Aktionäre der *targets* profitieren also von einem *buyout*.³⁰ Somit ist die Behauptung, dass das Management die Aktionäre übervorteilt, nicht haltbar, außer man geht von einer generellen Benachteiligung der Aktionäre aus (das heißt davon, dass sie bei allen M&A-Transaktionen unfair behandelt werden). Die Gewinnermittlung der Altaktionäre erfolgt durch die Betrachtung der tatsächlichen Veränderung ihres Vermögens, dabei stellt die Übernahmeprämie ein gutes Indiz dar.³¹ Auch der sogenannten *underpricing*-These (oder Informationsasymmetriethese) widerspricht der Autor, da der Aktienkurs eines Unternehmens bei einem Angebot des Managements an die Aktionäre eine zukünftige Wertsteigerung antizipieren würde; allerdings können die darauf folgenden Argumente leider weniger überzeugen.³² Nichtsdestoweniger bestehen viele gesetzliche Regelungen zum Schutz der Aktionäre, wie zum Beispiel die umfangreichen Publikationspflichten, die eine Übervorteilung der Aktionäre zumindest erschweren.³³

Weiterhin steht die Frage im Raum, ob die Transaktionsgewinne der Aktionäre und der LBO-Gruppe lediglich Vermögenstransfers sind, wobei Kapital von Fremd- an Eigenkapitalgebern übertragen wird. Aufgrund des oben beschriebenen Anstiegs des Risikos geht mit einem erfolgreichen *buyout* also so gut wie immer die Herabstufung des Ratings für die betroffene

²⁸ Vgl. ebd. Graebner (1991), S.14.

²⁹ Vgl. Graebner (1991), S.15.

³⁰ Vgl. Graebner (1991), S.20.

³¹ Vgl. Graebner (1991), S.64 f.

³² Vgl. Graebner (1991), S.66.

³³ Vgl. Graebner (1991), S.68.

Gesellschaft einher. So soll weiter nicht nur das einzelne Unternehmen von einem Vertrauensverlust betroffen sein, sondern der ganze Rentenmarkt durch die vermehrt auftretenden *leveraged*-Transaktionen. Tatsächlich zeugen Studien aber von eher gegenteiligen Effekten. Zwar sind die Rating-Herabsetzungen der Anleihen Fakt, jedoch sind die daraus resultierenden Kursverluste sehr gering, sofern überhaupt Schwankungen feststellbar sind. Dabei überschreiten die Gewinne der Aktionäre die Verluste der Fremdkapitalgeber jedenfalls deutlich. Somit ist obige Kritik nahezu nicht haltbar.³⁴

Kropp (1992) folgt der gleichen Argumentation und kommt ebenfalls zu dem Schluss, dass für die Gläubiger keine besonders schweren Verluste zu erkennen sind beziehungsweise die Gewinne der Aktionäre überwiegen.³⁵

Die direkten Auswirkungen eines *buyouts* auf Unternehmen sind vielmehr positiv als negativ, Studien belegen deutliche Effizienz- und Produktivitätssteigerungen. Hierbei konnte ein Anstieg des EBDIT, des EBDIT relativ zum Umsatz sowie des EBDIT relativ zu den Aktiva festgestellt werden. Auch der *cash flow* bezogen aufs Betriebsvermögen beziehungsweise pro Angestelltem weisen eine Verbesserung aus. Gründe hierfür sind der Verkauf von nicht betriebsnotwendigem Anlagevermögen und unrentablen Konzernbereichen, Veränderungen in der Organisationsstruktur, Reduzierung der Produktionskosten, Veränderungen im Distributionsnetz und Verbesserungen im Management des *working capital*. Als weiterer Effekt wurde von Kaplan ein Anstieg der Eigenkapitalbeteiligungen des Managements von 9,3% auf 30,99% festgestellt.

Allerdings kann auch der vorausgesagte Rückgang von Investitionsausgaben empirisch bewiesen werden. Kritiker wenden hier ein, dies geschehe, da der Großteil des Kapitals für die Schuldentilgung benötigt würde; Befürworter entgegnen, dass nur unrentable Aktionen unterlassen würden. Die gleiche Befürchtung besteht beim Budget für Forschung & Entwicklung, doch auch hier gibt es keine empirischen Beweise dafür oder dagegen. Jedoch betreiben die Branchen, die am meisten von Übernahmen betroffen sind, relativ wenig Forschung.³⁶

Bei der Wirkung auf Angestellte und Mitarbeiter steht die Vermutung im Raum, dass Teile der Transaktionsgewinne aus dem Brechen impliziter Verträge zwischen den *LBO*-Unternehmen und Angestellten resultieren. Werden nach einem *buyout* aus Rationalisierungsgründen also Mitarbeiter entlassen, Zugeständnisse bei den Löhnen erzwungen oder Betriebs-

³⁴ Vgl. Graebner (1991), S.76-79.

³⁵ Vgl. Kropp (1992), S.111 f.

³⁶ Vgl. Graebner (1991), S.81-84.

stätten stillgelegt? Auch hier spricht die Empirie eine andere Sprache, verschiedene Studien konnten sogar einen Zuwachs an Angestellten von 4,9% bis 17% ausmachen. Wieder andere stellten eine durchschnittliche Wachstumsrate der Mitarbeiter im ersten Jahr nach einer Übernahme von 4,2% fest, sie ist damit nahezu doppelt so hoch wie die in den drei Jahren zuvor (2,3%).

Entlassungen können aber natürlich nicht ausgeschlossen werden, diese kämen dann allerdings – nach Meinung Graebners – in den eher überbürokratisierten Hauptverwaltungen vor (was mir doch etwas blauäugig erscheint). Zur Stilllegung ganzer Betriebsstätten kommt es eher selten. Diese wären ohne *buyout* sogar wahrscheinlicher. Die „Überlebenswahrscheinlichkeit“ von Betriebsstätten ist also mit Übernahme höher als ohne, zumindest in den ersten drei bis fünf Jahren. Was die Gehälterentwicklung anbelangt, ist studienbedingt keine eindeutige Aussage möglich. Auch hier scheint Kritik also unberechtigt.³⁷

Die Reduktion (beziehungsweise Eliminierung, nach Graebner) der *agency costs* ist ein starker Motivator, da dies zu einer deutlichen Steigerung des Unternehmenswertes führt. Dies geschieht durch drei wesentliche Faktoren:

1. Ein so genanntes Leistungsanreizsystem und die hohe Eigenkapitalbeteiligung motivieren das Management.
2. Den Investoren, den Eigentümer des restlichen Eigenkapitals, ist es (durch direkten Kontakt und unbegrenzte Informations- und Interventionsrechte) möglich, das Management effizient zu kontrollieren und gegebenenfalls auszutauschen.
3. Hohe Fremdkapitalkosten motivieren das Management (zusätzlich zu einer effizienten Arbeitsweise) aufgrund der Furcht, investiertes Kapital im Falle eines Konkurses zu verlieren.³⁸

Die wesentlichen steuerlichen Anreize für einen *LBO* beziehen sich in erster Linie auf die geringe Steuerbelastung des Fremdkapitals. Bei der Gewinnermittlung können Zinsen als Aufwand abgezogen werden, die Möglichkeit der Neubewertung des Anlagevermögens (*basis step-up*³⁹) und der Kombination eines *LBO* mit einem *LESOP*^{40, 41}

³⁷ Vgl. Graebner (1991), S.85.

³⁸ Vgl. Graebner (1991), S.47.

³⁹ Möglichkeit zur höheren Abschreibung in späteren Jahren.

⁴⁰ *Leveraged Employee Stock Ownership Plan*: steuerlich anerkannter Pensionsplan eines Unternehmens, der zusätzliche Steuerersparnisse verspricht.

⁴¹ Vgl. Graebner (1991), S.55.

In Bezug auf einen *buyout* ist man (zumindest in den USA) der Meinung, dass sich Steuer-mehr- und Steuermindereinnahmen in etwa kompensieren, wenn nicht sogar übersteigen. Hierbei stehen den oben genannten Steuermindereinnahmen, zu denen auch der Wegfall der zu versteuernden Dividendenzahlungen zu zählen ist, folgende Steuermehreinnahmen gegenüber: Die Erzielung von Kapitalgewinnsteuern (*capital gains taxes*), die unter anderem bei der Realisation von Kursgewinnen durch die Altaktionäre entstehen, die Zunahme des steuerpflichtigen Zinseinkommens der Fremdkapitalgeber und die (infolge der Effizienzsteigerungen) langfristig zu erreichenden höheren Unternehmensgewinne. Selbst im konservativsten Fall gehen Jensen, Kaplan und Stiglin noch von Steuermehreinnahmen aus, die ca. 10% über den Mindereinnahmen liegen; sie werden von anderen unabhängigen Studien bestätigt. Somit ist auch die Aussage, dass die Transaktionsgewinne der (*L*)*BO* lediglich aus einem Vermögenstransfer vom Staat zu den Altaktionären und *BO*-Investoren resultieren, nicht haltbar.⁴²

Dieser Argumentation folgend zeitigen *buyouts* also eine gesamtwirtschaftliche Wohlstandsteigerung, allerdings wurde relativ schnell klar, dass die Einstellung des Autors übernahmefreundlich ist.

1.4.2 Von M. Kropp

Eigentlich ist die finale Aussage dieses Werkes, dass jegliche Betrachtung relativ ist und dass die Empirie ebenso Schwächen hat, da auch sie nur Teilbereiche untersucht. Nichtsdestoweniger werde ich diese Argumentation betrachten, da sie ebenfalls den sozialen Aspekt berücksichtigt.

Kropp bezieht sich wie alle anderen Autoren häufig auf Kaplan⁴³ und orientiert sich an der bekannten Frage, ob aus einem *MBO* eher Umverteilung als Effizienzgewinn resultiert.⁴⁴

Da auch dieser Autor mit der Empirie Kaplans arbeitet, sollte es keine Überraschung sein, dass er nach einer Übernahme Verbesserungen im operativen Ergebnis wie höhere *cash flows* und deutliche Gewinne der Investoren ausweist.⁴⁵ Dabei soll als erstes die Frage nach möglichem Insiderhandel zu Ungunsten der Altaktionäre bearbeitet werden. Dies kann unter anderem anhand der Gewinne beurteilt werden, die Aktionäre zukünftig – auch ohne *buyout* – erzielt hätten.⁴⁶ Eine mögliche Übervorteilung der Aktionäre kann mithilfe entsprechender Regularien und diverser Aufsichtsbehörden zumindest eingeschränkt werden. Kaplan hat unter

⁴² Vgl. Graebner (1991), S.104-117.

⁴³ Vgl. Kaplan (1989), S.217-241.

⁴⁴ Vgl. Kropp (1992), S.106.

⁴⁵ Vgl. ebd. Kropp (1992), S.106.

⁴⁶ Vgl. Kropp (1992), S.107.

anderem herausgefunden, dass viele nicht an der Übernahme beteiligten Manager ihre Aktien verkaufen beziehungsweise viele Topmanager erst gar nicht partizipieren, das heißt nicht in der sicheren Erwartung höherer Gewinne Aktien halten oder sogar zukaufen.

Diese Entdeckungen sprechen also eher gegen die vermutete Benachteiligung der Altaktionäre durch Insiderhandel, ausgeschlossen werden kann dies allerdings wohl nicht.⁴⁷

Bei der Betrachtung möglicher Nachteile für Arbeitnehmer, Lieferanten und Abnehmern geht Kropp ebenfalls auf die Studien von Shleifer und Summers ein, die sich mit dem Bruch impliziter Verträge beziehungsweise der Aneignung ihrer Quasirenten durch Entlassungen und realen Lohnkürzungen beschäftigen.⁴⁸

Auch hier ist es nicht leicht, an Daten zu kommen; tatsächlich ist nur die Beschäftigtenzahl beobachtbar. Dabei konnten keine Entlassungswellen festgestellt werden, vielmehr sogar oft einen Anstieg der Beschäftigtenzahl, wobei dieses Wachstum unter dem des Branchendurchschnitts liegt.

Eindeutige Aussagen lässt dies natürlich nicht zu, allerdings sind mögliche Ergebnisse wohl auf Lieferanten und Abnehmer übertragbar, wenn diese transaktionsspezifische Investitionen vorgenommen haben. Diese laufen ebenso Gefahr, durch eventuelle Neuverhandlungen oder dem teilweisen Übertragen von unternehmerischem Risiko einen realen Verlust zu erleiden. Eben diese negativen (Rand-) Erscheinungen haben einen Anstieg des operativen Ergebnisses (des *cash flow*) zur Folge, was oft zu einer Überschätzung der positiven Effekte einer Unternehmensübernahme führt.⁴⁹

Bei den Auswirkungen von *buyouts* auf den Staat und dessen Finanzen scheinen sich die in diesem Buch erwähnten anderen Autoren (im Vergleich zu Graebner) nicht einig zu sein. So ist man sich zwar über die Art der Auswirkungen auf die Steuereinnahmen sicher (siehe Kapitel 1.4.1), aufgrund der Komplexität des Systems allerdings nicht über deren endgültigen Effekt. Jensen errechnet beispielsweise einen positiven Effekt bezüglich der Steuermehreinnahmen von unrealistisch klingenden 61%.⁵⁰ Jedoch berücksichtigt diese Schätzung weder mögliche steuerreduzierende Maßnahmen noch den steuerbefreiten Status wichtiger institutioneller *buyout*-Investoren. Kaplan hingegen beschreibt einen mehr als deutlichen Verlust des Staates und somit der Gesellschaft.⁵¹

⁴⁷ Vgl. ebd. Kropp (1992), S.107; Kaplan (1989), S.242-247.

⁴⁸ Vgl. Kropp (1992), S.113 f.; Shleifer/ Summers (1988), S.34-42.

⁴⁹ Vgl. Kropp (1992), S.115.

⁵⁰ Vgl. Jensen (1989), S.35-41.

⁵¹ Vgl. Kropp (1992), S.117.

2 *Vulture Investments*

Vulture investors sind sogenannte externe Bevollmächtigte in der Leitung respektive Reorganisation von Unternehmen, die ihren Schuldendienst nicht mehr leisten können. Diese „Geier-Investoren“⁵² sind im Direktorium und im Management der betroffenen Unternehmen oft sehr aktiv und erlangen sogar teilweise deren Kontrolle. Meist geschieht dies durch den Kauf vorrangiger Verbindlichkeiten.

Hotchkiss und Mooradian (1996) stellen mit der wahrscheinlich bekanntesten Arbeit auf diesem Gebiet positive anormale Einkünfte aus Kapitalvermögen aus dem Stammkapital und den Anleihen der Zielunternehmen fest, und zwar während der zwei Tage um die Ankündigung eines *vulture investor*, Schuldtitel zu kaufen und Eigenkapital zu investieren. Dabei hängt der Bewertungseffekt von der Priorität der erstandenen Verbindlichkeit ab und wird nimmt zu, wenn der Investor Vorstandsvorsitzender, Aufsichtsratsvorsitzender wird oder auf andere Art und Weise Kontrolle über dieses Unternehmen erlangt. Da auch Verbesserungen in der Betriebsleistung der restrukturierten Unternehmen, in deren Management ein *vulture investor* einzieht, messbar sind, wird offensichtlich, dass sich die Sanierung eines Unternehmens mithilfe eines *vulture investment* (wie die durch einen *buyout*) an der Generierung von Wert messen lassen muss.⁵³

Da die Popularität und somit auch die Untersuchung von *buyouts* weitaus größer beziehungsweise vielfältiger ist als die der *vulture investments*, fällt auch der der Umfang dieses Teils meiner Arbeit dementsprechend aus.

Abgesehen davon, dass *buyouts* vielfältiger sind und weitaus umfangreicher bearbeitet wurden, wahrscheinlich auch aufgrund des verhältnismäßig geringen Alters der *vulture investments* in dieser Größenordnung, ist das Volumen sogenannter *distressed debt securities* oder auch *non-performing loans (NPL)* in den letzten Jahren extrem gestiegen. Allein in Deutschland stieg der Umfang der *NPL*-Transaktionen zwischen 2002 und 2005 von einer Milliarde auf 25 Milliarden Euro. 2006 ging dieser allerdings wieder auf 21 Milliarden zurück.⁵⁴

Weiterhin gehe ich davon aus, dass sich *buyouts* und *vulture investments*, wie schon in der Struktur, auch in ihren Konsequenzen nicht grundsätzlich unterscheiden.

⁵² Etwas populistisch formuliert, kreisen diese Investoren wie Geier um “sterbende” Unternehmen.

⁵³ Vgl. Hotchkiss/ Mooradian (1996), S.2.

⁵⁴ Vgl. Roland Berger, Strategy Consultants (10.05.2010), online

2.1 Überblick *vulture investments*

Für notleidende Unternehmen verstärken sich *agency*-Probleme zusehends, vor allem, weil es für das Management in solch einer Situation noch einfacher ist, opportunistisch zu handeln. Nicht überraschend sind hierbei die Studien von Hotchkiss (1993) und Gilson (1990), die besagen, dass der Grad an Kontrollaktivität bei selbigen Unternehmen sehr gering ist.

Infolge des rapiden Anstiegs der Zahl großer Unternehmen in Not in den 1980-er und frühen 1990-er Jahren konnte ein attraktiver Markt für den Handel mit deren Verbindlichkeiten entstehen. Damit wurde es externen Bevollmächtigten gleichzeitig beträchtlich erleichtert, Restrukturierungs- und Disziplinierungsmaßnahmen für das Management zu beeinflussen.⁵⁵

In der Presse wird bei *vulture investments* häufig der negativ belegte Vergleich mit „Heuschrecken“ und feindlichen Übernahmen verwendet. Dabei haben diese Investoren ganz unterschiedliche Ziele. Wie zu Beginn bereits beschrieben, wird hier zwischen aktiven und passiven Investoren unterschieden, wobei die Autoren passive Investoren mit so genannten *bondmailern*⁵⁶ gleichsetzen, denen ein eher schlechter Ruf anhaftet.⁵⁷

„Geier-Investments“ wurden bei 60% der untersuchten notleidenden Unternehmen festgestellt. Die meisten der Investoren halten mehr als 33% der offenen Forderungen, was ihren Einfluss zusätzlich steigert; viele von ihnen sind aktiv. Fast 28% sitzen im Vorstand, etwa 10% werden Vorsitzender beziehungsweise Geschäftsführer und ca. 16 % erlangen anderweitig Kontrolle über das Unternehmen, oft durch den Kauf vorrangiger Forderungen wie zum Beispiel Bankdarlehen.

Ob nun also der Unternehmenswert steigt, ist abhängig von der Art der erstandenen Forderungen und dem Motiv dafür.⁵⁸

2.1.1 Zahlen und Fakten

Die Steigerung der oben erwähnten anormalen Wertpapierrendite beläuft sich auf durchschnittlich etwa 4%, beim Kauf öffentlicher Schuldtiteln sogar auf fast 9%, wobei beide Zahlen positiv als auch signifikant sind. Im Gegensatz dazu kann dem Kauf von Bankdarlehen ein negativer Effekt auf die Stammaktien unterstellt werden. Andere Studien jedoch sprechen bei gut 21% der untersuchten Unternehmen von positiven und signifikanten Zahlen sowohl für den Kauf öffentlicher Schuldtitel als auch für den von Bankdarlehen. Der Effekt auf Anleihenrenditen bei der Bekanntgabe von Bankdarlehenskäufen war negativ, aber insignifi-

⁵⁵ Vgl. Hotchkiss/ Mooradian (1996), S.3.

⁵⁶ Dieser Name lehnt sich an den englischen Begriff *blackmail* (Erpressung) an, da *bondmail*-Investoren sich die rechtlichen Abstimmungsregeln des Insolvenzverfahrens zu Nutze machen, um die übrigen Investoren regelrecht erpressen zu können.

⁵⁷ Vgl. Hotchkiss/ Mooradian (1996), S.3.

⁵⁸ Vgl. Hotchkiss/ Mooradian (1996), S.4 f.

kant. Bei etwa 11% der Transaktionen waren Wertpapier- und Anleihenrenditen positiv korreliert.⁵⁹ Wenn *vulture investors* angeschlagenen Unternehmen helfen können, steigt konsequenterweise deren Wert, was auch nachrangige Forderungen profitieren lässt.

Weiterhin fallen die Renditen von Wertpapieren und Anleihen höher aus, wenn der Investor aktiv im Direktorium oder im Management der betroffenen Unternehmen ist oder auf anderem Wege eine gewisse Kontrolle erreicht hat. Bei Betrachtung des Querschnitts der anormalen Erträge fällt auf, dass diese positiv mit den Messzahlen der Aktivitäten von *vultures* im Management des *targets* korrelieren. Die positiven Bewertungseffekte in Verbindung mit dem Beweis für die Häufigkeit von *vulture management* beziehungsweise deren Kontrollaktivitäten zeigen: Ein *vulture investment* ist mehr als der pure Kauf, um die Distribution zu eigenen Gunsten zu verbessern.⁶⁰

2.2 Die Performance und die Struktur des Unternehmens nach der Sanierung

Fakt ist, dass viele Unternehmen nach einer Restrukturierung weiterhin schlecht performen, ein negatives Betriebsergebnis aufweisen – allerdings ein besseres als solche, die aus der Insolvenz kommen. Auch hier zeigt eine Querschnittsanalyse, dass der Grad der Performanceverbesserung mit einem *vulture investor*, der auf irgendeine Art und Weise Kontrolle über eine Gesellschaft erlangt hat, höher ist. Bei einem Unternehmen, in dem zwar ein externer Bevollmächtigter involviert, aber nicht aktiv ist, ist die Performance mit der eines Unternehmens vergleichbar, bei dem kein *vulture investor* beteiligt ist. Nach Hotchkiss und Mooradian belegen diese Faktoren unter anderem das Einbringen von *management know-how* in die Unternehmen sowie einen mangelnden empirischen Nachweis ihres schlechten Images.⁶¹

Dabei ist die finanzielle Situation der Unternehmen, in denen ein *vulture investor* involviert ist, mit der eines Unternehmens, das eine solche Beteiligung nicht aufweist, vergleichbar, allerdings gehen mehr Gesellschaften mit externem Bevollmächtigten in die Insolvenz.

Unglücklicherweise ist es der beschreibenden Statistik nicht möglich aufzuzeigen, ob solch ein „Geier-Investor“ das Ergebnis einer Restrukturierung beeinflusst oder ob diese außegerichtlich abgeschlossen wurde. Jedoch wird der größere Anteil der Unternehmen mit *vulture investor* (70% gegenüber ca. 39 % der Unternehmen ohne derartige Beteiligung) via *Chapter*

⁵⁹ Vgl. ebd. Hotchkiss/ Mooradian (1996), S.4-6.

⁶⁰ Vgl. Hotchkiss/ Mooradian (1996), S.6.

⁶¹ Vgl. ebd. Hotchkiss/ Mooradian (1996), S.6 f.

11⁶² saniert. Nichtsdestoweniger gibt es vereinzelt Hinweise dafür, dass solch eine Beeinflussung existiert.⁶³

Auch die Rotation respektive Fluktuation im Vorstand ist bei *vulture*- und bei *non-vulture*-Unternehmen ähnlich. Obwohl die Raten vergleichbar sind, zeigen sich Investoren öfter aktiv im Direktorium und im Management der Zielunternehmen.

Bei 49% der untersuchten Gesellschaften wird der externe Bevollmächtigte *blockholder*, gleichbedeutend mit einem gehaltenen Aktienanteil von mehr als 5% des restrukturierten Unternehmens. 60% der *vulture investors* behalten ihre Positionen für mindestens ein Jahr nach Beginn der Sanierung.⁶⁴

Die signifikanten positiven Erträge aus dem Schuldtitelerwerb (etwa 9%) stimmen infolge einer aktiven Beteiligung von Geier-Investoren mit der damit ebenso einhergehenden Konsolidierung von Forderungen, der Einschränkung von *holdout*-Problemen⁶⁵ und der verbesserten Distribution für Fremd- sowie Eigenkapitalgeber überein. Der oben ebenfalls erwähnte negative Effekt des Kaufs von Bankkrediten auf das zugrundeliegende Eigenkapital könnte damit begründet werden, dass diese Käufe schlechte Informationen über die finanzielle Situation des Unternehmens beinhalten.⁶⁶

Weiterhin haben Stammaktienkäufe einen positiven und signifikanten Effekt auf die Anleihen der betroffenen Gesellschaft. Käufe vorrangiger Bankkredite haben einen negativen signifikanten Effekt auf diese Anleihen. Das Entstehen öffentlicher Schuldtitel hingegen hat wiederum positive signifikante Auswirkungen auf die Anleihen des Unternehmens.⁶⁷

In Fällen, in denen die Aktienerträge positiv und signifikant sind, sind es die Renditen der Anleihen ebenfalls.

Anormale Aktienrenditen korrelieren negativ mit der finanziellen Verfassung des schwerer angeschlagenen *targets*, sollten die *shareholder* die Gewinne einer Restrukturierung nicht teilen wollen. Allerdings ist diese Feststellung etwas kritischer zu betrachten.⁶⁸

⁶² Der so genannte *Chapter 11* ist ein Abschnitt des Insolvenzrechts der USA (englisch: *US Bankruptcy Code*). Der Begriff bezeichnet in der angelsächsischen Finanz- und Rechtssprache die Insolvenz eines Unternehmens.

⁶³ Vgl. Hotchkiss/ Mooradian (1996), S.10.

⁶⁴ Vgl. Hotchkiss/ Mooradian (1996), S.12 f.

⁶⁵ Problematik bei der Emittierung von Bonds, in einer finanziell schlechten Lage; englisch für: Aushalten, in Aussicht stellen.

⁶⁶ Vgl. Hotchkiss/ Mooradian (1996), S.16.

⁶⁷ Vgl. Hotchkiss/ Mooradian (1996), S.18.

⁶⁸ Vgl. Hotchkiss/ Mooradian (1996), S.19 f.

2.3 Non-performing loans als Voraussetzung für eine erfolgreiche Restrukturierung

Haghani ist der Meinung, dass *NPL* durchaus eine wichtige „Katalysatorfunktion“ bei Sanierungen übernehmen können, sollten sich die Finanzakteure nicht opportunistisch verhalten, was sie jedoch meistens tun.⁶⁹

2.3.1 Passive Investmentstrategie

Bei Kauf und Verkauf von *NPL*, ohne auf das Unternehmen einen direkten Einfluss auszuüben (*buy and sell*-Strategie), sind die Konsequenzen für die betroffene Gesellschaft oft negativ. Dabei geht der Autor weiter als Hotchkiss und Mooradian in ihrer eher empirischen Arbeit: Zwar tritt eine kurzfristige Sicherung des Fortbestands des Unternehmens auf, allerdings erschwert eine solche Strategie die Restrukturierungsphase durch eine höhere Komplexität (beispielsweise durch Ansprechpartnerwechsel). Des Weiteren ist die Unterstützung für die Gesellschaft bei der Sanierung keinesfalls nachhaltig.⁷⁰

2.3.2 Aktive Investmentstrategie

Bei einer aktiven Investmentstrategie hingegen können das finanzielle Restrukturierungs-*know-how* des Investors genutzt, ein hoher Umsetzungsdruck für das Restrukturierungskonzept erzeugt und schnell positive Auswirkungen auf die Vermögens-, Ertrags- und Liquiditätssituation erzielt werden. Darüber hinaus wird vom bestehenden Management Vertrauen gegenüber den *stakeholdern* aufgebaut. Je ganzheitlicher das Konzept ist, desto erfolgreicher und nachhaltiger sind Restrukturierung beziehungsweise Sanierung.⁷¹

3 Zusammenfassung

Bei der Bewertung von *buyouts*, in der sich die Frage nach der materiellen wie immateriellen Wertgenerierung als die zentrale herausstellt, wird ersichtlich, dass es nicht nötig ist, zwischen den jeweiligen *buyout*-Arten zu unterscheiden.

Thorben Katzer stellte eine mögliche Verbesserung des *shareholder value* in den Mittelpunkt und differenzierte bei den Ursachen für erfolgreiche *buyouts* zwischen intrinsischer und extrinsischer Wertgenerierung, wobei ebenfalls denkbare Synergieeffekte eine wichtige Rolle spielten.

Scott Smart und Joel Waldfogel machen die Frage nach der Wertgenerierung hingegen an den *stockholdern* fest, die durch eine Steigerung der Betriebsleistung zu Stande kommt, für die sie

⁶⁹ Vgl. Roland Berger, Strategy Consultants (10.05.2010), online

⁷⁰ Vgl. Roland Berger, Strategy Consultants (10.05.2010), online

⁷¹ Vgl. ebd. Roland Berger, Strategy Consultants (10.05.2010), online

Gründe wie Verbesserung der Motivation des Managements, Reduktion der *agency costs* und Verbesserung der Faktorproduktivität ausmachen. Weiter fanden sie heraus, dass die Ursachen für Restrukturierungen keineswegs willkürlich sind. Das Gros ihrer Arbeit verwenden sie dazu, die durchaus wichtige Frage nach einem Indikator für eine mögliche Wertgenerierung zu beantworten. Hierfür wurden drei Thesen aufgestellt, die am Ende zu folgendem Ergebnis führen: Die einfachste Kennzahl, die „schlichte Veränderung der Leistungsfähigkeit nach einem *buyout*“, reicht bei Weitem nicht aus, Wertgenerierung verlässlich zu bewerten; über die „Differenz der Differenz“ gelangt man schließlich zur „Differenz der Überraschungen“ als dem adäquatestem Mittel.

Die Frage nach einem etwaigen Vermögenstransfer von Fremd- zu Eigenkapitalgebern und einer möglichen Ausnutzung des Informationsvorsprungs durch das Management wird erst später ausführlicher beantwortet. Die Empirie beweist jedenfalls eine verbesserte Betriebsleistung nach einer Übernahme, wobei das kontrollierende Unternehmen hiervon weitaus weniger profitiert als die übernommene Gesellschaft. Ulrich Graebner und Matthias Kropp betrachten den *buyout* auch von einer etwas anderen Seite, die nicht den finanziellen Aspekt in den Fordergrund stellt, obschon auch sie sich wie die meisten anderen zeitweilig auf Kaplan berufen. Dabei sind sie sich in ihrer Beweisführung relativ einig. Beide beantworten die Frage nach dem denkbaren Vermögenstransfer mit einem relativ deutlichen „Nein“ beziehungsweise halten ihn für sehr gering. Graebner betrachtet das Für und Wider von *buyouts* und kommt zu dem Schluss, dass etwaige Bedenken vernachlässigt werden können. Kropp verneint die Frage nach einer möglichen Ausnutzung des Informationsvorsprungs durch das Management genauso wie die des Vermögenstransfers. Einzig und allein bei der Rolle des Staates respektive der Gesellschaft ist man sich uneins, hier differieren die Zahlen stark. Somit stellt die Theorie *buyouts* prinzipiell recht positiv dar, vor allem was die Wertgenerierung (die Restrukturierung) anbelangt. Praktisch ist die Informationsgewinnung aber nicht gerade einfach und Zahlen sehr geduldig.

Die Betrachtung von *vulture investments* ist weitaus weniger umfangreich beziehungsweise kompliziert; wobei deren Popularität in den letzten Jahren stark zugenommen hat. Hier ist die Quintessenz die Unterscheidung zwischen einer aktiven und einer passiven Strategie des Investors. Aber auch hier lautet die zentrale Frage: Wird Wert generiert?

Hotchkiss und Mooradian versuchen, diese Frage zu beantworten und können eine Steigerung der anormalen Wertpapierrendite bei Ankündigung des Einstiegs eines *vulture investor* feststellen. Dabei sind die positiven Effekte weitaus größer, wenn der „Geier“ im Management

des betroffenen Unternehmens aktiv ist. Die Autoren sind der Meinung, dass die Mehrheit selbiger Investoren an derartigem interessiert ist, viele von ihnen sogar über einen längeren Zeitraum. Jedoch muss eingeräumt werden, dass die Performance nach einer Sanierung mit Hilfe eines *vulture investors* zwar besser als ohne, aber dennoch nicht überragend ist.

Haghani unterstellt besagten *Non-performing loans* eine Art Katalysatorrolle, wobei für ihn der wichtigste Punkt ebenso die Differenzierung in eine aktive und eine passive Strategie ist. Dabei stellt er klar und deutlich die Vorzüge einer aktiven und die Nachteile einer negativen dar.

Anfangs können die vielen Zahlenspiele verwirren, doch letztendlich wird klar: Auch *vulture investments* sind für die betroffenen Unternehmen von Vorteil, wenn der Investor (ähnlich der *buyout*-Situation) nicht gänzlich dem Opportunismus verfallen ist.

Literatur- und Quellenverzeichnis

Graebner, Ulrich (1991): Die Auseinandersetzung um Leveraged Buyouts, Frankfurt am Main, S. 13 - 117

Hotchkiss/ Mooradian (1996): Vulture Investors and the Market for Control of Distressed Firms, Working Paper, S. 2 - 20

Jensen, Michael C. (1989): Active Investors, LBOS, and the Privatization of Bankruptcy, in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 2, No. 1, S. 35 - 41

Kaplan, Steven (1989): The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, in: Journal of Financial Economics 24, S. 217 - 247

Katzer, Thorben (2007): Buyouts, Bremen/ Hamburg, S. 1 - 33

Kropp, Matthias (1992): Management Buyouts und die Theorie der Unternehmung, Wiesbaden, S. 106 - 117

Shleifer/ Summers (1988): Breach of Trust in Hostile Takeovers, in: Auerbach (Hrsg.): Corporate takeovers, causes and consequences, Chicago/ London, S. 34 - 42

Smart/ Waldfogel (1994): Measuring the Effect of Restructuring on Corporate Performance: The Case of Management, in: The Review of Economics and Statistics, Vol. 76, No. 3, S. 503 - 511

BVK e.V., online (22.04.2010): Mehrheitsbeteiligungen (Buy-Outs), http://www.bvkap.de/privateequity.php/cat/38/aid/460/title/Mehrheitsbeteiligungen_%28Buy-Outs%29_

Prof. Dr. Ottmar Schneck, online (10.05.2010): Insolvente Unternehmen als Anlagekategorie auch in Deutschland, http://www.ottmar-schneck.de/uploads/media/Verkauf_von_Insolvenzforderungen_als_Anlageobjekt.pdf

Roland Berger, Strategy Consultants, online (10.05.2010): Auswirkungen von Investments in Distressed Assets für die Restrukturierung, http://www.venture-capital-forum.de/cms/upload/Event/31.05.2007/Dokumente/Vortrag_Dr__Haghani.pdf